



Kauno technologijos universitetas

Ekonomikos ir verslo fakultetas

**Vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimas atsižvelgiant į
kultūrinius skirtumus**

Baigiamasis magistro projektas

Sonata Kasiliauskaitė

Projekto autorė

Prof. Gerda Žigienė

Vadovė

Kaunas, 2020



Kauno technologijos universitetas

Ekonomikos ir verslo fakultetas

**Vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimas atsižvelgiant į
kultūrinius skirtumus**

Baigiamasis magistro projektas

Finansai (6211LX036)

Sonata Kasiliauskaitė

Projekto autorė

Prof. Gerda Žigienė

Vadovė

Prof. Rytis Krušinskas

Recenzentas

Kaunas, 2020



Kauno technologijos universitetas

Ekonomikos ir verslo fakultetas

Sonata Kasiliauskaitė

Vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimas atsižvelgiant į kultūrinius skirtumus

Akademinio sąžiningumo deklaracija

Patvirtinu, kad mano, Sonatos Kasiliauskaitės, baigiamasis projektas tema „Vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimas atsižvelgiant į kultūrinius skirtumus“ yra parašytas visiškai savarankiškai ir 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)

Kasiliauskaitė Sonata. Vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimas atsižvelgiant į kultūrinius skirtumus. Magistro baigiamasis projektas / vadovė prof. Gerda Žigienė; Kauno technologijos universitetas, Ekonomikos ir verslo fakultetas.

Studijų kryptis ir sritis (studijų krypčių grupė): finansai (verslas ir viešoji vadyba).

Reikšminiai žodžiai: susijungimai ir įsigijimai, vietinių ir tarptautinių sandorių vertinimas, kultūriniai skirtumai.

Kaunas, 2020. 73 p.

Santrauka

Padidėjęs susijungimų ir įsigijimų skaičius pasaulyje parodo, jog įmonių susijungimai bei įsigijimai yra viena iš intensyviausiai naudojamų strateginių priemonių, įmonių restruktūrizavimui. Šiame magistro baigiamajame darbe atliktas tyrimas vertina vietinius ir tarptautinius įsigijimus, kultūrinių skirtumų kontekste, remiantis naftos ir dujų gavybos pramonės įmonėmis. Pirmoje tyrimo dalyje analizuojama susijungimų ir įsigijimų samprata bei raida, taip pat atliekama mokslinės literatūros analizė, norint nustatyti jau atliktų tyrimų imtį. Tolimesnėje teorijos dalyje, identifikuojami vietinių ir tarptautinių įsigijimų pagrindiniai motyvai ir priežastys. Norint išvengti nesėkmių vykdant įsigijimo sandorius, buvo išskirti veiksniai turintys įtakos sandorio sėkmei, taip pat buvo identifikuoti veiksniai lemiantys nesėkmingus sandorius. Atlikta literatūros analizė, leidžia daryti išvadą, jog kultūriniai skirtumai tarp įmonių yra didelis nesėkmės garantas, todėl buvo analizuojami ir pateikiami kultūriniai skirtumai egzistuojantys įmonėse ir apžvelgta šių skirtumų įtaką susijungimo ir įsigijimo procesui. Taip pat pateikiami rodikliai, kurie leis apskaičiuoti bei palyginti įmonių rezultatus prieš ir po sandorio įvykdymo.

Antroje tyrimo dalyje, atliekamas vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimas, remiantis naftos ir dujų gavybos pramonės įmonių duomenimis. Lyginimui pasirenkami gražos, likvidumo ir mokumo rodikliai, taip pat apskaičiuojamas BHAR rodiklis. Gauti įmonių rezultatai, leidžia patvirtinti, kitų autorių atliktus tyrimus, jog vietiniai įsigijimo sandoriai yra sėkmingesni nei tarptautiniai. Nustačius, jog tarptautiniai analizuojamų įmonių įsigijimo sandoriai yra nesėkmingesni, toliau buvo siekiama iširti, ar kultūrinis atstumas tarp įsigijimo sandoryje dalyvavusių įmonių, lemia blogesnius įmonių rezultatus. Atliktas tyrimas, parodo, jog praėjus 36 mėn., po įsigijimo sandorio įvykdymo gražos, likvidumo, mokumo ir BHAR rodiklių reikšmės gaunamos mažesnės, nei sandorio metu gauti rezultatai. Šie rezultatai, leidžia daryti išvadą, jog vietiniai įsigijimo sandoriai yra sėkmingesni už tarptautinius įsigijimo sandorius, o tarptautinių įsigijimo sandorių blogesnius rezultatus lemia, kultūrinis atstumas tarp įmonių

Kasiliauskaitė Sonata. Valuation of Domestic and International Acquisitions Based on Cultural Differences. Master's Final Degree Project / supervisor prof. Gerda Žigienė; School of Economics and Business, Kaunas University of Technology.

Study field and area (study field group): finance (Business and Public Management)

Keywords: mergers and acquisitions, valuation of domestic and international agreements, cultural differences.

Kaunas, 2020. 73 p.

Summary

The increase in the number of mergers and acquisitions in the world shows that it is one of the most intensively used strategic tools for corporate restructuring. The research carried out in this master's thesis evaluates local and international acquisitions in the context of cultural differences, based on the oil and gas industry. The first part of the study analyzes the concept and development of mergers and acquisitions, as well as scientific literature to determine the sample of researches already performed. In the rest of the theory, the main motives and reasons for local and international acquisitions are identified. In order to avoid failures in the acquisition transactions, the factors influencing the success of the transaction were identified, as well as the factors leading to the failed transactions. Literature analysis leads to the conclusion that cultural differences between companies are a major guarantor of failure, therefore, the cultural differences existing in companies were analyzed and presented, and the impact of these differences on the merger and acquisition process was also reviewed. Indicators are also provided, which will allow calculating and comparing the results of companies before and after the transaction.

In the second part of the research, an assessment of domestic and international acquisitions is made based on data from oil and gas industry companies. Return, liquidity and solvency ratios are selected for comparison, as well as the BHAR ratio is calculated. The results obtained, allow us to confirm the research conducted by other authors that domestic acquisitions are more successful than international ones. After finding that the cross-border acquisitions of the companies under analysis were more unsuccessful, the aim was to further investigate whether the cultural distance between the companies involved in the acquisition leads to worse company performance. The study shows that 36 months after the completion of the acquisition, the values of return, liquidity, solvency and BHAR are lower than the results obtained during the transaction. These results lead to the conclusion that domestic acquisitions are more successful than international acquisitions, and the worse results of international acquisitions are determined by the cultural distance between companies.

Turinys

Lentelių sąrašas	7
Paveikslų sąrašas	8
Įvadas.....	9
1. Susijungimų ir įsigijimų aktualumas pasauliniame kontekste.....	11
1.1. Susijungimų ir įsigijimų samprata bei raida	11
1.2. Naftos ir dujų gavybos įmonių, susijungimų ir įsigijimų analizė.....	13
2. Vietinių ir tarptautinių susijungimų ir įsigijimų teorinių aspektų analizė	19
2.1. Vietinių ir tarptautinių susijungimų ir įsigijimų motyvai bei priežastys	19
2.2. Veiksniai lemiantys sėkmingus susijungimus ir įsigijimus.....	23
2.3. Veiksniai lemiantys nesėkmingus susijungimus ir įsigijimus	26
2.4. Kultūriniai skirtumai tarptautiniuose susijungimo ir įsigijimo sandoriuose	28
2.5. Kultūrinių skirtumų įtaka įsigijimo procesui, tarptautiniuose sandoriuose.....	30
2.6. Vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimas	33
2.6.1. Finansiniai rodikliai.....	33
2.6.2. Ilgojo laikotarpio netipinės gražos akcijų rodiklis	35
2.6.3. Kultūrinio atstumo vertinimas	36
3. Tyrimo metodika	39
4. Vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimas	42
4.1. Gražos rodiklių analizė.....	44
4.2. Likvidumo ir mokumo rodiklių analizė.....	48
4.3. Ilgojo laikotarpio netipinės gražos akcijų rodiklio analizė.....	55
4.4. Kogut ir Singh indekso palyginimai su finansiniais rodikliais.....	56
Išvados	63
Literatūros sąrašas	65
Informacijos šaltinių sąrašas	72
Priedai.....	73
1 priedas. Kogut ir Singh indeksas ir šalių įvertinimas pagal Hofstede dimensijas	73

Lentelių sąrašas

1 Lentelė. Elementai, paveikti kultūros susijungimų ir įsigijimų metu.....	30
2 lentelė. Analizuojamų sandorių sąrašas.....	42
3 lentelė. BHAR rodiklio skaičiavimai.....	55
4 lentelė. Kogut ir Singh indekso palyginimas su gražos rodikliais.....	57
5 lentelė. Kogut ir Singh indekso palyginimas su likvidumo ir mokumo rodikliais.....	59
6 lentelė. Kogut ir Singh indekso palyginimas su BHAR36 rodikliu	60

Paveikslų sąrašas

1 pav. Susijungimų ir įsigijimų vertė visame pasaulyje nuo 1985 iki 2019 m. (mlrd, JAV dolerių)	13
2 pav. Susijungimų ir įsigijimų vertė nuo 1985 m. pagal pramonės šakas	14
3 pav. Susijungimų ir įsigijimų skaičius ir vertės nuo 1985-2019 m. energetikos sektoriuje	15
4 pav. Sinergijos rūšys	20
5 pav. Tyrimo metodika	40
6 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių apmokėjimo būdas	44
7 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, ROE vidurkių dinamika, proc.	45
8 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, ROA vidurkių dinamika	46
9 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, ROC vidurkių dinamika, proc.	47
10 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, absoliutaus likvidumo vidurkių dinamika	49
11 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, bendrojo likvidumo vidurkių dinamika	50
12 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, kritinio likvidumo vidurkių dinamika	51
13 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, bendrojo skolos koeficiento vidurkių dinamika	52
14 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, ilgalaikių skolų koeficiento vidurkių dinamika	53
15 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, ilgalaikių skolų apdraustumo koeficiento vidurkių dinamika	54

Įvadas

Tyrimo aktualumas. Didėjanti konkurencija, skatina įmones ieškoti naujų ir alternatyvių būdų, kaip plėsti savo verslą. Susijungimas ar kitos įmonės įsigijimas tapo parankiu būdu tai įgyvendinti, nes įmonės gali gauti tam tikrą reikiamą naudą viena iš kitos. Įmonės renkasi su kokia organizacija nori vykdyti sandorį, ar tinkamas variantas bus toje pačioje šalyje veikianti įmonė ar ieškoti tinkamos įmonės, kuri įsikūrusi kitoje šalyje ir įgyvendinti tarptautinį susijungimo ar įsigijimo sandorį. Įmonėms vykdyti vietinius susijungimo ir įsigijimo sandorius, yra naudinga, nes tai yra vienas iš būdų kaip sumažinti konkurenciją rinkoje bei optimizuoti veiklos kaštus. Kalbant apie tarptautinius susijungimus ir įsigijimus, galima teigti, jog įmonės noriai renkasi sandorius vykdyti su kitos šalies įmone, nes matomas vis didėjantis tarptautinių sandorių kiekis. Šis būdas naudingas, nes tai padeda įmonėms pateikti savo prekes ar paslaugas didesnei rinkai, kas dažnu atveju prisideda prie didesnių įmonės pajamų.

Tačiau susijungimo ir įsigijimo sandoriai, ne visada duoda norimos naudos, ir ne visada yra gaunama norima sinergija. Todėl labai svarbu įmonėms prieš susijungimo ir įsigijimo sandorį, analizuoti pagrindines priežastis kodėl šis sandoris gali būti nesėkmingas ir laiku priimti tam tikrus sprendimus. Pastebima daugumos autorių nuomonė, jog sėkmingas susijungimo ar įsigijimo sandoris labiau tikėtinas tarp vietinių įmonių. Bockerman ir Lehto (2006) teigia, jog atstumas tarp įmonių yra svarbus komponentas susijungimo ir įsigijimo procese, mažesnis atstumas užtikrina mažesnius kalbos barjerus ir taip yra išvengiamos nesusikalbėjimo problemos tarp vadovų ar pačių darbuotojų. Abdul ir Ojenike (2014) taip pat teigia, jog vietiniai susijungimo sandoriai yra sėkmingesni nei tarptautiniai, nes tuomet kyla mažiau problemų dėl vadovavimo skirtumų, yra lengviau valdyti ir skirstyti tam tikrus darbus. Tarptautiniai susijungimo ir įsigijimo sandoriai, dažnu atveju laikomi labiau rizikingesni, nes didėja tikimybė jog jie bus nesėkmingi. Almazur, Arize, Andreopoulos, Malindrestos ir Panayides (2018) teigia jog tarptautinio susijungimo ir įsigijimo proceso metu, labai stipriai pasireiškia kultūriniai skirtumai tarp įmonių. Todėl svarbu atkreipti dėmesį į komunikaciją tarp darbuotojų bei vadovų, nes dažnai kyla nesusikalbėjimas ir vienas kito nesupratimas dėl tam tikrų kultūrinių skirtumų. Prieš įsigijimo sandorį yra svarbu išsiginčinti kiekvienos įmonės kultūrinės vertybes, kuriomis jos vadovaujasi. Nes pasitaikantys nesutarimai tarp įmonių vadovų rodo, jog nesvarbu kad ir kokios sėkmingos dvi besijungiančios įmonės bus, jei kils nesupratimai ir nesusikalbėjimai tarp įmonių vadovų ar pačių darbuotojų, tikėtina, jog įsigijimo sandoris bus nesėkmingas. Todėl yra svarbu analizuoti tarptautinius įmonių susijungimus, stebėti kokią įtaką jų efektyvumui daro kultūriniai skirtumai tarp įmonių ir kaip tai paveikia įmonės finansinius rezultatus.

Tyrimo problema. Atlikus mokslinės literatūros apžvalgą bendrai tarp vietinių ir tarptautinių susijungimų ir įsigijimų, pastebima bendra autorių nuomonė, jog dažniausiai susijungimai ir įsigijimai, kurie vyksta tarp tos pačios šalies įmonių yra sėkmingesni, nei vykdomas susijungimo ar įsigijimo sandoris su kitos šalies įmone. Kaip vieną iš pagrindinių nesėkmingų susijungimo ir įsigijimo sandorio priežastimi yra laikoma kultūriniai skirtumai tarp organizacijų. Tačiau pastebimas trūkumas tyrimų, kurie būtų grįsti kiekybiniais skaičiavimais įrodančiais, kad sėkmingas įsigijimo sandoris yra labiau tikėtinas vietinių įmonių dėl mažesnio kultūrinio atstumo. Taip pat analizė atskleidė, jog naftos ir dujų gavybos pramonės sandoriai yra vieni iš didžiausių vertę teikiančių įsigijimo sandorių ir šios pramonės šakos įsigijimų vertinimo apimtis yra labai maža, trūksta tyrimų kurie taip pat būtų grįsti kiekybiniais skaičiavimais. Todėl tyrimui atlikti pasirinkta analizuoti, konkrečius įsigijimo sandorius vykdomus tarp naftos ir dujų gavybos pramonės įmonių, norint patvirtinti kiekybinių tyrimų svarbą, vertinant kultūrinius skirtumus tarp organizacijų.

Tyrimo objektas – vietinių ir tarptautinių naftos bei dujų gavybos pramonės įmonių įsigijimo sandoriai.

Tyrimo tikslas – atlikti vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimą, kultūrinių skirtumų kontekste, remiantis naftos ir dujų gavybos pramonės įmonių sudarytų sandorių duomenis.

