

KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS

Toma Kairienė

**ĮMONIŲ SUSIJUNGIMAI IR ĮSIGIJIMAI: VERTĖS KŪRIMAS
REALIZUOJANT SINERGIJĄ**

MAGISTRO DARBAS

Darbo vadovė doc. dr. Rasa Norvaišienė

KAUNAS, 2016

KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS

ĮMONIŲ SUSIJUNGIMAI IR ĮSIGIJIMAI: VERTĖS KŪRIMAS
REALIZUOJANT SINERGIJĄ

Finansai (kodas 621N30006)

MAGISTRO DARBAS

Darbą atliko

V MF-4, Toma Kairienė _____

2016-05-09

Vadovė

doc. dr. Rasa Norvaišienė _____

2016-05-09

Recenzentė

doc. dr. Ginta Railienė _____

(Data)

KAUNAS, 2016



KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS

Toma Kairienė
Finansai (kodas 621N30006)

Baigiamojo magistro darbo „Susijungimai ir įsigijimai: vertės kūrimas realizuojant sinergiją“

AKADEMINIO SAŽININGUMO DEKLARACIJA

2016 m. gegužės 9 d.

Kaunas

Patvirtinu, kad mano **Tomos Kairienės** baigiamasis magistro darbas tema „Įmonių susijungimai ir įsigijimai: vertės kūrimas realizuojant sinergiją“ yra parašytas visiškai savarankiškai, o visi pateikti duomenys ar tyrimų rezultatai yra teisingi ir gauti sąžiningai. Šiame darbe nei viena dalis nėra plagijuota nuo jokių spausdintinių ar internetinių šaltinių, visos kitų šaltinių tiesioginės ir netiesioginės citatos nurodytos literatūros nuorodose. Įstatymų nenumatytų piniginių sumų už šį darbą niekam nesu mokėjęs.

Aš suprantu, kad išaiškėjus nesąžiningumo faktui, man bus taikomos nuobaudos, remiantis Kauno technologijos universitete galiojančia tvarka.

(vardą ir pavardę įrašyti ranka)

(parašas)

Kairienė, Toma. Mergers and Acquisitions: Value Creation through the Realization of Synergies. Master's Final Thesis in Finance / supervisor assoc. prof. Rasa Norvaišienė. Department of Finance, the School of Economics and Business, Kaunas University of Technology.

Social Sciences: Business and administration.

Key words: *mergers and acquisitions, synergies, value creation, mergers and acquisitions valuation* .

Kaunas, 2016. 67 p.

SUMMARY

In the context of globalisation mergers and acquisitions (M&As) often become common strategic decision when reaching for company growth. As the main motive behind M&A deals stands expectation of synergies. Two companies will only merge if managers expect that the value and performance of combined entity will be greater than the sum of the separate parts. However, research of literature shows that M&As are not always creating additional value.

Purpose of this study is to examine whether the synergistic effect of M&A deals is achieved in short term and long term perspectives also to define the relation between market expectations of synergies and actually achieved post-acquisition performance. M&A deals of companies enlisted in Warsaw Stock Exchange are chosen as an object of the research.

Market expected synergies are measured using event studies. Following this methodology, abnormal returns to shareholders during the period surrounding the announcement of a transaction are examined. To investigate the post-acquisition performance of M&As, accounting studies' approach is engaged. Reported acquirers' financial results before and after acquisitions are examined to see how financial performance has changed due to M&A deal. Also matched-sample comparisons, matching acquirers with non-acquirers, based on industry and size of a company are made to answer the question if acquirers outperformed their nonacquirer peers.

Findings of this study show that in the event window of 21 days (-10, +10) around the announcement of M&A transaction, positive cumulative average abnormal return (CAAR) is generated. However, differences in cumulative abnormal return (CAR) of target companies and acquirers were identified. Most of the target companies achieved positive CAR, while 54% of acquirers accumulated negative CAR during the event window. Research of long term post-acquisition performance shows that most M&A deals have achieved synergistic gains. And finally, main conclusion of this study indicates that there is a positive relation between market expected synergies and post-acquisition performance improvement of merged companies.

TURINYS

ĮVADAS.....	7
1. ĮMONIŲ SUSIJUNGIMAI IR ĮSIGIJIMAI KAIP VIENAS IŠ PAPILDOMOS VERTĖS KŪRIMO BŪDŲ	9
1.1. Susijungimų ir įsigijimų samprata.....	9
1.2. Susijungimų ir įsigijimų motyvai	11
1.3. Susijungimų ir įsigijimų procesas.....	14
1.4. Susijungimų ir įsigijimų kuriamos vertės nustatymo poreikis ir sudėtingumas.....	17
2. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ EFEKTO VERTINIMO TEORINIAI ASPEKTAI	19
2.1. Sinergijos rūšys ir jų pasireiškimo požymiai.....	19
2.2. Sinergijos efekto vertinimo ypatumai.....	22
2.3. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo būdai ir metodai.....	24
2.4. Susijungimų ir įsigijimų kuriamos vertės empirinių tyrimų rezultatų analizė	31
2.4.1. Empirinių tyrimų, atliktų naudojant įvykio analizės metodą, apžvalga.....	31
2.4.2. Empirinių tyrimų, atliktų naudojant apskaitos duomenų analizės metodą, apžvalga	34
3. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ EFEKTO EMPIRINIO TYRIMO METODOLOGIJA.....	39
3.1. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo empirinio tyrimo modelis.....	39
3.2. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo ex-ante metodika	41
3.3. Susijungimų ir įsigijimų efekto ex-post vertinimo metodika	45
3.4. Empirinio tyrimo duomenų atranka.....	47
4. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ EFEKTO EMPIRINIO TYRIMO REZULTATAI.....	49
4.1. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo ex-ante tyrimo rezultatai	49
4.2. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo ex-post tyrimo rezultatai	54
4.3. Susijungimų ir įsigijimų efekto ex-ante ir ex-post sąsajos	58
4.4. Išvados apie hipotezių priimtinumą.....	59
IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS	61
LITERATŪRA.....	64
PRIEDAI.....	68

Paveikslų sąrašas

1 pav. Susijungimo ir įsigijimo skirtumai	10
2 pav. Susijungimų ir įsigijimų proceso sąsajos su sinergijos vertinimu.....	16
3 pav. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo tyrimo galimi baigties scenarijai	40
4 pav. Įvykio analizės metodo veikslių seka	41
5 pav. Įvykio analizės laiko eilutė.....	42
6 pav. Apskaitos duomenų analizės kryžminio palyginimo metodu veikslių seka.....	46
7 pav. Visų tyrimo imties įmonių įvykio lango laikotarpiu pasiekta AAR bei CAAR.....	50
8 pav. Įsigyjančiųjų bei įsigyjamųjų įmonių CAAR įvykio lango (-10; +10) laikotarpiu	50
9 pav. Bendros besijungiančių įmonių, įsigyjančiųjų bei įsigyjamųjų įmonių CAAR palyginimas esant skirtingai įvykio lango trukmei	51
10 pav. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo apskaitos duomenų analizės kryžminio palyginimo metodu rezultatai	56

Lentelių sąrašas

1 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų motyvai	12
2 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų atveju įmonių patiriama nauda.....	13
3 lentelė. Sinergijos rūšių pasireiškimo požymiai.....	22
4 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų sandorių vertinimo metodų galimybės.....	27
5 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų vertinimo metodų privalumai ir trūkumai.....	29
6 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų sandorių tyrimų, atliktų įvykio analizės metodu, apžvalga	31
7 lentelė. Pagrindiniai finansiniai rodikliai naudojami apskaitos metodo tyrimuose	35
8 lentelė. Apskaitos duomenų metodu analizuotų susijungimo atvejų rezultatų apibendrinimas.....	37
9 lentelė. Susijungimo ir įsigijimo efekto vertinimo empirinio tyrimo imtis.....	48
10 lentelė. Susijungimo ir įsigijimo sandorių įvykio lange kuriama vertė.....	53
11 lentelė. Susijungimo ir įsigijimo sandorių efekto vertinimo apskaitos duomenų laiko eilutės palyginimo metodu rezultatai.....	54
10 pav. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo apskaitos duomenų analizės kryžminio palyginimo metodu rezultatai	56
12 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų sandorių efekto ex-post vertinimo matrica	57
13 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų efekto trumpuoju ir ilguoju laikotarpiu sąsajos	58

IVADAS

Šių dienų globalios ekonomikos kontekste stebimas laisvas kapitalo srautų judėjimas tarp valstybių. Išsivysčiusiose šalyse veikiančios įmonės, siekdamos didesnės gražos, investuoja į mažiau išsivysčiusius regionus. O didesnių organizacijų pagrindiniu strateginiu tikslu neretai tampa įmonės augimas ir kuo didesnė rinkos dalis. Kaip priemonė šiems tikslams pasiekti dažnai pasitelkiami įsigijimų ir susijungimų sandoriai, kurie leidžia nesunkiai padidinti užimamą rinkos dalį, sumažinti konkurenciją, diversifikuoti verslo riziką, pasinaudoti masto ekonomija ar kitais tokio tipo sandorių teikiamais privalumais.

Susijungimų ir įsigijimų tematika akademinėje literatūroje diskutuojama dažnai. Vis dėlto daugeliu atveju tyrėjų išvados nagrinėjant įvairius šios temos aspektus būna prieštaringos. Vienas dažniausiai nagrinėjamų klausimų – ar įmonių susijungimai ir įsigijimai kuria vertę. Įmonės finansų valdymo teorija teigia, kad pagrindinis bet kurios įmonės tikslas – akcininkų vertės maksimizavimas. Taigi atsižvelgiant į tai, galima daryti prielaidą, kad įsigijimai ir susijungimai nebūtų apskritai inicijuojami ir vykdomi, jei nebūtų numatomas vertės kūrimas. Vis dėlto publikuoti tyrimų rezultatai pateikia kitokius įrodymus. Analizuojant susijungimų ir įsigijimų vertinimo empirinius tyrimus pastebima, kad kai kuriais atvejais didesnė vertė nei prieš įmonėms susijungiant nepasiekama (Kumara ir kt., 2013; Pamplona ir kt., 2013; Pazarskis ir kt., 2013) arba netgi sumažėja (Darko ir Twum, 2014; Sinha ir Singh, 2014).

Teorinės literatūros analizė rodo, kad pagrindinis motyvas įmonėms jungtis ar vykdyti įsigijimo sandorį – numatomas sinerginis efektas. Tai reiškia, kad besijungiančios įmonės tikisi, jog naujai sukurtas vienetas generuos didesnę vertę, nei būtų pasiekta įmonėms veikiant atskirai. Tačiau pabrėžtina, kad planuojama sinergija, kurios dydis įvertinamas dar prieš inicijuojant susijungimo/įsigijimo sandorį, nebūtinai sutampa su ex-post sukurta verte – realizuotu sinerginiu efektu. Taip pat svarbu paminėti, kad egzistuoja skirtingos susijungimų/įsigijimų efekto vertinimo perspektyvos: trumpalaikės bei ilgalaikės vertės kūrimo. Pranešimo apie susijungimo/įsigijimo sandorį nulemti besijungiančių įmonių akcijų kainų pokyčiai suformuoja trumpojo laikotarpio pridėtinės vertės dydį bei parodo rinkos lūkesčius dėl būsimų ilgojo laikotarpio rezultatų. O ilguoju laikotarpiu jungtinio vieneto pasiektas veiklos efektyvumas leidžia identifikuoti realizuotą susijungimo/įsigijimo sinerginį efektą. Pabrėžtina, kad atlikdami empirinius tyrimus autoriai analizei pasirenka arba trumpojo, arba ilgojo laikotarpio perspektyvą ir itin retai tiriama abiem laikotarpiais pasiekto susijungimų efekto sąsajos. Taip pat pastebima, kad daugiausiai dėmesio empiriniuose tyrimuose skiriama labiausiai išsivysčiusių (JAV bei Vakarų Europos šalys) bei didžiųjų šalių (Kinijos ir Indijos) susijungimų ir įsigijimų sandorių analizei. Iš to kyla poreikis ištirti besivystančio ir vis daugiau užsienio kapitalo pritraukiančio regiono – Rytų Europos, susijungimų ir įsigijimų rinkos tendencijas.

Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, galima apibrėžti **pagrindinę darbe nagrinėjamą problemą** – kaip įvertinti susijungimų/įsigijimų sinergijos efektą trumpuoju ir ilguoju laikotarpiu bei ar rinkos lūkesčiai dėl susijungimų/įsigijimų sandorių potencialaus teigiamo (neigiamo) sinerginio efekto pasitvirtina ilguoju laikotarpiu po susijungimo per veiklos efektyvumo pokyčius.

Darbo tikslas – atlikus teorinės literatūros analizę sudaryti susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo modelį bei jį pritaikyti iširti Varšuvos akcijų biržos įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių pasiektus sinerginius efektus trumpuoju ir ilguoju laikotarpiu bei įvertinti jų tarpusavio sąsajas.

Darbo tyrimo objektas – Varšuvos akcijų biržos įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai.

Siekiant įgyvendinti išsikeltą tikslą, numatyti tokie uždaviniai:

- Atlikus literatūros analizę, apibrėžti susijungimų ir įsigijimų sampratą bei motyvus;
- Remiantis teoriniais ir empiriniais tyrimais išnagrinėti sinerginio efekto rūšis, pasireiškimo požymius bei galimus vertinimo metodus;
- Apžvelgti įmonių susijungimų ir įsigijimų vertės kūrimo tematika atliktų empirinių tyrimų rezultatus;
- Suformuoti susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo modelį;
- Pasitelkus sudarytą modelį iširti Varšuvos akcijų biržos įmonių susijungimų ir įsigijimų efektą ex-ante ir ex-post, bei įvertinti šių efektų tarpusavio sąsajas.

Darbe buvo taikomi šie **tyrimo metodai**: mokslinės literatūros analizė, sisteminimas bei apibendrinimas, loginė lyginamoji analizė, grafinė duomenų analizė bei statistinis vertinimas. Atliekant tyrimą naudoti įvykio analizės bei apskaitos duomenų analizės tyrimo metodai. Matematiniai skaičiavimai atlikti naudojantis programiniais paketais „Microsoft Excel“ bei „SPSS Statistics“.

1. ĮMONIŲ SUSIJUNGIMAI IR ĮSIGIJIMAI KAIP VIENAS IŠ PAPILDOMOS VERTĖS KŪRIMO BŪDŲ

1.1. Susijungimų ir įsigijimų samprata

Susijungimų ir įsigijimų (angl. *Mergers and Acquisitions*) sandoriai yra žinomi kaip viena pagrindinių strateginių verslo plėtros priemonių. Nors susijungimų ir įsigijimų sąvokos dažnai naudojamos viena vietoj kitos, vis dėlto reikėtų pabrėžti, kad jos nėra vienareikšmės. Dėl šios priežasties prieš aptariant kitus susijungimų ir įsigijimų sandorių teorinius aspektus, svarbu suprasti esminį skirtumą tarp šių procesų. Taigi, toliau pateikiama susijungimų ir įsigijimų sampratų analizė.

Habibbeigi (2009) gana tiksliai apibrėžia skirtumą tarp susijungimo ir įsigijimo sąvokų:

- *susijungimas* apibūdinamas kaip procesas, kurio metu dvi įmonės, dažniausiai tokio paties dydžio, susitaria toliau veikti kaip viena įmonė, valdoma vieno valdymo organo;
- *įsigijimas* apibrėžiamas kaip procesas, kurio metu didelė įmonė perima mažesnės įmonės valdymą ir tampa jos savininke.

Taigi, šis autorius įmonių dydį išskiria kaip svarbų veiksnių, atskleidžiantį skirtumą tarp susijungimo ir įsigijimo sąvokų: įsigijimo atveju didesnė įmonė tiesiog perima mažesniąją, o susijungimo metu jungiasi dvi panašaus dydžio įmonės. Habibbeigi (2009) taip pat pabrėžia, kad skirtumą tarp šių sąvokų galima pastebėti akcijų rinkose. Pasak autoriaus, įsigyjamosios įmonės akcijomis ir toliau yra prekiaujama, o, įmonėms susijungus, jų akcijos būna panaikintos ir po susijungimo sandorio rinkoje prekiaujama naujos įmonės akcijomis. Habibbeigi (2009) išskiria ir dar vieną skirtumą tarp šių sąvokų. Jis teigia, jog viskas priklauso nuo to, koku būdu susitaria vadovai: jei abi pusės susitaria geranoriškai, dažniausiai toks sandoris vadinamas susijungimu. Įsigijimo metu viena pusė paprastai yra priešiška nusiteikusi prieš sandorį.

Toks suvokimas iš esmės neprieštarauja Kotsogiannis (2009) pateiktajam, jog susijungimas įvyksta, kai dvi ar daugiau įmonių sutelkia savo galias tam tikroje verslo srityje. Skirtingai nei Habibbeigi (2009), Kotsogiannis (2009) išplečia susijungimų sąvoką, išskaidydamas ją į susijungimus ir konsolidaciją. Anot Kotsogiannis (2009), susijungimas – tai procesas, kurio metu viena įmonė yra prijungiama prie kitos, o konsolidacijos metu, atsisakius turimų akcijų bei išleidus naują akcijų emisiją sukuriami nauja bendra įmonė. Kotsogiannis (2009) taip pat pabrėžia, kad įsigijimo atveju įsigyjamoji įmonė (dar vadinama taikinio įmone) demonstruoja priešišką įsigyjantįjai, kuri perima turtą, įsipareigojimus bei veiklos valdymą. Įsigyjamosios įmonės valdyba tokiu atveju dažniausiai yra pakeičiama.

Panašų požiūrį išreiškia ir DePamphilis (2011), kurio nuomone, verslo jungimai gali būti trejopi:

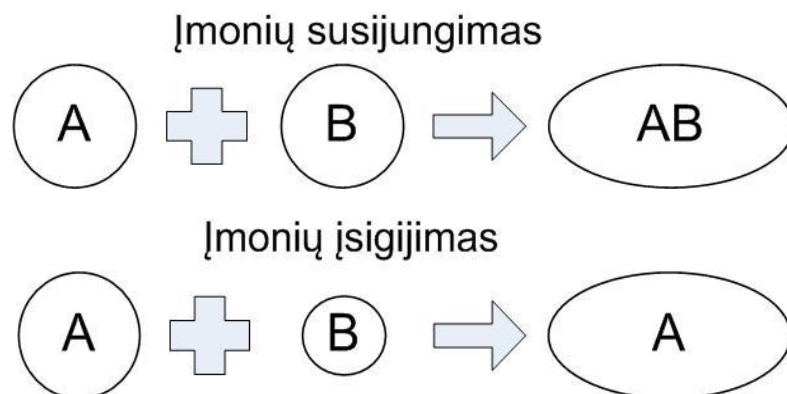
1. sandoriai, kai jungiasi dvi ar daugiau įmonių, kai visos, išskyrus vieną, yra išregistruojamos ir neveikia kaip juridiniai asmenys;
2. sandoriai, kurių metu, dvi ar daugiau įmonių susijungia, sukurdamos naują bendrą juridinį subjektą;
3. sandoriai, kai įsigyjamos kitos įmonės akcijos, suteikiančios teisę kontroliuoti šią įmonę.

Įsigijimus šis autorius skirsto į dvi rūšis: sandorius, kai įsigyjama tik dalis įmonės kapitalo ir sandorius, kurių metu viena įmonė įsigyja visą (arba didžiąją dalį) kitos įmonės turto.

Anot DePamphilis (2011), gali būti išskiriamos trys pagrindinės susijungimų ir įsigijimų rūšys, priklausomai nuo jungimosi tikslų: *horizontalūs* – kai jungiasi arba įsigyjamos įmonės, veikiančios toje pačioje pramonės šakoje (konkurentai); *vertikalūs* – kai jungiasi skirtingose pramonės šakose veikiančios, tačiau tam tikrų komercinių ryšių turinčios įmonės (pirkėjas-pardavėjas, klientas-tiekėjas ir pan.); *konglomeratiniai* – kai jungiasi nesusijusios įmonės, veikiančios skirtingose pramonės šakose bei neturinčios jokių komercinių tarpusavio ryšių

Hed ir Hultqvist (2005) pateikia dar vieną susijungimų ir įsigijimų rūšį: t. y. vienerūšę integraciją, kuri apima susijusias įmones, negaminančias tų pačių produktų. Esant šiai integracijai įmonės dalinasi panašiais paskirstymo kanalais.

Taigi, apibendrinant tai, kas išdėstyta, galima teigti, kad įmonių susijungimai ir įsigijimai vyksta įvairiais būdais: panašaus dydžio įmonėms jungiantis į bendrą vienetą, įsigyjant verslo šaką arba turtą, taip pat įsigyjant visas kitos įmonės akcijas ar tik jų dalį, suteikiančią teisę daryti lemiamą įtaką šios įmonės valdymo sprendimams. Esminiai skirtumai tarp susijungimo ir įsigijimo išryškėja vykstant įmonių jungimosi procesui (žr. 1 pav.).



1 pav. Susijungimo ir įsigijimo skirtumai

Apžvelgiant pirmame paveiksle pavaizduotą įmonių susijungimų ir įsigijimų sampratą, pastebima, kad įmonių susijungimo atveju jungiasi panašaus dydžio kompanijos, o sudarytas jungtinis vienetas gauna naują pavadinimą. O įmonių įsigijimo atveju jungiasi skirtingo dydžio įmonės –

didesnioji įmonė tiesiog „absorbuoja“ mažesniąją, neprarasdama savo identiteto. Taigi atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, šiame darbe susijungimas ir įsigijimas apibrėžiamas kaip dviejų ar daugiau įmonių strateginis sprendimas sutelkti savo turimus išteklius kuriant jungtinį verslo vieneta, taip prarandant finansinį savarankiškumą.

1.2. Susijungimų ir įsigijimų motyvai

Susijungimai ir įsigijimai yra analizuojami kaip esminis strateginis įmonių augimo šaltinis. Šie sandoriai leidžia įmonėms prisitaikyti prie aplinkos pokyčių (Brueller, Carmeli ir Drori, 2014). Įmonės plečiasi susijungimų ir įsigijimų būdu ir dėl to, kad neturi galimybių augti panaudojant turimus vidinius išteklius. Pabrėžtina, kad susijungimų ir įsigijimų priežasčių tematika akademinėje literatūroje yra gausiai aptariama. Apibendrinant atskirų autorių tyrimus (Mantravadi ir Reddy, 2008; Kotsogiannis, 2009; Habibbeigi, 2009; DePamphilis, 2011; Cummins ir Weiss, 2004; Levišauskaitė ir Stravinskaitė, 2006; Novickytė ir Šileika, 2010), išskirti dažniausi įmonių jungimosi motyvai. Jie susistemintai pateikiami 1-oje lentelėje. Taigi analizuotoje literatūroje išskiriami tokie pagrindiniai įmonių susijungimų ir įsigijimų motyvai:

- **Technologinė pažanga.** Jungiantis įmonėms, įvyksta tarpusavio žinių, technologijų bei gerosios praktikos pasidalijimas. Tai sukuria galimybę pagerinti veiklos efektyvumą bei padidinti konkurencingumą rinkoje įgyjant technologinį pranašumą.
- **Mokestinė nauda.** Įsigydama nuostolingai veikiančią įmonę, įsigyjančioji įmonė pasinaudojusi mokesčių įstatymo galimybėmis gali sumažinti savo mokestinės prievolės dydį.
- **Veiklos diversifikavimas/koncentravimas.** Siekiant veiklos diversifikavimo, dažniausiai jungiasi nesusijusiose pramonės šakose veikiančios įmonės, o siekiant veiklos koncentravimo, t. y. konkurencinio pranašumo, koncentruojant dėmesį į tikslines rinkas ar klientų grupes, jungiasi įmonės, veikiančios toje pačioje pramonės šakoje. Susijungimai ir įsigijimai gali sąlygoti monopoliją ar bent jau padidinti turimą rinkos dalį: turima tokia galia rinkoje leidžia kelti kainas nemažinant apyvartos, vadinasi, nemažinant pinigų srautų.
- **Įmonės augimas.** Dažniausiai šis motyvas tampa pagrindiniu, kai įmonės nebegali augti vidinių išteklių dėka. Tokiu atveju susijungimai ir įsigijimai tampa viena iš galimybių įmonėms plėstis: didinti pelną, apyvartą, rinkos dalį, konkurencingumą, užimti lyderio pozicijas.
- **Nepakankamai rinkoje įvertintos įmonės įsigijimas.** Šiuo atveju siekiama įsigyti įmones, kurių rinkos vertė yra pernelyg maža ir išplėtoti tuos įsigyjamose įmonės aspektus, kurie nepakankamai panaudojami. Pavyzdžiui, tai gali būti materialus turtas, nematerialus turtas

(buvimas tam tikroje rinkoje, eksporto nišos). Tokiais atvejais įsigyjamos įmonės turtas nepakankamai panaudojamas dėl blogo valdymo.

- **Sinerginis efektas.** Jis pasireiškia tuomet, kai susijungusios įmonės sukuria didesnę vertę negu jos sukurtų veikdamos atskirai. Šio efekto išraiška dar žinoma kaip lygtis $2+2=5$. Išsamiau šis efektas nagrinėjamas (2.1. skyr.).
- **Agentavimo problema.** Agentavimo problema kyla tada, kai nesutampa įmonės akcininkų ir vadovų interesai. DePamphilis (2010) teigia, kad susijungimai ir įsigijimai, kylantys iš agentavimo problemos įvyksta tada, kai vadovai inicijuoja tokio tipo sandorius siekdami patenkinti savo interesus, o ne atsižvelgdami į naudą, kurią akcininkams.
- **Puikybės teorija.** Šis motyvas susijęs su vadovybės noru pasipelnyti. Cummins ir Weiss (2004) puikybės teoriją apibūdina kaip įmonių vadovų siekį įsigyti įmones ne dėl objektyvios ekonominės naudos, o dėl per didelės arogancijos ir asmeninių motyvų.

1 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų motyvai

		Mantravadi, ir Reddy (2008)	Levišauskaitė ir Stravinskaitė, (2006)	Kotsogiannis (2009)	Habibbeigi (2009)	Novickyte, ir Šileika (2010)	DePamphilis (2011)	Cummins ir Weiss, (2004)
Vertės maksimizavimo motyvai	Technologinė pažanga	X	X	X		X	X	
	Mokestinė nauda	X	X				X	X
	Veiklos diversifikavimas/ koncentravimas	X	X			X	X	X
	Įmonės augimas	X	X			X	X	
	Nepakankamai rinkoje įvertintos įmonės įsigijimas		X	X			X	X
	Sinerginis efektas	X	X			X	X	X
Kiti motyvai	Agentavimo konfliktas			X			X	X
	Puikybė						X	X

Susisteminius mokslininkų išskiriamas susijungimų ir įsigijimų priežastis, galima išskirti 2 motyvų grupes – įmonės vertės maksimizavimo, ir kitus, su tuo nesusijusius motyvus (žr. 1 lent.). Pirmoje lentelėje matoma, kad nagrinėtoje literatūroje dažniau išskiriami vertės maksimizavimo motyvai. Dažniausiai aptariamas sinerginis efektas. Tai galima paaiškinti tuo, kad sinerginis efektas gan plati sąvoka, apimanti tokias naudas susijungusioms įmonėms kaip masto ekonomija (plg. angl.

economies of scale), apimties ekonomija (plg. angl. *economies of scope*), bei kapitalo kaštų sumažinimas (DePamphilis, 2011). Taip pat dauguma autorių aptaria technologinę pažangą, rinkos diversifikavimą, koncentravimą bei įmonės augimą kaip priežastis, dėl kurių vyksta susijungimo ir įsigijimo sandoriai. Kiek rečiau tarp vertę maksimizuojančių motyvų minimi susijungimų ir įsigijimų kaip naujo ir efektyvaus finansavimo būdo, mokestinės naudos bei nepakankamai rinkoje įvertintos įmonės įsigijimo aspektai. Tai galima būtų paaiškinti tuo, kad pastarieji motyvai yra siauresni ir kai kada gali būti minimi kaip platesnę reikšmę turinčių motyvų subkategorijos (pavyzdžiui, mokestinė nauda priskiriama sinergiam efektui ar nepakankamai įvertintos įmonės įsigijimas – įmonės augimo motyvui).

Egzistuoja ir su vertės maksimizavimu nesusijusios susijungimų ir įsigijimų priežastys. Jos literatūroje aprašomos kiek rečiau. Minimos agentavimo problemos bei puikybės teorijos. Abu šie susijungimų ir įsigijimų motyvai susiję su įmonių vadovų nukrypimu nuo pagrindinių įmonės tikslų, siekiant asmeninių interesų patenkinimo ir asmeninės naudos siekimo.

Musvasva (2014) konstatuoja, kokią naudą, priklausomai nuo susijungimų ir įsigijimų priežasčių patiria įsigyjama įmonė, įsigyjanti įmonė ir kokia generuojama bendra nauda (žr. 2 lent.).

2 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų atveju įmonių patiriama nauda

Susijungimų ir įsigijimų priežastys	Bendra nauda	Įsigyjamos įmonės patiriama nauda	Įsigyjamos įmonės patiriama nauda
Vertės ir sinergijos kūrimas	Teigiama	Teigiama	Teigiama
Agento konfliktas	Jokios	Teigiama	Neigiama
Puikybė	Neigiama	Teigiama	Neigiama

Šaltinis: sudaryta pagal Musvasva (2014).