Tyrimo uždaviniai:

1. Pateikti susijungimų ir įsigijimų teorinę sampratą bei raidą ir atlikti literatūros analizę, naftos ir dujų gavybos pramonės šakoje;
2. Identifikuoti vietinių ir tarptautinių susijungimų ir įsigijimų motyvus bei priežastis;
3. Išskirti veiksnius lemiančius sėkmingus ir nesėkmingus susijungimus ir įsigijimus;
4. Išnagrinėti kultūrinius skirtumus tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose ir nustatyti jų įtaką tarptautiniam įsigijimo procesui;
5. Įvertinti vietinius ir tarptautinius įsigijimo sandorius, įmonių kurios veikia naftos ir dujų gavybos pramonėje, remiantis kultūriniais skirtumais.

Tyrimo metodai: mokslinės literatūros analizė, sisteminimas ir apibendrinimas, finansinių rodiklių lyginamoji analizė.

1. Susijungimų ir įsigijimų aktualumas pasauliniame kontekste

1.1. Susijungimų ir įsigijimų samprata bei raida

Didėjanti konkurencija pasaulyje tarp įvairių organizacijų, skatina ieškoti alternatyvių priemonių, kaip pagerinti savo veiklos rezultatus bei kurti didesnę pridėtinę vertę įmonei. Per pastaruosius metus labai smarkiai išaugo tarptautinių įsigijimų skaičius, nes tai tapo kaip puiki strategija plėsti savo veiklą į naujas rinkas ar didinti verslo apimtį. Vietiniai susijungimo ir įsigijimo sandoriai taip pat vis dar plačiai naudojami šalies viduje, norint didinti veiklos apimtį bei mažinti konkurencingumą, šalies viduje. Susijungimo ir įsigijimo procesui yra skiriama daug dėmesio ir investicijų, norint išanalizuoti ir pateikti tinkamiausią bei didžiausią naudą nešantį susijungimų ar įsigijimo modelį. Tinkamas pasiruošimas ir naujos įmonės pažinimas gali padėti sėkmingam verslo įsigijimui. Todėl pirmiausiai aptariamos šios dvi sąvokos – susijungimai ir įsigijimai.

Nagrinėjant mokslinę literatūrą pastebima, jog dauguma autorių įmonių susijungimą apibūdina, kaip dviejų ar kelių įmonių susijungimą panašiomis arba tokiomis pat sąlygomis. Įmonės įsigijimas traktuojamas, kaip kitos įmonės perėjimas, vienai įmonei netenkant valdžios bei pasirinkimų galios. Aydın (2017) įmonių susijungimą apibūdina kaip dviejų ar daugiau bendrovių sujungimą į vieną, įskaitant jų turimą turtą bei skolas. Taip įmonės sukuria naują bendrovę arba sujungiama viena įmonė su kita pagal kitos bendrovės juridinį asmenį. Taip pat, Aydın (2017), įsigijimu laiko kitos įmonės didesnės dalies akcijų įsigijimą ir tokiu būdu kita bendrovė gauna didesnę dalį valdžios.

Malik (2014) teigia, jog susijungimai ir įsigijimai yra dažnai painiojami ir vartojami kartu, tačiau jie turi skirtingas reikšmes. Susijungimus jie apibūdina, kaip dviejų ar daugiau įmonių teisėtą susijungimą į vieną organizaciją. Įsigijimas apibūdinamas, kaip visos arba dalies kitos įmonės įsigijimas.

Sahni ir Gambhir (2018) taip pat teigia, jog įsigijimų ir susijungimų terminologija yra panaši, tačiau įvardinus teisiškai juos atskirti tikrai galima. Susijungimo apibūdinimas pateikiamas, kaip dviejų ar daugiau organizacijų susiliejimas ar vienos organizacijos įsiliejimas į kitą. Įsigijimo sandoris apibūdinamas, kaip kitos įmonės didesnė dalies akcijų ir turto įsigijimas.

Aluko ir Amidu (2005) susijungimą apibūdina kaip dviejų ar daugiau įmonių susijungimą, kai vienos įmonės turtas bei atsakomybė yra perkeliama kitai įmonei, arba galimas naujos įmonės sukūrimas. Įsigijimą šie autoriai pateikia, kaip kitos įmonės įgijimą, kuomet yra perėmimas kitos įmonės turtas, nuosavybė ir valdymo procese nėra sudaromas joks įmonių sujungimas į vieną bendrą įmonę.

Taigi, apibendrinus daugelio autorių pateikiama nuomonę, galima sakyti, jog visi bendrai sutaria jog susijungimų ir įsigijimų sąvokos yra sąlyginai panašios, tačiau teisiškai jas įvardijus matomi tam tikri skirtumai. Kadangi šios sąvokos yra susijusios tolimesnėje darbo dalyje analizuojami bendrai susijungimo ir įsigijimo sandoriai.

Analizuojant įmonių susijungimus ir įsigijimus yra svarbu aptarti ir jų raidą, kaip ir minėta prieš tai vis daugiau įmonių kaip vieną iš veiklos gerinimo ir plėtimosi į kitas tarptautines rinkas būdų renkasi susijungimą su kita įmone ar jos įsigijimą. Daugelis autorių pateikia šešias pagrindines susijungimų ir įsigijimų bangas, kiekviena iš jų turėjo poveikį pramonės formoms bei padėjo susiformuoti šiandienos susijungimų ir įsigijimo procesui. Todėl toliau apžvelgiamos 6 pagrindinės susijungimų ir įsigijimų bangos, kurios turi įtakos ir dabartiniams sandoriams. Apžvelgiamos ir pramonės šakos,

kuriuose sandorių skaičius buvo didžiausias bei išskiriama, kuriuose etapuose prasidėjo tarptautiniai susijungimo ir įsigijo sandoriai, o kada vyravo vietiniai sandoriai.

Pirmoji banga

Pirmoji banga kilo 1897 m. ir tęsėsi iki 1904 m., šiuo laikotarpiu įmonių susijungimai ir įsigijimai buvo pradėjo augti tokiose pramonės šakose, kurios daugiausiai užsiiminėjo naftos produktais, kasyba, metalais ar transportavimu. Tačiau remiantis istoriniais duomenimis galima teigti, jog didžioji dalis tų susijungimų buvo nesėkmingi, numatyti tikslai nebuvo įgyvendinti, taip pat šiems nesėkmingiems susijungiamas įtakos darė ir pramonės sulėtėjimas 1903 m. Pirmosios bangos metu vyravo vietiniai, horizontalūs susijungimai ir įsigijimai tarp įmonių. Šios bangos rezultatu galima laikyti Sherman'o bei Clayton'o aktus, šiais aktais priimti įstatymai trukdė ir toliau įmonėms vykdyti horizontalius susijungimus ir įsigijimus, buvo sugriežtintas ir labiau kontroliuojamas visas susijungimų ir įsigijimų procesas (Kleinert ir Klodt, 2002).

Antroji banga

Antrasis susijungimų ir įsigijimų laikotarpis prasidėjo nuo 1916 m. ir tęsėsi iki 1929 m. Tačiau antroji banga buvo žymiai mažesnė nei pirmoji. Palyginimui pirmoji banga siekė daugiau nei 15 proc., visos JAV rinkos turto, antrosios bangos metu poveikis mažesnis nei 10 proc. (Sudarsanam, 2003). Ši banga labiausiai vyravo geležinkelių ir transportavimo pramonės šakose. Bankai šioje bangoje taip pat atliko svarbų vaidmenį, nes paskolos buvo lengvai suteikiamos įmonių susijungimų ir įsigijimų etapuose (Malik, 2014). Tačiau antroji susijungimų banga buvo dar labiau sugriežtinta vis labiau kontroliuojama valdžios. Skirtingai nei pirmoji banga, ši buvo būdinga oligopoliniams, o ne monopoliniams susijungimams. Antroji banga baigėsi 1929 m., kai žlugo akcijų rinka bei prasidėjo „didžioji depresija“.

Trečioji banga

Po „Didžiosios depresijos“ ir Antrojo pasaulinio karo, susijungimų ir įsigijimų veikla pasaulyje sulėtėjo, ir trečioji banga, galima sakyti, prasidėjo 1965 m. ir tęsėsi iki 1975 m. McCarthy, Dolfma ir Weitzel (2016), teigia, jog ši banga yra pirmoji iš tarptautinių bangų. Atsiradusios mokesčių spragos leido įsigyti daugiau akcijų ir taip be didelių mokesčių padidinti pelną tenkančiai vienai akcijai. Pakilus ekonomikos lygiui padidėjo ir įmonių susijungimų ir įsigijimų skaičius, įmonės sukaupe didesnę turtą dėl to jos galėjo sau leisti įsigyti kitų įmonių, kurios veikė užsienio šalyse. Trečioje bangoje vyravo nesusijusių įmonių susijungimai ir buvo vykdomi konglomeratų susijungimai ir įsigijimai, o tuo metu vykdomiems horizontaliems susijungimams ir įsigijimams buvo taikoma antimonopolinė apsauga.

Ketvirtoji banga

Ketvirtoji susijungimų banga (1981–1989). Ji iš visų prieš tai buvusių bangų išsiskyrė tuo, jog buvo sudaryta daugiausiai „draugiškų“ susijungimų. Prieš tai buvusiose bangose vyravo nuostata, jei vadovas noriai priimą sprendimą susijungti, vadinasi, bus draugiškas susijungimas, jei ne, - priešiškas. Ketvirtoje susijungimų bangoje buvo toleruojami vietiniai ir tarptautiniai susijungimai ir vertinami, kaip naudinga priemonė verslo plėtimuisi. Šioje bangoje susijungimus vykdė naftos, dujų, bankų, oro linijų ir farmacijos pramonės, jų mastai buvo didesni nei trečiojoje bangoje. Ketvirtoji

banga baigėsi, nes buvo priimti įstatymai dėl įmonių perėmimo bei įvykdytos finansų institucijos reformos (Aytac ir Kaya, 2016).

Penktoji banga

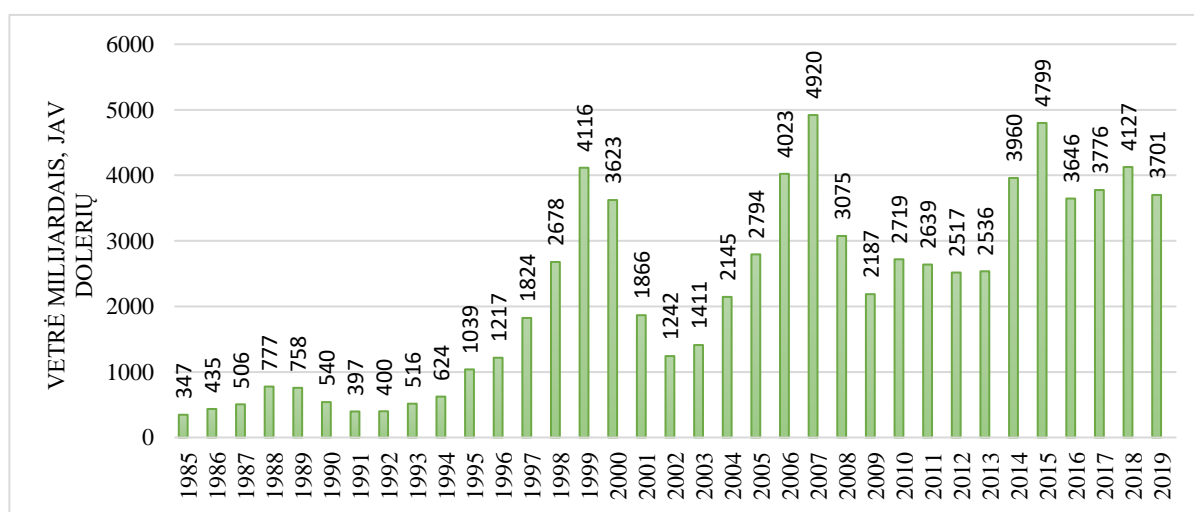
Penktoji banga prasidėjo 1993 m. ir tęsėsi iki 2000 m. Penktoje susijungimų bangoje sumažėjo priešišku susijungimų skaičius, padaugėjo tarptautinių sandorių. Įmonės tapo labiau linkusios rinktis susijungimą su tarptautinėmis įmonėmis, taip išplėsdamos savo rinkos galimybes. Taip pat pastebima, jog šiuo laikotarpiu sumažėjo skolinto kapitalo susijungimų, įmonės juos vykdė nuosavu kapitalu. Penktoje bangoje matomas didelis komunikacijų ir komunalinių paslaugų tiekėjų susijungimai (Kouser ir Saba, 2011).

Šeštoji banga

Šeštasis susijungimų ir įsigijimų laikotarpis prasidėjo 2003 m. ir tęsėsi iki 2007 m. Pasak Alexandridis, Mavrovitis ir Travlos (2010) ši banga prasidėjo, kai sprogo technologijos burbulas ir baigėsi penktoji susijungimų banga. Aukščiausią lygį ši banga pasiekė 2007 m., kai buvo matomas gan didelis tarptautinių susijungimų ir įsigijimų sandorių vertės padidėjimas. Pasak autorių, didžioji dėmesio dalis buvo skiriama susijungimams kurie vyko tarp įmonių kurios užsiima metalo, naftos ir dujų tiekimu. Taip pat sandorių skaičius didėjo banko ir sveikatos priežiūros susijungimo sektoriuje (Malik, 2014). Tačiau 2007 m., prasidėjus krizei, susijungimo ir įsigijimo sandorių skaičius bei vertės pradėjo mažėti, nes buvo griežtinamas finansavimas ir kontrolė, todėl laikoma jog šiais metais ir baigėsi šeštoji susijungimų ir įsigijimų banga.

1.2. Naftos ir dujų gavybos įmonių, susijungimų ir įsigijimų analizė

Analizuojant šešias pagrindines susijungimų ir įsigijimų bangas, pastebima, jog pirmas didesnis sandorių skaičius pastebimas tarp naftos pramonės įmonių. Tuo metu vyravo susijungimai ar įsigijimai, kurie buvo vykdomi tos pačios šalies įmonių. Pirmieji tarptautiniai susijungimai tarp įmonių įsivyravo trečiosios ir penktosios bangos metu. Šuo laikotarpiu jų skaičius išauga ir jie užima didelę dalį susijungimų ir įsigijimų visame pasaulyje. Vietinių sandorių skaičius taip pat didėjo kiekvienais metais. Analizuojant mokslinę literatūrą pastebima, jog didėja ne tik susijungimo ir įsigijimo sandorių skaičius bet ir jų vertės (žr. 1 pav.).

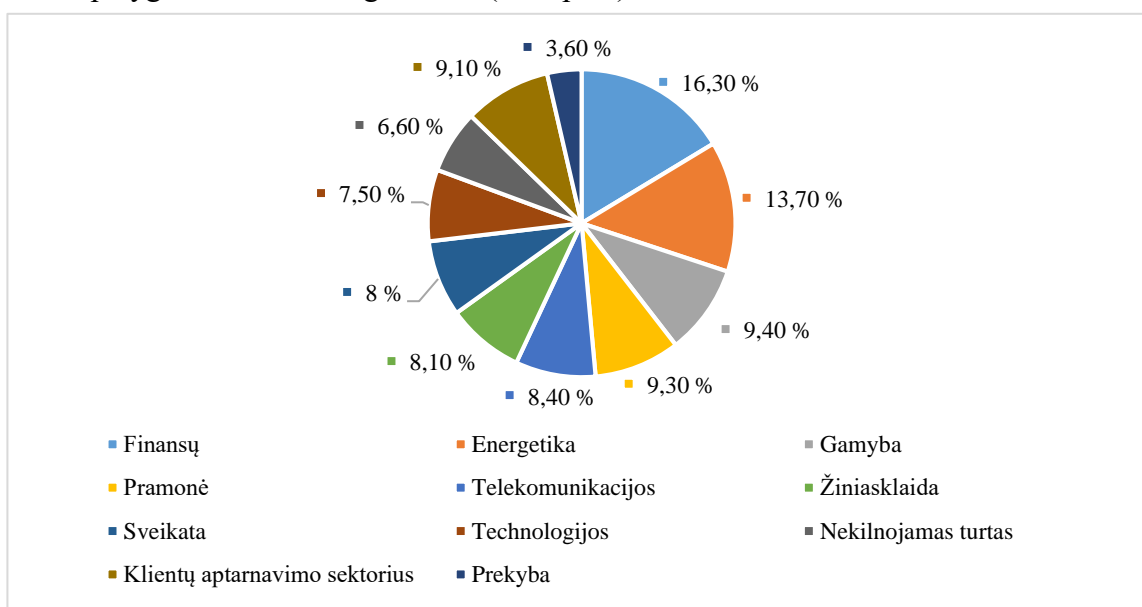


1 pav. Susijungimų ir įsigijimų vertė visame pasaulyje nuo 1985 iki 2019 m. (mlrd, JAV dolerių)

Pastaba: sudaryta autorės, remiantis statistica.com

Iš pateikto paveikslo pastebimas susijungimų ir įsigijimų sandorių vertės kitimas, analizuojamu laikotarpiu. Lyginant 1985 m. su 2019 m., matoma, jog sandorių vertės smarkiai išaugo. Didžiausias sandorių vertės padidėjimas – 1999 m. penktosios bangos metu, taip pat smarkus padidėjimas matomas 2007 m. bei 2015 m. Įvairių autorių pateikiama nuomonė, jog susijungimų skaičių pasaulyje didina keli pagrindiniai skatinamieji rodikliai, tokie kaip gerėjanti ekonominė padėtis, gerėjantys pinigų srautai ir mažėjančios skolos. Tai pat atsiranda vis didesnis investuotojų palaikymas bei pasitikėjimas, kas ir skatino susijungimų ar įsigijimų veiklą. Įmonės taip pat skatina noras pritraukti kuo daugiau inovacijų į savo įmones bei augimo poreikis, skatinantis pokyčius įmonėje, dėl šių rodiklių, sparčiai didėjo tarptautinių sandorių skaičius (Alexandridis ir kt., 2010; Kouser, Saba, 2011)

Remiantis statistikos duomenis, susijungimų ir įsigijimų sandorių vertės didėjo, nes analizuojamu laikotarpiu didėjo vietinių ir tarptautinių susijungimų ir įsigijimų vertės finansų ir energijos sektoriuose. Susijungimų ir įsigijimų sandoriai šiuose sektoriuose yra didžiausi, jų vertės yra didžiausios palyginus su kitais segmentais (žr. 2 pav.).

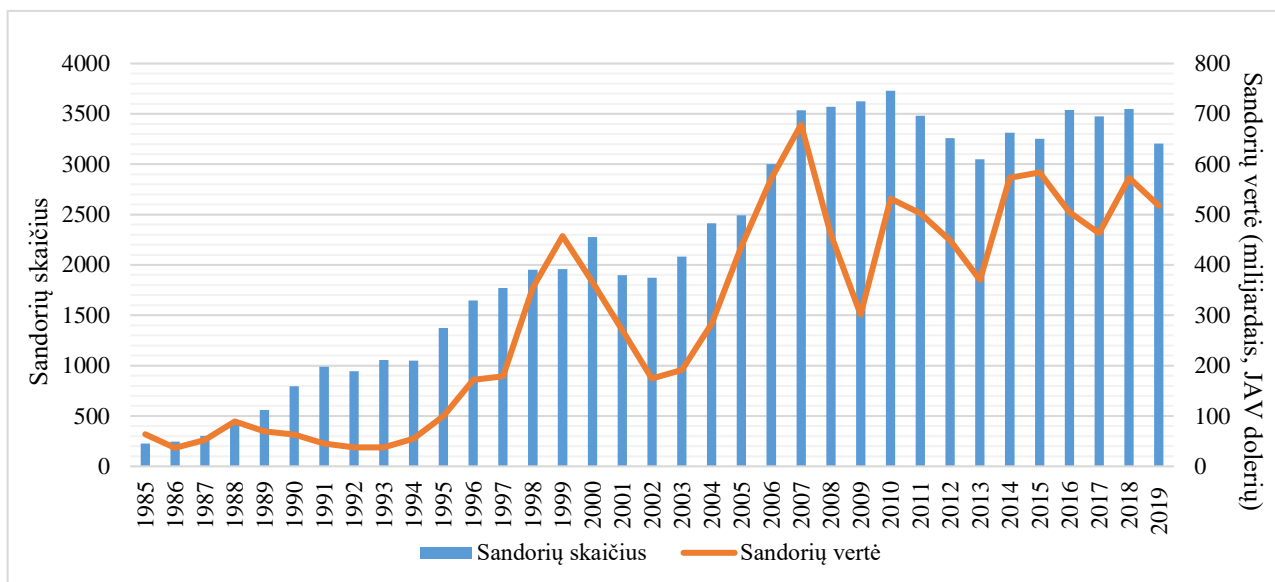


2pav. Susijungimų ir įsigijimų vertė nuo 1985 m. pagal pramonės šakas

Pastaba: sudaryta autorės remiantis, statistica.com

Pateiktame paveiksle matoma, jog didžiąją dalį susijungimų ir įsigijimų vertės nuo 1985 m. sudaro finansų (16,3 proc.) ir energetikos (13,7 proc.) sektoriai. Nemažą dalį užima ir įmonės, kurios verčiasi gamyba, taip pat sveikatos bei telekomunikacijų sektoriai. Finansų ir energetikos sektorių įmonių susijungimų skaičius nėra toks didelis, kaip kitų įmonių, tačiau šie susijungimai yra didžiausi žvelgiant iš sandorių vertės perspektyvos. Finansų sektoriaus įmonės pateikia ribotą informaciją viešai, todėl šiame darbe pasirinkta analizuoti vienas iš didžiausias vertes teikiančių energetikos sektoriaus įmones. Šio sektoriaus susijungimai ir įsigijimai buvo ir yra vieni iš didžiausių bei jų sandorių vertės lenkia kitus sektorius.

Todėl svarbu analizuoti patį sektorių, jog būtų matoma, kokios tendencijos vyravo analizuojamą laikotarpį, kada išaugo šio sektoriaus susijungimų ir įsigijimų skaičius bei vertė (žr. 3 pav.).



3 pav. Susijungimų ir įsigijimų skaičius ir vertės nuo 1985-2019 m. energetikos sektoriuje

Pastaba: sudaryta autorės remiantis, imaa-institute.org

Kaip matoma iš pateikto paveikslo, energetikos sektoriuje susijungimų ir įsigijimų skaičius bei šių sandorių vertės nuo 1985 m. labai išaugo. Didėjantis susijungimų ir įsigijimų skaičius energetikos sektoriuje pastebimas nuo 1995 m., tuo metu vyravo penktoji susijungimų banga, ir padaugėjo tarptautinių susijungimų ir įsigijimų, jų skaičius augo, tačiau vertės taip sparčiai nedidėjo. Didelis sandorių vertės padidėjimas matomas nuo 1997 iki 1999 m., tuo metu jungėsi vienos iš didžiausių įmonių naftos pramonės pasaulyje – JAV įmonių „Exxon“ ir „Mobil“ susijungimas, kitas didelis susijungimas, vykęs tuo metu, tai Didžiosios Britanijos „British Petroleum“ susijungimas su JAV įmone „Amoco“. Dar vienas didelis susijungimas vyko, kai Prancūzijos įmonė „Total“ susijungė su Belgijos įmone „Petrofina“. Šių įmonių susijungimai prisidėjo prie didelio sandorių vertės padidėjimo šiuo laikotarpiu. Tačiau iš paveikslo matoma, jog nuo 2000 iki 2003 m. sumažėja sandorių skaičius, tačiau ne tiek stipriai kaip sandorių vertė. Šiam vertės mažėjimui įtaką darė, ekonominės veiklos nuosmukis 2000 m., išsivysčiusiose šalyse kilo defliacijos grėsmė, buvo kovojama su paklausa, tačiau recesija išsivysčiusiose šalyse nebuvo tokia reikšminga kaip bet kuri iš dviejų ankstesnių pasaulinių recesijų. Bet tai turėjo įtakos susijungimams ir įsigijimams, didelė dalis sandorių buvo vykdoma keičiantis akcijomis tarp įsigyjančios įmonės ir tikslinės įmonės akcininkų. Tačiau, kaip matoma iš pateikto paveikslo, nuo 2004 m. tiek sandorių skaičius, tiek jų vertės auga, daugelio autorių pateikiamos įžvalgos, kad įmonės vis labiau yra linkusios jungtis ar įsigyti kitos šalies įmonę, todėl daugėja tarptautinių susijungimų ir įsigijimų skaičius. Didelis vertės ir susijungimų skaičiaus padidėjimas pastebimas nuo 2004 m. iki 2007 m., tuomet kai vyravo šeštoji susijungimų banga, naftos sektoriaus įmonės tuo metu aktyviai vykdė susijungimus, vienas iš tokių susijungimų buvo „Royal dutch petroleum“ ir „Shell transport & trading co“, taip pat didelį įsigijimą tuo metu vykdė JAV tarptautinė bendrovė „ConocoPhillips“ įsigydama „Burlington Resources“ įmonę. Tačiau 2007 m. prasidėjusi finansų krizė taip pat paveikė ir energetikos pramonės šakos susijungimus ir įsigijimus, matomas didelis sandorių vertės sumažėjimas iki 2009 m. Kaip ir minėta anksčiau šiuo laikotarpiu buvo pradėta taikyti griežtesnė kontrolė bei griežtinamas finansavimas. Analizuojant toliau pateikiamus metus matoma, jog iki 2018 m. susijungimų ir įsigijimų skaičius lieka didelis, šių sandorių vertė yra labiau kintanti, pavyzdžiui, pastebimas vertės sandorių sumažėjimas 2013 m., tam įtakos turėjo mažėjančios naftos kainos. Analizuojant šį pateiktą paveikslą galima matyti, jog energetikos pramonės šakos susijungimų ir įsigijimų skaičius išliko gan didelis, nuo tada, kai jie

pasiekė didžiausius skaičius 2007 m. Šių sandorių vertės svyravo ir tam įtakos turėjo tiek ekonominiai, tiek pačių įmonių faktoriai.

Siekiant atlikti tyrimą apie naftos ir dujų pramonės įmonių susijungimus ir įsigijimus buvo atlikta mokslinės literatūros apžvalga ir atliktų tyrimų analizė. Iš atliktos analizės galima teigti, jog dauguma autorių analizuoja tarptautinius susijungus arba vietinius tai yra toje pačioje šalyje registruotų įmonių sandorius. Todėl pirmiausiai apžvelgiami jau atlikti autorių tyrimai, kurie analizavo vietinių susijungimų ir įsigijimų efektyvumą, norint išanalizuoti atliktus tyrimus ir nusistatyti metodus, kokiais būdais buvo atliekamas susijungimų ir įsigijimų sandorių vertinimas.

Abdul ir Ojenike (2014) tiria susijungimų ir įsigijimų poveikį įmonių rezultatams, naudodant Nigerijos naftos ir dujų sektoriaus įmonių sandorius. Tyrimui naudojami antriniai duomenys, apskaičiuoti rodikliai prieš ir po įmonių susijungimo. Gauti rezultatai analizuojami naudojant aprašomąją statistiką, apskaičiuojant vidurkius, medianą ir standartinę nuokrypį. Gauti rezultatai rodo, jog vietinių naftos ir dujų sektoriaus įmonių susijungimai ir įsigijimai buvo sėkmingi, visų analizuojamų įmonių finansiniai rodikliai pagerėjo. Taip pat autoriai teigia, jog sinergija susijungimo ir įsigijimo procese nebus sukurta, jei tarp įmonių būtų didelis kultūrinis atstumas.

Bockerman ir Lehto (2006) nagrinėja įmonių susijungimus ir įsigijimus iš regioninės perspektyvos. Tyrimas atliekamas apskaičiuojant geografinį atstumą tarp įmonių, atsižvelgiama į įmonių amžių, trumpalaikes ir ilgalaikes skolas ir kitus duomenis, gautus iš įmonės finansinės atskaitomybės. Tyrimas atliktas remiantis Suomijos įmonėmis. Gauti rezultatai atskleidžia, kad geografinis atstumas tarp besijungiančių įmonių yra labai svarbus, autoriai teigia, jog dauguma sėkmingai vykstančių susijungimų ir įsigijimų būna tarp tos pačios šalies įmonių ir dažniausiai ta pačia veikla užsiimančia įmonių.

Taip pat Ciobanu (2016) atliko tyrimą, norint išsiaiškinti ar geografinis artumas tarp tikslinių įmonių yra sėkmės garantas, susijungimo procese. Be to siekiama išsiaiškinti ar prie sėkmingo perėmimo prisideda tikslinės įmonės amžius. Tyrimas atliktas remiantis Rumunijos įmonių pavyzdžiais. Tyrimui atlikti naudojami regresijos modeliai su priklausomais kintamaisiais, geografinis atstumas išmatuojamas naudojant kiekybinį atstumą, išreikšta kilometrais. Ir gautais rezultatais prieinama išvada, jog atstumas daro įtaką sėkmingo perėmimo tikimybei. Antra iškelta hipotezė dėl įmonės amžiaus, taip pat pasitvirtina, atliktame tyrime amžius buvo matuojamas įmonės metais, ir rezultatai rodo įmonės didesnis amžius taip pat tiesiogiai susijęs su tikimybe, kad perėmimas bus įvykdomas sėkmingai.

Reynolds ir Teerikangas (2016) pateikia kitokia nuomonę nei daugelis kitų autorių ir teigia, jog šalies viduje vykstantys susijungimai ar įsigijimai pasižymi tarptautinėmis savybėmis. Autorius atliko tyrimą naudojant Suomijos įmonių susijungimo duomenis bei Anglijos įmonių duomenis. Tyrimas atliekamas analizuojant kitų autorių atliktus tyrimus ir atlikta jų apžvalga ir sisteminimas. Tyrimo rezultatai rodo, kad sėkmingas susijungimas tarp tos pačios šalies įmonių susijungimų ar įsigijimų įvyksta, kai yra atsižvelgiama į tarptautinių susijungimų kontekstą. Atsižvelgiama į vadybos, darbų proceso bei kultūrinių skirtumų aspektus, kurie galimai egzistuoja tarp dviejų įmonių veikiančių toje pačioje šalyje. Antrasis aspektas, kurį autorius patvirtina atliktu tyrimu, tai jog darbuotojų patirtis, požiūris bei elgsena vietinio susijungimo metu lygiai taip pat svarbu, kaip ir vykdomas susijungimas su kitos šalies įmone. Ir trečiasis aspektas teigiantis, jog kaip ir tarptautiniuose susijungimuose taip ir vietiniuose yra svarbu atlikti kokybinius tyrimus, kurie padės geriau identifikuoti kitą įmone ir geriau

pasiruošti galimiems sunkumams susijungimo ar įsigijimo metu. Autorius skatina atkreipti dėmesį į šiuos aspektus pradedant susijungimą ar įsigijimą su tos pačios šalies įmone, nes jei šie aspektai bus ignoruojami, sėkmingi vietinių susijungimų skaičius gali sumažėti.