Iš 2-oje lentelėje pateikiamos informacijos galima daryti išvadas, kad ilguoju laikotarpiu dėl sukurtos sandorių vertės ir sinergijos pagerėja besijungiančių ar įsigyjamųjų įmonių veiklos efektyvumas, sukuriamą vertę įmonių akcininkams ir pasiekiamą bendrą naudą. Susijungimai ir įsigijimai vykdomi dėl vadovų puikybės ar siekiant asmeninės naudos dažnai būna įsigyjamųjų įmonių permokėjimo už įsigyjamus subjektus priežastis, nesukuriant jokios vertės.

Apibendrinant literatūros, nagrinėjančios susijungimų ir įsigijimų motyvus, analizę, galima teigti, kad vis dėlto pagrindinė susijungimų ir įsigijimų sandorių priežastis yra įmonės vertės maksimizavimas, dėl kurio naudą patiria tiek įsigyjama, tiek įsigyjanti įmonė. Motyvus, kurie kyla ne iš siekio didinti įmonės vertę, galima laikyti neracionaliais, nes juos lemia vadovų asmeninės subjektyvios paskatos. Susijungimai ir įsigijimai, vykstantys dėl agentavimo konflikto ar puikybės, laikytini vengtiniais, nes negeneruoja jokios arba netgi sąlygoja neigiamą bendrą naudą besijungiančioms įmonėms.

1.3. Susijungimų ir įsigijimų procesas

Įmonių jungimosi procesas nėra statiškas. Kiekvienu atveju jis gali skirtis priklausomai nuo esamų aplinkybių (ar yra organizuojamas formalus pardavimo procesas, ar yra konkurentų, norinčių įsigyti objektą, ar įsigyjamos įmonės akcijomis prekiaujama biržoje kt.). Literatūroje pateikiami skirtingi susijungimų ir įsigijimų proceso aprašymai. Graaf ir Pienaar (2013) aprašo septynių etapų susijungimo ir įsigijimo procesą:

1. Įmonės – „taikinio“ paieška;
2. Komandos formavimas;
3. Vertinimas prieš pasiūlymo pateikimą;
4. Sandorio struktūrizavimas, nustatant aiškias sandorių šalių atsakomybes ir pareigas;
5. Derybos;
6. Sandorio vykdymas;
7. Nepriklausomas patikrinimas po įmonių susijungimo.

DePamphilis (2011) į susijungimų ir įsigijimų procesą žvelgia detaliau. Šis autorius pateikia net 10 etapų:

1. Verslo plano sudarymas;
2. Susijungimo plano sudarymas;
3. Įmonės – „taikinio“ paieška;
4. Potencialių kandidatų vertinimas;
5. Pasiūlymo pateikimas;
6. Derybos;
7. Integracijos plano sudarymas;
8. Sandorio įvykdymas;
9. Integracija;
10. Įvertinimas.

Analizuojant ankščiau šiame skyrelyje minėtų autorių siūlomus susijungimo/įsigijimo proceso šablonus, nustatyta keletas bendrų bruožų. Pirmiausia, visą procesą galima išskirti į dvi pagrindines dalis: fazę **iki** įmonių susijungimo bei fazę **po** įmonių susijungimo. Prieš susijungimą pagrindinis dėmesys skiriamas strategijos kūrimui, pasirinkto objekto vertinimui bei deryboms. Pasiekus bendrą sutarimą dėl jungimosi, procesas nesibaigia. Toliau eina fazė po įmonių susijungimo, kurioje didžiausias dėmesys skiriamas integracijos procesui ir susijungimo/įsigijimo sėkmingumo vertinimui. Anot Graaf ir Pienaar (2013), sėkmingo ir vertę kuriančio įmonių susijungimo/įsigijimo atvejis pasižymi tokia „gerąja praktika“: detalus integracijos etapo planavimas, tinkamų skatinamųjų priemonių vadovybei pasirinkimas bei įsigijimo premijos dydžio susiejimas su potencialia nauda.

Pasiektas susitarimas dėl įmonių jungimosi negarantuoja, kad po integracijos etapo sandorį bus galima laikyti sėkmingu. Tai gali lemti įvairios priežastys. Levišauskaitė ir Stravinskaitė (2006) išskiria tokias pagrindines susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmės priežastis:

- Tinkamai suformuota kompanijos strategija;
- Realiai įvertintas potencialus sinergijos efektas ir investicijos, reikalingos jam pasiekti;
- Efektyvi organizacinė struktūra;
- Naujos organizacijos lankstumas, organizacijos/darbuotojų kultūrinis suderinamumas;
- Greitai po susijungimo/įsigijimo vykstanti įmonių tarpusavio integracija;
- Susijungimai, kai yra išlaikomi pagrindiniai kompanijos tikslai;
- Įmonių susijungimai yra sėkmingesni lyginant su įmonių įsigijimais.

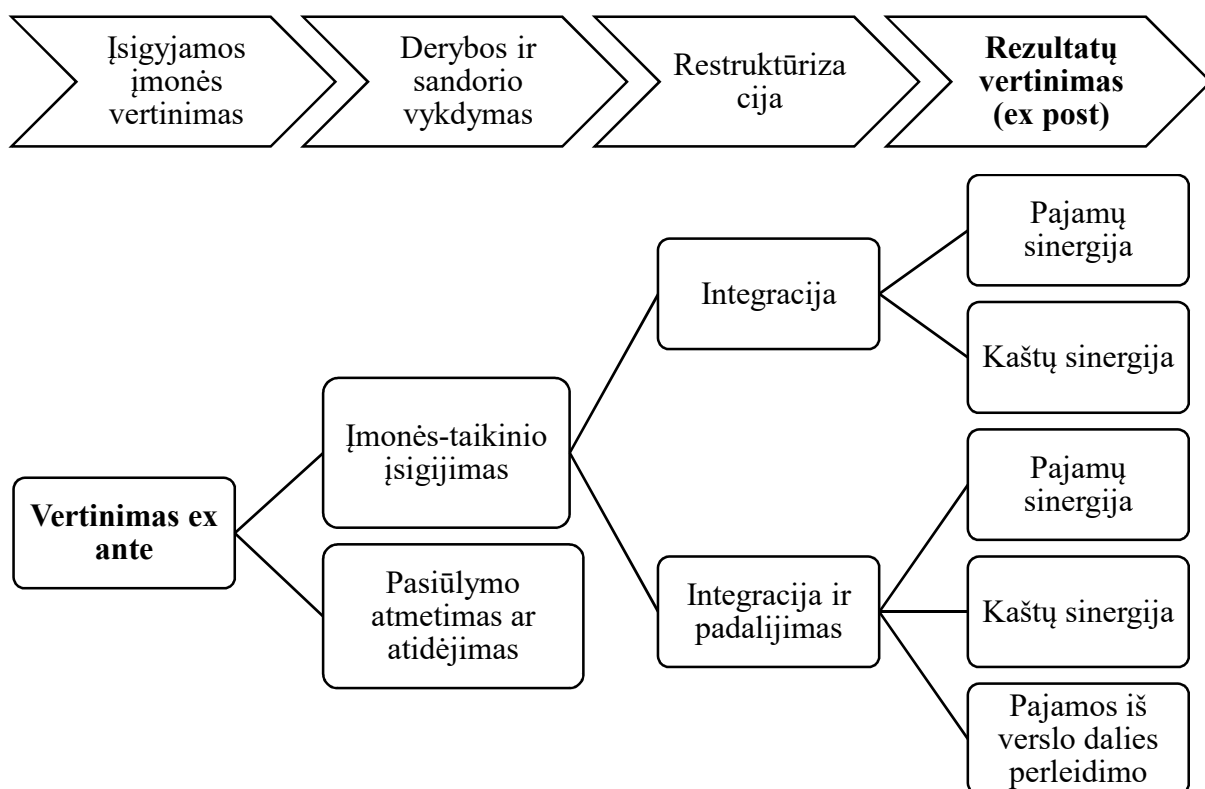
Išanalizavus mokslininkų išskirtas susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmės priežastis, galima daryti išvadas, kad sėkmingas susijungimo sandorio įgyvendinimas yra sudėtingas ir kompleksinių sprendimų reikalaujantis procesas. Sėkmės/nesėkmės priežastys gali pasireikšti bet kuriame proceso etape – pradedant strategijos formavimu, baigiant integracija. Būtent dėl šios priežasties galima teigti, kad kiekvienas iš etapų yra vienodai svarbus tam, kad susijungimo/įsigijimo sandoris taptų verte kuriančiu strateginiu sprendimu. Atsižvelgiant į tai, kad šiame darbe detaliau analizuojama susijungimų ir įsigijimų kuriama vertė realizuojant sinergiją, svarbu aptarti, kuriame iš susijungimo/įsigijimo proceso etapų turėtų būti atliekamas vertinimas.

Kode ir kt. (2003) aprašo tokius keturis skirtingus požiūrius į sinergijos efekto vertinimą susijungimo/įsigijimo procese:

- Sinergija identifikuojama bei vertinama **kiekviename** susijungimų/įsigijimų proceso etape. Būtina turėti aiškią galimybių perspektyvą, kad būtų galima sukurti sėkmingą strategiją ir realizuoti sinergiją.
- Sinergijos identifikavimui dėmesys skiriamas **sandorio sudarymo ir integracijos** etapuose;
- Sinergija yra numatoma vieninteliame susijungimų/įsigijimų proceso etape – **atliekant potencialaus taikinio vertinimą**;
- Sinergijai nėra skiriamas ypatingas dėmesys, tačiau ji yra pastebima ir vertinama **viso proceso metu *ad hoc*** maniera – t. y. neplanuojant iš anksto.

Autoriai taip pat teigia, kad dažniausiai praktikoje pasireiškia pirmieji du požiūriai, t. y. kai sinergijos vertinamos kiekviename etape, siekiant turėti aiškią galimybių perspektyvą, bei kai dėmesys galimai sinergijai skiriamas sandorio sudarymo bei integracijos etapuose.

Kinnunen (2010) pateikia aiškias sinergijos sąsajas su pagrindiniais susijungimo proceso etapais (žr. 2 pav.).



2 pav. Susijungimų ir įsigijimų proceso sąsajos su sinergijos vertinimu (Kinnunen, 2010)

Kaip matoma 2 paveiksle, atlikus pirminį įsigyjamą įmonės vertinimą, kurio metu ir yra nustatoma potencialios sinergijos vertė, priimamas svarbiausias sprendimas – vykdyti susijungimo/įsigijimo sandorį, ar jį atmesti, o galbūt, įvertinus neapibrėžtumo riziką, kuriam laikui atidėti. Šis sprendimas yra priimamas derybų etapo metu. Kinnunen (2010) lyginant su anksčiau analizuota literatūra (DePamphilis, 2011; Graaf ir Pienaar, 2013) etapą po sprendimo vykdyti susijungimo/įsigijimo sandorį vadina ne integracija, kaip anksčiau išskirta, o kiek platesniu terminu – restruktūrizacija. Toks skirtumas atsiranda dėl to, kad Kinnunen (2010) išskiria keletą besijungiančios įmonės jungimo galimybių: ne tik integraciją, kaip aptarta anksčiau, bet ir nenaudingo turto ar nepagrindinio verslo vienetų atskyrimą. Sugrįžtant prie sinergijos vertinimo susijungimo proceso etape, 2 paveiksle matoma, kad įvykus restruktūrizacijos procesui, jau galima stebėti sinergijos pasireiškimą bei jį vertinti kiekybiškai ex-post.

Apibendrinant Kinnunen (2010) pateiktą susijungimų ir įsigijimų proceso sąsają su sinergijos vertinimu modelį, galima daryti išvadą, kad susijungimo/įsigijimo procese siekiant pasinaudoti sinergijos efektu, itin svarbus vertinimas. Pirmiausia išankstinis galimos sinergijos vertinimas apskritai nulemia sandorio vykdymo sprendimą, o galutiniame etape atliekamas vertinimas apibrėžia sinergijos realizavimo sėkmingumą t. y. kiekybiškai išmatuoja sukurtą vertę įmonei.

1.4. Susijungimų ir įsigijimų kuriamos vertės nustatymo poreikis ir sudėtingumas

Kazmierska-Jozwiak (2014) teigia, kad įmonės gali plėstis dviem būdais – naudojant vidinius išteklius (organiškas augimas) arba išorinius išteklius (per susijungimus ir įsigijimus). Negalima vienareikšmiškai teigti, kad vienas ar kitas būdas yra pranašesnis, tai priklauso nuo įmonės tikslų bei veiklos pobūdžio. Vis dėlto galima išskirti keletą veiksnių, kurie pabrėžia išorinio augimo per susijungimus ir įsigijimus naudą: kai kurie tikslai (pvz., rinkos dalies padidėjimas) gali būti pasiekti greičiau, kaštai įmonės plėtrai naudojant vidinius išteklius gali viršyti susijungimo/įsigijimo kaštus, vykdant įmonių susijungimą/įsigijimą kai kuriais atvejais galima pasinaudoti mokestinėmis lengvatomis taip pat įmonei plečiantis per susijungimą su kita įmone, atsiveria galimybės perimti bei pasinaudoti gerąja patirtimi (Kazmierska-Jozwiak, 2014). Išsamiau susijungimų ir įsigijimų motyvai aptariami 1.2. skyr. Vis dėlto reikėtų pabrėžti, kad nepaisant numatomos naudos, susijungimas/įsigijimas gali būti nesėkmingas.

Akademinėje literatūroje analizuojami įvairūs susijungimų ir įsigijimų aspektai. Kai kurie autoriai analizuoja susijungimų ir įsigijimų motyvus bei galimybes (DePamphilis, 2011; Habibbeigi, 2009; Kotsogiannis, 2009; Levišauskaitė ir Stravinskaitė, 2006; Novickytė, ir Šileika, 2010). Nemažai tyrėjų gilinasi ir vertina susijungimų ir įsigijimų efektyvumą (Darko ir Twum, 2014; Dilshad, 2013; Kumara ir Satyanarayana, 2013; Leepsa ir Misra, 2012; Pamplona, Rotela Junior ir Silva, 2013) bei apskritai siekia atsakyti į klausimą ar susijungimai ir įsigijimai kuria vertę (Hed ir Hultqvist, 2005; Hema, Ranjani ir Lefanowicz, 2009; Hitt, Harrison ir Duane, 2011; Rhe’aume, Bhabra ir Harjeet, 2008; Reddy, Abidin ir Chen, 2012). Vis dėlto pastebima, kad daugiausia dėmesio skiriama labiausiai išsivysčiusių (JAV bei Vakarų Europos šalys) bei didžiųjų šalių (Kinijos ir Indijos) susijungimų ir įsigijimų sandorių analizei. Dėl išsivysčiusių finansinių rinkų bei didelio šiose šalyse vykdomų susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičiaus, yra prieinamos išsamios duomenų bazės, todėl tyrėjai gali analizuoti susijungimo ir įsigijimo sandorius įvairiais aspektais.

Remiantis Kazmierska-Jozwiak (2014), nuo 2000-ųjų metų stebimas spartus globalizacijos procesas, kuris neatsiejamas nuo laisvo kapitalo srautų judėjimo tarp valstybių. Išsivysčiusiose šalyse veikiančios įmonės investuoja į mažiau išsivysčiusius regionus, tokius kaip Azija, Viduriniai Rytai, Pietų Afrika bei Rytų Europa. Dažnai tokios investicijos atliekamos sudarant įmonių susijungimo/įsigijimo sandorius. Tai lemia didesnę tokių sandorių skaičių būtent besivystančiuose regionuose.

2015-aisiais pasaulinėje susijungimų ir įsigijimų rinkoje buvo stebimas ypatingas aktyvumas – sandorių vertė viršijo 2007-ųjų metų lygį, kai prieš pasaulinę ekonominę krizę tokio tipo sandorių buvo sudaroma daugiau nei bet kada anksčiau (Rodwell ir Petrikic, 2016). Kalbant apie situaciją Vidurio ir Rytų Europos (angl. *Central Eastern Europe*, toliau – CEE) regione, sandorių skaičius bei jų vertė lyginant su 2014-aisiais metais išaugo. Tačiau apžvalgininkai pripažįsta, kad Ukrainos bei Rusijos santykiai bei iš to kilusi politinė krizė sumažino regiono patrauklumą. Vis dėlto informaciją apie

susijungimų ir įsigijimų sandorius renkanti bei analizuojanti žiniasklaidos grupė Mergermarket naujausioje 2015 metų ataskaitoje teigia, kad Vidurio ir Rytų Europos regionas gali būti laikomas sparčiausiai besivystančia rinka, kurios augimo tempai dvigubai viršija Vakarų Europos rezultatus, o daugumoje regiono šalių pastebimas ženklus progresas. Prognozuojama, kad 2016-aisiais Vidurio ir Rytų Europos regionas toliau ekonomiškai stiprės (išskyrus karo ir fiskalinės krizės kamuojamą Ukrainą). Tokios prognozės lemia augantį investuotojų susidomėjimą regionu. Mergermarket (2015) atlikta potencialių investuotojų, kurie planuoja vykdyti susijungimo/įsigijimo sandorius Centrinės ir Rytų Europos šalyse, apklausa (apklausos imtis – 150 įmonių vadovų) parodė, kad patraukliausia regiono šalis – Lenkija. Net 68 proc. apklaustųjų įvardijo šią šalį kaip prioritetinę ieškant galimybių verslo plėtrai. Taip pat investuotojai domisi Čekijos bei Rumunijos rinkomis. Vis dėlto teigiama, kad dėl didelės rinkos bei sparčių ekonomikos augimo tempų (2015-ųjų metų lapkritį Europos rekonstrukcijos ir plėtros bankas (angl. *The European Bank for Reconstruction and Development*) paskelbė 3,7 proc. ekonomikos augimo prognozę 2016-iesiems) Lenkijoje bus stebimas sparčiausias susijungimo/įsigijimo sandorių skaičiaus didėjimas. Dar vienas iš veiksnių, lemiančių Lenkijos rinkos patrauklumą užsienio investuotojams – atvirumas investicijoms, t. y. priimtini reguliavimo procesai bei išvystyta infrastruktūra. Pagal šį kriterijų 49 proc. minėtos apklausos respondentų, planuojančių investuoti CEE regione, teikė pirmenybę investicijoms Lenkijoje.

Taigi susijungimų ir įsigijimų rinkos apžvalga rodo pamažu bet nuosekliai augantį Vidurio Rytų Europos regione vykdomų sandorių skaičių. Deja, akademinėje literatūroje šio regiono susijungimų ir įsigijimų sandoriai analizuojami retai. Rasti tik 2 susiję tyrimai – Caloian, Brad, Ciobanu ir Staicu (2012) atlikta Rumunijos susijungimų ir įsigijimų efektyvumo analizė bei Baran ir Saikevičiaus (2015) palyginamoji naujųjų Europos Sąjungos šalių susijungimų ir įsigijimų analizė. Taigi atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, iškyla poreikis ištirti Vidurio ir Rytų Europos regiono susijungimų ir įsigijimų ypatumus. Todėl šiame darbe bus analizuojami ir vertinami regiono lyderės susijungimų ir įsigijimų rinkoje – Lenkijos, įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai.

Derėtų atkreipti dėmesį į tai, kad pagrindinis susijungimų ir įsigijimų sandorių tikslas yra papildomos vertės, kitaip tariant, sinergijos kūrimas. Būtent dėl šios priežasties, dauguma susijungimus ir įsigijimus analizuojančių tyrimų siekia atsakyti į klausimą, ar šie sandoriai išties yra vertę kuriantys. Tai lemia būtinybę apžvelgus teorinę literatūrą šia tema, identifikuoti galimus susijungimų ir įsigijimų efekto pasireiškimo požymius bei ištirti jo vertinimo galimybes.

2. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ EFEKTO VERTINIMO TEORINIAI ASPEKTAI

2.1. Sinergijos rūšys ir jų pasireiškimo požymiai

Kiekvienos rinkoje veikiančios įmonės ištekliai, taigi ir galimybės yra riboti. Todėl galima teigti, kad vertės kūrimo procesas yra pagrįstas optimaliu įmonės išteklių ir gebėjimų panaudojimu. Įmonių susijungimų ir įsigijimų atveju, turimų išteklių suvienijimas atveria naujas galimybes įmonėms kurti vertę. Atlikta literatūros analizė (žr. 1 lent.) rodo, kad sinerginis efektas yra dažniausiai laikomas pagrindiniu iš vertę maksimizuojančių įmonių jungimosi motyvu. Todėl šiame skyriuje susijungimų ir įsigijimų generuojamas sinergijos efektas aprašomas išsamiau.

Damodaran (2005) sinergiją apibūdina kaip pridėtinę vertę, atsirandančią jungiantis įmonėms, kuri nebūtų generuojama toms įmonėms veikiant atskirai. Šią formuluotę supaprastintai būtų galima pavaizduoti taip:

$$V(AB) > V(A) + V(B) \quad (1)$$

Kur: $V(A)$ – kompanijos A vertė, $V(B)$ – kompanijos B vertė, o $V(AB)$ – susijungusių A ir B kompanijų bendra vertė.

Remiantis šia formule, galima išskirti sinergijos vertę (S):

$$S = V(AB) - (V(A) + V(B)) \quad (2)$$

Kur: $V(A)$ – kompanijos A vertė, $V(B)$ – kompanijos B vertė, o $V(AB)$ – susijungusių A ir B kompanijų bendra vertė.

Taigi iš to galima daryti išvadą, kad sinergija – tai papildoma vertė, sąlygota susijungimų ir įsigijimų. Tačiau yra ne vienas būdas, kaip sinerginį efektą įmonės pasiekia. Todėl verta panagrinėti galimus šio efekto šaltinius.

Damodaran (2005) bei DePamphilis (2011) teigia, kad sinergijos efektas turėtų būti skirstomas į finansinę sinergiją ir veiklos sinergiją. Hitt (2001) siūlo šį sąrašą papildyti valdymo sinergija (plg. angl. *managerial synergy*). O Novickytė ir Šileika (2010), išskiria ir aprašo 4 sinergijos rūšis: kaštų, pajamų, rinkos galios ir nematerialią. Analizuojant šių autorių aptariamas sinergijos rūšis, pastebėta, kad, anot Damodaran (2005), veiklos sinergija pasireiškia per pajamų didinimą bei kaštų mažinimą. O Hitt (2001) siūloma valdymo sinergija iš esmės yra nemateriali sinergija, kurią mini Novickytė ir Šileika (2010). Remiantis šiomis išvalgomis, prieita išvados, kad vis dėlto egzistuoja 3 pagrindinės sinergijos rūšys: finansinė, veiklos ir valdymo.

Finansinė sinergija, anot Damodaran (2005), yra susijusi su sumažėjusiais įsigyjančios ar susijungusios įmonės kapitalo kaštais bei padidėjusiomis skolinimosi galimybėmis. Įvykus įmonių susijungimui ar įsigijimui, naujoji įmonė įgyja didesnės apimties turtą, jos pinigų srautai tampa stabilesni

ir labiau nuspėjami, taigi įmonė gali pasinaudoti ir didesnėmis skolinimosi galimybėmis, išnaudojant finansinį svertą (Damodaran, 2005). Susijungusiai įmonei labiau prieinami skirtingi finansavimo šaltiniai, mažėja nemokumo rizika. Graaf ir Pienaar (2013) išskiria, kad šia sinergija dažniau pasinaudoja konglomeratiniu būdu susijungusios įmonės.

Kaip viena iš finansinės sinergijos formų, literatūroje išskiriama mokestinė nauda. Damodaran (2005) teigia, kad pelningai veikiančiai įmonei susijungus su nuostolius patiriančia, bus patirta finansinė sinergija per mokesčių sumažėjimą. Mokestinė nauda taip pat gali būti gaunama jei įmonė po susijungimo gali padidinti nusidėvėjimo sąnaudas taip sumažindama mokamus mokesčius ir padidindama savo vertę.

Diversifikavimas, anot Damodaran (2005), taip pat gali būti laikoma finansinės sinergijos forma. Šiuo atveju kalbama apie diversifikavimą, kuris leidžia sumažinti kapitalo kaštus. Tačiau reikėtų paminėti, kad tokiu atveju, diversifikavimo sinergija turėtų būti tik papildanti kitas įsigijimo kuriamas sinergijos formas, nes diversifikuoti savo rizikas investuotojui kur kas paprasčiau tiesiog investuojant į akcijų biržose prekiaujamų kitų įmonių akcijas nei inicijuojant įmonių susijungimą.

Veiklos sinergija gali būti pasiekta dviem pagrindiniais būdais: per pajamų didinimą bei kaštų mažinimą (Damodaran, 2005). DePamphilis (2011) patikslina, kad veiklos sinergija pasireiškia per masto (plg. angl. *economies of scale*) ir aprėpties (plg. angl. *economies of scope*) ekonomijas, kas gali lemti didesnės vertės akcininkams kūrimą.

Kalbant apie kaštų sinergiją, galima teigti, kad tai vienas iš būdų gerinti įmonės pinigų srautus. Kaštų sinergija gali būti pasiekama dvejopai – mažinant pastovius kaštus arba mažinant kintamus kaštus. Anot Novickytės ir Šileikos (2010), „pastoviųjų kaštų mažinimas dažnai susijęs su pasiekiamu masto ekonomija, bendrųjų, administracinių ir pardavimo išlaidų mažėjimo tendencijomis, susijusiomis su įmonių valdymo ir aptarnavimo skyrių konsolidacija, išteklių paskirstymo optimizavimu bei sandorių kaštų mažėjimu tiekėjų vertinėje grandinėje“.

Aukščiau minėtas masto ekonomijos efektas – tai principas, kai didesnės įmonės gali pasiekti žemesnę gamybos savikainą tam pačiam produktui lyginant su mažesnėmis įmonėmis. Didesnės įmonės įgyja tokį pranašumą dėl didelės gamybos apimties, nes tokiu atveju pastovieji įmonės kaštai paskirstomi didesniai kiekiui pagamintos produkcijos. Tačiau Graaf ir Pienaar (2013) pabrėžia, kad masto ekonomija gali būti pasiekta tik horizontalaus susijungimo atveju. Taip pat autoriai teigia, kad masto ekonomija nėra beribė kaštų mažinimo priemonė – egzistuoja lūžio taškas, kurį pasiekus, kaštai vienam produkcijos vienetui nebemažėja, arba netgi gali padidėti. Graaf ir Pienaar (2013) taip pat aprašo kiek kitokią masto ekonomijos koncepciją – su gamyba nesusijusios masto ekonomijos. Ši ekonomija pasireiškia įmonės valdymo, marketingo, paskirstymo bei tyrimų srityse. Trumpai aptariant šios koncepcijos esmę – tai įmonės pastoviųjų kaštų sumažėjimas po susijungimo/įsigijimo atleidžiant

perteklinį personalą, kurio funkcijos naujai susijungusioje įmonėje dubliuojasi. Toks pastoviųjų kaštų sumažėjimas taip pat atsispindi ir produkcijos kaštuose.

Taip pat reikėtų apibrėžti sąvoką aprėpties ekonomija: tai principas, kai vieno produkcijos vieneto kaštai mažėja gaminant du ir daugiau skirtingų produktų (DePamphilis, 2011). Šis efektas pasireiškia, kai pastovieji įmonės kaštai paskirstomi didesniai kiekiui skirtingų rūšių produkcijos. Aprėpties ekonomija pasireiškia vertikalaus įmonių susijungimo atveju, kai jungiasi žaliavų tiekėjai, gamintojai ir/ar pardavėjai.

Pajamų sinergiją susijungimų ir įsigijimų atveju prognozuoti ir pasiekti yra žymiai sudėtingiau nei kaštų. Novickytė ir Šileika (2010) teigia, kad pajamų sinergija suprantama kaip pajamų prieaugis atsirandantis iš paprastos pasiūlos-paklausos kitimo. Kai jungiasi viena kitą papildančios, susijusios įmonės, pajamų prieaugis yra sietinas su papildomų pardavimų galimybėmis (po susijungimo ar įsigijimo naujai sukurtos įmonės padidėjusi rinkos galia). Pajamų sinergiją taip pat gali sukurti išplėstas įmonės gaminamos produkcijos ar teikiamų paslaugų asortimentas, siekiant suteikti paslaugų paketus (papildančių išteklių efektas).

Valdymo sinergijos koncepcija remiasi mintimi, kad skirtingos įmonės, pasiekia nevienodą efektyvumą dėl valdymo strategijų ir vadovybės priimamų sprendimų skirtumų. Įmonių susijungimo/įsigijimo atveju žemesnės kvalifikacijos vadovai pakeičiami sėkmingesnius sprendimus priimančiais. Graaf ir Pienaar (2013) teigia, kad šiuo atveju sinergija gali būti pasiekama dviem būdais: pagerinant įmonės veiklos efektyvumą arba sumažinant egzistuojantį vidinį neefektyvumą (plg. angl. *internal inefficiency*). Šiame kontekste efektyvumas dažniausiai vertinamas kaip optimalių valdymo sprendimų priėmimas, su iš to kylančiomis naudomis įmonei.