Kitas atliktas tyrimas, kuris prieštarauja daugelio anksčiau minėtų autorių, jog vietiniai susijungimai ir įsigijimai dažnu atveju yra sėkmingesni nei tarptautiniai. Ashfaq, Usman, Hanif ir Yousaf (2014) siekia ištirti įmonių susijungimo ir įsigijimo poveikį, bendrovių finansinei veiklai, kurios veikia Pakistano nefinansiniame sektoriuje. Susijungimų ir įsigijimų poveikiui analizuoti buvo naudojami tiek absoliutiniai, tiek santykiniai finansiniai rezultatai. Trys santykiai rodikliai – nuosavo kapitalo grąža (ROE), turto grąža (ROA) ir pelnas vienai akcijai (EPS) buvo naudojami vertinant finansinę būklę po sandorio. Taip pat autoriai naudojo ir kitus metodus, norint įvertinti absoliučius rezultatus, buvo pritaikytas trumpo tipo klausimynas, kuris įvertino absoliučius įsigyjančių bendrovių rezultatus. Po atlikto tyrimo autoriai pateikia rezultatus, kurie rodo, kad absoliutus našumas vidutiniškai pablogėjo po susijungimo ir įsigijimo, taip pat gauti rezultatai rodo, kad santykiniai rezultatai pablogėjo po sandorio. Taigi, autoriai, gautais tyrimo rezultatai paneigia daugelio autorių nuomonę, jog susijungimai vykstantys toje pačioje šalyje dažniausiai būna sėkmingi.

Apibendrinant pateikiamus atliktų tyrimo rezultatus, galima teigti, jog dauguma autorių nurodo tai kad geografinis atstumas yra labai svarbus sėkmingam susijungimo ar įsigijimo procesui. Taip pat analizuojami tyrimai, kuriuose pateikiama autorių nuomonė, jog vietiniai susijungimai ir įsigijimai ne visada būna sėkmingi ir šiuos argumentus patvirtina pateikdami finansinių rodiklių skaičiavimus po susijungimo ir įsigijimo sandorių. Tačiau dauguma autorių naudoja kokybinio tyrimo metodus, pastebimas, kiekybinių tyrimų trūkumas, kurie nagrinėtų, naftos ir dujų pramonėje veikiančių įmonių, vietinius susijungimų ir įsigijimų sandorius.

Taip pat analizuojama mokslinė literatūra, kuri nagrinėja tarptautinius susijungimų ir įsigijimų sandorius, šios analizės metu taip pat norima apžvelgti jau atliktus tyrimus, išsiskirti pagrindinius metodus ir priemones, kuriomis atliekamas tarptautinio sandorio įvertinimas.

Kaip ir minėta prieš tai, pateikiama nuomonė, jog tarptautiniai susijungimai ir įsigijimai yra nesėkmingesni, todėl Koi-Akrofi (2016) atliko tyrimą, norėdamas prisidėti prie bendrų žinių apie nesėkmių lygį, kodėl susijungimai ir įsigijimai žlunga. Autorius straipsnyje pateikia, kitų autorių įvairias diskusijas ir argumentus nagrinėjama tema ir buvo nustatyta, kad iš viso susijungimo ir įsigijimo proceso, integracijos etapas yra problemiškausia sritis, kuri prisideda prie susijungimo ir įsigijimo nesėkmės. Taip pat teigia, jog integracijos stadijoje yra problema susijusi su žmogiškuoju veiksniu (darbuotojai nesusidoroja su kultūriniais skirtumais, politika, atsiranda efektyvaus bendravimo stoka ir pan.). Pateikiamas ir kitas veiksnys, tai blogai paruošta įgyvendinimo strategija, po sandorio. Tačiau autorius nepateikia skaičiavimų įrodančius, kaip šie veiksniai paveikia įmonės finansinius rodiklius.

Desai ir Joshi (2015) atliko tyrimą, remiantis Indijos įmonėmis, kurios veikia naftos ir dujų pramonės sektoriuje ir yra įvykdžiusių įmonių tarptautinius susijungimus ir įsigijimus. Tyrime siekiama ištirti, kodėl įmonės renkasi vykdyti tarptautinius susijungimo ir įsigijimo sandorius. Svarbiausias tyrimo akcentas yra ištirti ar įmonių pasirinkimas vykdyti tarptautinį sandorį, gerina įmonių veiklos rezultatus ir grąžą akcininkams. Įvertinti įmonių pokyčius, du metus prieš ir du metus po sandorio įvykdymo, buvo pasirenkami šie rodikliai – veiklos pelningumas, bendrasis pelningumas, grynasis pelnas, ROCE, RoNW, skolos/nuosavybės rodiklis, EPS ir P/E. Atlikus tyrimą pateikiama išvada, jog

susijungimai ir įsigijimai nepagerina įmonių finansinės veiklos rezultatų bei pastebima mažėjanti graža akcininkams. Tyrime išskiriamos priežastys, kurios darė įtaką rezultatams – permokėta suma vykdant sandorį, integracijos problemos (kultūriniai skirtumai, tradicijos, darbo etika), skirtingi įmonių motyvai, netinkamas tikslinės įmonės pasirinkimas su kuria planuojama vykdyti susijungimo ar įsigijimo sandorį.

Almazur ir kt. (2018) taip pat analizuoja tarptautinius įmonių susijungimus ir įsigijimus. Konkrečiai, jų tyrime apžvelgiamos susijungimų aplinkybės, jų istorija, tipai ir priežastys, taip pat apžvelgiamos produktyvumo perspektyvos, sinergija, augimas, rizikos mažinimas ir susiję iššūkiai. Analizė atliekama atsižvelgiant į susijungimus ir įsigijimus Europoje ir JAV. Išskiriami pagrindiniai aspektai į kuriuos autoriai siūlo atsižvelgti, jei norima, jog susijungimas ar įsigijimas būtų sėkmingas. Tai silpna komunikacija tarp besijungiančių bendrovių, darbuotojų apatija, kultūros skirtumai, senų darbuotojų išlaikymas. Taip pat straipsnyje pateikiami metodai, kaip galima apskaičiuoti įmonės vertę prieš ir po sandorio. Autoriai siūlo apskaičiuoti kainos ir pajamų santykį arba įmonės vertės ir pajamų santykį. Kitas vertinimo aspektas, kurį pateikia, apskaičiuoti esamo konkurento pakeitimo išlaidas. Čia įmonė nustato panašaus dydžio konkurento įsteigimo išlaidas, o tuomet siūlo tikslinei įmonei parduoti įmonę, nes kitaip ji susidurs su panašaus dydžio konkurentu. Šiame straipsnyje pateikiamos tik teorinio pobūdžio tyrimas, nėra atliktų skaičiavimų įrodančių šių metodų tikslumą.

Cheng ir Seeger (2011) nagrinėja „BenQ“ ir „Siemens“ įmonių įsigijimo atvejais. Ši atvejo analizė, buvo atlikta surenkant įmonių viešus pranešimus, kalbas, atrinkta įmonės tinklapių informacija bei metinės ataskaitos. Atliktame tyrime analizuojamos priežastys, kurios lėmė nesėkmingą sandorį. Autoriai išskiria pagrindines priežastys – kultūriniai skirtumai ir komunikavimo problemos. Gauti rezultatai rodo, kad įsigijimas buvo nesėkmingas, nes per du metus įmonė patyrė finansinius nuostolius, to pagrindinės priežastys yra kultūriniai skirtumai ir komunikacijos trūkumas. Abiejų bendrovių priešingos kultūros padidino tikimybę nesuderinamam integracijos procesui ir diegimo problemoms, dėl to nebuvo sukurta laukiama sinergija iš šio įsigijimo. Atliktas tyrimas teoriniu aspektu, surinkta vieša informacija, kuri priveda prie bendrų išvadų.

Atliktus mokslinės literatūros apžvalgą bendrai tarp tarptautinių ir vietinių susijungimų ir įsigijimų, pastebima bendra autorių nuomonė, jog dažniausiai vietinių įmonių susijungimai, yra sėkmingesni, nei vykdomas tarptautinis susijungimo ar įsigijimo sandoris. Išskiriama to pagrindinė priežastis – kultūriniai skirtumai. Tačiau yra pastebimas trūkumas tyrimų kurie būtų grįsti kiekybiniais skaičiavimais įrodančiais, kad sėkmingas susijungimo sandoris yra labiau tikėtinas tarp tos pačios šalies įmonių nei tarptautinių įmonių. Taip pat pastebimas trūkumas mokslinės literatūros, kurioje būtų atlikti kiekybiniai tyrimai, kurie analizuotų naftos ir dujų pramonėje veikiančių įmonių, vietinius ir tarptautinius sandorius.

Atlikta analizė atskleidžia, jog didelė dalis susijungimų ir įsigijimų žlunga, tačiau įmonės ir toliau renkasi, kaip viena iš būdų savo veiklai gerinti susijungimą su kita įmone, ar jos įsigijimą. Todėl svarbu aptarti pagrindinius motyvus ir priežastis, kodėl įmonės renkasi šį būdą, nepaisant daugelio nesėkmių.

2. Vietinių ir tarptautinių susijungimų ir įsigijimų teorinių aspektų analizė

2.1. Vietinių ir tarptautinių susijungimų ir įsigijimų motyvai bei priežastys

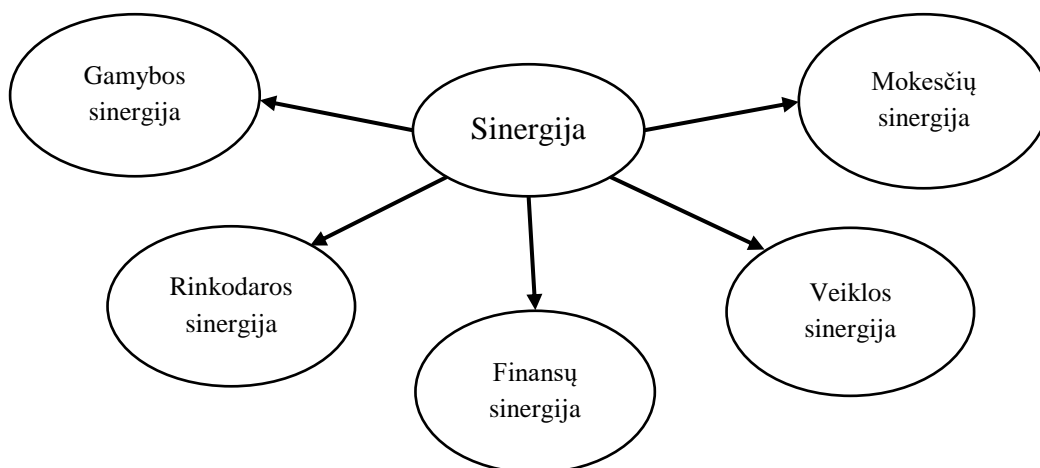
Padidėjęs susijungimų skaičius pasaulyje parodo, jog įmonių susijungimai bei įsigijimai yra viena iš intensyviausiai naudojamų strateginių priemonių, įmonių restruktūrizavimui. Analizuojant vietinius ir tarptautinius susijungimo ir įsigijimo sandorius, taip pat svarbu išskirti pagrindinius motyvus, kodėl įmonės nepaisant nesėkmių, siekia vykdyti susijungimo ar įsigijimo sandorius.

Viena iš priežasčių, kodėl tiek vietinės tiek tarptautinės įmonės renkasi šį restruktūrizavimo būdą – noras didinti savo veiklos apimtį bei siekti įmonės augimo. Įmonės norinčios išlikti rinkoje ir būti konkurencingos gali augti iš vidaus arba kitaip vadinamu organišku būdu. Tokios įmonės renkasi plėsti savo veiklą vidiniais procesais ir pasikliaujant savo ištekliais, iš vidinių resursų, didinti pardavimų kiekį, pradėdama naujų produktų gamybą, siekiant užimti kuo didesnę esamos rinkos dalį ar savo jėgomis žengti į naują rinką ir kuo geriau joje išsilaikyti, tai gali užtrukti ilgiau bet tai yra mažiau rizikingas būdas.

Norint greitesnių rezultatų ar užtikrintumo įmonės vis dažniau renkasi, kitą būdą tai yra kitos įmonės įsigijimas ar susijungimas. Tuomet įmonės greičiau įeina į naujas rinkas ar užsitikrina vietą esamoje. Įmonės, kurios nori įsitvirtinti savo šalyje, pradeda galvoti apie vietinių susijungimo ar įsigijimo sandorį, kuris būtų vykdomas su tos pačios šalies įmone ir taip būtų vykdomas įmonės augimas šalies viduje. Įmonės, kurios yra pasiruošusios savo veiklą plėsti kitoje šalyje, gali pradėti ieškoti tinkamos įmonės užsienyje, kuri padėtų žengti į tarptautinę rinką. Tačiau įmonių pasirinkimas, nesvarbu ar tai būtų vietinis ar tarptautinis sandorio vykdymas, kainuoja daug. Pareikalaujama daugiau investicijų bei išlaidų, todėl tokie sprendimai turi būti gerai apgalvoti, kas bus palankiau žiūrint ir į tolimesnę perspektyvą. Gupta (2012) pažymi, jog norint sėkmingai plėsti įmonę, susijungimai ar įsigijimai gali suvaidinti didelį vaidmenį, susijungimas su kita įmone palengvina „atėjimą“ į naują rinką ar naujų produktų sukūrimą. Taip pat pažymi, jog įsigijimai padidina įmonės vertę bei efektyvumą, o turimi įmonės ištekliai yra maksimaliai panaudojami ir visa tai didina įmonės akcijų vertę. Vretenar, Soolic ir Mrak (2017), išskiria, jog įmonių susijungimą, kaip strateginį motyvą taip pat lemia prielaida, jog susijungimas leis padidinti turimos rinkos dalį, taip suteikiant daugiau galios pačiai įmonei ir leis daryti įtaką rinkos kainoms. Duktaitė ir Tamošiūnienė (2009) taip pat prisideda prie autorių nuomonės, jog susijungimo ar įsigijimo sandoriai, dažnai vykdomi, nes siekiama gauti priėjimą prie naujų rinkų, naujų klientų rato ar didinti veiklos apimtį ir geografiniu požiūriu. Įmonės veiklos apimčių didinimas, už jai įprastų ribų, yra greitas ir patikimesnis būdas, nei šio augimo tikėtis iš vidaus. Todėl apibendrinus galima teigti, jog tiek įmonėms, kurios planuoja vykdyti vietinį įsigijimo sandorį šalies viduje, tiek įmonėms, kuris norėtų veiklos apimtį didinti užsienio šalyse, augimo motyvas joms yra vienas svarbiausių ir labiausių skatinančių, pradėti vykdyti susijungimo ir įsigijimo sandorius, dėl augimo greičio bei patikimumo.

Tačiau augimas yra tik viena iš daugelio priežasčių, kurios skatina vykdyti vietinius ir tarptautinius susijungimo ir įsigijimo sandorius, egzistuoja ir daugiau motyvų bei priežasčių. Taip pat svarbu pažymėti, jog yra teigiama, kad vieno pagrindinio motyvo dėl ko įmonės vykdo susijungimo ir įsigijimo sandorius nėra. Dažniausiai įmonės turi daugiau nei vieną motyvą ar priežastį. Todėl toliau pateikiamos, kiti autorių įvardijami pagrindiniai motyvai bei priežastys.

Kita priežastis, kuri yra viena iš dažniausiai, visų analizuojamų autorių, pateikiama – *sinergijos efektas*. Susijungdamos dvi ar daugiau įmonės tikisi, jog bus padidinta veiklos apimtis, efektyvumas bei sumažinti kaštai, dirbant kartu nei kiekvienai įmonei atskirai. Dar tik pradėdant vykdyti susijungimo ir įsigijimo sandorį, įmonės turi tikslą, sukurti sinergiją, kuri laikui bėgant atneš norimos naudos. Tačiau reikia pabrėžti, jog ne tik įsigyjanti įmonė sulaukia teigiamos naudos bei rezultatų pagerėjimo, bet ir tikslinė įmonė laimi. Laimėjimas gali pasireikšti per priemokos išmokėjimą, tikslinės įmonės savininkams. Sinergija matematiškai yra apibūdinama, kaip „ $2 + 2 = 5$ “, šis pateikimas, atvaizduoja, jog įmonės dirbdamos kartu sukuria didesnę vertę, nei dirbdamos atskirai (Gupta, 2012). Kalbant plačiau apie sinergiją reikia paminėti, kad yra išskiriamos kelios pagrindinės sinergijos rūšys (žr. 4 pav.).



4 pav. Sinergijos rūšys

Pastaba: sudaryta autorės remiantis, Gupta, 2012.

Gamybos sinergija, pasak Gupta (2012) apima įmonių kompetencijų derinimą skirtingose gamybos, technologijos ir projektavimo srityse. Tai reiškia, jog yra tikslingiau naudojami bendri įmonės gamybos pajėgumai. Įmonės per trumpą laiko tarpą gali perskirstyti produkciją susijungimo vykdymo metu bei efektyviau išnaudoti naujas gamybos priemones. Ši sinergijos rūšis siekiama vietiniuose ir tarptautiniuose sandoriuose, nes įmonėms kurios vykdo susijungimą ar įsigijimą, ši sinergija gali sutaupyti daug įmonės kaštų, tikslingiau bei efektyviau panaudojant turimus gamybos išteklius. Taip pat produktyviai išnaudoti, gamybinius išteklius, tikslinės įmonės, kuri buvo įsigyta. Ši sinergijos rūšis aktuali visoms įmonėms, ne tik gamybinėms, žinoma toms įmonėms ji aktualesnė, nei įmonės, kurios turi mažiau gamybinių kaštų, tačiau jos taip pat gali sulaukti gamybos sinergijos, jeigu tikslingai ir efektyviai bus paskirstomi turi kaštai.

Rinkodaros sinergija. Rinkodaros sinergija taip pat yra labai stiprus motyvas, nes dvi besijungiančios įmonės iš šios sinergijos tikisi abipusės naudos. Tiek viena tiek kita pusė gali pasinaudoti, kitos įmonės prekės ženklu reklamuojant naujus produktus bei juos pateikiant rinkai. Ši sinergijos rūšis ypač aktuali mažesnėms įmonėms, kurios vykdo susijungimo sandorį su didesne įmone. Mažesnėms įmonėms dažnai pritrūksta lėšų, arba nenorima tiek daug investuoti į reklamą, todėl susijungimas puikus būdas pateikti savo produktus ar teikiamas paslaugas platesnei rinkai (Weber, Dholakia, 2000). Įmonės, kurios planuoja vykdyti vietinius susijungimo ir įsigijimo sandorius, tai taip pat yra stiprus motyvas, nes ir veikiant toje pačioje šalyje, galima pasinaudoti kitos įmonės vardu, pateikti savo produktus platesnei rinkai. Tarptautiniuose sandoriuose šis motyvas yra akivaizdus, dėl produkto ir paslaugų platinimo užsienio šalyse. Taip pat rinkodaros sinergija apima ir sąnaudų

mažinimą, naujų produktų pateikimas vienai įmonei gali kainuoti daugiau nei po sandorio įvykdymo (Weber, Dholakia, 2000).

Finansų sinergija apima tikslinių įmonių balansų derinimą, jog būtų sumažinta vidutinė svertinė kapitalo kaina (WACC), taip pat apima ir geresnio skolinimo santykį bei kitus finansinius parametrus (Gupta 2012). Kitaip tariant, finansų sinergija gaunama, dėl padidėjusios finansinės veiklos efektyvumo bei kapitalo sąnaudų sumažėjimo. Basmah ir Rahatullah (2013) taip pat pateikia, jog finansų sinergija reikalinga įmonėms, kurios turi didelius grynujų pinigų perteklius, tuomet kitų įmonių įsigijimą galima laikyti kaip geriausią turimų lėšų panaudojimą. Taip pat autoriai teigia, jog bendrų pastatų ar biuro reikmenų naudojimas bei bendros įrangos panaudojimas taip pat mažina bendrąsias išlaidas. Ogada, Njuguna ir Achoki (2016) mano, jog finansų sinergija remiasi teiginiu, jog sandorių išlaidos susijusios su kapitalo pritraukimo išorėje bei diferencijuotu dividendų apmokestinimu, gali būti kaip sąlyga, kuria siekiama veiksmingesnio kapitalo paskirstymo. Paskirsčius kapitalą nuo mažesnės iki didesnės ribinės grąžos bei paskirsčius gamybos veiklos sąnaudas, tai gali būti, kaip pagrindas siekti konglomeratinio susijungimo. Finansų sinergija taip pat gali pasireikšti per skolas. Susijungusių įmonių pinigų srautai bei pajamos tampa stabilesnės bei labiau nuspėjamos, todėl prireikus įmonei paskolos atsiranda didesnės skolinimosi galimybės palankesnėmis sąlygomis. Tačiau reikia paminėti, jog finansų sinergija gali būti gaunama ir neigiamai. Ji vertinama neigiamai, jei įmonių, kurios dalyvavo susijungimo ar įsigijimo procese, vertė gaunama mažesnė nei tų įmonių vertės dar prieš sandorio įvykdymą (Moskovicz, 2018).

Veiklos sinergija, pasak Gupta (2012) apima susijungusių įmonių operacijų racionalizavimą, dalijantis tokiomis priemonėmis kaip programinė įranga, sandėliais, transportavimu bei bendromis paslaugomis, kurios gali būti naudojamos abiejuose įmonėse – žmogiškieji išteklių, administracija, finansai. Tokiu būdu būtų išvengta papildomų išlaidų dubliavimosi. Kitaip tariant, veiklos sinergija, pasireiškia, tuomet, kai susijungimo ar įsigijimo sandoryje dalyvavusios įmonės veiklos rezultatai yra didesni nei prieš sandorio įvykdymą ir tai leidžia įmonei padidinti ne tik savo veiklos pajamas bet ir užtikrinti didesnę įmonės augimą. Duksaitė ir Tamošiūnienė (2009) taip pat pateikia, jog veiklos sinergija apima fiksuotas išlaidas bei tikslingai naudojamą turtą, susijusiems produktams gaminti ar paslaugoms teikti. Tikslingas įmonės veiklos kaštų naudojimas padėtų sumažinti išlaidas. Huyghebaert ir Luypaert (2013) veiklos sinergiją apibūdina, kaip vieną iš pagrindinių motyvų, nes dvi besijungiančios įmonės gali pagerinti savo investicijų efektyvumą. Autoriai taip pat teigia, jog atsiranda galimybė padidinti grynojo apyvartinio kapitalo efektyvumą, pagerinus grynujų pinigų surinkimą arba naudojant kitą variantą – atsargų mažinimą. Ši sinergijos rūšis aktuali ir vietiniuose ir tarptautiniuose susijungimo ir įsigijimo sandoriuose dalyvaujančioms įmonėms, nes vienas iš pagrindinių tikslų ir yra veiklos kaštų mažinimas, tikslingai naudojant išteklius.

Mokesčiu sinergija apima nuostolingai dirbančios įmonės susijungimą ar įsigijimą su pelningai dirbančia įmone. Pasak, Dilshad (2013) ženkliai sumažėjusi mokesstinė prievolė, skatina įmonės jungimosi procesui, nes iš to gali būti gaunama nemaža mokesstinė nauda. Taip pat įmonėse mokesčių sinergija, gali būti gaunama iš palūkanų, po sandorio įvykdymo įmonės turi galimybę skolintis didesnes sumas ir taip gauti daugiau palūkanų mokesčio lengvatų. Jei įmonė įsigyja kitą įmonę, kuri priklauso tai pačiai verslo sričiai ir kuriai yra taikomi skirtingi pajamų mokesčio tarifai, įsigyjanti įmonė gali gauti naudos iš šių skirtumų. Taip pat tarptautiniuose sandoriuose dalyvaujančios įmonės gali, sulaukti mokesčių sinergijos, pasinaudojant galiojančiais mokesčių įstatymais. Kraft (2016) taip pat teigia, kad mokesčių sinergija naudinga tuo, jog galima nepanaudotus grynuosius veiklos

nuostolius, turto vertės padidėjimą bei įprastas pajamas galima nurodyti, kaip kapitalo prieaugį. Tokiu būdu mažinant mokestinę naštą.

Sinergijos efektas yra plačiai aptariamas literatūroje, tačiau ne ką mažiau svarbios yra ir kitos priežastys. Apibendrinus įvairių autorių nuomones toliau pateikiami kiti svarūs vietinių ir tarptautinių susijungimų ir įsigijimų motyvai:

- Bankroto tikimybės mažinimas;
- Saugumas ir rizikos mažinimas;
- Esamos pozicijos rinkoje gerinimas;
- Kompetencijos įgijimas;
- Konkurencijos mažinimas.

Bankroto tikimybės išvengimas. Mažesnėms įmonėms, kurios susiduria su finansiniais sunkumais susijungimas su kita įmone gali būti, kaip pagrindinis motyvas išvengti bankroto. Piesse, Lee, Lin ir Kuo (2013) teigia, jog kruopščiai numatytas susijungimas su kita įmone gali būti, kaip bankroto išvengimo galimybė. Toms įmonėms, kurios įsigyja taikomos ir mokestinės lengvatos, tačiau reikėtų apsvarstyti ar tai gali būti, kaip vienas iš pagrindinių motyvų įsigyti tam tikrą įmonę, nes akcininkams toks įmonės įsigijimas neduoda norimo pelno dabar, nebent tolimesnėje ateityje. Taip pat Piesse ir kt. (2013) teigia, jog bankroto tikimybės išvengimas, kaip motyvas gali būti tarptautiniams susijungimo ir įsigijimo sandoriams vykdyti, jei įmonės, kurios finansiškai yra stabilesnės, pastebi jog šalyje kurioje jos veikia prasideda tam tikri neramumai (priimti apribojimai dėl veiklos vykdymo, padidinti mokesčiai), kitos įmonės įsigijimas gali padėti padidinti pinigų srautus ir taip įmonės išvengtų bankroto tikimybės.

Saugumo ir rizikos mažinimo motyvai. Pasak Dilshad (2013) rizikos mažinimas yra aktualus įmonėms tuomet, kai norima užsitikrinti tam tikrą saugumą dėl įmonės stabilumo. Jei dvi besijungiančios įmonės užsiima skirtinga veikla, esant ekonominiams sunkumams jos gali jaustis saugesnė. Kadangi nesėkmė ar nuosmukis gali būti tik tam tikroje sferoje ar šalyje, vadinasi įmonė bendrai nenukentės, gali jaustis pasekmės tačiau vienos įmonės rezultatai gali atsverti kitos nuostolius. Taip pat, jei vietinis ar tarptautinis susijungimo ir įsigijimo sandoris vykdomas su įmone, kurios pinigų gavimo srautai skiriasi (gaunamos pajamos iš skirtingų vykdomų veiklų), įmonėms tai duoda didesnę finansinį efektyvumą, nes atsiradusi didesnė mokestinė prievolė vienai veiklos sričiai, kita įmonė gali padengti šiuos mokesčius, jog nebūtų patiriami nuotoliai (Dilshad 2013). Vykdomi susijungimai su kita veikla užsiimančia įmone, suteikia stabilumo ir saugumo garanto, kas tikrai gali būti didelis motyvas dėl sandorio vykdymo.

Esamos pozicijos rinkoje gerinimas. Pateikiama nuomonė, jog dvi besijungiančios įmonės turi daugiau galimybių gauti geresnes sąlygas iš tiekėjų. Kadangi panašia veikla užsiimančios įmonės gali sumažinti sąnaudas, įsigydama tas pačias prekes kaip viena organizacija, taip sumažindama savo sąnaudas. Vietiniuose susijungimo ir įsigijimo sandoriuose, šis motyvas, pasireiškia kai norima vykdyti sandorį su įmone, kuri veikia toje pačioje šalyje ir galbūt užima geresnę poziciją rinkoje, turi užsitarnavusi labiau žinomą ir patikimesnę vardą, taip įsigyjanti įmonė gali įgauti didesnę pirkėjų skaičių bei jų pasitikėjimą. Vykdydamos tarptautinius sandorius, įmonės savo veiklą plačiau į kitos šalies rinkas, jei tikslinė įmonė plačiai žinoma kitoje šalyje ir ji vertinama bei priimama labai gerai, įsigyjančioji įmonė gali šiuo vardu pasinaudoti, reklamuodama savo prekes bei paslaugas esamoje rinkoje taip didindama vartotojų pasitikėjimą (Moskovicz, 2018).

Kompetencijos įgijimas. Duksaitė ir Tamošiūnienė (2009) išskiria jog įmonės gali įgauti skirtingos kompetencijos susijungimo ir įsigijimo metu ir išskiria tris grupes:

- Žmogiškasis kapitalas (apima visų darbuotojų sukauptas žinias ir patirtį, panaudojant šias patirtis sukuriant vertę klientams bei panaudojant sukauptas žinias vykdant įmonės veiklą – diegiant naujas technologijas ar procesus);
- Organizacinis kapitalas (apima įmonės strategijas, struktūrą, procesus bei vadovavimą, veiksnius kurie lemia įmonės specifiką ir kompetencijas. Taip pat apima įmonės galimybes pasidalinti inovacijomis, kurios gali prisidėti prie efektyvesnio veiklos vykdymo, bei gebėjimo perduoti ir saugoti intelektinę medžiagą);
- Struktūrinis kapitalas (apima visapusišką santykį su klientu, išmatuojant tam tikrus parametrus – klientų rinkos dydis, santykio su klientas pelningumas, klientu perkamoji galia bei klientų tvarumas).

Konkurencijos mažinimas, pasak Moskovicz (2018) šis motyvas suteikia pirkėjui galimybę iš rinkos pašalinti būsimą ar esamą konkurentą ir taip įgyti didesnę rinkos dalį. Konkurencijos mažinimo motyvas, didžiausią svarbą turi vietiniuose sandoriuose dalyvaujančioms įmonėms, kadangi siekiama užimti kuo didesnę rinkos dalį šalyje ir kitos įmonės įsigijimas yra puikus būdas, pašalinti esamą konkurentą. Tarptautiniuose susijungimo ir įsigijimo sandoriuose šis motyvas taip pat yra aktualus, kai kalbama apie dideles įmones. Įmonės, nors ir veikia kitose šalyse tačiau jei jų veikla ta pati, konkurencija tarp jų taip pat gali būti didelė, todėl norima šį konkurentą pašalinti arba padaryti jį savo partneriu, vykdant susijungimo sandorį. Piesse ir kt. (2013) pateikia, jog gali būti ir sudėtinga įkalbinti įmonės savininkus parduoti savo verslą, tuomet gali būti manipuliuojama kaina ir ilgai tęsiamas derybų procesas. Taip pat autoriai teigia, jog konkurentų pašalinimas iš rinkos gali atneš ir papildomos naudos ne tik dėl didesnės rinkos dalies bet ir dėl naujų kliento perėmimo ar naujų santykių su tiekėjais kūrimo.