Vis dėlto būtina pažymėti, kad ši sinergijos rūšis – nemateriali, dėl šios priežasties ją itin sunku įvertinti kiekybiškai. Novickytė ir Šileika (2010) papildė nematerialios sinergijos koncepciją, teigdami, kad ši sinergijos forma susijusi su gebėjimu perduoti nematerialias besijungiančių įmonių išskirtines savybes (tokias kaip inovacijos, reputacija, darbuotojai) viena kitai. Autoriai teigia, kad „nemateriali sinergija apima žinomų prekės ženklų veiklos pratęsimą ir apsikeitimą paprastai neprieinamomis žiniomis. Šio tipo sinergiją pasiekti sunkiausia, kaip ir įvertinti ją kiekybiškai“.

Apibendrinant aptartas sinerginio efekto, pasiekiamo dėl įmonių susijungimų ir įsigijimų, rūšis, galima išskirti pagrindinius kiekvienos sinergijos rūšies pasireiškimo požymius (3 lentelė).

3 lentelė. Sinergijos rūšių pasireiškimo požymiai

Sinergijos rūšis	Pasireiškimo požymiai
Finansinė sinergija	<ul style="list-style-type: none"> – Kapitalo kaštų sumažėjimas; – Papildomos skolinimosi galimybės dėl padidėjusio finansinio sverto; – Mokestinė nauda.
Veiklos sinergija	<ul style="list-style-type: none"> – Pastovių arba/ir kintamų kaštų sumažėjimas; – Pajamų padidėjimas.
Valdymo sinergija	<ul style="list-style-type: none"> – Vadovų kaita; – Nematerialių išskirtinių savybių įgijimas.

Apžvelgus 3 lentelėje išskirtus sinergijos pasireiškimo požymius, galima daryti išvadą, kad finansinė bei veiklos sinergija gali būti identifikuotos analizuojant finansinių įmonės veiklos rodiklių pokyčius. Kalbant apie valdymo sinergiją, reikėtų pabrėžti, kad ją įvertinti kiekybiškai, analizuojant išorinius duomenis, gana sudėtinga. Šią sinergijos rūšį identifikuoti padėtų turimi vidiniai įmonės duomenys, kurie leistų susieti valdymo sinergijos pasireiškimo požymius su pagerėjusiu įmonės veiklos efektyvumu ilguoju laikotarpiu.

Taigi išanalizavus akademinėje literatūroje aprašomas sinergijos efekto rūšis, pastebėta, kad sinergija įmonėje gali pasireikšti skirtingomis formomis, priklausomai nuo įmonių jungimosi motyvų. Svarbu įvertinti tai, kad sinergijos efektas gali būti ne tik materialus (sąnaudų sumažėjimas ar pajamų padidėjimas), bet ir sunkiai kiekybiškai išmatuojamas, pasireiškiantis įmonės efektyvumo padidėjimu ilgesnėje perspektyvoje. Vis dėlto apibendrinant galima daryti išvadą, kad, nepaisant formos, sinergijos efekto esmė – sukurti papildomą vertę, kurios nebūtų įmanoma pasiekti jei įmonės veiktų atskirai.

2.2. Sinergijos efekto vertinimo ypatumai

Ankstesniame skyrelyje aptarta, kad nepriklausomai nuo sinergijos efekto pasireiškimo formos, tai priemonė papildomai vertei kurti. Taip pat 1.3. skyrelyje minėta, jog jau pradiniuose įmonių susijungimo proceso etapuose yra svarbu numatyti planuojamos sinergijos vertės dydį, kad įvertinus ir potencialius jungimosi kaštus, būtų galima nuspręsti, ar susijungimas yra tinkamas strateginis sprendimas įmonėms. Todėl šiame skyrelyje bus išsamiau nagrinėjamos akademinėje literatūroje išskiriamos sinergijos efekto vertinimo galimybės, leidžiančios išmatuoti dėl sinerginio efekto kuriamą/numatomą sukurti vertę besijungiančioms įmonėms.

Fiorentino ir Garzella (2014) teigia, kad susijungimų/įsigijimų proceso fazė iki įmonių susijungimo yra itin svarbi, nes susiduriama su būtinybe įvertinti potencialią įmonę – taikinį. O pats vertinimo procesas pasižymi rizika neteisingai įvertinti būsimą sinergiją. Autoriai pažymi, kad tyrimai

rodo, jog net du trečdaliai susijungimų/įsigijimų sprendimus priėmusių vadovų mano, kad potencialios sandorio sinergijos apimtys buvo pervertintos ir tai didele dalimi lėmė susijungimo/įsigijimo nesėkmę. Fiorentino ir Garzella (2014) bei Graaf ir Pienaar (2013) atlikti tyrimai apžvelgia bei susistemina literatūrą sinergijos vertinimo tematika. Remiantis ja, galima išskirti du pagrindinius sinergijos vertinimo modelius: pirmasis – grynosios esamosios vertės metodas, antrasis – palyginamasis metodas.

Grynosios esamosios vertės sinergijos vertinimo modeliai pagrinde remiasi principu, kad tikėtina sinergijos vertė priklauso nuo numatomo pinigų srautų, susijusių būtent su įmonių susijungimu, dydžio bei diskonto normos. Kitaip tariant, dėl sinergijos pagerėjęs įmonės veiklos efektyvumas yra lygus dabartinei pridėtinių pinigų srautų, kurių įmonės nebūtų galėjusios sugeneruoti veikdamos atskirai, vertei. Diskonto norma šiuo atveju turėtų atspindėti galimų srautų rizikos lygį.

Palyginamosios vertės modeliai vertina sinergijos efektą remdamiesi tuo, kaip panašiu atveju ji yra vertinama rinkoje. Pagal šį vertinimo modelį, sinergijos vertė yra nustatoma lyginant tikėtinus sinerginius pinigų srautus su tam tikra konstanta, kuri atspindi panašių įmonių ar sandorių vertę.

Tačiau diskontuotų pinigų srautų bei palyginamųjų rodiklių sinergijos vertinimo modeliai nevertina aplinkos neapibrėžtumo. Naudojant DCF modelį naudojami prognozuojami ateities pinigų srautai, tačiau nevertinama tikimybė, kad jų nepavyks pasiekti. Palyginamųjų rodiklių metodas apskritai labiau įvertina esamą momentinę situaciją, neįvertinant ateities neužtikrintumo. Šį trūkumą, anot Damodaran (2005) bei Kinnunen (2010), galima eliminuoti sinergijos vertinimui pasirinkus realiųjų opcijų metodą.

Tačiau verta paminėti, kad šie tikėtinos sinergijos vertinimo metodai dėl jų detalaus ne tik kiekybinio, bet ir kokybinio vertinimo, dažniausiai prieinami tik turint pakankamai vidinės informacijos, todėl labiau tinkami naudoti praktikoje, būtent analizuojant potencialias įmones „taikinius“ ir priimant strateginį sprendimą dėl įmonių jungimosi. Akademinuose tyrimuose, vertinant sinergijos efektą ex ante dauguma atvejų naudojamas akcijos kainomis pagrįstas vertinimo metodas.

Hema ir kt. (2009) teigia, kad efektyvios kapitalo rinkos teorija gali būti puikus teorinis pagrindas sinergijos vertinimui. Efektyvios kapitalo rinkos teorija remiasi prielaida, kad įmonių akcijų kainos atspindi visą viešai prieinamą informaciją, todėl pasak Hema ir kt. (2009) stebint kainų pokyčius laikotarpiu prieš ir po paskelbimo apie įmonių vykdomą susijungimo/įsigijimo sandorį, galima išmatuoti sinergijos efektą. Anot autorių, rinkos reakcija į pranešimą apie įmonių susijungimą atspindi tikėtinus jungtinio vieneto ilgo laikotarpio rezultatus.

Kaip jau žinoma, atskiroms įmonėms susijungus į bendrą vienetą, nauji ištekliai leidžia atsirasti sinerginiam efektui. Esant efektyviai kapitalo rinkai, jos dalyviai pastebi, kad toks jungtinis vienetas pasižymi unikaliais ištekliais, kurie nėra lengvai prieinami konkurentams. Hema ir kt. (2009) teigia, kad, lyginant su kitomis susijungimų/įsigijimų rūšimis, vertikalūs susijungimai turi potencialą sukurti didesnę sinerginį efektą, nes tarp viena kitą papildančių įmonių susidaro unikalūs, tvarūs ir sunkiai atkartojami

sinerginiai ryšiai. Įvykus tokiam įmonių susijungimui, jungtinio vieneto veiklos rezultatai bus geresni nei laukta, ir tai įmonės akcininkams uždirbs perteklinę grąžą rinkoje. O jei konkurentai negali pasiekti panašių rezultatų, tokiu atveju įmonė ne tik generuos perteklinę grąžą akcininkams, tačiau ir pasižymės konkurenciniu pranašumu rinkoje. Hema ir kt. (2009), remdamiesi Markides ir Williamson (1994) pabrėžia, kad vertė yra kuriama, kai besijungiančios organizacijos geba pasinaudoti jau turimomis kompetencijomis (žiniomis, patirtimi ir sukurtomis sistemomis) tam, kad jungtinis verslo vienetas generuotų naują turtą greičiau arba už mažesnę kainą. Teigiama, kad „akcijų rinka yra pajėgi identifikuoti tokį verslo junginių unikalumą, ir tai įrodo atlikti empiriniai tyrimai (Woolridge, Snow, 1990; Pulliam, 1995; Hitt, Harrison, Ireland, 2001)“.

Seth (1990) teigia, kad perteklinė grąža, tenkanti jungtiniam verslo vienetai po pranešimo apie jungimąsi, yra sąlygota sinergijos, kurią rinka numato (cit. iš Hema ir kt., 2009). Šis teiginys buvo patvirtintas lyginant jungtinio vieneto vertę su įsigyjančios ir įsigytos įmonių atskirų verčių suma prieš joms susijungiant. Taip pat Hema ir kt. (2009) išskiria, kad po įmonių susijungimo, jungtinio vieneto veiklos rezultatai paprastai pagerėja lyginant juos su verslo šakos rezultatais ir kad yra teigiamas ryšys tarp besijungiančių įmonių akcijų perteklinės grąžos dydžio po paskelbimo apie įmonių jungimąsi ir veiklos rezultatų po susijungimo. Jei rinka numato potencialią sinergiją, tai lemia aukštesnes besijungiančių įmonių akcijų kainas.

2.3. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo būdai ir metodai

Kaip jau aptarta anksčiau, susijungimų ir įsigijimų sandorių tikslas – pasiekti didesnę bendrą naudą nei besijungiančios įmonės sukurtų veikdamos atskirai. Tačiau ne visada susijungimai įvyksta sėkmingai, todėl svarbu atlikti susijungimų ir įsigijimų vertinimą, kad būtų galima nustatyti ar numatyti tikslai yra įgyvendinami bei identifikuoti tobulintinas sritis. Taigi šiame skyrelyje bus apžvelgta, kokius susijungimų ir įsigijimų vertinimo būdus bei metodus siūlo įvairūs autoriai.

Remiantis Bruner (2002), galima išskirti 4 paprastai naudojamus susijungimų ir įsigijimų generuojamos naudos tyrimo būdus:

- įvykio analizės tyrimai (angl. *event studies*);
- apskaitos duomenų tyrimai (angl. *accounting studies*);
- vadovų apklausa (angl. *surveys of executives*);
- nešališki tyrimai (angl. *clinical studies*).

Reddy ir kt. (2012) pritaria Bruner (2002) siūlomai susijungimų ir įsigijimų vertinimo metodikai ir aprašo tuos pačius tyrimo būdus. O Wang ir Moini (2012) teigia, kad yra 5 pagrindiniai susijungimų ir įsigijimų vertinimo metodai. Be jau Bruner (2002) minėtų įvykio analizės bei apskaitos duomenų tyrimų, taip pat minimi vadovybės vertinimas (plg. angl. *managers' assessments*), ekspertinis vertinimas (plg. angl. *expert informants' assessment*) bei atskyrimo vertinimas (plg. angl. *divestiture*). Vadovybės

bei ekspertinis vertinimai savo esme atitinka Bruner (2002) minimus vadovų apklausos ir nešališkų tyrimų metodus, šiek tiek skiriasi tik autorių apibrėžiami metodų pavadinimai. Tačiau atskyrimo vertinimo metodas papildo susijungimų ir įsigijimų vertinimo metodų sąrašą.

Wang ir Moini (2012) tyrime atliktos literatūros analizės rezultatai parodė, kad net 92 proc. analizuotų empirinių tyrimų buvo atlikta naudojant įvykio analizės arba apskaitos duomenų tyrimų metodus. Tačiau siekiant išsiaiškinti pagrindinius susijungimų ir įsigijimų vertinimo metodų privalumus, trūkumus bei identifikuoti pagrindinius jų skirtumus, svarbu išsamiau aptarti kiekvieną iš jų. Todėl toliau pateikiamas kiekvieno iš 5 pagrindinių minėtų vertinimo metodų esminių bruožų aprašymas.

Įvykio analizės tyrimai, anot Wang ir Moini (2012), kitaip dar gali būti vadinami akcijų rinkos duomenimis grindžiamu metodu (plg. angl. *stock-market-based measures*). Šis susijungimų ir įsigijimų vertinimo metodas yra vienas dažniausiai naudojamų. Įvykio tyrimų metu vertinamas perteklinės grąžos dydis, tenkantis akcininkams sandorio paskelbimo metu. Perteklinė grąža, anot Bruner (2002), yra paprasta grąža, atėmus palyginamąją grąžą, kurios investuotojai tikėjosi tą dieną. Kitaip tariant, palyginamąją grąžą lemia kapitalo rinkos įkainojimo modelis (CAPM) arba tiesiog didelio rinkos indekso grąža. Tyrėjas, naudodamas įvykio analizės tyrimo metodą, turi apsibrėžti periodą, dar vadinamą įvykio langu, kurio ribose bus matuojamas galimas sandorio poveikis akcijų grąžai. Remiantis pasirinkto periodo trukme tyrimas gali būti klasifikuojamas kaip trumpo laikotarpio arba ilgo laikotarpio. Wang ir Moini (2012) teigia, kad trumpo laikotarpio įvykio tyrimas atspindi susijungimo ar įsigijimo sandorio vertinimą ex-ante ir parodo rinkos ateities lūkesčius. O ilgo laikotarpio įvykio analizės tyrimas, remiasi požiūriu, kad akcijų kainos trumpu laikotarpiu negali tinkamai sureaguoti į įvykusį sandorį, nes neapibrėžtumas dėl susijungimo/įsigijimo sandorio sėkmės gali būti eliminuotas tik ilgame laikotarpyje.

Wang ir Moini (2012) aprašo 3 prielaidas, kuriomis remiasi įvykio analizės tyrimų metodologija:

1. Rinka yra efektyvi – akcijų kainos atspindi visą reikšmingą prieinamą informaciją;
2. Tiriamas sandorio rezultatas yra iš anksto nenusėjamas;
3. Pasirinkto įvykio lango metu neįvyko jokių trikdžių, galinčių paveikti tyrimo rezultatus.

Vis dėlto vertinant prielaidų patikimumą, galima išvelgti keletą niuansų. Žinoma, kad praktikoje rinkos nėra visiškai efektyvios – prireikia laiko, kol informacija pasiekia visus investuotojus, todėl atitinkamai prireikia laiko kol rinkos kaina sureaguoja į paskelbtus įvykius. Taip pat negalima visiškai garantuoti, kad atliekant tyrimą neįvyko jokių trikdžių, nesusijusių su susijungimo/įsigijimo sandoriu, kurie galėjo paveikti įmonės akcijų kainas, ypač jei pasirinktas įvykio langas yra ganėtinai ilgas. Taigi reikėtų atkreipti dėmesį, kad dėl šių priežasčių kai kuriais atvejais, naudojant įvykio tyrimų metodą susijungimų ir įsigijimų vertinimui atlikti, empirinio tyrimo rezultatai gali būti ne visiškai tikslūs.

Apskaitos duomenų tyrimai vertina ilgo laikotarpio susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus. Šis tyrimo metodas yra pagrįstas duomenų lyginimu, siekiant identifikuoti pokyčius,

sąlygotus įmonių susijungimo. Tačiau, anot Wang ir Moini (2012), skirtingai nei įvykio tyrimai, apskaitos duomenimis grįstas tyrimo metodas įvertina susijungimo/įsigijimo sandorio rezultatus ex-post, t. y. išmatuoja pasiektus realius rezultatus. Šis vertinimo metodas grindžiamas idėja, kad kiekvieno verslo vieneto pagrindinis siekis yra gauti kiek įmanoma aukštesnę kapitalo grąžą, o susijungimo/įsigijimo sandorio sąlygota pridėtinė vertė atsispindi įmonės finansinėse ataskaitose (Wang ir Moini, 2012). Apskaitos duomenų tyrimų metu analizuojami įsigyjančiųjų įmonių finansiniai rezultatai prieš ir po įsigijimų, siekiant nustatyti, kaip pasikeitė jų vertė. Atliekant tyrimą šiuo metodu, reikalinga priimti prielaidą, kad susijungimo ar įsigijimo sandoris yra esminis įvykis, lemiantis įmonių veiklos efektyvumo pokyčius, o visi kiti išoriniai veiksniai nedaro ženklios įtakos įmonių veiklos rezultatams.

Mehmood (2009) teigia, kad priklausomai nuo tyrimo tikslo, apskaitos duomenų analizės metodu gali būti tiriamos tokios įmonių finansinių rodiklių grupės: pelningumo rodikliai, likvidumo rodikliai, kapitalo struktūros ir ilgo laikotarpio mokumo rodikliai, turto panaudojimo rodikliai, veiklos rezultatyvumo rodikliai bei pinigų srautų rodikliai. Bruner (2002) išskiria tokius pagrindinius rodiklius, į kuriuos atkreipiamas dėmesys taikant šį metodą: nuosavo kapitalo grąža (ROE), pelnas, tenkantis akcijai (EPS), finansinis svertas ir įmonės likvidumas. Wang ir Moini (2012) papildo, kad tarp dažniausiai naudojamų rodiklių taip pat patenka turto grąža (ROA), pardavimų pelningumas bei pinigų srautai. Kaip matoma, atliekant apskaitos duomenimis grįstą tyrimą, galima remtis daugybe skirtingų rodiklių. Tokiu atveju tyrėjas turėtų įvertinti analizuojamo verslo ypatybes bei pasirinkti geriausiai rezultatus įvertinančius rodiklius.

Taip pat verta paminėti, kad siekiant kuo tiksliau identifikuoti susijungimo/įsigijimo sandorio poveikį įmonės rezultatams, gali būti lyginami ne tik analizuojamo subjekto finansiniai rezultatai prieš ir po susijungimo/įsigijimo (dar vadinama laiko eilutės palyginimu (angl. *time series comparison*)), bet ir įsigyjantys subjektai su neįsigyjančiais, atsižvelgiant į pramonės šaką ir įmonės dydį (dar vadinama kryžminiu palyginimu (angl. *cross sectional comparison*)). Mehmood (2009) identifikuoja tokias apskaitos duomenų analizės tyrimo metodo variacijas: interesų sutelkimo (angl. *pooling of interest*) požiūris bei įsigijimo apskaitos (angl. *purchase accounting*) požiūris. Interesų sutelkimo požiūris nurodo, kad besijungiančių įmonių išteklių tiesiog sutelkiami bendram tikslui. Kitaip tariant įmonių turtas bei įsipareigojimai tiesiog paprastai susumuojami, netaikant jokio papildomo pervertinimo t. y. jungtinio vieneto išteklių vertė lygi atskirų įmonių išteklių verčių sumai. Priešingai, įsigijimo apskaitos požiūris reikalauja, kad įsigyjamos įmonės turtas prieš įtraukiant į konsoliduotą apskaitą būtų iš naujo įvertintas (Mehmood, 2009). Šiuo atveju jungtinio vieneto išteklių vertė gali skirtis nuo atskirų įmonių išteklių verčių sumos. Priklausomai nuo to, kurį požiūrį pasirenka besijungiančios įmonės vykdant susijungimo ar įsigijimo sandorį, skirsis ir apskaitos duomenų analizės tyrimo metodika.

Vadovų apklausos metu analizuojama, kaip vadovai vertina, ar susijungimas/įsigijimas sukūrė pridėtinę vertę. Šio tyrimo metu apklausiami susijungusių įmonių vadovai, paprastai jiems pateikiant standartizuotą anketą. Anot Wang ir Moini (2012) dažniausiai apklausiami įsigyjančiųjų įmonių vadovai, tačiau kai kuriais atvejais gali būti tiriamas ir įmonių-taikinių požiūris į sandorio sėkmingumą. Autoriai pažymi, kad šis tyrimo metodas nėra labai dažnai naudojamas įsigijimų ir susijungimų vertinime – 14 proc. visų apžvelgtų empirinių tyrimų (imtis – 87 empiriniai tyrimai).

Ekspertinio vertinimo metodas labai panašus į vadovų apklausų metodą, pagrindinis skirtumas tas, kad vertinimas perleidžiamas ekspertams. Šių tyrimų metu analizuojami pavieniai sandoriai arba nedidelė jų imtis, atliekamos vadovų, apžvalgininkų apklausos. Šis metodas dar vadinama atvejo analize, nes vertinamas kiekvienas susijungimo/įsigijimo atvejis atskirai. Ekspertai analizuoja ir vertina tiek veiklos rezultatus prieš, tiek ir po susijungimo/įsigijimo. Naudojamas indukcinis metodas – analizuojant sandorio ypatumus, ekspertai dažnai pastebi naujų įžvalgų (Bruner, 2002).

Atskyrimo vertinimas. Šis metodas paprasčiausias iš visų aukščiau aptartų, nes susijungimo/įsigijimo sandorio sėkmė vertinama vienu aspektu – ar susijungusios įmonės toliau tęsė bendrą veiklą, ar vis dėlto po kurio laiko atsiskyrė. Wang ir Moini (2012) teigia, kad šis vertinimo metodas grindžiamas idėja, kad jei įsigyotos įmonės našumas neatitinka įsigyjančiosios įmonės lūkesčių, įsigijusioji įmonė bus linkusi atskirti nepasiteisinusią verslo dalį. Tačiau negalima vienareikšmiškai teigti, kad verslo dalies atskyrimas rodo nesėkmingą susijungimą/įsigijimą. Kai kuriais atvejais verslo dalies pardavimas įmonei būna itin pelningas arba įmonė gali būti tiesiog restruktūrizuojama, atsižvelgiant į jos numatytą strategiją (Wang ir Moini, 2012).

Apžvelgus susijungimų ir įsigijimų vertinimo metodų esmę, tikslinga apibrėžti jų galimybes. Taigi 4 lentelėje apibendrinama, kokius kriterijus ar rodiklius vertina kiekvienas iš aukščiau aptartų metodų bei ką jais naudojantis galima įvertinti (žr. 4 lent.).

4 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų sandorių vertinimo metodų galimybės

Vertinimo metodas	Vertinami kriterijai/rodikliai	Vertinimo rezultatai
Įvykio analizės tyrimai	Perteklinės gražos dydis, tenkantis akcininkams trumpuoju laikotarpiu	Bendras kiekybinis sinergijos vertinimas ex-ante. Parodo rinkos ateities lūkesčius.
	Perteklinės gražos dydis, tenkantis akcininkams ilguoju laikotarpiu	Bendras kiekybinis sinergijos vertinimas ex-post. Parodo, kokia pridėtinė vertė sukurta akcininkams.
Apskaitos duomenų tyrimai	Pelningumo rodikliai	Kiekybiškai įvertinamas bendrai pasiektas sinerginis efektas.
	Likvidumo rodikliai	Kiekybiškai įvertinama finansinė sinergija.
	Finansinio sverto rodikliai	Kiekybiškai įvertinama finansinė sinergija.
Vadovų apklausos	Vadovų nuomonė dėl sandorio sėkmingumo	Subjektyvus bendrai pasiekto sinerginio efekto vertinimas.

4 lentelės tęsinys

Vertinimo metodas	Vertinami kriterijai/rodikliai	Vertinimo rezultatai
Ekspertinis vertinimas	Veiklos rezultatai prieš įsigijimą ar susijungimą bei veiklos rezultatai po įsigijimo ar susijungimo	Detalus kiekybinis bei kokybinis bendrai pasiekto sinerginio efekto ir atskirų jo rūšių įvertinimas.
Atskyrimo vertinimas	Jungtinio vieneto veiklos tęstinumas	Preliminarus bendrai pasiekto/nepasiekto sinerginio efekto vertinimas.

Išanalizavus 4 lentelėje išskirtas susijungimo ir įsigijimo vertinimo metodus galimybes pastebima, kad aptartus metodus galima išskirti į dvi pagrindines grupes: kiekybinius ir kokybinius. Įvykio analizės bei apskaitos duomenų tyrimai leidžia įvertinti dėl susijungimo ar įsigijimo pasiektus veiklos rezultatus kiekybiškai. Vadovų apklausos ir ekspertinio vertinimo tyrimų metodai pasižymi platesnėmis kokybinėmis išvalgomis. Vis dėlto pabrėžtina, kad pastariesiems tyrimo metodams reikalingi vidiniai įmonių duomenys. Įvykio analizės tyrimo metodas gali būti naudojamas tik bendram sinerginio efekto vertinimui, tačiau neleidžia identifikuoti atskirų sinergijos rūšių pasireiškimo įtakos. Naudojant apskaitos duomenų tyrimo metodą, galima išskirti ir kiekybiškai įvertinti pasiektą veiklos sinergiją bei kai kuriuos finansinės sinergijos pasireiškimo bruožus – pavyzdžiui, finansinio svorto dydį. Tačiau bendro finansinės sinergijos efekto dydžio apskaitos tyrimo metodu kiekybiškai įvertinti nepavyks dėl to, kad šis sinerginis efektas pasireiškia ne tik finansinio svorto, bet ir kapitalo kaštų pokyčiais. O valdymo sinergiją įvertinti kiekybiškai apskritai itin sudėtinga. Taigi atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, galima daryti išvadą, kad atliekant susijungimų ir įsigijimų vertės kūrimo, realizuojant sinergiją, tyrimą, tikslinga vertinti bendrą sinerginį efektą, neskaidant jo į atskiras rūšis.

Aukščiau aptarti vertinimo metodai pakankamai skirtingi, kiekvienas pasižymi savais privalumais ir trūkumais. Siekiant susijungimų ir įsigijimų vertės kūrimo, realizuojant sinergiją, tyrimui pasirinkti tinkamus metodus, reikalinga žinoti jų stiprybes bei silpnybes. Taigi pagrindiniai metodų privalumai ir trūkumai apibendrinami 5 lentelėje.

5 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų vertinimo metodų privalumai ir trūkumai

Privalumai	Trūkumai
Įvykio analizės tyrimai	
<ul style="list-style-type: none"> – Lengvai prieinami tyrimui reikalingi duomenys; – Išmatuojama akcininkams sukuriama vertė; – Atsižvelgiama į perspektyvą – dėmesys sutelkiamas į ateities vertės kūrimą, t. y. akcijų kaina = būsimų pinigų srautų dabartinė vertė. 	<ul style="list-style-type: none"> – Reikšmingi akcijų rinkos įvykiai, niekaip nesusiję su sandoriu, gali iškreipti konkrečių įmonių laukiamą grąžą; – Reikalingos prielaidos apie akcijų rinkos efektyvumą ir racionalumą
Apskaitos duomenų tyrimai	
<ul style="list-style-type: none"> – Pasižymi patikimumu, nes finansinės ataskaitos yra audituotos; – Tinkamas būdas įvertinti įmonės efektyvumą ir netiesioginę ekonominę vertę; – Įvertina realią grąžą (ex-post). 	<ul style="list-style-type: none"> – Tiriama praeities rezultatai; – Neįvertinama nematerialaus turto vertė; – Jei pakeičiami apskaitos principai, sudėtinga palyginti skirtingų metų duomenis; – Rezultatus gali iškreipti infliacija ir defliacija; – Skirtinga įmonių apskaitos politika iškreipia rezultatus ir sudėtinga palyginti.
Vadovų apklausa	
<ul style="list-style-type: none"> – Padeda įvertinti vertę, kuri neatsiskleidžia akcijų rinkose; – Pasidalinama patirtimi, psichologiniais susijungimo sėkmės aspektais. 	<ul style="list-style-type: none"> – Netikslus tyrimas dėl mažo dalyvaujančių vadovų skaičiaus; – Pateikiama iš vadovų pozicijos, kurie dažnai nėra akcininkai ir gali būti nesuinteresuoti įmonės vertės kūrimu; – Rezultatai gali būti netikslūs, o pateikiami tokie, kokie naudingi vadovams.
Ekspertinis vertinimas	
<ul style="list-style-type: none"> – Objektyvumas ir nuodugnus įvykusių sandorių analizavimas; – Indukcinis samprotavimo būdas padeda išskirti naujas tendencijas. 	<ul style="list-style-type: none"> – Mažas skaičius sandorių riboja galimybę teisingai apibendrinti atvejus; – Ekspertams gali būti prieinama ne visa aktuali informacija; – Sudėtingos tyrimų ataskaitos.
Atskyrimo vertinimas	
<ul style="list-style-type: none"> – Vertinimo metodikos paprastumas. 	<ul style="list-style-type: none"> – Papildomos informacijos ignoravimas sudaro tikimybę, kad bus padaryta neteisinga išvada.

Šaltinis: sudaryta pagal Bruner (2002) ir Wang ir Moini (2012).