Aptarus pagrindines vietinių ir tarptautinių sandorių priežastis, galima teigti jog pagrindinis motyvas yra augimas. Besijungiančios įmonės nori turėti kuo geresnius įmonės rezultatus bei didesnę pelną. Tikimasi iš šio proceso išgauti kuo didesnę sinergiją, padidinti rinkos dalį teikiant geresnes paslaugas bei įgyti kompetencijos. Tačiau kaip ir minėta prieš tai, vienas motyvas dėl susijungimo dažniausiai negalimas, įmonės dažniausia turi kelis motyvus, dėl kurių pradeda įgyvendinti šį daug laiko, išteklių ir pastangų kainuojantį procesą. Vietiniuose sandoriuose pagrindiniais motyvais gali būti laikomai konkurencijos mažinimo siekiai bei esamos pozicijos rinkoje gerinimas. Tarptautiniuose sandoriuose pagrindiniai motyvai būtų išskiriami šie – rinkodaros ir veiklos sinergijos siekis bei saugumo ir rizikos mažinimo motyvas.

2.2. Veiksniai lemiantys sėkmingus susijungimus ir įsigijimus

Motyvai gali padėti priimti sprendimą ar vykdyti tam tikrą susijungimą ar įsigijimą tikslinės įmonės ar ne, tačiau nusprendus pradėti šį procesą yra pravartu aptarti pagrindinius veiksnius, kurie turi įtakos sėkmingiems ir nesėkmingiems įsigijimams, jog būtų atitinkamai jiems pasiruošta.

Taip pat svarbu pažymėti, jog dauguma autorių išskiria, jog sėkmingi susijungimai ir įsigijimai įvyksta tarp vietinių įmonių. Pasak, Bockerman ir Lehto (2006) geografinis atstumas tarp įmonių yra svarbus aspektas susijungimo ir įsigijimo procese, autorių atliktas tyrimas, atskleidžia, jog įmonės meliau renkasi kitą bendrovę esančia netoliese ar tam pačiam regione, nes tuomet didėja sėkmingo sandorio tikimybė. Sėkmingesnis sandoris tikėtinas, nes tuomet yra lengviau ir paprasčiau stebėti

patį procesą, laiku reaguoti į iškilusias problemas ir priimti tam tikrus sprendimus, nei sandoris vyktų su kitos šalies įmone. Taip pat autoriai teigia, kad investuotojai kurie vengia rizikos, pirmenybę teikia vietiniams susijungimams.

Ciobanu (2016) taip pat prisideda prie daugelio autorių nuomonės, jog vietiniai susijungimo ir įsigijimo sandoriai yra sėkmingesni už tarptautinius susijungimus ar įsigijimus. Atlikto tyrimo rezultatai atskleidžia, jog geografinis artumas tarp tikslinių įmonių yra sėkmės garantas, įsigijimo procese. Analizuojami įmonių rezultatai po įsigijimo sandorio, rodo jog dvi įmonės esančios šalia, vieną kitą pažįsta geriau todėl yra lengviau ir paprasčiau vykdomas sandoris, nėra didelių skirtumų tarp vadovų vadovavimo stiliaus, taip pat lengvesnis komunikacijos procesas.

Tačiau didėjantis susijungimo ir įsigijimų sandorių vertės skaičius pastaruosius metus, parodo, jog sėkmingi įsigijimai auga ne tik tarp vietinių įmonių bet ir tarptautinių sandorių skaičius didėja. Nepaisant atliktų tyrimų vis dar nėra atsakyta į pagrindinius klausimus – kokia yra sėkmingo susijungimo ir įsigijimo formulė. Kodėl vieni susijungimai yra pelningesni nei kiti? Anot Canina ir Kim (2010) tyrėjai padarė pažangą atsakydami į šiuos klausimus, tačiau vis dar reikia papildomų įžvalgų ir pasiūlymų. Todėl pirmiausiai prieš pradėdant vietinį ar tarptautinį susijungimą ir įsigijimą su kita įmone yra rekomenduojama apžvelgti pagrindinius veiksnius, kurie anot autorių, lemia sėkmingus sandorius:

- Diversifikavimas;
- Tinkama integracija;
- Strategijos panašumas;
- Patirtis;
- Bendravimas.

Daugelio autorių pateikiama nuomonė, jog diversifikavimas yra kaip vienas iš pagrindinių veiksnių lemiančių sėkmingą susijungimą. Iankova (2014) pateikia, jog diversifikavimas yra grindžiamas sinergijos samprata. Sinergija įvyksta tada kai du atskirus subjektus galima valdyti geriau ir efektyviau kartu nei atskirai. Tokiu būdu įmonės patiria mažesnes sąnaudas arba geriau atliekamas ribotų išteklių paskirstymas. Diversifikavimas pajvairiną įmonių veiklą, kai susijungia dvi įmonės kurios užsiima skirtinga veikla, tuomet galima gaminamą produktą ar teikiamą paslaugų papildyti vieno kito teikiamomis naudomis, taip klientui sukuriant didesnę vertę už tą pačią pinigų sumą (Almazur ir kt., 2018). Toks paslaugų ir produktų diversifikavimas prisideda prie sėkmingo sandorio įgyvendinimo. Taip pat Kumar ir Upadhyayula (2012) išskiria jog diversifikavimas gali būti susijęs arba nesusijęs su verslu. Susijusi diversifikavimą laiko dviejų panašių gamybos ir rinkos atžvilgiu įmonių jungimasis, iš kurių tikimasi augimo. Autoriai teigia, jog nesusijęs diversifikavimas kartais gali sukurti daugiau ekonominės naudos, kadangi pajamų gavimas iš skirtinga veiklą užsiimančių įmonių gali atnešti didelės naudos.

Tinkamos strategijos įgyvendinimas ir numatomo plano susijungimo ir įsigijimo etapuose įgyvendinimas yra svarbi integracijos dalis. Pasak Barros ir Dominguez (2013) integracijos procesas yra aktualus visų rūšių susijungimas ir įsigijimams, nes jis daro didelį poveikį įmonei. Kalbant apie įmonę, plačiąja prasme, tai apima įmonės vadovus, akcininkus bei darbuotojus, tinkamas pasiruošimas susijungimo ar įsigijimo sandoriui, padės lengviau ir greičiau prisitaikyti prie ateinančių pokyčių įmonėse bei geriau tuos pokyčius įsisavinti. Kumar ir Upadhyayula (2012) pateikia, jei norima, kad susijungimai būtų sėkmingi, jie turi atitikti vieną iš trijų integracijos metodų – pratęsimas,

bendradarbiavimas ar pertvarkymas. Pratęsimas tai kitos įmonės įsigijimas dėl jos finansinių veiklos rezultatų. Įmonės ir toliau išlieka kaip atskiri subjektai, išskyrus tik kai kuriuos aspektus – finansų ar išteklių integraciją. Įgyvendinant šią strategiją, įmonės ir toliau vykdo savo veiklas kaip ir vykdė, nėra diegiama per daug naujų valdymo procesų ir nėra siekiamas dviejų įmonių sujungti į vieną valdymo organą. Bendradarbiavimo strategija naudojama tuomet, kai įmonėje sujungiami tam tikri subjektai, naudojamos tos pačios valdymo formos, integruojamos naujos programos ar technologijos. Kartu kuriami procesai ir dalijamasi bendra patirtimi vykdant veiklą. Pertvarkymas pasižymi tuo, jog viena iš besijungiančių įmonių priima kitos įmonės valdymo modelius, praktikas, procedūras ir kultūrą. Taip pat pertvarkymas gali būti, jei dvi įmonės sukuria naują įmonę, kurioje kuriamos naujos praktikos, nauji procesai ir reikalavimai. Kadangi integracijos strategijos skiriasi viena nuo kitos ir iš esmės gali pakeisti įmonių tvarką bei tam tikrus procesus, todėl dar prieš vykdant susijungimo ar įsigijimo sandorį, turi būti pasirinktas integracijos metodas, detalčiai ir aiškiai aptarta visa eiga, numatyta kokie pokyčiai bus atliekami tiek vienoje tiek kitoje įmonėje (Kumar, Upadhyayula, 2012). Pasiruošimas ir sėkmingas integracijos procesas yra labai svarbus, nes tai gali nulemti ar vykdomas sandoris bus sėkmingas.

Kitas veiksnys – strategijos panašumas yra susijęs su sėkminga integracija, tačiau šiame veiksnyje norima pabrėžti įmonių panašumus dar prieš sandorio įvykdymą. Bettinazzi, Miller, Amore ir Corbetta (2020) teigia, jog atlikti tyrimai, susijungimų ir įsigijimų kontekste rodo, jog sėkmingesni sandoriai tų įmonių, kurios turėjo strateginį ir organizacinį panašumą prieš sandorio įvykdymą. Įmonės kurios veiklą vykdė laikantis panašių principų bei vertybių, yra linkusios vieną kitą labiau suprasti ir joms yra lengviau prisitaikyti vienai prie kitos. Panaši strategija leidžia įmonėms ir po susijungimo ar įsigijimo sandorio veiklą vykdyti panašiomis sąlygomis, taip nesukeliant per daug streso ir nerimo įmonių darbuotojams. Iankova (2014) taip pat pateikia pavydžius, jog įmonių kurių strategijos buvo panašios, susijungimai buvo sėkmingesni bei pasiekiami geresni rezultatai. Strategijos panašumai leidžia įmonėms siekti bendrų rezultatų, greičiau vyksta įmonių susijungimo procesas ir jis tikėtina bus sėkmingesnis. Todėl prieinama prie bendros išvados, jog vykdant susijungimą ar įsigijimą, strategijos panašumas yra didelis sėkmės faktorius tolimesniame integracijos etape. Strategijos panašumas, sėkmės rodikliu gali būti ir vietiniuose ir tarptautiniuose sandoriuose, viskas priklauso nuo tinkamos įmonės pasirinkimo.

Patirtis nurodoma, kaip dar vienas veiksnys. Jei įmonės prieš tai dalyvavo susijungimo ar įsigijimo procese, tikėtina, jog turės patirties ir tam tikrų sprendimų neatliks. Aggarwal-Gupta ir kt. (2012) teigia, kad įmonė, kuri turi patirties susijungimo ir įsigijimų srityje, gali turėti daugiau pranašumų prieš kitą įmonę, nes įgyta patirtis padeda lengviau vykdyti derybas, tinkamiau pateikti informaciją darbuotojams bei tinkamai ją valdyti tolimesnėje sandorio vykdymo eigoje. Tačiau Iankova (2014) nurodo, jog vien patirties kuri buvo sukaupta ankstesniuose susijungimų ir įsigijimų sandoriuose nėra pakankama sąlyga, jog būtų užtikrintos visos žinios, dėl sandorio įvykdymo. Bet svarbu tai, kad vadovai mokosi iš ankstesnės patirties, šia patirtimi gali pasidalinti su kitos įmonės vadovu ir visą tai gali pritaikyti naujo sandorio vykdymo etapuose.

Kitas veiksnys – bendravimas. Pasak Okafor (2019) bendravimas yra vienas iš pagrindinių sėkmės faktorių, kuris dažnai būna neįvertinamas susijungimo ir įsigijimo sandoriuose. Autorius teigia, jog veiksminga komunikacija sumažina netikrumą ir didina suinteresuotų šalių įsipareigojimą, sėkmingai įvykdyti sandorį. Didelę svarbą čia turi visa vadybos ir konsultantų komanda, jie vadovauja visam procesui taip užtikrindami, jog bendravimas įmonėje išliktų atviras ir sąžiningas. Atviras bendravimas tarpusavyje, gali padėti išvengti nesusipratimų ir nesusikalbėjimų vėlesniame etape.

Tinkamai pateikiama informacija darbuotojams apie pokyčius jų interesams bei išgaliojančius pakeitimus įmonėje, didina darbuotojų pasitikėjimą pačia organizacija. Vadovai turi bendrauti su savo darbuotojais aiškiai ir patikimai pateikti informaciją. Todėl reikalingas sąžiningas ir atviras bendravimas ne tik prieš susijungimą bet ir viso proceso metu yra būtinas tiek su darbuotojais, tiek su kita tikslinė įmone. Svarbu, jog būtų palaikomi draugiški santykiai ir tarp įmonių, kurios vykdo sandorį, nes juntama įtampa tarp vadovų, dar pačio susijungimo proceso pradžioje, gali kelti nepasitikėjimą įmonės darbuotojams (Okafor,2019).

Pateikti veiksniai, kurie autorių išskiriami, kaip pagrindiniai sėkmės faktoriai – suteikiantys sėkmingo sandorio tikimybę. Tie patys veiksniai, jei jie bus tinkamai valdomi, gali būti sėkmės rodikliais tiek vietiniuose tiek tarptautiniuose sandoriuose. Tačiau netinkamai valdomi veiksniai gali turėti ir neigiamo poveikio susijungimo ir įsigijimo sandoriuose. Todėl svarbu analizuoti šiuos ir kitus veiksnius bei suprasti, kaip juos reikia valdyti, jog nebūtų gauta neigiama sinergija sandorio metu.

2.3. Veiksniai lemiantys nesėkmingus susijungimus ir įsigijimus

Daugelio autorių pateikiama, jog daugiau nei 60 proc., susijungimų ir įsigijimų yra nesėkmingi bei nuostolingi. Visame pasaulyje pastebima, jog didelė dalis susijungimų ir įsigijimų įmonėms nešė mažesnę pelną nei prieš sandorį bei nepavyko pasiekti sinergijos, kurios buvo tikimasis. Šios nesėkmės dėl susijungimų gali pakenkti įmonėms, sugadinti jų reputaciją ir patikimumą rinkoje, taip pat tai gali sumažinti akcininkų pasitikėjimą. Pasak, Aggarwal-Gupta ir kt. (2012) nesėkmingi susijungimai ir įsigijimai neigiamą poveikį daro ne tik įmonei bet ir darbuotojams. Padidėjęs stresas, atsiradęs neigiamas darbuotojų požiūris į pačią įmonę, prarastas pasitikėjimas bei sumažėjęs pasitenkinimas darbu. Todėl svarbu yra išskirti nesėkmių priežastis, kurios identifikuojamos vietiniuose ir tarptautiniuose sandoriuose, jog ateityje jų būtų išvengta.

Mokslinėje literatūroje pateikiama nemažai veiksnių, kurie daro įtaką nesėkmingiems susijungimams ir įsigijimams, todėl toliau bus išskiriami 10 pagrindiniai nesėkmių veiksniai, kurios pateikia Shukla (2014) :

- Blogai valdoma integracija;
- Įmonės dydis;
- Patirties trūkumas;
- Strateginio tinkamumo trūkumas;
- Vadovybės sugebėjimas priimti sprendimus;
- Bendravimas;
- Ribotas susitelkimas;
- Lyderio vaidmens nesėkmė;
- Kultūriniai skirtumai.