Kaip jau minėta, akademinuose tyrimuose dažniausiai naudojami įvykio analizės bei apskaitos duomenų tyrimai. Tačiau būtent pastarieji įvardijami kaip turintys daugiausiai trūkumų, dėl kurių gali būti gauti netikslūs rezultatai. Pagrindiniu apskaitos duomenų metodo trūkumu galima laikyti tai, kad yra tiriama praeities duomenys (finansiniai rodikliai) ir nepaisoma dabartinės rinkos vertės. Taip pat tiriant platesnę imtį dėl skirtingos įmonių apskaitos politikos gali būti sudėtinga palyginti gautus rezultatus. Vis dėlto verta paminėti, kad šio metodo šalininkai pabrėžia, jog apskaitos duomenų tyrimai pasižymi patikimumu. Dėl to kad vertinami faktiniai duomenys, o ne investuotojų lūkesčiai, apskaitos duomenų metodas yra tinkamiausias vertinant realią grąžą (vertinimui ex-post).

Įvykio analizės tyrimų šalininkai pabrėžia, jog pagrindinis šio metodo privalumas tas, kad vertinami ne tik praeities duomenys, tačiau atsižvelgiama į ateities perspektyvą. Iš esmės šis metodas grindžiamas idėja, jog akcijų kainos reakcija į paskelbtą žinią apie susijungimo/įsigijimo sandorį atspindi realią sandorio vertę. Tačiau įvykio analizės tyrimų metodas yra kritikuotinas būtent dėl to, kad yra paremtas tikrai rinkos lūkesčiais dėl ateities rezultatų, o tai gali sąlygoti netikslius rezultatus nustatant tikrąją įmonės vertę. Taip pat šis metodas reikalauja priimti prielaidas dėl akcijų rinkos efektyvumo ir racionalumo, kurios realiomis sąlygomis ne visada būtų teisingos. Dar vienas reikšmingas metodo trūkumas – stebimos akcijų gražos gali būti įtakotos ne tik įmonių susijungimo/įsigijimo, tačiau ir kitų priežasčių, kurios nėra susijusios su tuo.

Kalbant apie vadovų apklausos tyrimo ypatumus, vertėtų atkreipti dėmesį, kad šis metodas labiau tinkamas mažesnės imties gilesniems susijungimo/įsigijimo sandorių tyrimams atlikti, nes reikalingi duomenys nėra lengvai prieinami. Vadovų apklausos tyrimo metodo vienas esminių privalumų – galimybė įvertinti kokybinius susijungimo/įsigijimo aspektus, apie kuriuos dažniausiai informacija nėra viešai pateikiama. Vis dėlto toks vidinių duomenų pobūdis lemia ir tam tikras rizikas – duomenys pateikiami iš vadovų pozicijos, todėl gali būti ne visiškai objektyvūs, taip pat vadovai dėl įvairių priežasčių ne visada suinteresuoti viešinti tikrąją įmonės situaciją.

Ekspertinio vertinimo metodas tinkamas tais atvejais, kai norima atlikti nuodugnų susijungimo/įsigijimo sandorio vertinimą, analizuojant skirtingus aspektus. Kadangi tyrimą atlieka nepriklausomi ekspertai, vienas pagrindinių jo privalumų – objektyvumas bei detali analizė. Taip pat kaip privalumą galima išskirti galimybę pastebėti naujas tendencijas bei požymius, būdingus susijungimo/įsigijimo sandoriams, kurią lemia itin detali atvejo analizė. Tačiau iš to kyla ir metodo trūkumai – dėl didelės tyrimo apimties, pateikiamos sudėtingos ataskaitos, kurias sudėtinga sisteminti. Taip pat dėl tyrimo sudėtingumo, dažniausiai tiriama nedidelė sandorių imtis, dėl to kyla grėsmė neteisingai apibendrinti gautus rezultatus.

Atskyrimo vertinimo metodas išsiskiria iš visų aukščiau aptartų metodų savo paprastumu. Tačiau būtent dėl to, galima išskirti pakankamai ryškius jo trūkumus, tokius kaip neteisingos tyrimo išvados tikimybė, nes atsižvelgiama tik į vieną aspektą, ignoruojant papildomą, galimai reikšmingą, informaciją.

Apibendrinant galima teigti, kad analizuoti susijungimų/įsigijimų vertinimo metodai yra pakankamai skirtingi, kiekvienas iš jų pasižymi tam tikrais privalumais bei trūkumais. Įvertinus juos, galima daryti išvadą, kad nė vienas nėra neginčijamai teisingiausias. Kurį iš vertinimo metodų pasirinkti, turėtų nuspręsti kiekvienas tyrėjas, priklausomai nuo planuojamo tyrimo pobūdžio bei detalumo. Apskritai siekiant kuo tikslesnių rezultatų, turbūt geriausias sprendimas – derinti skirtingus vertinimo metodus tarpusavyje. Toks kompleksinis vertinimas, naudojant keletą metodų, padėtų tyrėjui eliminuoti atskirus metodų trūkumus ir padaryti teisingas išvadas vertinant įsigijimo/susijungimo sandorius.

2.4. Susijungimų ir įsigijimų kuriamos vertės empirinių tyrimų rezultatų analizė

Aptarus literatūroje aprašomus susijungimų ir įsigijimų vertinimo metodus, toliau šiame skyrelyje bus nagrinėjami empiriniai tyrimai, kuriuose, remiantis anksčiau minėtais metodais, atliekamas susijungimų ir įsigijimų vertinimas. Analizės tikslas – išsiaiškinti, kokiais kriterijais remiantis, atliekamas vertinimas bei apžvelgti, kokie atliktų tyrimų rezultatai.

2.4.1. Empirinių tyrimų, atliktų naudojant įvykio analizės metodą, analizė

Kaip jau minėta anksčiau, sinergijos vertinimui ex-ante vienas iš tinkamiausių metodų – įvykio analizė. Šis metodas yra dažnai naudojamas akademinėje literatūroje empiriniams tyrimams atlikti. Siekiant apžvelgti pagrindinius įvykio analizės metodologijos niuansus, atsitiktiniu būdu buvo atrinkta ir išanalizuota 10 įvykio analizės metodu atliktų empirinių tyrimų (žr. 6 lent.). Taip pat ši empirinių tyrimų analizė parodys, kokios susijungimų/įsigijimų sandorių tendencijos pasireiškia skirtingose rinkose.

6 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų sandorių tyrimų, atliktų įvykio analizės metodu, apžvalga

Tyrėjai	Tyrimo imtis, laikotarpis	Įvykio langas	Įvertinimo langas	Tyrimo rezultatai
Rani, Yadav ir Jain, 2015	623 Indijos kompanijų susijungimai, 2003-2008 m.	(-5, +5)	(-280, -25) 255 dienos	Įsigijimai sukuria vertę įsigyjančiųjų įmonių akcininkams. CAAR* – 2 proc. Poveikis įsigyjamų įmonių vertei netiriamas.
Sonenshine, 2011	85 JAV horizontalaus tipo susijungimų, 1997-2007 m.	(-1, +1) (-2, +2)	(-130, -10) 120 dienų	Įsigyjamų įmonių po pranešimo apie susijungimą vertė pakyla net penktadaliu (atitinkamai įvykio langui 20,33 proc. ir 20,96 proc.). Įsigyjančiųjų įmonių vertė nežymiai sumažėja – nuo 0,93 proc., esant 3 dienų įvykio langui, iki 1,03 proc., esant 5 dienų įvykio langui.
Rhe’aume ir Bhabra, 2008	2421 JAV informacijos industrijos įmonių susijungimai, 1993-2005 m.	(-1, 0) (0, +1) (-1, +1)	(-90, -30) 60 dienų	Įsigyjančioms įmonėms generuojama vertė po susijungimo arba artima 0 arba ženkliai teigiama. Didesnė vertė pasiekama jungiantis rinkos koncentravimo pagrindu, o ne diversifikavimo. Taip pat vertė didesnė, kai jungiasi tos pačios pramonės šakos įmonės, lyginant su skirtingų pramonės šakų susijungimais. Įsigyjamų įmonių vertės pokyčiai netiriami.

7 lentelės tęsinys

Tyrėjai	Tyrimo imtis, laikotarpis	Įvykio langas	Įvertinimo langas	Tyrimo rezultatai
Flugt, 2009	288 Europos (12 ES šalių) susijungimo sandoriai, 2000-2008 m.	(-2, +2)	(-251, -2) 250 dienų	Įsigijimai sukuria vertę įsigyjamoms įmonėms, o įsigyjančiosios įmonės trumpuoju laikotarpiu nepatiria žymaus vertės pokyčio. Įsigyjamų įmonių CAAR* – 14,92 proc.; įsigyjančiųjų įmonių CAAR* – 0,62 proc.
Baran ir Saikevičius, 2015	154 naujųjų ES šalių narių (EU-10) susijungimo sandoriai, 2004-2013 m.	(-30, +30) (-5, +5) (0, 1)	Nenaudojamas	Įsigyjamoms įmonėms generuojama teigiama CAAR* priklausomai nuo įvykio lango trukmės. Atitinkamai 10,2 proc., 5,4 proc. bei 3,4 proc. Poveikis įsigyjančiųjų įmonių vertei netiriamas.
Cummins ir Weiss, 2004	2595 Europos draudimo įmonių susijungimo sandoriai; 1990 - 2002 m.	Įvairūs, nuo (-15, +15) iki (-1, +1)	(-250, -30) 220 dienų	Įsigyjančios įmonės patiria neženklų vertės sumažėjimą (mažesnę nei 1 proc.). Įmonės – taikiniai, pasižymi reikšminga teigiama grąža (CAAR* svyruoja nuo 12 proc. iki 15 proc. priklausomai nuo įvykio lango)
Xianming, Xingrui, Haibin ir Lei, 2016	180 Kinijos įmonių susijungimų, 2002-2012 m.	Įvairūs, nuo (-1, +1) iki (-30, +30)	(-179, -31) 148 dienos	Tarptautiniai susijungimai įsigyjančioms įmonėms generuoja ženkliai vertę. Didžiausia vertė pasiekama įvykio lange (-10, +10). Įsigyjamų įmonių vertės pokyčiai netiriami.
Ma, Pagán ir Chu, 2009	1477 besivystančių Azijos šalių susijungimai, 2000-2005 m.	(-2, +2)	(-125, -6) 120 dienų	Įsigyjančiųjų įmonių vertei pastebimas teigiamas poveikis. CAR** siekia 1,7 proc. Finansų sektoriuje veikiančių įmonių CAR** žemesnis nei kituose sektoriuose, tačiau skirtumas nereikšmingas. Įsigyjamų įmonių vertės pokyčiai netiriami.
Dilshad, 2013	18 Europos bankų susijungimų, 2001-2010 m.	(-30, +30)	(-89, -31) 60 dienų	Įsigyjančios įmonės patyrė vertės padidėjimą trumpame laikotarpyje po susijungimo (-5, +5), skaičiuojant įvykio lango (-30, +30) rezultatus, perteklinė grąža buvo lygi 0. Įsigyjamų įmonių perteklinė grąža buvo fiksuojama tik įvykio dieną.
Pedersen, 2016	201 Europos įmonių susijungimo sandoris, 1999-2014 m.	(-1, +1)	(-251, -2) 250 dienų	Sukuriamas teigiama vertė įsigyjančiosioms įmonėms: CAR** siekia 2,58 proc. Didžiausia perteklinė grąža pasiekama įvykio dieną. Įsigyjamų įmonių vertės pokyčiai netiriami

*CAAR (angl. *Cumulative Average Abnormal Return*) – sukaupta vidutinė perteklinė akcijų grąža

**CAR (angl. *Cumulative Abnormal Return*) – sukaupta perteklinė akcijų grąža

Analizuojant 6 lentelėje apžvelgtus tyrimus, pirmiausia pastebima, kad ženkliai skiriasi tyrimų imtis – nuo 18 analizuotų susijungimo atvejų iki net 2595. Taip pat analizuojami skirtingų regionų susijungimo/įsigijimo sandorių duomenys. Ši informacija iš esmės patvirtina įvykio analizės metodo

universalumą – galima tirti tiek didelius, tiek mažesnius duomenų blokus, priklausomai nuo atliekamo tyrimo tikslo.

Kalbant apie metodologinius niuansus, galima išskirti du svarbiausius aspektus, kuriuos būtina nusistatyti atliekant tyrimą įvykio analizės metodu – tai įvykio langas (angl. *event window*) bei įvertinimo langas (angl. *estimation window*). Kiekvienu iš analizuotų atvejų, įvykio diena laikoma diena, kai paskelbtas pranešimas apie įmonių jungimąsi. Įvykio langas – tai periodas iki ir po paskelbimo apie įmonių jungimąsi, kurio metu skaičiuojama perteklinė įmonės akcijų grąža, susijusi su paskelbimu apie įvykį. Kad būtų galima išskirti, kas yra perteklinė grąža, būtina nusistatyti, kokia yra normalioji akcijų grąža. Tam ir yra naudojamas įvertinimo langas – t. y. laikotarpis, kurio metu analizuojant įmonės akcijų kainų pokyčius, nustatoma, kokia yra tikėtina normalioji akcijų grąža.

Žvelgiant į analizuotus empirinius tyrimus (6 lentelė), pastebima, kad autoriai dažniau renkasi pakankamai neilgą įvykio langą. Net 6 atvejais iš 10, įvykio langas neviršijo 11 dienų t. y. (-5, +5). Baran ir Saikevičius (2015), Xianming ir kt. (2016) bei Cummins ir Weiss (2004) savo tyrimuose naudojo skirtingos trukmės įvykio langus, nuo 1 dienos iki 61 dienos, siekdami palyginti, kaip priklausomai nuo įvykio lango trukmės skiriasi įmonių akcijų perteklinės grąžos. Ir tik viename iš analizuotų tyrimų (Dilshad, 2013) buvo naudojamas ilgesnės trukmės įvykio langas – 61 diena. Iš esmės tokį autorių pasirinkimą galima paaiškinti tuo, kad kuo ilgesnis įvykio langas pasirenkamas, tuo didesnė tikimybė, kad bus gauti ne visiškai tikslūs rezultatai. T. y. kuo ilgesnis įvykio langas tiriamas, tuo didesnę įtaką akcijų grąžoms gali daryti su įvykiu (t. y. pranešimu apie susijungimą) nesusiję veiksniai, kuriuos sudėtinga identifikuoti (angl. *noise*). Vis dėlto, kai kur literatūroje teigiama priešingai – ilgo įvykio lango trukmės pasirinkimas užtikrina, kad akcijų grąža atspindės visą paskelbimo apie sandorį poveikį (Kotsogiannis, 2009). Dėl tos priežasties, kai kurie minėti tyrimų autoriai renkasi analizuoti skirtingus įvykio langus.

Kalbant apie įvertinimo lango pasirinkimą, Campbell ir kt. (1997) teigia, kad įvykio analizėje įvertinimo lango trukmė turėtų svyruoti nuo 120 iki 210 dienų, tam, kad būtų išvengta pašalinių veiksnių įtakos (cit. iš Ma ir kt., 2009). Flugt (2009) siūlo naudoti kiek platesnį įvertinimo langą, kuris turėtų svyruoti nuo 100 iki 300 dienų iki įvykio lango, teigdamas, kad toks laikotarpis yra pakankamas statistiškai patikimiems duomenims surinkti. Tačiau atlikta empirinių tyrimų apžvalga rodo, kad praktikoje ne visada laikomasi tokios rekomendacijos. Kai kurie autoriai naudoja palyginti trumpą įvertinimo langą – 60 dienų (Rhe'aume ir Bhabra, 2008; Dilshad, 2013). Tačiau vis dėlto daugumos analizuotų tyrimų autoriai naudoja 120-255 dienų įvertinimo langą, kaip rekomenduojama Flugt (2009). Renkantis įvertinimo langą iš esmės tinka tie patys dėsniai, kaip ir įvykio lango parinkimo atveju – t. y. per trumpas periodas neužtikrina kad bus atspindėti visi aktualūs duomenys, tačiau kita vertus per ilgas periodas gali iškreipti rezultata, nes didesnę įtaką turės pašaliniai veiksniai.

Pereinant prie analizuotų empirinių tyrimų rezultatų, galima išskirti keletą pagrindinių tendencijų. Pirma, tyrimai rodo, kad įsigyjamų įmonių vertei dažniausiai pastebimas ženklus teigiamas pokytis. Antra, įsigyjamosios įmonės dažniausiai nepasižymi reikšmingais vertės pokyčiais – rezultatai svyruoja nuo nežymaus vertės sumažėjimo iki nežymaus padidėjimo. Tai rodo, kad nepaisant rinkų skirtumų, susijungimų/įsigijimų sandoriai pasižymi panašiomis tendencijomis. Apžvelgiant tyrimus pastebėta, kad kai kur analizuojami tiek įsigyjamųjų, tiek įsigyjamųjų įmonių vertės pokyčiai, tačiau kai kur apsiribojama vienos iš sandorio šalių vertės pokyčių analize, priklausomai nuo tyrimo tikslų. Taigi, galima teigti, kad apžvelgti empiriniai tyrimai patvirtina įvykio analizės metodo tinkamumą susijungimų/įsigijimų sandoriams analizuoti įvairiomis perspektyvomis.

2.4.2. Empirinių tyrimų, atliktų naudojant apskaitos duomenų analizės metodą, analizė

Kaip jau aptarta anksčiau, atliekant tyrimus pagal apskaitos duomenų metodą, yra analizuojami įsigyjamųjų subjektų finansiniai rezultatai prieš ir po įsigijimų, siekiant įvertinti vertės pokyčius. Taigi toliau darbe analizuojama keletas atliktų susijungimų ir įsigijimų sandorių tyrimų apskaitos metodu, siekiant išskirti, kokiais rodikliais remiantis, atliekamas vertinimas bei koks laikotarpis iki ir po susijungimo tiriamas.

Leepa ir Misra (2012) atliko 2003–2006 m. laikotarpio 115 Indijos įmonių susijungimų ir įsigijimų analizę. Naudodamiesi apskaitos metodu, autoriai analizavo 3 finansinių parametru grupes: pelningumo, likvidumo bei finansinio sveto rodiklius (žr. 8 lent.). Tyrimo laikotarpis apima 3 metus iki susijungimo/įsigijimo sandorio ir 3 metus po sandorio.

Caloian, Brad, Ciobanu ir Staicu (2012), nagrinėjo 27 Rumunijos įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius. Tyrimas remiasi tik trimis klasikiais pelningumo rodikliais: turto pelningumo, nuosavo kapitalo pelningumo bei pardavimų pelningumo. Jokios kitos rodiklių grupės neanalizuojamos. Tiriami įmonių finansiniai rodikliai 2 metus iki susijungimo bei praėjus 2 metams po susijungimo.

Pamplona, Rotela Junior ir Silva (2013) tyrė 29 Brazilijoje 2000–2007 m. įvykusius sandorius. Autoriai analizavo 11 apskaitos rodiklių, kuriuos padalino į 4 rodiklių grupes: pelningumo, likvidumo, finansinio sveto bei sinergijos (žr. 8 lent.). Reikėtų atkreipti dėmesį, kad sinergijos rodikliams tyrime priskirta grynojo pelningumo bei bendrojo pelningumo rodikliai. Tai šiek tiek klaidina, kadangi šie rodikliai dažniausiai laikomi tradiciniais pelningumo vertinimo rodikliais, todėl sudarant lentelę, priskirti būtent šiai grupei. Tyrimo laikotarpis apima 3 metus iki susijungimo ir 3 metus po įmonių susijungimo.

Kumara ir Satyanarayana (2013) atliko 2010 metais Indijoje įvykusių 10 didžiausių susijungimų ir įsigijimų sandorių finansinę analizę. Tyrime taip pat naudotos 3 rodiklių grupės:

pelningumo, likvidumo bei finansinio svėro (žr. 8 lent.). Analizuojamas laikotarpis – 3 metai po susijungimo.

Pazarskis, Sykianakis, Sotiropoulos ir Diakomihalis (2013) analizavo 72 bendrovių, kurių akcijomis prekiaujama Atėnų biržoje, 1998-2005 m. m. periode vykdžiusių susijungimų ir įsigijimų sandorius, duomenis. Įmonių susijungimo efektyvumui įvertinti autoriai pasitelkė tik 2 rodiklius – turto pelningumą bei nuosavo kapitalo pelningumą. Analizuojami rodikliai 2 metai iki susijungimo ir 2 metai po susijungimo sandorio įvykdymo.

Analizuotuose tyrimuose naudoti finansiniai rodikliai apibendrinami 8 lentelėje.

8 lentelė. Pagrindiniai finansiniai rodikliai naudojami apskaitos metodo tyrimuose

Rodiklių grupė	Rodiklis	Tyrėjai	Tyrimo rezultatai
Pelningumo rodikliai	Turto pelningumas (ROA)	Caloian ir kt.(2012); Pamplona ir kt. (2013); Kumara ir kt (2013); Pazarskis ir kt.(2013)	Skirtingi įmonių rezultatai Nežymus sumažėjimas Žymus padidėjimas Nežymūs pokyčiai
	Nuosavo kapitalo pelningumas (ROE)	Leepsa ir Mistra (2012); Caloian ir kt.(2012); Pamplona ir kt. (2013); Pazarskis ir kt.(2013) Kumara ir kt (2013)	Nežymus sumažėjimas Skirtingi įmonių rezultatai Nežymus sumažėjimas Nežymūs pokyčiai Nežymus sumažėjimas
	Pardavimų pelningumas (ROS)	Caloian ir kt.(2012);	Skirtingi įmonių rezultatai
	Grynasis pelningumas	Pamplona ir kt. (2013)	Nežymus sumažėjimas
	Bendrasis pelningumas	Pamplona ir kt. (2013)	Nežymus sumažėjimas
	Panaudoto kapitalo pelningumas (ROCE)	Leepsa ir Mistra (2012); Kumara ir kt (2013)	Žymus padidėjimas Žymus padidėjimas
	Pelnas, tenkantis akcijai (EPS)	Pamplona ir kt. (2013)	Nežymus sumažėjimas
Likvidumo rodikliai	Einamasis likvidumo koeficientas	Leepsa ir Mistra (2012); Pamplona ir kt. (2013); Kumara ir kt (2013)	Nežymus padidėjimas Nežymus sumažėjimas Nežymus padidėjimas
	Kritinio likvidumo koeficientas	Leepsa ir Mistra (2012); Pamplona ir kt. (2013); Kumara ir kt (2013)	Nežymus padidėjimas Nežymus sumažėjimas Nežymus padidėjimas
Finansinio svėro rodikliai	Skolos ir nuosavo kapitalo santykis	Kumara ir kt (2013)	Žymus padidėjimas
	Skolos ir turto santykis	Leepsa ir Mistra (2012)	Nežymus padidėjimas
	Ilgalaikės skolos koeficientas	Pamplona ir kt. (2013); Kumara ir kt (2013)	Nežymus sumažėjimas Žymus padidėjimas
	Palūkanų padengimo rodiklis (EBIT ir palūkanų santykis)	Leepsa ir Mistra. (2012)	Nežymus padidėjimas

Apžvelgiant 8 lentelėje pateiktus duomenis, pastebima, kad susijungimų ir įsigijimų vertinimo tyrimuose, kurie remiasi apskaitos metodu, naudojamos 3 pagrindinės rodiklių grupės: pelningumo, likvidumo bei finansinio svėro rodikliai. Dažniausiai tyrimuose naudojami pelningumo rodikliai, jų išskirta net 7. Dažniausiai iš pelningumo rodiklių naudojami turto pelningumo bei nuosavo kapitalo pelningumo rodikliai. Kai kurie tyrėjai (Caloian ir kt., 2012; Pazarskis ir kt., 2013) vertina susijungimų ir įsigijimų efektyvumą vien tik pagal pelningumo rodiklius. Taip pat gan dažnai tyrimuose naudojami likvidumo rodikliai – tiek einamojo likvidumo koeficientas, tiek kritinio likvidumo koeficientas. Kiek rečiau įmonių veiklos efektyvumui vertinti pasitelkiami finansinio svėro rodikliai. Žvelgiant į atliktų tyrimų rezultatus, pastebima, kad žymūs veiklos efektyvumo pokyčiai daugiausiai pasireiškia per pelningumo rodiklius, ypač turto pelningumą ir panaudoto kapitalo pelningumą. Taip pat ženklų pokytį užfiksavo Kumara ir Satyanarayana (2013), analizuodami tiriamų įmonių skolos ir nuosavo kapitalo santykį (finansinio svėro rodiklių grupė). Kitais atvejais gauti nežymūs rodiklių pokyčiai arba prieštaringi analizuojamų įmonių rezultatai, kas neleidžia daryti autoriams tinkamų apibendrinimų. Išanalizavus aukščiau aprašytus tyrimus, pastebima, kad kuo mažesnė tyrimo imtis, tuo sunkiau autoriui priimti vienareikšmiškas išvadas, nes analizuojant atskirus atvejus gaunami prieštaringi rezultatai. Tokiu atveju, būtų tikslinga analizuoti kiekvieną susijungimo/įsigijimo sandorį atskirai. Šiuo tikslu buvo apžvelgta keletas apskaitos duomenų metodu atliktų konkrečių susijungimų atvejų tyrimų, tam, kad būtų galima įvertinti kaip atskirais atvejais pasireiškia įmonės veiklos efektyvumas po susijungimo.

Mehmood (2009) savo darbe analizavo „GlaxoWellcome“ ir „SmithKline Beecham“ įmonių susijungimą. Šis autorius nagrinėjo 8 rodiklių kitimą per 3 metus iki sandorio ir 9 metus po jo. Tyrimo metu buvo nustatyta, kad, vertinant likvidumo rodiklius, susijungusios įmonės būklė pagerėjo, skolos ir turto santykis bei skolos ir nuosavo kapitalo santykis analizuojamu laikotarpiu pakito nežymiai. Susijungusios įmonės pelningumo rodikliai taip pat išliko panašūs į įmonių prieš susijungimą, o EPS išaugo.

Agarwal ir Mittal (2014) tyrė „Reliance Industries Ltd“ ir „IPCL“ įmonių susijungimą, nagrinėdami labai panašius rodiklius kaip ir prieš tai minėtas autorius: kritinio ir einamojo likvidumo koeficientus; skolos ir nuosavo kapitalo santykį; turto apyvartumo rodiklį; ROA; grynąjį pelningumą ir EPS. Jų pasirinktas tyrimo laikotarpis apėmė 5 metus iki sandorio ir 7 metus po sandorio. Šie autoriai priėjo prie išvadų, kad visi susijungusios įmonės rodikliai, išskyrus turto apyvartumo rodiklį bei skolos ir nuosavo kapitalo santykį, po susijungimo išaugo.

Darko ir Twum (2014) analizavo „Guinness Ghana Limited“ ir „Ghana Breweries Limited“ įmonių susijungimo atvejį, sekdami kaip kito atskirų įmonių ir susijungusios įmonės finansinė būklė 5 metai prieš ir 5 metai po sandorio. Tyrimo rezultatai parodė, jog susijungusios įmonės bendrasis pelningumas ir ROE padidėjo, o grynasis pelningumas ir ROA sumažėjo, kaip ir likvidumo rodikliai. Skolos ir nuosavo kapitalo santykis sumažėjo, skolos ir turto santykis kito netolygiai, o EPS padidėjo.

Sinha ir Singh (2014) atliko „Indian Airlines“ ir „Air India“ įmonių susijungimo tyrimą. Šie autoriai analizavo kaip 2 metus iki sandorio ir 2 metus po sandorio kito šie rodikliai: kritinio ir einamojo likvidumo koeficientai; skolos ir nuosavo kapitalo santykis; ROA ir ROE; grynas, veiklos ir bendrasis pelningumas bei EPS. Tyrimo išvados parodė, kad susijungusios įmonės pelningumas sumažėjo, suprastėjo likvidumo būklė bei žymiai nukrito EPS rodiklio reikšmės, taip pat padidėjo skolos ir nuosavo kapitalo santykis.

9 lentelėje pateikti apibendrinti tyrimų rezultatai, t. y. nagrinėti rodikliai ir kaip pasikeitė įmonės būklė po susijungimo.

9 lentelė. Apskaitos duomenų metodu analizuotų susijungimo atvejų rezultatų apibendrinimas

RODIKLIAI	„GlaxoWellcome“ ir „SmithKline Beecham“ Mehmood (2009)	„Reliance Industries Ltd“ ir „IPCL“ Agarwal ir Mittal (2014)	„Guinness Ghana Limited“ ir „Ghana Breweries Limited“ Darko ir Twum (2014)	„Indian Airlines“ ir „Air India“ Sinha ir Singh (2014)
Turto pelningumas	Padidėjo	Padidėjo	Sumažėjo	Sumažėjo
Nuosavo kapitalo pelningumas	Padidėjo	-	Padidėjo	Sumažėjo
Grynas pelningumas	-	-	Sumažėjo	Sumažėjo
Pardavimų pelningumas	-	Padidėjo	-	Sumažėjo
Bendrasis pelningumas	Padidėjo	-	Padidėjo	Sumažėjo
Einamojo likvidumo koeficientas	Padidėjo	Padidėjo	Sumažėjo	Sumažėjo
Kritinio likvidumo koeficientas	Padidėjo	Padidėjo	Sumažėjo	Sumažėjo
Skolos ir turto santykis	Nepasikeitė	-	Sumažėjo	-
Skolos ir nuosavo kapitalo santykis	Nepasikeitė	Nepasikeitė	Nepasikeitė	Padidėjo
Turto apyvartumas	-	Sumažėjo	-	-
EPS	Padidėjo	Padidėjo	Padidėjo	Sumažėjo

Iš 9-oje lentelėje apibendrintų duomenų matyti, kad tyrimo rezultatai varijuoja nuo teigiamų pokyčių po susijungimų iki visiškai neigiamų. Apžvelgiant lentelės duomenis, akivaizdu, kad po įmonių susijungimo pagerėjusį veiklos efektyvumą rodo daugumos rodiklių pagerėjimas („GlaxoWellcome“ ir „SmithKline Beecham“ bei „Reliance Industries Ltd“ ir „IPCL“ susijungimų atvejais), tačiau jei veiklos efektyvumas nebuvo pasiektas arba netgi sumažėjo, lyginant su rezultatais prieš įmonių susijungimą, tai taip pat matyti iš daugumos finansinių rodiklių suprastėjimo („Indian Airlines“ ir „Air India“

susijungimo atvejis). Iš analizuotų susijungimo atvejų tyrimų vienareikšmiškas išvadas daryti sunku tik „Guinness Ghana Limited“ ir „Ghana Breweries Limited“ atveju, kadangi kai kurie rodikliai (bendrojo pelningumo ir EPS padidėjimas) rodo pasiektą veiklos efektyvumą, tačiau kiti analizuoti rodikliai tai paneigia (sumažėję likvidumo koeficientai bei grynasis pelningumas). Tačiau verta atkreipti dėmesį, kad šiuo atveju tyrimo autoriai pasirinko gana ilgą tyrimo laikotarpį – 5 metai iki susijungimo ir 5 metai po, todėl reikėtų įvertinti tai, jog per ilgą laikotarpį įmonių veiklos rezultatus gali įtakoti ir iškreipti ekonominės aplinkos pasikeitimai.

Apibendrinant susijungimų ir įsigijimų atvejų tyrimų, atliktų naudojant apskaitos duomenų metodą, apžvalgą, galima daryti išvadą, kad analizuojant įmonių finansinius rezultatus kiekvieno susijungimo atveju, galima nesunkiai pastebėti ar įmonės veiklos efektyvumas pagerėjo, t. y. ar buvo pasiekta laukta sinergija ir susijungimas sukūrė vertę. Sunkiausias uždavinys tyrėjui – pasirinkti tyrimo laikotarpį, kuris leistų įvertinti pokyčius, sąlygotus būtent įmonių susijungimo ir leistų išvengti ekonominės aplinkos pokyčių veiklos rezultatams įtakos. Nustačius įmonių veiklos rezultatų pokyčius, galima tirti, koks tarpusavio ryšys tarp lauktos sinergijos (nustatytos įvykio analizės metodu) bei faktinio sinergijos efekto (nustatyto apskaitos duomenų analizės metodu).

3. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ EFEKTO EMPIRINIO TYRIMO METODOLOGIJA

3.1. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo empirinio tyrimo modelis

Šiame darbe tiriama, ar egzistuoja ryšys tarp trumpuoju laikotarpiu po paskelbimo apie susijungimo/įsigijimo sandorį įvykusių besijungiančių įmonių akcijų vertės pokyčių bei ilguoju laikotarpiu po susijungimo pasiektų veiklos rezultatų. Kitaip tariant, siekiama išsiaiškinti, ar trumpuoju laikotarpiu rinka teisingai įvertina susijungimo ar įsigijimo sandorio potencialią sinergiją, kuri pasiekiamą (nepasiekiamą) ilguoju laikotarpiu. Tyrimui pasirinkta Varšuvos akcijų biržoje kotiruojamų įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai.

Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo empirinį tyrimą sudaro 3 etapai. Pirmiausia tiriama, kaip rinka reaguoja į paskelbimą apie įmonių susijungimą ar įsigijimą. Kitaip tariant, vertinama susijungimų ir įsigijimų sinergija ex-ante. Šiam tikslui įgyvendinti pasitelkiamas įvykio analizės tyrimo metodas. Jis remiasi idėja, kad rinkos dalyviai, reaguodami į pranešimą apie įvykį, lemia teigiamus arba neigiamus perteklinės akcijų gražos pokyčius. Pastarieji leidžia daryti išvadas apie rinkos lūkesčius dėl įmonių susijungimo ar įsigijimo sinerginės vertės kūrimo potencialo. Kaip matyti iš 2.4.1. skyrelyje apžvelgtų empirinių įvykio analizės tyrimų rezultatų, dažniausiai pastebima teigiama perteklinė besijungiančių įmonių akcijų graža.

Antrasis empirinio tyrimo etapas – ilgu laikotarpiu po įmonių susijungimo pasiektų veiklos rezultatų analizė. Apžvelgus akademinę literatūrą, analizuojančią įvairius susijungimų ir įsigijimų aspektus, prieita išvados, kad pagrindinis įmonių jungimosi motyvas – galimybė pasiekti sinerginį efektą. Šis efektas dažniausiai pasireiškia įmonės kaštų mažėjimu, pajamų augimu, mokestine nauda ir dėl stabilesnių pinigų srautų padidėjusiomis skolinimosi galimybėmis. Visa tai lemia finansinių rodiklių pagerėjimą, ilgu laikotarpiu po įmonių susijungimo. Taigi šiame tyrimo etape naudojant apskaitos duomenų analizės metodą lyginami įmonių finansiniai duomenys, siekiant identifikuoti susijungimo ar įsigijimo sandorio nulemtą sinerginį efektą ex-post.

Trečiojoje empirinio tyrimo dalyje siejami pirmame ir antrame tyrimo etapuose gauti rezultatai. T. y. siekiama išsiaiškinti, ar rinkos lūkesčiai dėl potencialaus teigiamo (neigiamo) sinerginio efekto pasitvirtina ilguoju laikotarpiu po susijungimo per pagerėjusį veiklos efektyvumą.

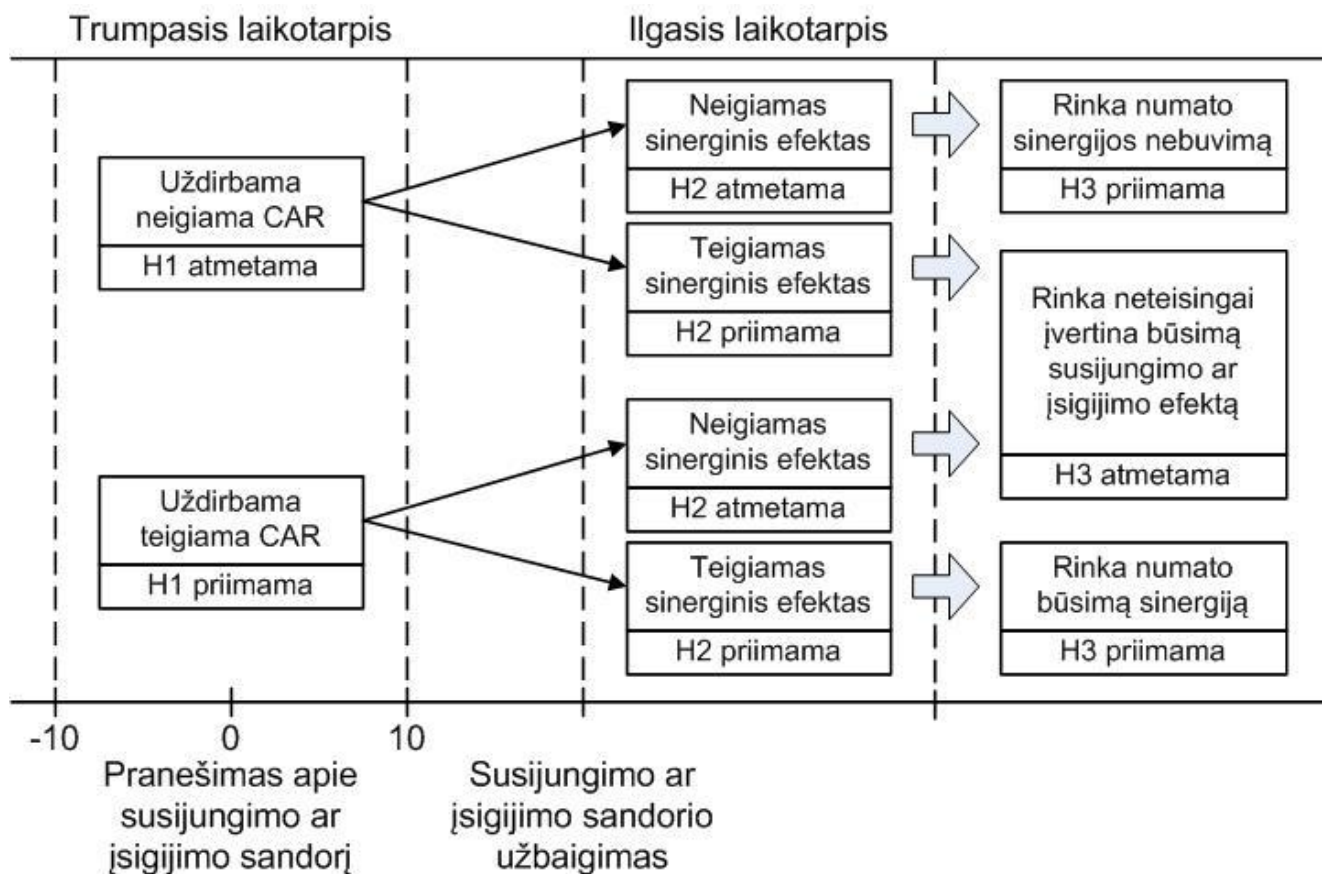
Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, keliamos tokios tyrimo hipotezės:

H1: Įsigyjančios ir įsigijamos įmonės po pranešimo apie susijungimo ar įsigijimo sandorį įvykio lange generuos perteklinę akcijų gražą.

H2: Ilguoju laikotarpiu po susijungimo ar įsigijimo jungtinis vienetas patirs teigiamą sinerginį efektą.

H3: Rinka trumpuoju laikotarpiu teisingai numato būsimą sinerginį efektą. T. y. trumpuoju laikotarpiu po pranešimo apie įmonių susijungimą ar įsigijimą pasiektos perteklinės akcijų gražos dydis yra susijęs su ilgojo laikotarpio veiklos efektyvumo pokyčiais.

Apsibrėžus tyrimo eigą ir pagrindinius tikslus, reikalinga įvardyti ir galimus tyrimo baigties scenarijus (žr. 3 pav.).



3 pav. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo empirinio tyrimo galimi baigties scenarijai

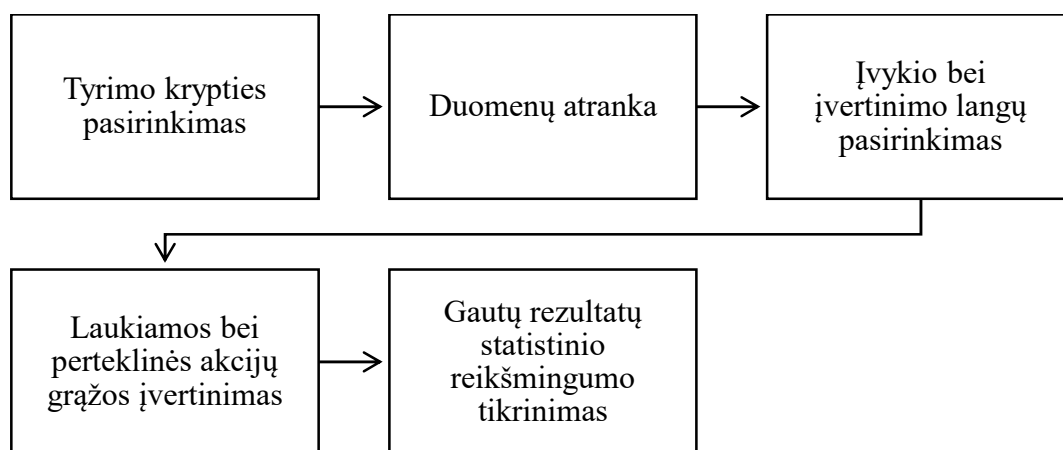
Žvelgiant į 3 pav. pastebima, kad atlikus susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo empirinį tyrimą, galimi trys baigčių scenarijai. Jei trumpuoju laikotarpiu po pranešimo apie susijungimo ar įsigijimo sandorį uždirbama neigiama sukaupta perteklinė graža, o ilgoju laikotarpiu po įvykdyto sandorio pasiekiamas neigiamas sinerginis efektas, galima daryti išvadą, kad susijungimai ir įsigijimai nekuria pridėtinės vertės ir rinka tai teisingai numato. Vis dėlto jei trumpuoju laikotarpiu uždirbama teigiama sukaupta perteklinė graža, o ilgoju laikotarpiu pastebimas ir teigiamas sinerginis efektas, galima teigti, kad susijungimai ir įsigijimai kuria pridėtinę vertę ir rinka tai teisingai numato jau po pranešimo apie jungimąsi. Tačiau jei po pranešimo apie susijungimą/įsigijimą uždirbama neigiama perteklinė graža, o ilgoju laikotarpiu pastebimas teigiamas sinerginis efektas arba atvirkščiai – trumpuoju laikotarpiu stebima teigiama CAR, o po sandorio užbaigimo – neigiamas sinerginis efektas, tokiu atveju vienareikšmiškų išvadų apie susijungimų/įsigijimų sandorių kuriamą vertę daryti negalima.

Tačiau šiuo atveju būtų galima sukritikuoti rinkos efektyvumo prielaidą, nes akivaizdu, jog rinka neteisingai įvertina būsimą susijungimo ar įsigijimo efektą.

3.2. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo ex-ante metodika

Siekiant įvertinti analizuojamų susijungimų ir įsigijimų sandorių kuriamą sinergiją ex-ante, pasitelkiamas įvykio analizės tyrimo metodas. Šiame skyrelyje detalai aprašoma tyrimo metodika, kuria remiantis vertinama susijungimų ir įsigijimų kuriama vertė trumpuoju laikotarpiu po pranešimo apie įvykį, arba kitaip tariant, rinkos numatomas sandorio sinerginis efektas.

Nors įvykio analizė yra dažnai naudojamas metodas empiriniuose susijungimų ir įsigijimų tyrimuose, bendras požiūris į jo metodiką ir veiksmų seka praktiškai vienoda, nepriklausomai nuo tyrimo krypties ir autoriaus (žr. 4 pav.).



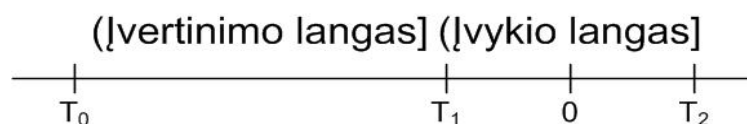
4 pav. Įvykio analizės metodo veiksmų seka (sudaryta pagal MacKinley, 1997)

Pirmiausiai reikalinga pasirinkti tyrimo kryptį. Antra, renkama ir sudaroma tyrimui reikalingų duomenų bazė. Trečia, pasirenkamas įvertinimo langas bei aktualus įvykio langas. Turint visą reikalingą informaciją, toliau atliekami skaičiavimai: nustatoma laukiama (normalioji – angl. *normal*) akcijų graža bei apskaičiuojama įvykio lango metu pasiekta perteklinė graža. Galiausiai atliekami statistiniai testai gautų rezultatų reikšmingumui patvirtinti. Tai visi pagrindiniai veiksmai, reikalingi atlikti vertinant įmonių akcijų pokyčius, sąlygotus tam tikro įvykio.

Pereinant prie susijungimų ir įsigijimų sinergijos efekto vertinimo ex-ante tyrimo metodinių niuansų, pirmiausia reikėtų paminėti, kad tyrimo kryptis šiuo atveju – besijungiančių įmonių akcijų kainų reakcija į paskelbimą apie planuojamą susijungimo ar įsigijimo sandorį numatytame įvykio lange. Įvykio langas – tai laikotarpis iki ir po susijungimo/įsigijimo sandorio paskelbimo, kurio metu vertinama sandoryje dalyvaujančių įmonių akcijų kainų pokyčiai, nulemti būtent pranešimo apie būsimą sandorį. Įprasta įvykio langą centruoti ties paskelbimo apie susijungimo/įsigijimo sandorį data, kuri įvykio lange

žymima 0 (žr. 5 pav.). Analizuotoje teorinėje literatūroje bei empiriniuose įvykio analizės tyrimuose nepastebėta aiškių apribojimų pasirenkant įvykio lango trukmę. Tačiau atliekant trumpo laikotarpio įvykio analizę dažniausiai pasirenkamas įvykio langas, kurio trukmė siekia nuo 3 (-1; +1) iki 61 (-30; +30) dienos. Atsižvelgiant į tai, kad kuo ilgesnis įvykio langas pasirenkamas, tuo didesnė tikimybė, kad bus užfiksuoti įmonių akcijų pokyčiai susiję su kitais įvykiais, vykdomam tyrimui pasirinktas 21 dienos (-10; +10) įvykio langas. Įvykio lango pasirinkimui įtakos taip pat turėjo Xianming ir kt. (2016) prieita išvada, kad lyginant įmonių vertės pokyčius, pasiektus esant skirtingos trukmės įvykio langui, didžiausia sukurta pridėtinė vertė buvo stebima įvykio lango laikotarpiu (-10, +10).

Siekiant įvertinti laukiamą (normalią) grąžą yra naudojamas įvertinimo langas, kuris tęsiasi iki įvykio lango (žr. 5 pav.). Tyrime naudojamas 150 dienų įvertinimo langas, remiantis Flugt (2009) rekomendacija, kad įvertinimo langas turėtų apimti 100-300 dienų laikotarpį bei MacKinlay (1997) pastebėjimu, kad tinkamas įvertinimo langas turėtų būti ilgesnis nei 120 dienų. Taip pat atsižvelgiama į faktą, kad kuo ilgesnis įvertinimo langas, tuo didesnė tikimybė, kad jis apims ir pašalinius veiksnius.



**5 pav. Įvykio analizės laiko eilutė
(Adaptuota pagal MacKinlay, 1997).**

Įvykio analizės tyrimo metodika sudaryta remiantis MacKinlay (1997) pateikiamu įvykio analizės tyrimų metodologijos aprašymu. Laukiamai (normaliajai) grąžai įvertinti, priklausomai nuo turimų duomenų, gali būti naudojami keletas skirtingų modelių. Šiame darbe laukiamai grąžai apskaičiuoti bus naudojamas rinkos modelis, pagal kurį:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt}, \quad (3)$$

Kur:

$E(R_{it})$ – laukiama įmonės i akcijų grąža laikotarpiu t ;

α_i, β_i – mažiausių kvadratų metodo parametrai;

R_{mt} – vidutinė rinkos grąža laikotarpiu t .

Mažiausių kvadratų metodo parametrai nustatomi naudojant Microsoft Excel funkcijas INTERCEPT bei SLOPE, pasirinktame įvertinimo lange – 150 prekybos dienų iki įvykio lango. Vidutinė rinkos grąža skaičiuojama remiantis tos akcijų biržos, kurioje prekiaujama analizuojamos įmonės akcijomis, palyginamojo indekso rezultatais.

Apskaičiavus laukiamą grąžą galima įvertinti įmonių perteklinės akcijų grąžos dydį pagal šią formulę:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}), \quad (4)$$

Kur:

AR_{it} – perteklinė i įmonės akcijų grąža laikotarpiu t ;

R_{it} – faktinė i įmonės akcijų grąža laikotarpiu t ;

$E(R_{it})$ – laukiama normali i įmonės akcijų grąža laikotarpiu t .

Pabrėžtina, kad perteklinės grąžos dydis skaičiuojamas kiekvienai įvykio lango dienai atskirai. Tam, kad būtų galima įvertinti visą paskelbimo apie susijungimo/įsigijimo sandorį įtaką akcijų kainai, reikalinga apskaičiuoti sukauptos perteklinės akcijų grąžos dydį CAR (angl. *Cumulative Average Return*):

$$CAR_{i(T_1, T_2)} = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_{it}, \quad (5)$$

Kur:

$CAR_{i(T_1, T_2)}$ – sukaupta perteklinė akcijų grąža įvykio lango laikotarpiu;

AR_{it} – perteklinė įmonės akcijų grąža tam tikru laiko momentu (atskiromis įvykio lango dienomis).

Su tikslu įvertinti visų analizuojamų įmonių pasiektus rezultatus, skaičiuojama vidutinė perteklinė grąža:

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}, \quad (6)$$

Kur:

AAR_t – vidutinė perteklinė akcijų grąža (angl. *Average Abnormal Return*) laikotarpiu t ;

AR_{it} – perteklinė i įmonės akcijų grąža laikotarpiu t ;

n – tiriamų įmonių skaičius.

Taip pat siekiant įvertinti bendrą paskelbimo apie susijungimo/įsigijimo sandorį įtaką akcijų kainai, apskaičiuojama sukaupta vidutinė perteklinė akcijų grąža CAAR (angl. *Cumulative Average Abnormal Return*):

$$CAAR_{j(T_1, T_2)} = \sum_{t=T_1}^{T_2} AAR_{jt}, \quad (7)$$

Kur:

$CAAR_t$ – sukaupta vidutinė perteklinė akcijų grąža įvykio lango laikotarpiu;

AAR_{jt} – vidutinė perteklinė akcijų grąža laikotarpiu t .

Vidutinės sukauptos perteklinės akcijų grąžos dydis parodo bendrą įvykio, t. y. paskelbimo apie susijungimo/įsigijimo sandorį, poveikį visoms analizuojamoms įmonėms.

Tam, kad būtų galima patvirtinti, jog rezultatai gauti ne atsitiktinai, būtina įvertinti duomenų statistinį patikimumą, dar kitaip vadinamą reikšmingumo lygmenį. Statistinis reikšmingumas vidutinei perteklinei gražai atskiroms dienoms įvykio lango laikotarpyje tikrinamas naudojant t kriterijaus reikšmes, kurios skaičiuojamos pagal formulę:

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{SD_{AR_t}/\sqrt{n}}, \quad (8)$$

Kur:

t_{AAR} – vidutinės perteklinės gražos t kriterijus;

AAR_t – vidutinė perteklinė akcijų graža laikotarpiu t;

SD_{AR_t} – perteklinės gražos laikotarpiu t standartinis nuokrypis;

n – imties dydis.

Sukauptos perteklinės gražos statistinis reikšmingumas tikrinamas pagal formulę:

$$t_{CAR} = \frac{CAR_t}{SD_{AR_t} \times \sqrt{n}}, \quad (9)$$

Kur:

t_{CAR} – sukauptos perteklinės gražos t kriterijus;

CAR_t – sukaupta perteklinė akcijų graža laikotarpiu t;

SD_{CAR_t} – perteklinės gražos laikotarpiu t standartinis nuokrypis;

n – imties dydis.

Sukauptos vidutinės perteklinės gražos statistinis reikšmingumas tikrinamas pagal formulę:

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{SD_{CAR_t}/\sqrt{n}}, \quad (10)$$

Kur:

t_{CAAR} – sukauptos vidutinės perteklinės gražos t kriterijus;

$CAAR_t$ – sukaupta vidutinė perteklinė akcijų graža laikotarpiu t;

SD_{CAR_t} – n įmonių sukauptos perteklinės gražos laikotarpiu t standartinis nuokrypis;

n – imties dydis.

Statistinis duomenų reikšmingumas tikrinamas SPSS statistine programa.

3.3. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo ex-post metodika

Šiame darbe susijungimų ir įsigijimų sukurta sinergija vertinama apskaitos duomenų analizės tyrimo metodu. Šis metodas yra pagrįstas duomenų lyginimu, siekiant identifikuoti pokyčius, sąlygotus įmonių susijungimo. Apskaitos duomenų analizės metodas, priešingai nei įvykio analizės, pasižymi galimybe tyrėjui, atsižvelgiant į tyrimo tikslą, pačiam pasirinkti metodiką, t. y. nuspręsti kuriuos finansinius duomenis analizuoti bei pagal kokį kriterijų juos lyginti.

Siekiant kuo tiksliau identifikuoti susijungimo/įsigijimo sandorio poveikį įmonės rezultatams ilguoju laikotarpiu, finansinių rezultatų analizė atliekama 2 pjūviais: laiko eilutės duomenų palyginimu (angl. *time series comparison*) bei kryžminiu palyginimu (angl. *cross sectional comparison*). Vertinant sinergijos efektą ex-post pasitelkus laiko eilutės lyginimą, analizuojami besijungiančių įmonių finansiniai rezultatai prieš ir po susijungimo. Pabrėžtina, kad atliekant tyrimą laikomasi interesų sutelkimo požiūrio, t. y. priimama prielaida, kad jungtinio vieneto išteklių vertė lygi atskirų įmonių išteklių verčių sumai. Kadangi atliekant laiko eilutės lyginamąją analizę susiduriama su dilema kaip sumuoti besijungiančių įmonių santykinius rodiklius, kad jie teisingai atspindėtų tikrąjį bendrą įmonių rezultatyvumą prieš susijungiant, šiam tyrimui pasirinkti absoliutinėmis reikšmėmis matuojami finansiniai rodikliai: įmonės vertė - EV (angl. *Enterprise Value*) bei laisvieji pinigų srautai – FCF (angl. *Free Cash Flow*).

Finansinių terminų žodynas Investopedia (2016) apibrėžia EV rodiklį kaip teorinę įmonės perėmimo kainą, jei ji būtų perkama. Kitaip tariant, šis rodiklis atspindi įmonės rinkos kainą. Teigiama, kad EV rodiklis yra pranašesnis lyginant su rinkos kapitalizacijos rodikliu dėl tos priežasties, kad įvertina ne tik akcinio kapitalo rinkos vertę, bet ir turimų skolų rinkos vertę, t. y. atspindi ne tik akcininkų, bet ir kreditorių interesus. EV rodiklis skaičiuojamas pagal formulę:

$$EV = \text{paprastųjų akcijų rinkos vertė} + \text{privilegijuotųjų akcijų rinkos vertė} \\ + \text{skolos rinkos vertė} - \text{pinigai ir pinigų ekvivalentai} \quad (11)$$

Laisvieji pinigų srautai – tai rodiklis, vertinantis kiek pinigų įmonė uždirba, atlikus reikiamas investicijas. FCF svarbus todėl, kad leidžia išmatuoti akcininkų vertės padidinimo galimybes. Šis rodiklis skaičiuojamas pagal formulę:

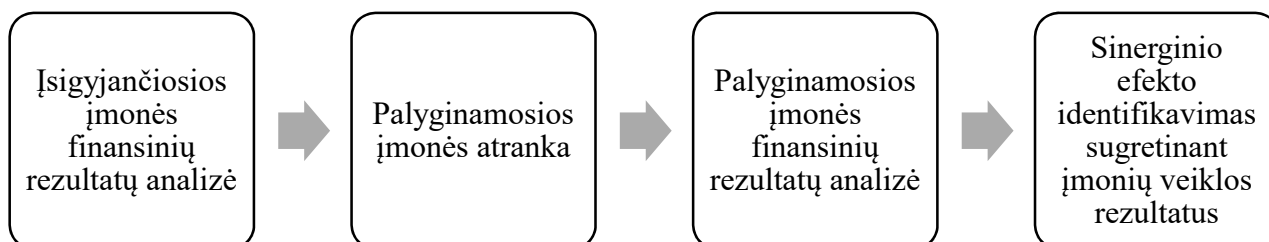
$$FCF = \text{veiklos pelnas} - \text{pelno mokestis} - \text{investicijos} + \\ \text{nusidėvėjimas ir amortizacija} - \text{apyvartinio kapitalo pokytis} \quad (12)$$

Taigi siekiant įvertinti susijungimų ir įsigijimų efektą ex-post naudojant apskaitos duomenų analizės laiko eilutės lyginimo metodu atliekama tokia veiksmų seka:

1. Apskaičiuojama įsigyjamosios bei įsigijančiosios įmonių EV bei FCF rodiklių verčių suma laikotarpiu prieš įsigijimą;
2. Randamos jungtinio vieneto EV bei FCF rodiklių verčių reikšmės laikotarpiu po įsigijimo;
3. Atliekant verčių palyginimą identifikuojamas susijungimo/įsigijimo efektas.

Pabrėžtina, kad vertinant susijungimų ir įsigijimų efektą *ex-post*, lyginami įmonių veiklos rezultatai metus prieš sandorio įvykdymą bei metus po jo. Toks laikotarpis pasirinktas atsižvelgiant į tai, kad kuo ilgesnis laikotarpis, tuo daugiau reikšmingų įvykių, veikiančių įmonės rezultatyvumą, jis apima. Dėl tos priežasties sunku išskirti susijungimo/įsigijimo poveikį įmonės veiklos efektyvumui. Taip pat atsižvelgiama į Ficery ir kt. (2007) išsakytą teiginį, kad sėkmingų susijungimų atveju per pirmus metus po įmonių susijungimo pasiekama 70-75 proc. sinergijų.