Aptariant pirmąją priežastį – integraciją svarbu pabrėžti, jog blogai valdoma integracija dažniausiai pasireiškia per įmonių vadovų priimamus sprendimus. Pasak, Sinha ir Sanchari (2014) tinkamas sprendimų priėmimas yra būtinas, kadangi vadyba atlieka svarbų vaidmenį integracijos procese, kuris apima daug planavimo. Jei įmonė tinkamai nepasirengia integracijai, neaptariamoms visoms sąlygoms ar nėra susitarta pilnai dėl tų pačių sąlygų, tai garantuoja vieną ir aiškų scenarijų – susijungimo ar įsigijimo nesėkmę. Minimalus ir prastas pasiruošimas integracijos procesui, ilgainiui įmonei gali būti ne tik finansiškai nuostolingas bet tokiu būdu gali būti paveikiami ir įmonės darbuotojai. Taip pat

autorai teigia, jog pagrindinis integracijos proceso trūkumas yra tas, jog ši veikla gali atitraukti nuo pagrindinio, kasdieninio verslo veiklos, dėl to gali likti daug neišspręstų klausimų ir tai turės stiprų poveikį visai organizacijai.

Skirtingi įmonių dydžiai, taip pat pateikiama kaip viena iš priežasčių, kadangi tam tikri skirtumai dėl kompanijų dydžių gali kelti rimtų problemų integracijos metu bei vėlesniam etape. Remiantis nagrinėjama literatūra, galima teigti jog susijungimai žlunga, kai mažos įmonės jungiasi su gan didesnėmis. Tuomet mažesnėms įmonėms gali likti ne tiek daug laiko ir dėmesio, kiek iš tikrųjų reikėtų. Dilshad (2013) atliktas tyrimas, pagrindžia kitų autorių, nuomonę, jog įmonės dydis yra svarbus faktorius susijungimo ir įsigijimo procese. Gautais rezultatais, autorius, teigia, jog pagrindinis nesėkmingų sandorių veiksnys – bandymas sujungti dvi skirtingo dydžio įmones. Tuomet įmonėje nėra tikslingai paskirstomi kaštai ir įmonės gali patirti nuostolius. Taip pat Filipovic (2012) nurodo, jei įsigyjančioji įmonė ir tikslinė įmonė yra panašaus dydžio ar net tokio paties dydžio, pirkėjui yra lengviau perimti pačią įmonę, lengviau įsisavinti žinias bei įgūdžius ir pritaikyti juos savo verslo sistemoje. Todėl rekomenduojama susijungimui ar įsigijimui rinktis panašaus dydžio įmonę.

Patirties trūkumas yra svarbi priežastis nesėkmei bet kurioje srityje, susijungimų procesas taip pat ne išimtis. Kaip ir minėta prieš tai, ankstesnės, kitų įmonių patirtys gali padėti mokytis iš tam tikrų padarytų klaidų bei padėti įmonėms sėkmingai užbaigti integracijos procesą. Patirties trūkumas visa tai tik apsunkina ir tuomet didėja tikimybė dėl nesėkmingo susijungimo ir įsigijimo sandorio. Patirties trūkumas atsispindi įmonių sprendimuose – netinkama komunikacija, išteklių paskirstymas ir kt. (Shukla, 2014).

Strateginio tinkamumo trūkumas. Jeigu dviejų skirtingų įmonių strategijos sutampa, jos lengviau gali valdyti visą procesą. Kadangi tuomet didėja tikimybė, jog tai padės greičiau pasiekti numatytų tikslų, padidinti pelningumą bei sumažinti išlaidas. Sinha ir Sanchari (2014) nurodo, jog įmonės strateginis susijungimas yra galimybė įmonėms padidinti pelną, sumažinus pridėtines išlaidas. Veiksmingiau naudoti pastatus ar įrangą, kuri gali būtų reikalinga abiejuose įmonėse. Jei strategijos labai skirtingos, tuomet įmonėms yra sunkiau sulaukti sinergijos naudos, kurios buvo tikimasi bei sudėtingiau padidinti savo veiklos efektyvumą. Dėl strateginio tinkamumo, įmonėse gali kilti daug nesusipratimų, nes įmonių siekiai tam tikrose situacijose gali nesutapti.

Vadovybės sugebėjimas priimti sprendimus. Įmonių vadovai ne retu atveju neįdeda pakankamai pastangų, jog viskas vyktų pagal numatytą tvarką. Vadovų veiksmai labai sąlygoja tolimesnius susijungimo ir įsigijimo proceso veiksmus, jie turi numatyti ko gali prireikti, kokių veiksmų imtis jei atsitiktų kažkas neįprasto ir reaguoti į tai kuo greičiau. Taip pat vadovybės vaidmuo prisideda prie sėkmingo sandorio įvykdymo, nes jų pastangos turėtų atsispindėti siekiant abipusių tikslų pasiekimo. Jei įmonių vadovai nepasižymi bendradarbiavimo bruožais tikėtina, jog sandoris bus vykdomas siekiant vienapusės naudos ir priimami sprendimai, kurie gali nuvesti prie galutinio rezultato - nesėkmingas sandorio įvykdymas (Almazur ir kt., 2018).

Tinkamas bendravimas lemia labai daug kiekvienoje įmonėje. Įsigijimo metu tinkamas bendravimas su kita įmone sumažina netikrumą ir padeda atsižvelgti į klausimus kurie daro įtaką žmonėms ir pačiai įmonei. Padeda greičiau išspręsti tam tikras problemas ir taip atsiranda pasitikėjimas vienas kitu. Jei bendravimo bus sąlyginai mažai, tai kenks ne tik įmonėms rezultatams bet ir darys įtaką klientui aptarnavimui bei paslaugų kokybei. Taip pat bendravimo trūkumas, gali versti darbuotojus savo

lūkesčius grįsti gandais ir visa kita informacija kurią pavyksta rasti ir tai kelia darbuotojų nepasitenkinimą (Sarala, Vaara ir Junni, 2019).

Ribotas susitelkimas, jei įsigijimas vyksta tarp dviejų skirtingų įmonių, kurios užsiima skirtinga veikla, didėja tikimybė dėl nesėkmingo susijungimo ar įsigijimo. Tokiais atvejais įmonės turi būti labai susitelkusios ir susikoncentravusios dirbti išvien, sutelkti dėmesį į savo padalinius bei atkreipti dėmesį į kompetencijos kėlimą (Shukla, 2014). Įmonių susitelkimas svarbus aspektas, kuris galbūt sandorio proceso pradžioje gali pakenti įmonės veiklos rezultatams, bet vėlesniu laikotarpiu šis susitelkimas atsipirktų dvigubai, nes sandoris būtų įvykdomas dedant visas pastangas, kad tik būtų sulaukiama geresnių rezultatų. Taip pat susitelkimas, pasižymi per neatidėliotus valdymo sprendimo priėmimus, jei yra numatyta visų etapų susijungimo procese datos, reiktų jų ir laikytis. Nes daugelio autorių nuomone, atlikti tyrimai rodo, kad ne laiku pradėti vykdyti susitarimai, susijungimo procese kelia daug sunkumų bendrovėms bei kelia stresą darbuotojams. (Almazur ir kt., 2018).

Lyderio vaidmens nesėkmė, įmonės vadovas turėtų rimtai atkreipti dėmesį į tam tikrus dalykus susijungimo metu, tokius kaip verslo modeliavimas, strateginės naudos kiekybinis nustatymas. Pasak Stankiewicz-Mroz (2015) dviejų įmonių integracija priklauso nuo vadovo – lyderio, kuris padėtų abiem organizacijoms nukeliauti į sėkmingą susijungimą. Autoriai teigia, jog tinkamas vadovų elgesys, darbo pobūdis bei vizijos susikūrimas padėtų įmonėms visa tai geriau ir tikslingiau įgyvendinti. Jei tokio vadovo neatsirastų gali visas procesas ir žlugti, nes atsirastų nepasitikėjimas ir beprasmiškos pokalbiai tarp vadovų.

Kultūrinis tinkamumas besijungiančiose įmonėse yra labai svarbus aspektas. Hajro (2015) teigia kad kai tik organizacijos pradeda kalbėti apie susijungimus, darbo aplinka ir klimatas pasikeičia. Darbuotojai pradeda bijoti naujų pokyčių kurie gali ateiti su nauja organizacija turinčia savus kultūrinius įpročius. Jei įmonėse yra jaučiami dideli kultūriniai skirtumai, didėja tikimybė jog atsiras nesutarimų, konfliktų ir nesusipratimų tiek tarp vadovų, tiek tarp kitų darbuotojų. Pasak Shukla (2014) prieš susijungimą ir įsigijimą svarbu išanalizuoti kitos kompanijos kultūrinius įpročius, koks yra valdymo stilius, orientacija į riziką, požiūris į atvirumą ir sprendimo priėmimo laiką. Nes visą tai turi labai didelės įtakos tolimesniuose susijungimo ir įsigijimo etapuose bei po sandorio įvykdymo. Kultūriniai skirtumai labiausiai jaučiami tarptautiniame susijungimo ir įsigijimo procese. Vadovų požiūrių skirtumai, į tam tikrus valdymo aspektus, gali paveikti visos įmonės veiklą. Todėl kultūrinis tinkamumas, nagrinėjant mokslinę literatūrą yra išskiriamas daugelio autorių, kaip pagrindinis aspektas dėl nesėkmingų susijungimo ar įsigijimo sandorių (Remand, 2016; Denison, Askins ir Guidroz, 2001).

2.4. Kultūriniai skirtumai tarptautiniuose susijungimo ir įsigijimo sandoriuose

Aptarus nesėkmingų tarptautinių susijungimų ir įsigijimų priežastis, išskiriama viena pagrindinių priežasčių – kultūriniai skirtumai tarp organizacijų. Kaip ir minėta prieš tai nors ir nemaža dalis įvykusių tarptautinių įmonių įsigijimų buvo nesėkmingi, tačiau įmonės dar ir dabar labai aktyviai renkasi šią strategiją savo vykdomos veiklos gerinimui. Kadangi šiame tyrime, tarptautiniai įsigijimo sandoriai sudaro didelę svarbą, todėl yra svarbu aptarti pagrindinius faktorius, kurie daro įtaką nesėkmingiems įsigijimams tarp skirtingų šalių, kurios pasiryžta vykdyti kitos įmonės įsigijimą. Sciriha ir Debono (2017) teigia, jog didžioji dalis nesėkmingų sandorių įvyksta dėl blogos integracijos po susijungimo ar įsigijimo. Taip pat autoriai pabrėžia, jog problemos, kurios kyla bandant sujungti dvi atskiras įmones į vieną, kyla iš skirtumų kiekvienos organizacijos kultūroje. Dėl to svarbu

pabrėžti, jog tai yra svarbi verslo problema, kuriai yra reikalingas apgalvotas ir iniciatyvus valdymas. Kad įmonės vadovai galėtų valdyti kultūrą yra svarbu suprasti kultūros ypatybes, suprasdamas kultūros sąvoką, vadovas gali giliau suvokti, kaip tai veikia žmogaus elgesį organizacijoje (Giffords, Dina, 2003). Kadangi organizaciją sudaro žmonių grupės, turinčios savo identitetą, atspindinti žmonių ryšį, kuris ir prisideda prie sėkmingos organizacijos veiklos. Pasak Sciriha ir Debono (2017) organizacinį identitetą, palaipsniui per tam tikrą laiko tarpą, formuoja darbuotojai, o organizacijos identitetas kyla iš organizacijos kultūros, apimančios darbuotojų vertybes, įsitikinimus bei praktikas. Patterson (2004) teigia, jog svarbiausi organizacijos kultūros aspektai yra paslėpti, pirminiai dalykai kuriuos yra lengviau identifikuoti – elgesys ir požiūris, šie aspektai parodo nesąmoningas organizacijos kultūros savybes. Labiau vertinamas ir svarbesnes savybes yra sunkiau identifikuoti bei numatyti tikrąsias organizacijos kultūrinės savybes.

Vaara, Sarala, Gunter, Stahl ir Bjorkman (2012) pateikia, jog nacionaliniai, kultūriniai ir organizaciniai skirtumai daro didelę įtaką identiteto formavimui susijungimų ir įsigijimo metu. Autoriai taip pat teigia, jog šio proceso analizė yra svarbi nes ji padeda suvokti neigiamą kultūrinių skirtumų poveikį. Šiame procese esminė prielaida yra ta, jog žmonės yra linkę sieti panašumus apie tam tikrus įsitikinimus, vertybes bei patikimumą, besijungiančios įmonės yra linkusios nepasitikėti kita puse, todėl bendradarbiavimas ir abipusis pasitikėjimas yra būtinas.

Nagrinėjant literatūrą pastebima, jog didelė dalis autorių pateikia, jog vienas iš svarbiausių aspektų tiriant įmonių kultūrų yra pokyčių samprata. Kitos įmonės įsigijimas, įmonėse atneša labai didelių pokyčių, prie kurių turi taikytis visi darbuotojai tuo pačiu ir vadovai. Įmonių lyderiai turi suprasti abiejų besijungiančių organizacijų kultūrą ir kylančius kultūrinius skirtumus. Turi atsirasti suvokimas, kad taip pat ir vadovų vadovavimo stilius gali ir turi keistis, atsižvelgiant į kitos kompanijos vertybes, prisitaikyti prie darbo aplinkos pakitimų. Pasak Remanda (2016) yra manoma, jog darbuotojai pokyčius, kurie vyksta susijungimo metu, priims teigiamai, tačiau vadovai turi numatyti galimus kultūrinius atotrūkius tarp įmonės darbuotojų bei atlikti tam tikrus veiksmus ar pateikti sąlygas, kurios palengvintų integraciją. Lygiai taip pat kaip ir vadovai turi priimti kitos įmonės kultūrinius skirtumus, taip pat vadovas turi ir „paruošti“ savo darbuotojus. Darbuotojai sužinoję apie susijungimą su kita įmone gali priešišškai reaguoti, gali kilti nusiteikimas prieš kitos įmonės darbuotojus. Todėl įmonių vadovai turi tinkamai pateikti visą informaciją, kad darbuotojai palaipsniui priimtų pokyčius. Tinkamas informacijos pateikimo valdymas yra labai svarbus visais susijungimo ir įsigijimo proceso etapais. Reguliarios ir tikslingos informacijos pateikimas darbuotojams integracijos metu gali sumažinti galimus kultūrinius pokyčius. Remanda (2016) teigia, jog organizaciniu lygiu vadovai turi aiškiai pateikti naujas ir sustiprinti esamas kultūrinės vertybes, kurios bus diegiamos naujoje organizacijoje po susijungimo ar įsigijimo sandorio.