Tyrimo dalis, vertinanti sinergijos efektą ilguoju laikotarpiu, naudojant kryžminį palyginimą, atliekama pagal Bruner (2002) aprašytą apskaitos duomenų analizės tyrimo modelį. Pagal šį modelį (žr. 6 pav.), pirmiausia atliekama įsigijančiosios įmonės finansinių rezultatų iki ir po susijungimo analizė. Antra, atsižvelgiant į tiriamos įmonės veiklos sektorių bei įmonės dydį, parenkama palyginamoji įmonė. Trečia, analizuojami palyginamosios įmonės finansinių rezultatų pokyčiai tuo pačiu laikotarpiu. Ir galiausiai tiriama, ar susijungime dalyvavusi įmonė pasiekė geresnius veiklos rezultatus nei palyginamoji įmonė. Taigi šis modelis apibrėžia ir vertina susijungimų/įsigijimų sinerginį efektą kaip veiklos rezultatų pagerėjimą pranokstantį toje pačioje rinkoje veikiančios palyginamosios įmonės, nesudariusios įsigijimų ar susijungimų sandorių, pasiektus veiklos rezultatus.



6 pav. Apskaitos duomenų analizės kryžminio palyginimo metodu veiksmų seka (sudaryta pagal Bruner, 2002)

Kryžminio metodo palyginamajai analizei pasirinkti empiriniuose susijungimų ir įsigijimo efekto vertinimo apskaitos duomenų analizės metodu tyrimuose dažniausiai naudojami pelningumo rodiklių grupės rodikliai: turto pelningumas (ROA), nuosavybės pelningumas (ROE) bei pardavimų pelningumas (ROS). Rodiklių reikšmės gaunamos pagal šias formules:

$$ROA = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Visas turtas}} \quad (13)$$

ROA rodiklis padeda įvertinti, kaip efektyviai įmonė naudoja savo turtą pelnui gauti. Kitaip tariant, parodo įmonės investuotojams, kokia tikėtina investicijų grąža. Kuo didesnė rodiklio reikšmė, tuo daugiau uždirbama esant mažesnėms investicijoms (Investopedia, 2016).

$$ROE = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas}} \quad (14)$$

ROE rodiklis įvertina, kaip efektyviai naudojamas įmonės akcininkų investuotas nuosavas kapitalas pelnui gauti. Kitaip tariant, šis rodiklis itin svarbus akcininkams, nes parodo investuoto nuosavo kapitalo grąžą.

$$ROS = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pardavimai}} \quad (15)$$

ROS rodiklis naudojamas vertinant įmonės veiklos efektyvumą. Šis rodiklis kartais vadinamas įmonės veiklos pelningumu. Jis parodo, kiek pelno uždirbama vienam pardavimų piniginiam vienetui. Tai svarbu visiems įmonės investuotojams, nes atsižvelgiant į tai, kuri pardavimų pajamų dalis tampa pelnu, galima preliminariai įvertinti, kokios įmonės galimybės išmokėti dividendus akcininkams, atlikti naujas investicijas bei grąžinti skolas (Investopedia, 2016).

3.4. Empirinio tyrimo duomenų atranka

Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo empiriniam tyrimui pasirinkta pagal šio tipo sandorių skaičių Centrinės ir Rytų Europos regione vienos pirmaujančių šalių – Lenkijos, rinka. Tyrimui reikalingi duomenys surinkti Bloomberg duomenų bazėje. Pirminė tyrimo imtis sugeneruota pritaikant tokius pagrindinius kriterijus:

- Viena iš sandorio šalių (įsigyjanti arba įsigyjama įmonė) veikia Lenkijos rinkoje;
- Susijungimo/įsigijimo sandorio statusas – įvykdytas;
- Sandorio tipas – įmonių susijungimas arba kontrolinės akcijų dalies įsigijimas.

Atlikus pirminę paiešką, buvo gauta 1533 pradinius kriterijus atitinkančių susijungimo/įsigijimo sandorių, kurių paskelbimo data nuo 1993-02-23 iki 2016-03-10. Vis dėlto didžioji dalis atrinktų sandorių buvo atmesta vykdant tolesnį sąlygų tikslinimą. Norint atlikti suplanuotą tyrimą reikalinga, kad analizuojami sandoriai atitiktų tokias sąlygas:

- Abiejų sandoryje dalyvaujančių įmonių akcijomis (buvo) prekiaujama akcijų biržoje;
- Yra prieinamos įvertinimo laikotarpiui reikalingos istorinės įmonių akcijų kainos;
- Sandorio įvykdymo data ne vėlesnė nei 2014 m.;
- Įsigyjančioji įmonė nedalyvavo kituose susijungimo/įsigijimo sandoriuose metus iki analizuojamo sandorio įvykdymo ir metus po jo;

- Nei viena sandorio šalis nepriklauso valstybės reguliuojamiems ekonomikos sektoriams (finansų, energetikos, komunikacijų).

Taigi pritaikius šiuos kriterijus tyrimui buvo atrinkta 13 įsigijimo sandorių, kurie įvykdyti 2005-2014 m. laikotarpiu (žr. 9 lent.).

10 lentelė. Susijungimo ir įsigijimo efekto vertinimo empirinio tyrimo imtis

Sandorio paskelbimo data	Sandorio įvykdymo data	Įsigyjanti įmonė	Įsigyjama įmonė	Sandorio trumpinys
2014.09.25	2014.11.21	Boryszew SA	Hutmen SA	BRS-HTM
2014.04.29	2014.07.07	Lentex SA	Novita SA	LTX-NVT
2012.11.07	2013.02.12	Arctic Paper SA	Rottneros AB	ATC-RROS
2010.12.14	2011.12.31	Pragma Inkaso SA	Pragma Faktoring SA	PRI-PRF
2010.09.13	2011.12.21	Eurocash SA	Emperia Holding SA	EUR-EMP
2010.12.12	2010.12.12	Mispol SA	Makarony Polskie SA	MIP-MAK
2007.10.11	2008.06.09	Rovese SA	Opoczno SA	RSE-OPO
2007.07.14	2008.03.19	Inter Cars SA	JC Auto SA	CAR-JCA
2007.01.10	2007.12.21	Comp SA	Computer Service Support SA	CMP-CSS
2006.10.04	2007.06.26	ABG SA	Spin SA	ABG-SPN
2006.09.23	2007.05.31	Polimex-Mostostal SA	Energomontaz - Polnoc SA	PXM-EPN
2006.03.30	2006.09.14	Vistula Group SA	Wolczanka SA	VST-WLC
2005.04.18	2005.05.10	WISTIL SA	Huta Szkla Gospodarczego IRENA SA	WST-IRE

Šaltinis: sudaryta remiantis Bloomberg duomenimis.

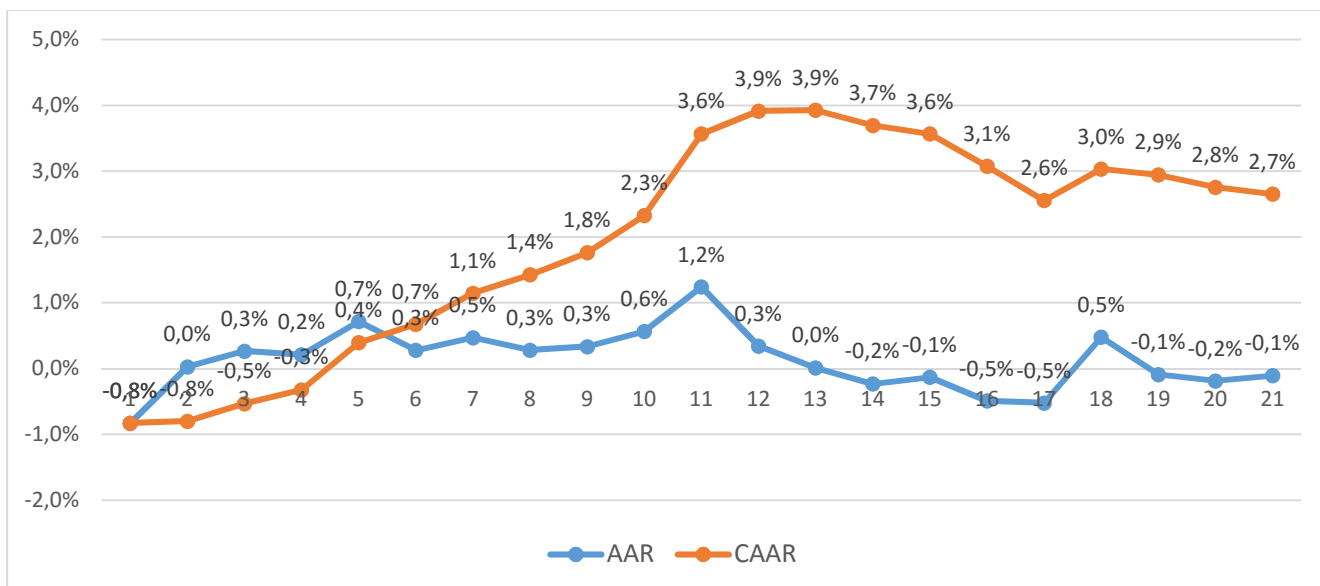
4. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ EFEKTO EMPIRINIO TYRIMO REZULTATAI

4.1. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo ex-ante tyrimo rezultatai

Vertinant susijungimų ir įsigijimų sinergijos efektą ex-ante buvo naudojamas įvykio analizės metodas ir analizuojama 13 Varšuvos akcijų biržoje kotiruojamų įmonių susijungimų/įsigijimų sandorių, įvykdytų 2005-2014 m. (žr. 9 lent.). Gauti tyrimo rezultatai analizuojami dviem perspektyvomis: laikotarpio bei atskirų įmonių. Pirmiausia, siekiant identifikuoti bendras vertės kūrimo trumpuoju laikotarpiu po pranešimo apie susijungimo/įsigijimo sandorį tendencijas, pateikiama vidutinės visos imties įmonių pasiektos perteklinės grąžos analizė atskiriomis įvykio lango dienomis. Taip pat atskirai lyginami įsigyjiančiųjų bei įsigyjamųjų įmonių pasiekti rezultatai. Tai leidžia pastebėti tam tikras tendencijas priklausomai nuo įmonės vaidmens sandoryje bei palyginti gautus rezultatus su praeityje atliktų empirinių tyrimų rezultatais. Siekiant identifikuoti, kuriame įvykio lange įmonės generuoja didžiausią perteklinę grąžą, atliekamas sukauptos perteklinės grąžos, esant skirtingos trukmės įvykio langui, palyginimas. Šiuo atveju analizuojami besijungiančių įmonių pasiekti rezultatai esant skirtingai įvykio lango trukmei: (-1; +1), (-2; +2), (-5, +5) bei (-10, +10). Paskutinė tyrimo perspektyva – atskirų įmonių pasiektų rezultatų apžvalga. Analizės tikslas – išsiaiškinti kuri dalis tiriamų įmonių generuoja teigiamas sukauptas perteklines grąžas. Remiantis gautais tyrimo rezultatais bus formuojama išvada apie tyrimo hipotezės H1 priimtinumą.

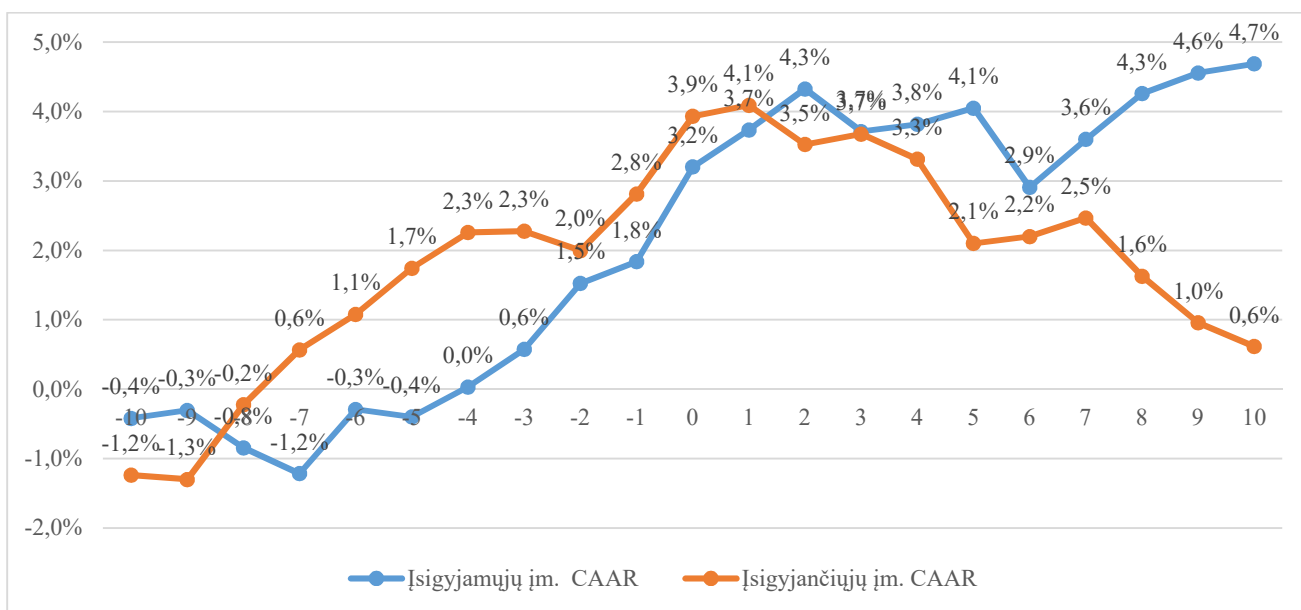
Taigi pereinant prie gautų rezultatų aptarimo, 7 pav. pateikiami visų analizuotų susijungimo/įsigijimuose sandoriuose dalyvavusių įmonių vidutinės perteklinės grąžos (AAR) bei vidutinės sukauptos perteklinės grąžos uždirbtos įvykio lango laikotarpiu (CAAR), rezultatai. Detalūs įvykio analizės tyrimo rezultatai pateikiami 1 priede.

Žvelgiant į 7 paveiksle pavaizduotus visų analizuojamų besijungiančių įmonių CAAR reikšmių rezultatus 21 dienos trukmės įvykio lango laikotarpiu (-10, +10), pirmiausiai pastebima, kad įvykio lango laikotarpio pabaigoje sukaupta teigiama perteklinė grąža – 2,7 proc. Tačiau atliekant statistinį t testą, prieita prie išvados, kad šis rezultatas nėra statistiškai reikšmingas (egzistuoja net 34 proc. tikimybė, jog tokia reikšmė gauta atsitiktiniu būdu). Didžiausia CAAR pasiekama antrą dieną po pranešimo apie įvykį ir siekia 3,93 proc. Šis rezultatas yra statistiškai reikšmingas 10 proc. patikimumo intervale. Taip pat galima išskirti tendenciją, kad nuo įvykio lango pradžios (-10) CAAR reikšmė kasdien auga, kol pasiekusi aukščiausią tašką antrą dieną po pranešimo apie įvykį ima mažėti. Taip pat reikėtų pabrėžti, kad statistiškai patikimiausi CAAR rezultatai stebimi įvykio dieną bei pirmą dieną po įvykio dienos (statistinis reikšmingumas 5 proc. patikimumo intervale).



7 pav. Visų tyrimo imties įmonių įvykio lango laikotarpiu pasiekta AAR bei CAAR

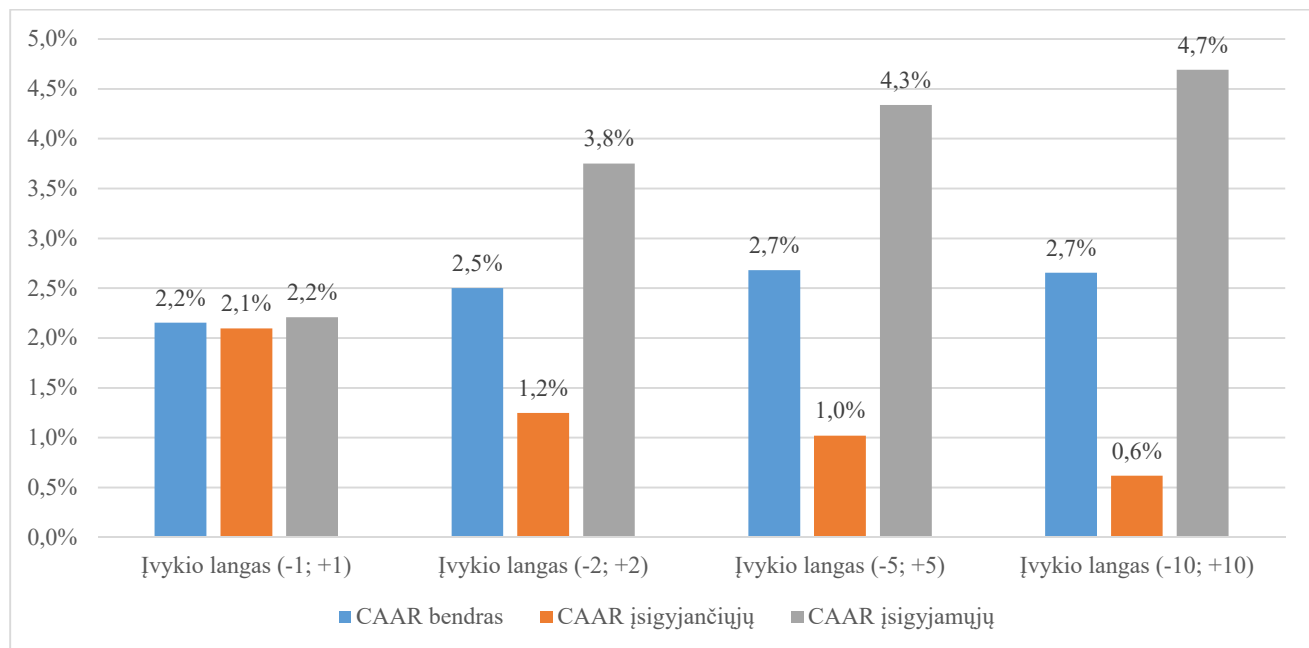
Stebint AAR reikšmes, verta atkreipti dėmesį, kad didžiausia vidutinė perteklinė grąža (1,2 proc.) yra pasiekama įvykio dieną (statistiškai reikšminga 10 proc. patikimumo intervale). Šį rezultatą galima susieti su ankstesniu empirinių tyrimų išvada, kad didžiausia AAR uždirbama būtent įvykio dieną (Dilshad, 2013; Pedersen, 2016). Analizuojant ankstesnius įvykio analizės empirinius tyrimus (žr. 2.4.1. skyr.), buvo pastebėtas dėsningumas, kad įsigyjančiosios įmonės įvykio lango laikotarpyje uždirba mažesnę perteklinę grąžą lyginant su įsigyjamosiomis įmonėmis (Cummins ir Weiss, 2004; Flugt, 2009; Sonenshine, 2011). Taigi siekiant patikrinti ar tokia tendencija pasireiškia ir Varšuvos akcijų biržoje kotiruojamų įmonių susijungimų atveju, atlikta įsigyjančiųjų bei įsigyjamųjų įmonių įvykio lango laikotarpiu uždirbamos CAAR palyginamoji analizė (žr. 8 pav.).



8 pav. Įsigyjančiųjų bei įsigyjamųjų įmonių CAAR įvykio lango (-10; +10) laikotarpiu

Lyginant įsigyjančiųjų bei įsigyjamųjų įmonių uždirbtas CAAR, pastebima, kad įvykio lango pabaigoje pasiekti rezultatai ženkliai skiriasi. Nepaisant to, kad nepriklausomai nuo įmonės vaidmens sandoryje buvo uždirbta teigiama vidutinės sukaupta perteklinė grąža, įsigyjamąsios įmonės generavo beveik 8 kartus aukštesnę grąžą (4,7 proc. lyginant su 0,6 proc.). Tačiau statistiškai šie dydžiai nėra reikšmingi. Vis dėlto galima teigti, kad gauti rezultatai atitinka ankstesnių tyrimu metu identifikuotą tendenciją, kad įsigyjamąsios įmonės uždirba didesnę perteklinę grąžą lyginant su įsigyjančiosiomis. Žvelgiant į 8 pav. pavaizduotą įsigyjamųjų bei įsigyjančiųjų įmonių CAAR kitimą atskiromis įvykio lango dienomis galima teigti, kad rezultatai gana prieštaringi. Intervale nuo -8 iki 1 įvykio lango dienos įsigyjančiosios įmonės generavo pastebimai aukštesnę CAAR. Tačiau 2 įvykio lango dieną įsigyjančiųjų įmonių CAAR ima kasdien mažėti, kol nuo aukščiausios pasiektos reikšmės – 3,7 proc. nukrenta iki 0,6 proc. sukauptos vidutinės perteklinės grąžos įvykio lango laikotarpio pabaigoje. Priešingai, įsigyjamųjų įmonių CAAR reikšmė su keletu išimčių (-8, -7, 3 bei 6 įvykio lango dienomis) nuosekliai kyla bei aukščiausią CAAR pasiekia būtent paskutinę įvykio lango dieną. Tai rodo, kad investavus į portfelį, sudarytą iš įsigyjamųjų įmonių akcijų, didžiausia grąža būtų pasiekta paskutinę įvykio lango dieną.

Tam, kad būtų galima įvertinti, ar tyrime teisingai pasirinkta įvykio lango trukmė, atliktas skirtingos trukmės įvykio lango laikotarpiais pasiektų CAAR palyginimas (žr. 9 pav.). Pasirinktos dažniausiai trumpo laikotarpio įvykio analizės empiriniuose tyrimuose naudojamos įvykio lango trukmės: (-1; +1), (-2; +2); (-5; +5).



9 pav. Bendros besijungiančių įmonių, įsigyjančiųjų bei įsigyjamųjų įmonių CAAR palyginimas esant skirtingai įvykio lango trukmei

Gauti rezultatai rodo, kad esant skirtingai įvykio lango trukmei, bendra visų tyrimo imties įmonių CAAR reikšmė svyruoja nežymiai – nuo 2,2 proc. iki 2,68 proc. Tačiau nepaisant to, kad bendra visų įmonių CAAR kinta nedaug esant skirtingai įvykio lango trukmei, analizuojant CAAR reikšmes priklausomai nuo įmonės vaidmens sandoryje, pastebimi priešingi rezultatai. Kuo ilgesnis įvykio langas, tuo didesni skirtumai pastebimi tarp įsigyjamųjų bei įsigyjančiųjų įmonių uždirbamų CAAR. Esant nuo įvykio dienos minimaliai nutolusiam įvykio langui (-1; +1) įsigyjančiųjų bei įsigyjamųjų įmonių generuojama CAAR skiriasi itin mažai (atitinkamai pasiekiami 2,1 proc. bei 2,2 proc. CAAR). Vis dėlto ilgėjant įvykio lango laikotarpiui, didėja ir skirtumas tarp įsigyjančiųjų ir įsigyjamųjų įmonių CAAR reikšmių: įmonių-taikinių CAAR ilgėjant įvykio lango trukmei didėja (nuo 2,2 proc. iki 4,7 proc.), o įsigyjančiųjų įmonių – mažėja (nuo 2,1 proc. iki 0,6 proc.). Atsižvelgiant į tai, kad didžiausia bendra vertė stebima įvykio lange (-5, +5), tačiau lyginant su verte, pasiekta įvykio lange (-10; +10) pokytis nežymus, galima daryti išvadą, kad pasirinktos trukmės įvykio langas parodo visą susijungimo/įsigijimo sandorio įtaką besijungiančių įmonių akcijų kainoms ir analizuoti ilgenio laikotarpio pokyčius būtų netikslinga.

Cummins ir Weiss (2004) atliktame susijungimų ir įsigijimų įvykio analizės tyrime taip pat buvo aptarti (-10; +10) įvykio lango laikotarpyje gauti rezultatai. Pastarasis tyrimas parodė, kad įsigyjančiųjų įmonių CAAR nežymiai neigiamas – siekia -0,06 proc., o įsigyjamųjų įmonių siekia 5,95 proc. (palyginimui: šiame darbe atlikto tyrimo rezultatai atitinkamai 0,6 proc. bei 4,7 proc.). Verta paminėti, kad šiuo atveju buvo tiriama kur kas daugiau įmonių: tyrimo imtį sudarė 499 įsigyjančiosios bei 164 įsigyjamosios įmonės. Taigi, lyginant šiame darbe atlikto tyrimo rezultatus su Cummins ir Weiss (2004) pateiktaisiais, galima išskirti tą pačią tendenciją: esant 21 dienos trukmės įvykio langui, centruotam ties įvykio diena, stebimi nereikšmingi vertės pokyčiai įsigyjančiųjų įmonių atveju bei teigiami vertės pokyčiai įsigyjamųjų įmonių atveju. Ši įžvalga leidžia patvirtinti, kad nepaisant mažos tyrimo imties, gauti pasaulines susijungimo ir įsigijimo sandorių efekto trumpuoju laikotarpiu po pranešimo apie įvykį tendencijas patvirtinantys tyrimo rezultatai.

Pabrėžtina, kad vertinant sukauptą vidutinę perteklinę grąžą visai įmonių imčiai, ženklūs atskirų įmonių vertės pokyčio nuokrypiai gali iškreipti galutinius rezultatus. Dėl šios priežasties reikalinga išanalizuoti atskirų įmonių įvykio lange sukauptą perteklinę grąžą. Nagrinėjant besijungiančių įmonių vertės pokyčių rezultatus iš atskirų sandorių perspektyvos, buvo siekiama nustatyti, kurioms tiriamoms įmonėms rinka numatė teigiamą potencialią sinergiją. Taip pat svarbu išsiaiškinti, kuriems susijungimo/įsigijimo sandoriams ilgo laikotarpio perspektyvoje numatoma sėkmė. Gauti rezultatai apibendrinti 10 lentelėje.

11 lentelė. Susijungimo ir įsigijimo sandorių įvykio lange kuriama vertė

Sandoris	Įsigyjamasis įm. CAR	<i>t statistika</i>	Įsigijančiosios įm. CAR	<i>t statistika</i>	Bendras sandorio CAAR
BRS-HTM	13,11%	1,78	-3,82%	- 0,56	4,65%
LTX-NVT	15,73%	1,29	-4,45%	- 0,77	5,64%
ATC-RROS	12,52%	0,88	-19,71%	- 1,43	-3,59%
PRI-PRF	0,58%	0,10	9,97%	0,63	5,28%
EUR-EMP	20,94%	1,97	3,24%	0,42	12,09%
MIP-MAK	21,52%	1,41	-1,64%	- 0,27	9,94%
RSE-OPO	-17,83%	- 1,09	-1,72%	- 0,17	-9,77%
CAR-JCA	-24,23%	- 1,34	-19,28%	- 1,23	-21,75%
CMP-CSS	15,14%	1,33	20,50%	2,03	17,82%
ABG-SPN	0,86%	0,10	3,54%	0,67	2,20%
PXM-EPN	-21,13%	- 1,86	-4,46%	- 0,54	-12,80%
VST-WLC	11,70%	0,52	14,21%	1,19	12,95%
WST-IRE	12,04%	1,01	11,66%	0,54	11,85%

*rezultatas statistiškai reikšmingas 5 proc. patikimumo intervale

**rezultatas statistiškai reikšmingas 10 proc. patikimumo intervale

Apžvelgus 10 lentelėje pateiktą informaciją, pirmiausia pastebima jau anksčiau identifikuota kryptis – įsigijančiosios įmonės įvykio laikotarpiu uždirba mažesnę CAR lyginant su įsigyjamosiomis įmonėmis. Šio tyrimo atveju, kiek daugiau nei pusė (7 iš 13) įsigijančiųjų įmonių patyrė neigiamą sukauptą perteklinę grąžą 21 dienos įvykio lango laikotarpiu. Ir tik 3 iš 13 turtų įsigyjamųjų įmonių akumulavo neigiamą perteklinę grąžą. Tik 2 įmonių CAR pasižymėjo statistiniu reikšmingumu 5 procentų patikimumo intervale (Emperia Holding SA bei Computer Service Support SA). Dar 2 įmonių rezultatai laikomi statistiškai reikšmingais 10 procentų patikimumo intervale (Hutmen SA ir Polimex-Mostostal SA). Tai reiškia, kad didžiosios dalies tyrime analizuotų įmonių vertės pokyčių rezultatai galėjo būti gauti atsitiktinai.

Siekiant identifikuoti rinkos lūkesčius dėl tiriamų susijungimų/įsigijimų sandorių sėkmingumo ilgoje perspektyvoje, kiekvienam tirtam sandoriui buvo apskaičiuota CAAR. Gauti rezultatai rodo, kad dauguma sandorių (9 iš 13) generavo teigiamą vidutinę sukauptą perteklinę grąžą. Taip pat pastebima, kad iš neigiamus įmonių vertės pokyčius patyrusių susijungimo/įsigijimo sandorių, net 3 atvejais iš 4, tiek įsigijančioji, tiek įsigyjamoji įmonės patyrė neigiamą CAR. Tai reiškia, kad šių susijungimų atžvilgiu rinkos dalyviai yra nusiteikę skeptiškai ir nesitiki, kad ilgu laikotarpiu jie gali sukurti pridėtinę vertę.

Apibendrinant susijungimų ir įsigijimų sinergijos efekto vertinimo ex-ante tyrimo rezultatus galima išskirti keletą svarbiausių pastebėjimų. Pirmiausia, įvertinus visų analizuotų besijungiančių

įmonių įvykio lango laikotarpiu sukauptą vidutinę perteklinę grąžą (2,7 proc.), galima teigti, kad rinka trumpuoju laikotarpiu po pranešimo apie susijungimo/įsigijimo sandorį tikisi teigiamo sinerginio efekto ilguoju laikotarpiu po įmonių susijungimo. Įsigyjančiųjų bei įsigyjamųjų įmonių sukauptų vidutinių perteklinių grąžų palyginimas parodė, kad didesniais teigiamais vertės pokyčiais pasižymi įsigyjamųjų įmonių akcijos. Ši tendencija linkusi stipriau pasireikšti ilgėjant įvykio lango trukmei. Taip pat pastebėta, kad šis rezultatas sutampa su praeityje atliktų empirinių tyrimų (Cummins ir Weiss, 2004; Flugt, 2009; Sonenshine, 2011) išvadomis. Ištyrus atskirų įmonių įvykio lange patirtus akcijų kainų pokyčius paaiškėjo, kad dauguma analizuotų susijungimo/įsigijimo sandorių (9 iš 13) generavo teigiamą vidutinę sukauptą perteklinę grąžą.

4.2. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo ex-post tyrimo rezultatai

Atliekant susijungimų ir įsigijimų efekto ilguoju laikotarpiu po susijungimo vertinimą, imties dydis sumažėjo iki 11 įmonių. Mispol SA-Makarony Polskie SA (MIP-MAK) sandoris abiejų šalių sutarimu 2011.05.11 buvo atšauktas. O įsigyjančioji įmonė ABG SA 2008 m. pati buvo įsigyta, todėl ilgo laikotarpio veiklos efektyvumui reikalingi duomenys tapo neprieinami.

Taigi pagal 3.3. skyrelyje aprašytą metodiką atlikus susijungimo ir įsigijimo sandorių efekto apskaitos duomenų laiko eilutės palyginimo metodu vertinimą gauti rezultatai pateikiami 11 lentelėje (detalesni skaičiavimai pateikiami 2 priede).

12 lentelė. Susijungimo ir įsigijimo sandorių efekto vertinimo apskaitos duomenų laiko eilutės palyginimo metodu rezultatai

Sandoris	Sandorio įvykdymo data	EV proc. pokytis	Susijungimo efektas pagal EV	FCF proc. pokytis	Susijungimo efektas pagal FCF
BRS-HTM	2014.11.21	-11,49%	Neigiamas	51,04%	Sinergija
LTX-NVT	2014.07.07	-1,49%	Neigiamas	-25,60%	Neigiamas
ATC-RROS	2013.02.12	0,31%	Sinergija	-	-
PRI-PRF	2011.12.31	98,07%	Sinergija	292,92%	Sinergija
EUR-EMP	2011.12.21	22,21%	Sinergija	51,75%	Sinergija
RSE-OPO	2008.06.09	-51,24%	Neigiamas	-62,27%	Neigiamas
CAR-JCA	2008.03.19	-35,30%	Neigiamas	124,53%	Sinergija
CMP-CSS	2007.12.21	-41,08%	Neigiamas	3,58%	Sinergija
PXM-EPN	2007.05.31	-28,45%	Neigiamas	400,83%	Sinergija
VST-WLC	2006.09.14	453,83%	Sinergija	-1572,15%	Neigiamas
WST-IRE	2005.05.10	-19,59%	Neigiamas	-134,86%	Neigiamas

Vertinant EV rodiklio pokyčius prieš ir po įmonių susijungimo, daugeliu atveju (7 iš 11) gautas neigiamas pokytis. LTX-NVT susijungimo atveju EV sumažėjimas nežymus, siekia tik -1,49 proc.

Tačiau kitų, neigiamą EV pokytį patiriančių susijungimo sandorių atveju, pastebimas gana ženklus vertės sumažėjimas, svyruojantis nuo -11,49 proc. iki -51,24 proc. Tokie EV rodiklio reikšmių pokyčiai rodo, kad ilguoju laikotarpiu po susijungimo įmonių rinkos kaina sumažėjo. O tai lemia įmonių akcininkų ir kreditorių interesų vertės sumažėjimą. Vis dėlto likusių 4 susijungimo sandorių (ATC-RROS, PRI-PRF, EUR-EMP bei VST-WLC) atveju stebimi teigiami EV pokyčiai. ATC-RROS susijungimo atveju dėl teigiamo sinerginio efekto vienareikšmiškos išvados daryti negalima, nes EV rodiklio padidėjimas siekia tik 0,31 proc. Toks pokytis labiau rodytų, kad įmonių vertė buvo išsaugota. Tačiau žvelgiant į kitas teigiamą EV pokytį patyrusias įmones, pastebimi geresni rezultatai. PRI-PRF atveju po susijungimo EV rodiklio reikšmė beveik pavigubėjo (pokytis 98,07 proc.), o VST-WLC sandoris lėmė net 4,5 karto didesnę EV rodiklio reikšmę. Šie susijungimo atvejai rodo ženklų teigiamą sinerginį efektą.

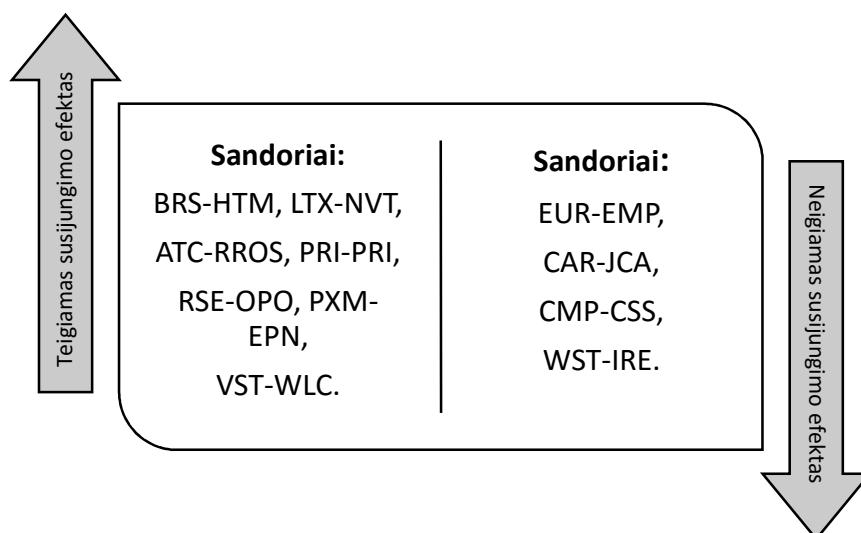
Analizuojant laisvųjų pinigų srautų (FCF) rodiklio pokyčius ilguoju laikotarpiu po įmonių susijungimo, stebimos kiek kitokios tendencijos: 6 įmonės iš 10 analizuotų pasiekė teigiamus pokyčius (ATC-RROS susijungimo atveju duomenys apie FCF dydį buvo neprieinami). Tai rodo, kad per analizuotą laikotarpį išaugo šių įmonių galimybės kurti akcininkams pridėtinę vertę. Taip pat reikėtų paminėti, kad stebėti teigiami FCF pokyčiai daugeliu atveju ženklūs, svyruoja nuo 51,04 proc. iki 400,83 proc (išskyrus CMP-CSS susijungimą, kur FCF pokytis siekė tik 3,58 proc.). Vis dėlto 4 susijungimų atveju FCF rodiklis analizuojamu laikotarpiu sumažėjo (LTX-NVT; RSE-OPO; VST-WLC; WST-IRE), kas rodytų jog patirtas neigiamas susijungimo/įsigijimo efektas.

Būtų neracionalu spręsti apie susijungimų/įsigijimų efektą remiantis vienu rodikliu. Lyginant pagal EV pokyčius išskirtą susijungimo/efektą su efektu, išskirtu vertinant FCF pokyčius, pastebima, kad tik 50 proc. analizuotų atvejų pasižymi vienodos krypties pokyčiais. T. y. jei laikotarpiu po susijungimo buvo stebimas EV reikšmės sumažėjimas/padidėjimas, tai tokia pat tendencija pasižymėjo ir FCF rodiklio reikšmės. Tokiu atveju būtų galima daryti atitinkamas išvadas apie teigiamą ar neigiamą susijungimo efektą. Tačiau abejonių kelia likusių atvejų (BRS-HTM, CAR-JCA, CMP-CSS, PXM-EPN bei VST-WLC) situacija, kai stebimi priešingi rodiklių pokyčiai. Iš esmės tokie priešingi pokyčiai paaiškinami tuo, kad EV ir FCF rodikliai remiasi skirtingais vertės matavimo principais. EV rodiklio reikšmė yra grįsta įmonės rinkos verte, o FCF rodiklis vertina įmonės veiklos rezultatyvumo pokyčius. Taigi šių verčių pokyčių nesutapimai rodytų, kad egzistuoja neatitikimas tarp rinkos nuomonės apie įmonės perspektyvas bei realių įmonės veiklos rezultatų.

Apskritai, vienareikšmiškai nustatyti ar susijungimo/įsigijimo sandoris ilguoju laikotarpiu sukūrė sinerginę vertę, remiantis laiko eilutės metodu atlikta finansinių rezultatų analize, yra gana sudėtinga. Dvejonių dėl rezultatų teisingumo kelia faktas, kad šis analizės metodas neįvertina ekonominio ciklo fazės įtakos įmonių rezultatams. Todėl kai kuriais atvejais, esant ekonomikos nuosmukiui, net patirti neigiami veiklos rezultatai turėtų būti laikomi teigiamu sinerginiu įmonių

susijungimo efektu, nes yra tikimybė, kad įmonėms veikiant atskirai rezultatai būtų dar blogesni. Būtent dėl šios priežasties susijungimų/įsigijimų efektui ilguoju laikotarpiu vertinti taip pat buvo pasitelkta kryžminio palyginimo apskaitos duomenų analizė. Šis metodas lyginant su laiko eilutės analize pranašesnis tuo, kad palyginimui naudoja kontrolinės įmonės, atrinktos atsižvelgiant į įmonės veiklos sektorių bei dydį, rezultatus. O tai leidžia eliminuoti ekonominio ciklo įtaką įmonių veiklos rezultatams. Vis dėlto šio metodo trūkumas – ne visada paprasta rasti veiklos pobūdžiu bei dydžiu itin panašias palyginamąsias įmones.

Kryžminio palyginimo metodu atliktos susijungimų/įsigijimų efekto analizės detalūs rezultatai pateikiami 3. Palyginamųjų įmonių atranka buvo vykdoma ieškant tame pačiame sektoriuje veikiančių įmonių su kuo artimesne rinkos kapitalizacija. Pirmenybė teikiama tos pačios valstybės rinkoje veikiančioms įmonėms, tačiau jei panašių įmonių Lenkijos rinkoje nerasta, tokiu atveju parenkama tame pačiame regione (Rytų Europoje) veikiančios palyginamoji įmonė. Gauti analizės rezultatai glaustai atskleidžiami 10 pav.



10 pav. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo apskaitos duomenų analizės kryžminio palyginimo metodu rezultatai

Juos apžvelgiant, pastebima, kad vertinant veiklos rezultatus kryžminio palyginimo metodu, didžiajai daliai tirtų susijungimo atvejų (7 iš 11) galima priskirti teigiamą sinerginį efektą. Tai reiškia, kad įsigyjiančiųjų įmonių pelningumo rodikliai analizuotu laikotarpiu padidėjo labiau (arba sumažėjo mažiau) lyginant su kontrolinės įmonės pelningumo pokyčiais. Vis dėlto kiek daugiau nei trečdalis analizuotų įmonių (4 iš 11) patyrė pelningumo rodiklių pablogėjimą, kas rodo, kad vertė ilguoju laikotarpiu po susijungimo nebuvo sukurta. Verta paminėti, kad pelningumo rodikliai analizei buvo pasirinkti dėl tos priežasties, jog įvertina pasiektą veiklos sinergiją. Kaip minėta aptariant teorinius susijungimų/įsigijimų vertės kūrimo aspektus, veiklos sinergija pasireiškia 2 būdais: per kaštų mažėjimą

arba pajamų lygio išaugimą. Taigi pelningumo rodiklių pokyčiai įvertina abu šiuos vertės kūrimo aspektus.

Apibendrinant susijungimų ir įsigijimų efekto, pasiekto ilguoju laikotarpiu, tyrimą, reikalinga sugretinti laiko eilutės palyginamuoju metodu bei kryžminio palyginimo metodu gautus rezultatus ir priimti galutines išvadas dėl susijungimų/įsigijimų efekto pasireiškimo ilguoju laikotarpiu tirtiems sandoriams. Taigi rezultatų palyginimas pateiktas 13 lentelėje.

13 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų sandorių efekto ex-post vertinimo matrica

Sandoris	Susijungimo efektas pagal EV	Susijungimo efektas pagal FCF	Susijungimo efektas kryžminio palyginimo metodu	Galutinė išvada dėl susijungimo efekto ilguoju laikotarpiu
BRS-HTM	Neigiamas	Sinergija	Sinergija	SINERGIJA
LTX-NVT	Neigiamas	Neigiamas	Sinergija	<i>SINERGIJA*</i>
ATC-RROS	Sinergija	-	Sinergija	SINERGIJA
EUR-EMP	Sinergija	Sinergija	Neigiamas	SINERGIJA
PRI-PRI	Sinergija	Sinergija	Sinergija	SINERGIJA
RSE-OPO	Neigiamas	Neigiamas	Sinergija	<i>SINERGIJA*</i>
CAR-JCA	Neigiamas	Sinergija	Neigiamas	NEIGIAMAS
PXM-EPN	Neigiamas	Sinergija	Sinergija	SINERGIJA
CMP-CSS	Neigiamas	Sinergija	Neigiamas	NEIGIAMAS
VST-WLC	Sinergija	Neigiamas	Sinergija	SINERGIJA
WST-IRE	Neigiamas	Neigiamas	Neigiamas	NEIGIAMAS

**sprendimui priimti taikytas papildomas rezultatų vertinimas*

Remiantis 13 lentelėje pateiktais duomenimis buvo suformuota galutinė išvada dėl susijungimų efekto ilguoju laikotarpiu. Dauguma analizuotų atvejų apibendrinant skirtingais metodais gautus rezultatus galutinės išvados dėl susijungimo efekto pobūdžio buvo aiškios. Vis dėlto LTX-NVT bei RSE-OPO susijungimų atvejais galutiniam sprendimui priimti buvo lyginami abiem metodais vertinant gauti analizės duomenys bei rezultatai.

LTX-NVT susijungimo atveju pagal EV bei FCF pokyčius buvo identifikuotas neigiamas efektas. Tačiau lyginant veiklos rezultatus su kontrolinės įmonės rezultatais, priimta išvada apie teigiamą susijungimo efektą. Atsižvelgiant į tai, kad šio jungtinio vieneto pelningumo rodikliai analizuojamu laikotarpiu ženkliai pagerėjo (ROA padidėjimas – 6,21 proc. punkto; ROE padidėjimas – 10,91 proc.p.; ROS padidėjimas – 1,55 proc.p.) bei pastebimai viršijo kontrolinės įmonės rezultatus, o EV pokytis buvo nežymus (sumažėjo 1,49 proc.), todėl gali būti laikomas ne vertės sumažėjimu, o tiesiog jos išlaikymu, buvo priimta išvada dėl bendro sinerginio efekto generavimo ilguoju laikotarpiu.

Aptariant RSE-OPO susijungimo atvejį, derėtų paminėti, kad jis buvo įvykdytas 2008 m., t. y. dažnai aptariamos pasaulinės ekonominės krizės kontekste. Dėl tos priežasties vertinant absoliutines EV bei FCF rodiklių reikšmes buvo stebimi neigiami pokyčiai. Analizuojant pelningumo rodiklių pokyčius,

taip pat pastebėtos jų mažėjimo tendencijos laikotarpiu po įmonių susijungimo. Tačiau esminis pastebėjimas šio susijungimo atveju – kryžminis palyginimas atskleidė, kad įsigyjančiosios įmonės Rovese SA pelningumo rodikliai sumažėjo ženkliai mažiau nei kontrolinės įmonės. Būtent dėl šios priežasties priimta galutinė išvada dėl ilguoju laikotarpiu po susijungimo pasiekto teigiamo osinerginio efekto.

Analizuojant neigiamą susijungimų efektą patyrusius atvejus, galima išskirti WST-IRE susijungimo atvejį. Tai vienintelis iš tirtų sandorių, kuris visais metodais tiriant, parodė neigiamą efektą. Todėl neabejotinai galima laikyti, kad tai nesėkmingo susijungimo pavyzdys.

Apibendrinant susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo ex-post tyrimo rezultatus, galima teigti, kad dauguma atvejų Varšuvos akcijų biržos įmonių įvykdyti susijungimų/įsigijimų sandoriai ilguoju laikotarpiu pasiekia teigiamą sinerginį efektą ir sukuria vertę akcininkams.

4.3. Susijungimų ir įsigijimų efekto ex-ante ir ex-post sąsajos

Įvertinus Varšuvos akcijų biržos įmonių susijungimų pasiektą efektą trumpuoju bei ilguoju laikotarpiu, reikalinga identifikuoti šių rezultatų sąsajas kaip numatyta sudarytame tyrimo modelyje. Tai padės nustatyti ar besijungiančių įmonių akcijų kainų pokyčiai, kaip reakcija į pranešimą apie susijungimo sandorį, teisingai numato sandorio sėkmingumą ilguoju laikotarpiu po susijungimo. Taigi ryšys tarp gautų rezultatų pateikiamas 13 lentelėje.

14 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų efekto trumpuoju ir ilguoju laikotarpiu sąsajos

Sandoris	Efektas trumpuoju laikotarpiu	Efektas ilguoju laikotarpiu	Išvados apie rinkos efektyvumą
BRS-HTM	Sinergija	Sinergija	Teisingai numatomas efektas
LTX-NVT	Sinergija	Sinergija	Teisingai numatomas efektas
ATC-RROS	Neigiamas	Sinergija	Neteisingai numatomas efektas
EUR-EMP	Sinergija	Sinergija	Teisingai numatomas efektas
PRI-PRI	Sinergija	Sinergija	Teisingai numatomas efektas
RSE-OPO	Neigiamas	Sinergija	Neteisingai numatomas efektas
CAR-JCA	Neigiamas	Neigiamas	Teisingai numatomas efektas
PXM-EPN	Neigiamas	Sinergija	Neteisingai numatomas efektas
CMP-CSS	Sinergija	Neigiamas	Neteisingai numatomas efektas
VST-WLC	Sinergija	Sinergija	Teisingai numatomas efektas
WST-IRE	Sinergija	Neigiamas	Neteisingai numatomas efektas

Apžvelgus 13 lentelės duomenis galima daryti išvadą, kad rinkos gebėjimas iš anksto teisingai numatyti ilgojo laikotarpio susijungimo/įsigijimo efektą, nėra neiginčytinas. Atlikus susijungimų ir įsigijimų efekto trumpuoju ir ilguoju laikotarpiu sąsajų tyrimą paaiškėjo, kad 5 atvejais iš 11, rinkos

lūkesčiai dėl būsimo jungtinio vieneto vertės kūrimo ilguoju laikotarpiu po susijungimo, pasireiškiantys per teigiamus ar neigiamus akcijų kainų pokyčius, yra neteisingi. Vis dėlto 6 atvejais iš 11 buvo nustatytas teigiamas ryšys, t. y. susijungimų efektas trumpuoju laikotarpiu sutapo su efektu ilguoju laikotarpiu. Taigi vis dėlto galutinė išvada tokia: investuotojai pasižymi gebėjimu jau po pranešimo apie būsimą sandorį numatyti besijungiančių įmonių veiklos rezultatų pokyčius ilguoju laikotarpiu.

4.4. Išvados apie hipotezių priimtinumą

H1: Įsigyjančios ir įsigyjamoms įmonėms po pranešimo apie susijungimo ar įsigijimo sandorį įvykio lange generuos perteklinę akcijų grąžą.

Atlikus Varšuvos akcijų biržos susijungimų ir įsigijimų efekto trumpuoju laikotarpiu po pranešimo apie sandorį tyrimą, gauti rezultatai parodė, kad 21 dienos trukmės (-10; +10) įvykio lango metu buvo generuota teigiama bendra vidutinė sukaupta perteklinė grąža (CAAR – 2,7 proc.). Žvelgiant į gautus rezultatus iš įmonės vaidmens susijungimo sandoryje perspektyvos, nustatyta, kad įsigyjamoms įmonėms esant skirtingos trukmės įvykio langui generavo pastebimai aukštesnę vidutinę sukaupią perteklinę grąžą (CAAR) lyginant su įsigyjančiosiomis. Vis dėlto pabrėžtina, kad tiek įsigyjančiosios, tiek įsigyjamoms įmonėms generavo teigiamus vidutinius vertės pokyčius. Įvykio lange (-10; +10) įsigyjamųjų įmonių CAAR siekė 4,7 proc., o įsigyjančiųjų – 0,6 proc. Pastebėta tendencija, kad įsigyjamoms įmonėms generuoja didesnę perteklinę grąžą, lyginant su įsigyjančiosiomis, buvo aprašyta ir ankstesniuose empiriniuose tyrimuose (Cummins ir Weiss, 2004; Flugt, 2009; Sonenshine, 2011).

Siekiant įvertinti ar visų tirtų įmonių pasiektų vidutinių perteklinių grąžų įvertinimas neiškreipia galutinių rezultatų, buvo atlikta papildoma analizė iš atskirų įmonių perspektyvos. Jos rezultatai parodė, kad įsigyjamoms įmonėms daugeliu atvejų (10 iš 13) įvykio lange generavo teigiamą CAR. Tačiau įsigyjančiosios įmonės generavo teigiamą CAR tik 6 atvejais iš 13. Tai reiškia, kad 54 proc. įsigyjančiųjų įmonių įvykio lange pasiekia neigiamą CAR.

Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, hipotezė **H1 priimama įsigyjamoms įmonėms**, tačiau **atmetama įsigyjančiosioms įmonėms**.

H2: Ilguoju laikotarpiu po susijungimo ar įsigijimo jungtinis vienetas patirs teigiamą sinerginį efektą.

Ilgojo laikotarpio susijungimų/įsigijimų efektas buvo tiriamas apskaitos duomenų analizės metodu. Siekiant kuo tiksliau įvertinti susijungimų/įsigijimų efektą pasitelkta dvejetainė duomenų analizė – laiko eilutės bei kryžminis palyginimas. Pabrėžtina, kad vertinant skirtingų rodiklių pokyčius, gauti gana prieštaringi rezultatai dėl sinerginio efekto, pasiekto ilguoju laikotarpiu po susijungimo. Išanalizavus EV rodiklio pokyčius prieš įmonių susijungimą ir po jo, 7 atvejais iš 11 nustatytas neigiamas susijungimo efektas. Vertinant tų pačių įmonių FCF rodiklio pokyčius, gauti priešingi

rezultatai – nustatyta, kad didžioji dalis sandorių (6 iš 10) pasiekė teigiamą sinerginį efektą. O palyginus pagal EV pokyčius išskirtą susijungimo efektą su efektu, pagal FCF reikšmių kitimą, pastebėta, kad tik 50 proc. analizuotų atvejų pasižymėjo tos pačios krypties efektu.

Atsižvelgus į faktą, kad laiko eilutės palyginimas nevertina ekonominio ciklo įtakos įmonių veiklos rezultatams, papildomai analizei buvo pasitelktas kryžminis įsigyjančiųjų įmonių veiklos efektyvumo palyginimas su kontrolinių įmonių rezultatais. Ištyrus įmonių susijungimus šiuo metodu, 7 atvejais iš 11 gauti teigiamo sinerginio efekto rezultatai. Vis dėlto siekiant priimti galutinę išvadą dėl susijungimų/įsigijimų sinerginio efekto pasireiškimo ilguoju laikotarpiu po įmonių susijungimo, reikalinga sugretinti abiem atvejais gautus rezultatus. Taigi apibendrinant apskaitos duomenų analizės tyrimo rezultatus, suformuota tokia galutinė išvada: 73 proc. tirtų įmonių susijungimo atvejų ilguoju laikotarpiu buvo pasiektas teigiamas sinerginis efektas bei sukurta papildoma vertė akcininkams.

Atsižvelgiant į tai, kas išdėstyta, hipotezė **H2 priimama**.

H3: Rinka trumpuoju laikotarpiu teisingai numato būsimą sinerginį efektą. T. y. trumpuoju laikotarpiu po pranešimo apie įmonių susijungimą ar įsigijimą pasiektos perteklinės akcijų gražos dydis yra susijęs su ilgojo laikotarpio veiklos efektyvumo pokyčiais.

Siekiant išsiaiškinti ar besijungiančių įmonių akcijų kainų pokyčiai, kaip reakcija į pranešimą apie susijungimo sandorį, teisingai numato sandorio sėkmingumą ilguoju laikotarpiu po susijungimo, buvo atliktas įvykio analizės metodo pagalba identifikuoto įmonių susijungimų efekto trumpuoju laikotarpiu bei apskaitos duomenų analizės metodo pagalba išskirto efekto ilguoju laikotarpiu sąsajų tyrimas. Gauti rezultatai parodė, kad rinkos gebėjimas trumpuoju laikotarpiu teisingai numatyti būsimą efektą ex-post nėra neginčytinas. Pastebėta, kad 5 atvejais iš 11 rinkos lūkesčiai dėl būsimą jungtinio vieneto vertės kūrimo ilguoju laikotarpiu po susijungimo, pasireiškiantys per teigiamus ar neigiamus akcijų kainų pokyčius, buvo neteisingi. Vis dėlto 6 atvejais iš 11 buvo nustatytas teigiamas ryšys tarp sinerginio efekto reikšmių trumpuoju ir ilguoju laikotarpiu. Dėl šios priežasties hipotezė **H3 priimama**.

IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS

1. Remiantis teorinės literatūros analize, įmonių susijungimo ir įsigijimo samprata apibrėžta kaip dviejų ar daugiau įmonių strateginis sprendimas sutelkti savo turimus išteklius kuriant jungtinį verslo vienetą, taip prarandant finansinį savarankiškumą. Pagrindinis skirtumas tarp susijungimo ir įsigijimo sandorių pasireiškia tuo, kad pirmuoju atveju jungiasi panašaus dydžio įmonės, sukurdamos naują verslo vienetą, o antruoju atveju didesnioji įmonė tiesiog prasiplečia prisijungdama mažesniąją, neprarasdama savo identiteto.

2. Įmonių jungimosi motyvų analizė parodė, kad egzistuoja ne tik vertės maksimizavimo motyvai, tokie kaip: technologinė pažanga, įmonės augimas, mokestinė nauda ar sinergija, tačiau ir neigiamą efektą įmonės vertei galintys turėti puikybės ir agentavimo problemos sąlygoti motyvai. Vis dėlto prieita prie išvados, kad pagrindinis įmonių jungimosi motyvas – galimybė pasiekti sinerginį efektą, t. y. po susijungimo sukurti didesnę vertę nei veikiant atskirai.

3. Nagrinėtoje literatūroje išskiriamos 3 sinerginio efekto rūšys: veiklos, finansinė bei valdymo. Ištirta, kad finansinė sinergija dažniausia pasireiškia per kapitalo kaštų pokyčius, mokestinę naudą bei didesnę finansinį stabilumą. Veiklos sinergija pasiekama per pajamų augimą arba kaštų sumažėjimą. O valdymo sinergija sukurama įgyjant nematerialias išskirtines savybes arba pagerinant įmonės veiklos efektyvumą pakeitus valdymo strategijas ir/ar vadovybę.

4. Apžvelgus teorinius bei empirinius tyrimus, išskirti 5 pagrindiniai susijungimų ir įsigijimų pasiektą efektą vertinantys tyrimo metodai: įvykio analizės, apskaitos duomenų analizės, vadovų apklausos, ekspertinio vertinimo bei atskyrimo vertinimo. Nustatyta, kad įvykio analizės bei apskaitos duomenų tyrimai leidžia įvertinti dėl susijungimo ar įsigijimo pasiektus įmonių vertės pokyčius kiekybiškai. O vadovų apklausos ir ekspertinio vertinimo tyrimų metodai pasižymi platesnėmis kokybinėmis įžvalgomis.

5. Išanalizavus įvykio analizės bei apskaitos duomenų analizės metodais atliktus empirinius susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo tyrimus, išskirta keletas vyraujančių tendencijų. Pirmiausia, vertinant trumpojo laikotarpio besijungiančių įmonių vertės pokyčius, pastebimai aukštesnę vertę generuoja įsigyjamosios įmonės lyginant su įsigyjanciosiomis. Antra, didžiausia perteklinė grąža pasiekama įvykio dieną. Analizuojant įmonių vertės pokyčius ilguoju laikotarpiu, dažniausiai prieinama prieštaringų išvadų, priklausomai nuo tyrimo apimties.

6. Pritaikius empirinių bei teorinių tyrimų įžvalgas, nuspręsta, kad susijungimų/įsigijimų trumpojo laikotarpio efektui vertinti labiausiai tinka įvykio analizės metodas, o ilgojo laikotarpio efektui, t. y. veiklos efektyvumo pokyčiams vertinti – apskaitos duomenų analizės metodas. Atsižvelgus į sinerginio efekto ilguoju laikotarpiu pasireiškimo požymius, apskaitos duomenų analizei pasirinkti

įmonės vertės (EV), pinigų srautų (FCF) bei pelningumo rodikliai (ROA, ROE, ROS). Tuo remiantis suformuotas sinergijos ex-ante, ex-post bei jų tarpusavio ryšio vertinimo modelis.

7. Pasitelkus sudarytą vertinimo modelį buvo iširta 13 Varšuvos akcijų biržos įmonių susijungimo ir įsigijimo sandorių efektas trumpuoju bei ilguoju laikotarpiu. Įvertinus šių susijungimų pasiektą perteklinę grąžą trumpuoju laikotarpiu po paskelbimo apie sandorį, gauti praeityje atliktų empirinių tyrimų išvadas patvirtinantys rezultatai, t. y. didžiausia vidutinė perteklinė grąža (1,2 proc.) buvo pasiekta įvykio dieną. O įsigyjamosios įmonės įvykio lango (-10, +10) laikotarpiu generavo didesnę CAAR lyginant su įsigyjamosiomis (atitinkamai 4,7 proc. ir 0,6 proc.). Atskirų įmonių įvykio lange kuriamos vertės analizė parodė, kad 54 proc. įsigyjamųjų įmonių trumpuoju laikotarpiu patyrė vertės sumažėjimą. Įsigyjamųjų įmonių atveju vertės sumažėjimas buvo stebimas tik 23 proc. atveju. Vis dėlto įvertinus analizuotų sandorių CAAR, prieita prie išvados, kad tik 4 atvejais iš 13 (t. y. 31 proc. sandorių) trumpuoju laikotarpiu buvo stebimas neigiamas susijungimo efektas. Taigi galima teigti, kad rinka tikisi, jog ilgalaikėje perspektyvoje susijungimo sandoriai pasieks teigiamą sinerginį efektą.

8. Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo ex-post tyrimas buvo atliktas lyginant duomenis laiko eilutės principu bei kryžminio palyginimo metodu, įtraukiant kontrolinės įmonės rezultatus. Pirmuoju atveju vertinant EV bei FCF rodiklių pokyčius gauti gana prieštaringi rezultatai. Remiantis EV rodiklio reikšmėmis prieš įsigijimą ir po jo, nustatyta, kad 64 proc. sandorių patyrė neigiamą efektą. O FCF rodiklio pokyčiai parodė priešingus rezultatus – 60 proc. atveju buvo stebimas teigiamas sinerginis efektas. Tokie skirtingi rezultatai paaiškinami tuo, kad EV rodiklio reikšmė yra grįsta įmonės rinkos verte, o FCF rodiklis vertina įmonės veiklos rezultatyvumo pokyčius. Šių verčių pokyčių nesutapimas rodo, kad egzistuoja neatitikimas tarp rinkos nuomonės apie įmonės perspektyvas bei realių įmonės veiklos rezultatų. Palyginus įsigyjamųjų įmonių pasiektus rezultatus su kontrolinės palyginamosios įmonės rezultatais, nustatyta, kad 64 proc. atveju buvo pasiekti geresni pelningumo rodiklių pokyčiai. Pabrėžtina, kad toks lyginimas leido įvertinti ekonominio ciklo įtaką įmonių rezultatams. Apibendrinus gautus rezultatus, prieita prie išvados, kad ilguoju laikotarpiu susijungimo sandoriai sukuria teigiamą vertę – 73 proc. atveju nustatytas sinerginis efektas.

9. Įvertinus Varšuvos akcijų biržos įmonių susijungimų pasiektą efektą trumpuoju bei ilguoju laikotarpiu, identifikuotos šių rezultatų sąsajos. Gauti rezultatai nevienareikšmiai: 5 atvejais iš 11 rinkos lūkesčiai dėl būsimų jungtinio vieneto vertės kūrimo ilguoju laikotarpiu po susijungimo, nepateisino. Vis dėlto 6 atvejais iš 11 buvo nustatytas teigiamas ryšys tarp sinerginio efekto reikšmių trumpuoju ir ilguoju laikotarpiu. Tai leidžia patvirtinti rinkos efektyvumo hipotezę bei daryti išvadą, kad rinkos dalyviai racionaliai įvertina prieinamą informaciją ir suformuoja teisingus lūkesčius ex-ante apie sandorio sėkmingumą ilguoju laikotarpiu po susijungimo.

10. Siekiant padidinti atlikto susijungimų ir įsigijimų vertinimo tyrimo tikslumą būtų galima atlikti keletą patobulinimų. Pirmiausia rekomenduotina išplėsti tyrimo imtį. Tai leistų suformuoti statistiškai patikimesnes išvadas apie susijungimų/įsigijimų vertės kūrimą. Antra, pasitelkus teorinėje darbo dalyje aprašytą ekspertinio vertinimo metodą bei detaliai išanalizavus kiekvieną susijungimo atvejį, būtų galima tiksliau identifikuoti ilgoju laikotarpiu atskirų susijungimų pasiektus sinerginius efektus arba išskirti priežastis dėl ko vis dėlto sinergija nebuvo realizuota.

LITERATŪRA

1. Agarwal, P., Mittal, R. (2014). Mergers and acquisitions analysis with the case study method. *International Journal of Management and Commerce Innovations*, 2(1), 236-244.
2. Baran, D., Saikevičius, D. (2015). Comparative analysis of mergers and acquisitions in the new member states of European Union. *Intellectual Economics* 9(1), 1–7. <http://dx.doi.org/10.1016/j.intele.2015.10.002>
3. Bloomberg duomenų bazė. Prieiga per Bloomberg terminalą.
4. Brueller, N. N., Carmeli, A. and Drori, I. (2014). How do different types of mergers and acquisitions facilitate strategic agility? *California Management Review*, 56(3), 39-57.
5. Bruner, R.F. (2002). Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *Journal of Applied Finance*, 12(1), 48-68. DOI: <http://dx.doi.org/10.2469/dig.v33.n1.1205>
6. Caloian F., Brad L., Ciobanu R., Staicu A. (2012) The Analysis of Companies Accounting Performance Ratios from Mergers and Acquisition. *Proceedings of the 7 th International Conference Accounting and Management iNformation Systems AMIS* (pp. 754-765).
7. Cummins, J. D., Weiss, M. A (2004). Consolidation in the European Insurance Industry: Do Mergers and acquisitions create value for shareholders? *Financial Institutions Center. Working paper*. [žiūrėta 2015-10-17]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=558044
8. Damodaran, A. (2005). The Value of Synergy. *Stern School of Business. Working paper*. [žiūrėta 2015-10-25]. Prieiga per internetą: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/synergy.pdf>
9. Darko, E. , ir Twum, E. (2014). The Pre and Post Merger Performance of Firms in Ghana: The Experience of Guinness Ghana Breweries Limited. *Journal of Finance and Accounting*, 2(1), 8-18. [žiūrėta 2015 10 20]. Prieiga per internetą: <http://pubs.sciepub.com/jfa/2/1/2/>
10. DePamphilis, D. (2011). *Mergers and acquisitions basics: all you need to know*. Burlington: Elsevier. ISBN: 0123749484
11. Dilshad, M.N. (2013). Profitability Analysis of Mergers and Acquisitions: An Event Study Approach. *Business and Economic Research*, 3(1). 89-125. DOI: <http://dx.doi.org/10.5296/ber.v3i1.2781>
12. Ficery, K., Herd, T., Pursche, B. (2007). Where has all the synergy gone? The M&A puzzle. *Journal of Business Strategy*, 28(5), 29-35. DOI: <http://dx.doi.org/10.1108/02756660710820802>
13. Fiorentino, R., Garzella, S. (2014). The Synergy Valuation Models: Towards the Real Value of Mergers and Acquisitions. *International Research Journal of Finance and Economics*, 124(1). 71-82. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2195551>

14. Flugt, C. (2009). Shareholder wealth effects of mergers and acquisitions: an empirical investigation of short-term performance in the European market. [žiūrėta 2016-04-10]. Prieiga per internetą: <http://pure.au.dk/portal-asb-student/files/8464/217003.pdf>
15. Graaf, A., Pienaar, A.J. (2013). Synergies in mergers and acquisitions: A critical review and synthesis of the leading valuation practices. *South African Journal of Accounting Research*, 27(1), 143-180. DOI: 10.1080/10291954.2013.11435174
16. Habibbeigi, P. (2009). *A project management approach to M&A deals and their postintegration project*. A case study. [žiūrėta 2015-10-17]. Prieiga per internetą: <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:293922/FULLTEXT01.pdf>
17. Hed, D., Hultqvist, N. (2005). *Acquisition announcement—the shareholder value perspective*. Prieiga per internetą: [žiūrėta 2015-11-10]. Prieiga per internetą: <http://www.hgu.se/files/cff/master%20thesis%20hed-hultqvist%20050525.pdf>
18. Hema, K., Ranjani, K., Lefanowicz, C. (2009). Market perception of synergies in related acquisitions. *Academy of Strategic Management Journal*, 8(1), 99-135. [žiūrėta 2016-01-30]. Prieiga per internetą: http://www.academia.edu/2892883/Market_perception_of_synergies_in_related_acquisitions
19. Hitt, Michael A., Harrison, Jeffrey S., R. Duane (2001). *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*. Oxford University Press, Incorporated. E-ISBN: 9780195354560.
20. Investopedia. (2016). Financial dictionary. [žiūrėta 2016-04-30]. Prieiga per internetą: <http://www.investopedia.com/dictionary/>
21. Kazmierska-Jozwiak, B. (2014). Activity of Central Eastern Europe Countries on Mergers and Acquisitions Market. *Social Sciences*. 83(1), 72-79. DOI: <http://dx.doi.org/10.5755/j01.ss.83.1.6864>
22. Kinnunen, J. (2010). Valuing M&A Synergies as (Fuzzy) Real Options. *Annual International Conference on Real Options*, Vol. 238. [žiūrėta 2016-01-30]. Prieiga per internetą: <http://www.realoptions.org/papers2010/238.pdf>
23. Kotsogiannis, C. (2009). *Mergers and acquisitions: Benefits for acquiring and target firms*. [žiūrėta 2015-10-30]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1465340
24. Kumara. Manoj N., Satyanarayana (2013). Comparative Study of Pre and Post Corporate Integration through Mergers and acquisition. *International Journal of Business and Management Invention*. 2(3), 31-38. [žiūrėta 2016-03-15]. Prieiga per internetą: [http://www.ijbmi.org/papers/Vol\(2\)3/Version-1/E233138.pdf](http://www.ijbmi.org/papers/Vol(2)3/Version-1/E233138.pdf)

25. Leepsa N. M., Misra Ch. S. (2012). Post Merger Financial Performance: A Study with Reference to Select Manufacturing Companies in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, 83(1), 6-17. [žiūrėta 2016-03-15]. Prieiga per internetą: <https://www.researchgate.net/publication/265274908>
26. Levišauskaitė, K., Stravinskaitė, G. (2006). Susijungimų ir įsigijimų tikslingumo ir galimybių tekstilės pramonėje analizė ir vertinimas. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai* 40(1), 99-115. [žiūrėta 2015-10-15]. Prieiga per internetą: <http://etalpykla.lituanistikadb.lt/fedora/objects/LT-LDB-0001:J.04~2006~1367180059408/datastreams/DS.002.0.01.ARTIC/content>
27. Ma, J., Pagán, J. A., ir Chuc. Y. (2009). Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets. *International Journal of Business*, 14(3), 235-250. [žiūrėta 2016-04-05]. Prieiga per internetą: <http://www.craig.csufresno.edu/ijb/Volumes/Volume%2014/V143-4.pdf>
28. MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39. . [žiūrėta 2016-04-10]. Prieiga per internetą: http://staff.ui.ac.id/system/files/users/ratnadewi_aaa/material/mackinlayp.pdf
29. Mantravadi, P., Reddy, A.V. (2008). Post Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India. *International Research Journal of Finance and Economics*, 22(1), 193-204. [žiūrėta 2016-02-20]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=1317757>
30. Mehmood, F. (2009). *Growth by merger. A long-term analysis of GlaxoSmithKline*. Project No. 2009:26, University of Gothenburg. [žiūrėta 2016-04-05]. Prieiga per internetą: https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/28309/1/gupea_2077_28309_1.pdf
31. Mergermarket (2015). *European M & A Outlook*. A study of European M&A activity. [žiūrėta 2016-04-20]. Prieiga per internetą: http://www.cvca.cz/files/CMS/CMS%20European_M&A_Outlook_2015.pdf
32. Musvasva, J. (2014). *The Impact of Mergers and Acquisitions on the Corporate Performance of South African Listed Companies in the Financial Sector*. Working paper. University of Johannesburg. [žiūrėta 2016-03-15]. Prieiga per internetą: <https://ujdigispace.uj.ac.za/bitstream/handle/10210/11135/Musvasva%20J%202014.pdf>
33. Novickytė L., Šileika T. (2010). *Įmonių susiliejimų ir įsigijimų teoriniai ir praktiniai aspektai*. Business management and education : conference proceedings. [žiūrėta 2015-12-05]. Prieiga per internetą: http://leidykla.vgtu.lt/conferences/BME_2010/001/pdf/Art-Novickyte-Sileika.pdf
34. Pamplona E. de O., RotelaJunior, P., da Silva, A.F. (2013). Mergers and Acquisitions: An Efficiency Evaluation. *Applied Mathematics*, 4(1), 1583-1589. DOI: [10.4236/am.2013.411213](https://doi.org/10.4236/am.2013.411213)
35. Pazarskis M., Sykianakis, N., Sotiropoulos I., Diakomihalis M. (2013). M&As, Economic Performance and International Orientation of the Greek Acquiring Listed Firms at a Long-run

- Perspective. *International Journal of Economics and Research*, 4(1), 20-30. [žiūrėta 2016-02-20]. Prieiga per internetą: [http://www.ijeronline.com/documents/volumes/Vol4Iss1/Vol4Iss1%20\(3\).pdf](http://www.ijeronline.com/documents/volumes/Vol4Iss1/Vol4Iss1%20(3).pdf)
36. Pedersen, M.H. (2016). *Empirical Study of Value Creation through Merger and Acquisitions*. Master Thesis at Business and Social Sciences, Aarhus University. [žiūrėta 2016-04-05]. Prieiga per internetą: http://pure.au.dk/portal-asb-student/files/95472410/Empirical_Study_of_Value_Creation_through_Mergers_and_Acquisitions.pdf
37. Rani, N., Yadav, S. S., & Jain, P. K. (2015). Impact of Mergers and Acquisitions on Shareholders' Wealth in the Short Run: An Event Study Approach. *Vikalpa: The Journal For Decision Makers*, 40(3), 293-312. [žiūrėta 2016-04-05]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=2654119>
38. Reddy, K., Abidin, S., Chen, S. (2012). *Do M&As Create Value? The Pre- and Post-M&A Performance of Chinese and Indian Companies*. 2013 Financial Markets & Corporate Governance Conference. [žiūrėta 2016-03-15]. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=2187145>
39. Rhe'aume, L., Bhabra, S. Harjeet (2008). Value creation in information-based industries through convergence: A study of U.S. mergers and acquisitions between 1993 and 2005. *Information & Management*, 45(1), 304–311. DOI: [10.1016/j.im.2008.03.002](https://doi.org/10.1016/j.im.2008.03.002)
40. Rodwell, H., Petrikic, R. (2016). Emerging Europe M&A Report 2015/16. [žiūrėta 2016-04-20]. Prieiga per internetą: <http://www.cmslegal.com/Emerging-Europe-MA-Report-2015-16>
41. Sinha, A. K., Singh, N. (2014). Post merger financial analysis – Air India & Indian Airlines. *4D International Journal of IT and Commerce*, 3(3), 1-12. [žiūrėta 2016-02-20]. Prieiga per internetą: <http://4dinternationaljournal.com/wp-content/uploads/2015/11/chap-1.pdf>
42. Sonenshine, R.M. (2011). Effect of R&D and Market Concentration on Merger Outcomes – An Event Study of US Horizontal Mergers. *International Journal of the Economics of Business*, 18(3), 419-439. [žiūrėta 2016-04-05]. Prieiga per internetą: <https://www.american.edu/cas/economics/pdf/upload/Working-Paper-16.pdf>
43. Wang, D., Moini, H. (2012). *Performance Assessment of Mergers and Acquisitions: Evidence from Academic Field and Fieldwork*. E-Leader Berlin 2012. [žiūrėta 2016-03-15]. Prieiga per internetą: <http://www.g-casa.com/conferences/berlin/papers/Wang.pdf>
44. Xianming, W., Xingrui, Y., Haibin, Y. ir Hao, L. (2016) Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Firms: value creation or value destruction? *Journal of Contemporary China*, 25(97), 130-145. DOI: 10.1080/10670564.2015.1060769

PRIEDAI

1 PRIEDAS

Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo įvykio analizės tyrimo metodu rezultatai

Bendras visų įmonių						
Įvykio lango diena	Įmonių skaičius	CAR	AAR	AAR t-test	CAAR	CAAR t-test
-10	26	-21,51%	-0,83%	1,550955	-0,83%	-1,55095
-9	26	0,72%	0,03%	0,059342	-0,80%	-1,20043
-8	26	6,95%	0,27%	0,455362	-0,53%	-0,56676
-7	26	5,48%	0,21%	0,739492	-0,32%	-0,3362
-6	26	18,67%	0,72%	1,250905	0,40%	0,375054
-5	26	7,24%	0,28%	0,604057	0,68%	0,617153
-4	26	12,26%	0,47%	1,902829	1,15%	1,110758
-3	26	7,31%	0,28%	1,132793	1,43%	1,414506
-2	26	8,71%	0,33%	0,542734	1,76%	1,386764
-1	26	14,69%	0,57%	1,42512	2,33%	1,738563
0	26	32,29%	1,24%	1,558047	3,57%	2,023121
1	26	8,99%	0,35%	0,443179	3,92%	2,014192
2	26	0,32%	0,01%	0,01753	3,93%	1,693064
3	26	-6,00%	-0,23%	-0,4329	3,70%	1,552408
4	26	-3,37%	-0,13%	-0,24885	3,57%	1,526368
5	26	-12,75%	-0,49%	-0,75530	3,08%	1,272939
6	26	-13,56%	-0,52%	-0,96074	2,56%	1,015796
7	26	12,47%	0,48%	0,928147	3,04%	1,15019
8	26	-2,33%	-0,09%	-0,13552	2,95%	1,059291
9	26	-4,86%	-0,19%	-0,4513	2,76%	0,965895
10	26	-2,73%	-0,10%	-0,23112	2,65%	0,97077

Įsigyjančiųjų įmonių						
Įvykio lango diena	Įmonių skaičius	CAR skaičiavimui	AAR	AAR t-test	CAAR	CAAR t-test
-10	13	-16,07%	-1,24%	-1,39847	-1,24%	-1,39847
-9	13	-0,79%	-0,06%	-0,09193	-1,30%	-1,26652
-8	13	13,97%	1,07%	1,874387	-0,22%	-0,19762
-7	13	10,30%	0,79%	1,999872	0,57%	0,551658
-6	13	6,64%	0,51%	0,760466	1,08%	0,9732
-5	13	8,65%	0,67%	0,978214	1,75%	1,603151
-4	13	6,66%	0,51%	1,564911	2,26%	2,061639
-3	13	0,26%	0,02%	0,061882	2,28%	1,710929
-2	13	-3,65%	-0,28%	-0,35127	2,00%	1,176493
-1	13	10,64%	0,82%	1,342477	2,82%	1,578958
0	13	14,53%	1,12%	1,058681	3,93%	1,776533
1	13	2,08%	0,16%	0,152976	4,09%	1,527035
2	13	-7,35%	-0,57%	-1,00185	3,53%	1,290117
3	13	1,95%	0,15%	0,167636	3,68%	1,14657
4	13	-4,71%	-0,36%	-0,53793	3,32%	0,974445
5	13	-15,79%	-1,21%	-1,54087	2,10%	0,630915
6	13	1,30%	0,10%	0,121924	2,20%	0,640141
7	13	3,46%	0,27%	0,392571	2,47%	0,741665
8	13	-10,91%	-0,84%	-2,08409	1,63%	0,501362
9	13	-8,73%	-0,67%	-0,90032	0,96%	0,281231
10	13	-4,42%	-0,34%	-0,5216	0,62%	0,187561

Isigyjamųjų įmonių						
Įvykio lango diena	Įmonių skaičius	CAR skaičiavimui	AAR	AAR t- test	CAAR	CAAR t- test
-10	13	-5,44%	-0,42%	-0,682	-0,42%	-0,682
-9	13	1,51%	0,12%	0,169967	-0,30%	-0,34693
-8	13	-7,02%	-0,54%	-0,54033	-0,84%	-0,54432
-7	13	-4,82%	-0,37%	-1,04986	-1,21%	-0,75098
-6	13	12,04%	0,93%	0,967582	-0,29%	-0,15709
-5	13	-1,41%	-0,11%	-0,17212	-0,40%	-0,20848
-4	13	5,60%	0,43%	1,11793	0,03%	0,019804
-3	13	7,05%	0,54%	1,460144	0,58%	0,376114
-2	13	12,36%	0,95%	1,01192	1,53%	0,77959
-1	13	4,06%	0,31%	0,597089	1,84%	0,892366
0	13	17,76%	1,37%	1,104398	3,21%	1,130041
1	13	6,91%	0,53%	0,443243	3,74%	1,277857
2	13	7,67%	0,59%	0,450442	4,33%	1,120312
3	13	-7,96%	-0,61%	-1,02627	3,72%	1,01735
4	13	1,34%	0,10%	0,125922	3,82%	1,142687
5	13	3,04%	0,23%	0,228077	4,05%	1,1201
6	13	-14,86%	-1,14%	-1,6294	2,91%	0,76348
7	13	9,00%	0,69%	0,86306	3,60%	0,851725
8	13	8,58%	0,66%	0,527971	4,26%	0,921979
9	13	3,87%	0,30%	0,862982	4,56%	0,975666
10	13	1,69%	0,13%	0,200179	4,69%	1,059698

2 PRIEDAS

Sandoris	Sandorio įvykdymo data	EV prieš susijungimą	EV po susijungimo	Proc. pokytis	Susijungimo efektas pagal EV	FCF prieš susijungimą	FCF po susijungimo	Proc. pokytis	Susijungimo efektas pagal FCF
HTM-BRS	2014.11.21	2739,28	2424,45	-11,49%	Neigiamas	63,74	96,27	51,04%	Sinergija
NVT-LTX	2014.07.07	637,93	628,41	-1,49%	Neigiamas	74,05	55,09	-25,60%	Neigiamas
RROS-ATC	2013.02.12	1172,05	1175,65	0,31%	Sinergija	-	-	-	-
EMP-EUR	2011.12.21	1358,58	1660,30	22,21%	Sinergija	76,27	115,74	51,75%	Sinergija
PRF-PRI	2011.12.31	20,21	40,03	98,07%	Sinergija	0,62	2,45	292,92%	Sinergija
OPO-RSE	2008.06.09	1740,23	848,55	-51,24%	Neigiamas	-6,31	-10,25	-62,27%	Neigiamas
JCA-CAR	2008.03.19	595,13	385,03	-35,30%	Neigiamas	-43,65	10,71	124,53%	Sinergija
EPN-PXM	2007.05.31	685,19	490,25	-28,45%	Neigiamas	-7,65	23,03	400,83%	Sinergija
CSS-CMP	2007.12.21	77,70	45,78	-41,08%	Neigiamas	2,31	2,40	3,58%	Sinergija
WLC-VST	2006.09.14	47,25	261,70	453,83%	Sinergija	0,64	-9,40	-1572,15%	Neigiamas
IRE-WST	2005.05.10	98,70	79,36	-19,59%	Neigiamas	3,26	-1,14	-134,86%	Neigiamas

**Susijungimų ir įsigijimų efekto vertinimo apskaitos duomenų analizės kryžminio palyginimo
metodu rezultatai**

Sandoris, jo įvykdymo data	Laikotarpis	Įmonė	Rodikliai, proc.		
			ROA	ROE	ROS
BRS -HTM 2014-11-21	Prieš (2013)	Įsigyjančioji įm. Boryszew SA	0,36	1,59	2,24
	Po (2015)		1,18	4,69	3,68
	Pokytis		0,82	3,10	1,44
	Prieš (2013)	Palyginamoji įmonė KuibyshevAzot OJSC	5,66	10,14	7,46
	Po (2015)		0,98	2,08	8,46
	Pokytis		-4,68	-8,06	1,00
	Susijungimo efektas		Sinergija	Sinergija	Sinergija
LTX -NVT 2014-07-07	Prieš (2013)	Įsigyjančioji įm. Lentex SA	6,48	11,91	11,64
	Po (2015)		12,69	22,83	13,20
	Pokytis		6,21	10,91	1,55
	Prieš (2013)	Palyginamoji įmonė Fabryki Mebli Forte SA	11,14	15,94	11,96
	Po (2015)		12,26	18,92	10,73
	Pokytis		1,12	2,98	-1,23
	Susijungimo efektas		Sinergija	Sinergija	Sinergija
ATC -RROS 2013-02-12	Prieš (2012)	Įsigyjančioji įm. Arctic Paper SA	-5,16	-15,97	-0,76
	Po (2014)		2,84	9,53	4,18
	Pokytis		8,00	25,50	4,94
	Prieš (2012)	Palyginamoji įmonė Grigiškės AB	3,71	9,38	4,56
	Po (2014)		7,50	17,67	8,22
	Pokytis		3,79	8,29	3,66
	Susijungimo efektas		Sinergija	Sinergija	Sinergija
EUR -EMP 2011-12-21	Prieš (2010)	Įsigyjančioji įm. Eurocash SA	6,77	31,18	2,39
	Po (2012)		5,34	37,77	2,65
	Pokytis		-1,42	6,58	0,26
	Prieš (2010)	Palyginamoji įmonė Migros Ticaret AS	0,76	3,00	3,43
	Po (2012)		1,59	7,17	4,16
	Pokytis		0,83	4,17	0,73
	Susijungimo efektas		Neigiamas	Sinergija	Neigiamas
PRI -PRF 2011-12-31	Prieš (2010)	Įsigyjančioji įm. Pragma Inkaso SA	8,01	20,86	36,24
	Po (2012)		6,08	18,70	52,28
	Pokytis		-1,93	-2,16	16,04
	Prieš (2010)	Palyginamoji įmonė Presco Group SA	25,42	34,25	35,11
	Po (2012)		13,10	22,50	53,60
	Pokytis		-12,33	-11,75	18,49
	Susijungimo efektas		Sinergija	Sinergija	Neigiamas

3 PRIEDO TĘSINYS

Sandoris, jo įvykdymo data	Laikotarpis	Įmonė	Rodikliai, proc.		
			ROA	ROE	ROS
RSE-OPO 2008-06-09	Prieš (2007)	Įsigyjančioji įm. Rovese SA	5,89	15,28	16,05
	Po (2009)		-0,28	-0,77	11,55
	Pokytis		-6,17	-16,06	-4,50
	Prieš (2007)	Palyginamoji įmonė Pfleiderer Grajewo SA	8,08	19,91	11,88
	Po (2009)		-2,17	-8,47	1,07
	Pokytis		-10,25	-28,38	-10,81
	Susijungimo efektas		Sinergija	Sinergija	Sinergija
CAR -JCA 2008-03-19	Prieš (2007)	Įsigyjančioji įm. Inter Cars SA	9,30	42,28	6,35
	Po (2009)		5,46	14,88	6,19
	Pokytis		-3,84	-27,40	-0,17
	Prieš (2007)	Palyginamoji įmonė Yazicilar Holding AS	6,26	21,23	17,13
	Po (2009)		3,98	15,31	17,20
	Pokytis		-2,28	-5,92	0,07
	Susijungimo efektas		Neigiamas	Neigiamas	Neigiamas
PXM-EPN 2007-05-31	Prieš (2006)	Įsigyjančioji įm. Polimex-Mostostal SA	4,58	19,33	4,35
	Po (2008)		3,87	11,98	4,94
	Pokytis		-0,71	-7,36	0,59
	Prieš (2006)	Palyginamoji įmonė AS Merko Ehitus	15,29	30,20	9,40
	Po (2008)		7,69	14,63	7,00
	Pokytis		-7,59	-15,57	-2,41
	Susijungimo efektas		Sinergija	Sinergija	Sinergija
CMP-CSS 2007-12-21	Prieš (2006)	Įsigyjančioji įm. Comp SA	8,37	15,54	14,32
	Po (2008)		3,85	5,63	5,64
	Pokytis		-4,52	-9,91	-8,68
	Prieš (2006)	Palyginamoji įmonė ComArch SA	13,05	27,10	9,76
	Po (2008)		27,02	50,88	7,95
	Pokytis		13,97	23,78	-1,82
	Susijungimo efektas		Neigiamas	Neigiamas	Neigiamas
VST -WLC 2006-09-14	Prieš (2005)	Įsigyjančioji įm. Vistula Group SA	15,89	24,24	12,97
	Po (2007)		14,09	20,24	9,22
	Pokytis		-1,80	-4,00	-3,75
	Prieš (2005)	Palyginamoji įmonė Redan SA	6,38	11,00	3,51
	Po (2007)		-5,32	-13,20	-0,03
	Pokytis		-11,70	-24,20	-3,54
	Susijungimo efektas		Sinergija	Sinergija	Neigiamas
WST -IRE 2005-05-10	Prieš (2004)	Įsigyjančioji įm. WISTIL SA	6,65	14,32	8,25
	Po (2006)		-1,92	-4,01	-0,52
	Pokytis		-8,56	-18,33	-8,78
	Prieš (2004)	Palyginamoji įmonė Baltika AS	5,16	13,76	3,23
	Po (2006)		17,95	34,71	10,82
	Pokytis		12,79	20,95	7,59
	Susijungimo efektas		Neigiamas	Neigiamas	Neigiamas