Pasak, Chmielecki ir Sutkowski (2016) jei visi elgtųsi remdamiesi loginiais skaičiavimais, susijungimai ir įsigijimai galėtų būti veiksmingesni atsižvelgiant į tai, koks geras jų ekonominis pagrindas. Visus susijungimo ir įsigijimo dalyvius lemia žmogiškumo ir individualios asmenybės faktoriai bei bendra įmonės kultūra. Todėl toliau pateikiami, autorių nuomone, pagrindiniai kultūros paveikti elementai:

1 Lentelė. Elementai, paveikti kultūros susijungimų ir įsigijimų metu

Kultūros paveikti elementai	Rezultatai
Sprendimų priėmimo stilius	Efektyviai integracijai reikalinga gebėti greitai priimti sprendimus. Įvairiausi sprendimo priėmimo stiliai, nebūtinai gali būti greitai, jie taip pat gali būti blogai integruoti arba visai neįvykdyti.
Vadovavimo stilius (Pvz.: patarimoji arba diktatorinė, difuzinė arba aiški)	Vadovavimo stiliaus kaita gali sukurti apyvartos riziką tarp darbuotojų kurie nesutinka su pakeitimais. Tai daugiausiai liečia naudingiausias darbuotojus, kurie dažniausiai yra mobilūs. Šių darbuotojų praradimas gali greitai sumažinti kompanijos vertę senkant intelektiniam kapitalui ir rinkos kontaktams.
Pasikeitimų galėjimas (tai yra – noras rizikuoti ties naujais dalykais, nerizikuojant kompanijos tikslais ir išlaikant jos pusiausvyrą).	Reikia tikėtis atsirbojimų iš valdžios, kurie yra prieš naujas strategijas. Atsirbojimas dirbti su neišvengiamais sunkumais, kurie išsklų sukuriant naują kompaniją.
Kaip žmonės dirba kartu (Pvz.: remiantis formalia struktūra ir darbo pareigomis arba remiantis santykiais kurie yra neformalūs).	Susijungusios įmonės sukurs sąsajas tarp funkcijų, kurios ateis iš kiekvienos įmonės, arba naujas funkcijas, kurios suvienys žmones iš buvusių įmonių. Jei senų įmonių kultūrinės prielaidos yra nestabilios, tada darbas ir procesai gali lėtai nykti, kur kiekvienas iš kompanijų darbuotojų tampa irzlūs dėl jo kolegų nesugebėjimo prisitaikyti, kaip nuo šiol darbas turi būti vykdomas
Įsitikinimai asmeninės „sėkmės“ klausimu (Pvz.: organizacijos, kurios fokusuotos į komandiską darbą arba į individualius geriausiuosius darbuotojus, arba kur žmonės pakyla per pažintis ar mokymus su senbūviais).	Vėl gi, šie skirtumai gali lydėti ties sunkumais dirbant. Jeigu žmonės kurie tiki asmenine „sėkme“ (simpatizuoja individualiam darbui) sujungiami su žmonėmis kurie tiki darbu komandoje, galutinis rezultatas visada būna panašus – kažkas nebesulaukia pagalbos, kažkas asmeniškai kažko nemėgsta ir vengia darbo kartu.

Pastaba: sudaryta autorės, remiantis Chmielecki ir Sutkowski, 2016.

Prieš atliekant susijungimą ar įsigijimą turėtų būti atliekamas išsamus galimo kultūrų suderinimo tyrimas, kurio išvados padėtų įmonėms vadovams apsirėsti ar toliau tęsti susijungimo procesą ar ne. Jeigu būtų nuspręsta susijungimą ar įsigijimą tęsti, vadovai tuomet turi gerai pagalvoti, kaip būtų pašalinami tam tikri kultūriniai skirtumai. Turi būtų apspręsti atlyginimo, sveikatos sistemos klausimai, mokymosi ir įmonės plėtros klausimai, jog būtų pasiekta tam tikra pusiausvyra tarp dviejų organizacijų, taip sukuriant vieną bendrą organizaciją (Sciriha, Debono, 2017).

2.5. Kultūrinių skirtumų įtaka įsigijimo procesui, tarptautiniuose sandoriuose

Vienas pagrindinių aspektų, kuris daro įtaką skirtingoms kultūroms, tai geografinis atstumas. Jei susijungimo procese dalyvauja dvi organizacijos, kurios geografiškai yra toliau viena nuo kitos, kultūrų skirtumai labai ryškiai pastebimi. Ahern, Daminelli ir Fracassi (2015) pateikia, jog didžiausi skirtumai pastebimi per darbuotojus, skiriasi jų vertybių supratimas, įvyksta daug nesusipratimų bei nesusikalbėjimų ir tie nesutarimai atsiranda ne tik tarp darbuotojų bet ir tarp vadovų. Skiriasi jų požiūris į tam tikrus įmonės valdymo metodus, kas pradeda kelti nepasitikėjimą savo įmone ir patiems darbuotojams.

Tačiau žvelgiant iš kitos pusės tarptautiniai įsigijimai, kurie vyksta geografiškai tolimuose šalyse, gali ir padėti pačiam įsigijimo procesui (Ahern, Daminelli ir Fracassi, 2015). Didesnis kultūrinis skirtumas gali padėti padidinti sėkmingo įsigijimo tikimybę, jei ši kultūrų įvairovė įmonės vadovus skatins priimti naujus metodus, kurie prisidėtų prie problemų sprendimų. Tai yra kaip galimybė į savo

įmone „atsinešti“ naujovių, kurios prisidėtų prie veiklos gerinimo bei efektyvumo. Vaara ir kt. (2012) traktuoja, jog kultūriniai skirtumai taip pat skatina abi besijungiančias puses mokytis, didėja žinių bazė, skatinanti naujoves. Vienas svarbiausių mokymosi šaltinių, susijusių su susijungimu ar įsigijimu, yra žinių perdavimas iš vienos organizacijos į kitą. Tačiau reikia pabrėžti ir tai, jog žinių perdavimas šiame procese gali būti ir nesėkmingas, jis priklauso nuo kitos pusės, ar ji gebės įsisavinti naujai gautas žinias ir jas pritaikyti savo veiklai ir ar tai bus efektyvu pačiai įmonei.

Denison, Askins ir Guidroz (2001) išskiria 3 pagrindinius kintamuosius, kurie gali turėti įtakos tarptautiniam susijungimui:

- Patirtis, ankstesniuose susijungimų procesai ir jų patirtys.
- Kultūriniai panašumai ir skirtumai
- Integracijos strategijos pasirinkimo supratimas

Patirtis. Autoriai teigia kad ankstesnė susijungimų ir įsigijimų veiklos patirtis bei ankstesnė patirtis tikslesnėje šalyje gali padidinti sėkmingų tarpvalstybinių susijungimų dažnį. Naudojant jau įvykusių susijungimų patirtis, galima numatyti pasekmes, išsiskirti norimus tikslus ir susikurti jų įgyvendinimo planą. Identifikuoti, sunkiausiai įgyvendinimo dalis, išsiskirti didžiausius kultūrinius skirtumus, kurie veikia integracijos procesą. Gauta patirtis iš jau vykdytų, tarptautinių susijungimo ir įsigijimo sandorių, gali padėti įmonėms geriau suprasti ir įsisavinti, naujos įmonės kultūrinės vertybės bei lengviau jas pateikti darbuotojams (Askins, Guidroz, 2001)

Kultūriniai panašumai ir skirtumai. Kultūrinių skirtumų ir panašumų suvokimas yra svarbus aspektas susijungimo procese. Jis padeda identifikuoti galimas vietas, kur įmonėms kils problemų dirbti iš vien, ir atvirkščiai gali paaiškėti stipriosios pusės, kurios įmonėms padės dirbti kartu. Kultūrinių skirtumų išskyrimas, padės įmonėms geriau pasiruošti integracijos procesui, iš anksto numatant galimus nesutarimus. Pasak Askins ir Guidroz (2001) vadovavimo stilius, gali būti labai stipriai paveiktas kultūrinių pokyčių. Vadovavimo stiliaus skirtumai gali pasireikšti per tam tikrų problemų sprendimo priėmimo būdus, kas vienoje įmonėje būtų laikoma įprasta, kitoje įmonėje gali likti nesuprasta. Todėl svarbu išsiskirti didžiausius skirtumus kurie gali turėti įtakos po tarptautinio susijungimo ar įsigijimo sandorio.

Integracijos strategijos pasirinkimo supratimas. Tinkamos strategijos pasirinkimas padeda sklandžiau vykti pačiam susijungimo ar įsigijimo procesui. Reikia numatyti, kaip ir koku būdu bus diegiamos naujos vertybės bei požiūris. Kultūrinis atstumas tarp įmonių, gali stipriai paveikti integracijos procesą pačioje pradžioje, todėl strategijų suderinimas padės įmonėms išvengti nesusipratimų ir nesusikalbėjimų (Askins, Guidroz 2001).

Kultūrinis atstumas, kiekviename tarptautiniame susijungimo ir įsigijimo sandoryje yra skirtingas, todėl Remanda (2016) pateikia pasiūlymą įmonėms, kurios dalyvauja susijungimo ar įsigijimo procese, kaip turėtų būti patikrinta organizacijos kultūra. Teigia, jog tai galima atlikti remiantis vien tik įmonės veikla ir ją išskiriant trimis kultūros lygiais:

- Individualiu lygmeniu;
- Komandos lygmeniu;
- Organizaciniu lygmeniu.

Individualiame lygmenyje, kiekvienas darbuotojas atskirai išgyvena kultūrinius pokyčius, nes tai liečia jo asmeninius principus, vertybes ir įsitikinimus. Todėl svarbu, susijungimo ir įsigijimo metu padėti pačiam darbuotojui priimti tam tikrus pasikeitimus organizacijoje. Pats procesas turėtų vykti taip, jog darbuotojui nekiltų klausimų „Ar man su tuo sutikti? Ar geriau to nedaryti? Ar noriu toliau judėti ir keisti su savo įmone?“. Pasak Remanda (2016) komunikacijos svarba, individualiame lygyje, yra svarbiausias aspektas, visa susijusi informacija apie vykdomą sandorį, turi būti pateikiama tiesiogiai iš vadovybės. Jei darbuotojas jaus informacijos trūkumą, gali remtis ir sprendimus priimti iš girdimų gandų, kurie ne visada yra teisingi ir taip kils didelis nepasitikėjimas pačia įmone, ir integracijos procesas gali tapti sudėtingas.

Komandos lygmeniu, kadangi daug žmonių, kurie dalyvauja šiame procese užsiima skirtinga veikla, jie turėtų būti sugrupuoti ir paskirstyti pagal įgūdžius ir žinias. Žinių dalijimasis tampa svarbus aspektas, nes pasibaigus susijungimo procesui, kiekviena iš besijungiančių pusių turi suprasti viso to naudą, ką jiems tai duos ateityje. Darbas komandose, kurias sudaro darbuotojai su kitomis kultūrinėmis vertybėmis, gali kelti sunkumų nuo darbų pasiskirstymo ir darbų termino atlikimo. Todėl svarbu komandos lygmenyje išsigryninti svarbiausias darbo kartu vertybes ir principus (Remanda, 2016).

Organizaciniu lygmeniu, viskas turėtų jau būti paprasčiau, nes individualiame ir komandos lygmenyje, jau turėtų būti viskas aiškiai ir detalai pateikiama, ko yra laukiama ateityje bei kokį tai efektyvumą duos įmonei. Remanda (2016) teigia, jog vadovams tuomet yra lengviau komunikuoti su abiejų įmonių darbuotojais, lengviau pateikti naujas idėjas, vertybes bei įsitikinimus.

Remanda (2016) taip pat teigia, jog įmonių kultūra atlieką svarbų vaidmenį siekiant sėkmės susijungimų ir įsigijimų procese, nes ji yra įmonės strateginių bei finansinių tikslų priežastis ir darinys. Pats proceso įvertinamas pasak, autoriaus, turėtų vykti dviem būdais. Vienas iš jų susijęs su įmonės veikla, antras atvejis su abiejų šalių tapatybės numatymu. Kadangi nepaisant naujos sinergijos masto ekonomijos, geografinės įvairovės ir kitų pažadų, kurie pateikiami pradžioje, dažnai pasireiškia priešingai. Statistiškai įrodyta, kad pusė susijungimų ir įsigijimų tikslų įgyvendinti greičiausiai nepavyks, o du trečdaliai jų neduos pažadėtos vertės. Vazirani ir Mohapatra (2012) taip pat pateikia, jog kultūrinės tolerancijos įgyvendinimas yra pagrindinė nesėkmingo sandorio priežastis, nes įmonėje yra atlikta daug pakeitimų, kurie susiję su tikslinėmis įmonės strateginėmis kryptimis.

Todėl buvo išskiriamos šio proceso pasekmės, kurios lėmė blogus įsigijimo rezultatus, ir jie buvo suskirstyti į dvi kategorijas (Vazirani, Mohapatra, 2012):

- kultūriniai sukrėtimai;
- kultūrinis nesuderinamumas.

Kultūriniai sukrėtimai paveikia įmonės kontrolės sistemą, daro įtaką darbuotojų integracijai ir valdymo modeliui. Bendradarbiaujant dviem įmonėms menkiausias klaidingas požiūris gali sukelti neišmatuojamą pasipriešinimą transformacijai. Bendravimas taip pat labai svarbi susijungimo proceso dalis, darbuotojams pereinant prie naujo bendravimo modelio gali kilti sunkumų ir dėl kalbos barjerų bei abejingumo vienas kitam. Geras bendravimas yra būtinas, jis gali būti šiek tiek specifinis atsižvelgiant į kultūros įtaką ir pokyčių baimę, tačiau svarbu kad jis būtų (Vazirani, Mohapatra, 2012)

Kultūrinis nesuderinamumas taip pat daro labai didelį poveikį nesėkmingiems susijungimams. Todėl kultūrų keitimas yra laikomas vienas iš sudėtingiausių aspektu, kurį reikia valdyti, ypač jei kultūros

yra jų pagrindas. Objektyviajai kultūrai pažįstami simboliai ir bendros subjektyvios kultūros vertybės tampa svarbiais organizacinio identiteto komponentais, jei organizacijos nariai juos laiku traktuoja. Neteisingas identifikavimas gali sukelti painiavą „kas vadovauja“ ir „kas turi ką nors duoti ar visko atsisakyti“. Tai taip pat sukuria nesąžiningumo ir neteisybės suvokimą, ir vienoje pusėje gali sukelti emocinius protrūkius, tokius kaip pasipriešinimas (Vazirani, Mohapatra, 2012).

Ahern, Daminelli ir Fracassi (2015) teigia, jog kultūrinės vertybės daro įtaką įmonės finansiniams rezultatams rinkoje bei visame pasaulyje. Vieni iš pagrindinių pavydžių pateikiami autorių, jog kultūrų skirtumai tarp šalių daro įtaką tiesioginėms užsienio investicijoms, nuosavybės investicijoms ir rizikos kapitalo srautams. Palūkanų normos yra mažesnės, kai skolininkai ir kreditoriai turi bendras kultūros vertybes.

Apibendrinant galima teigti jog tarptautiniai susijungimai ar įsigijimai ir toliau bus neveiksmingi jei įmonės dalyvaujančios susijungimo procese galvos tik apie finansinius rodiklius, besijungiančios įmonės turi galvoti ir apie kultūrinę integraciją, naujoje susikūrusioje įmonėje (Warter, Warter L., 2015). Vadovai kurie priiminėja sprendimus retai įsivaizduoja, kokios veiklos problemos gali atsirasti naujoje organizacijoje, net ir tuomet kai viskas atrodo gerai ir tinkamai, dažnu atveju pasisuka kita linkme ir skirtingas požiūris į tam tikras sritis būna labai stiprus nesutarimų objektas. Kultūrai įtaką daro skirtingas požiūris ir pozicija į tam tikrus veiksmus, kurie gali būti laikomi gan svarbiais vienoje ar kitoje kultūroje ir į juos atsižvelgti yra būtina. Neidentifikuoti kultūros skirtumai tarp organizacijų, gali labai stipriai paveikti susijungimų ir įsigijimų sėkmę bei jų naudingumą. Jog pasiekti sėkmingą susijungimą turi būti įvertinti tiek finansiniai rodikliai, tiek kultūrinių skirtumų poveikis jungimuisi, bei turi būti atlikta šių dviejų rodiklių efektyvumo analizė.

2.6. Vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimas

2.6.1. Finansiniai rodikliai

Atliekant kiekybinį tyrimą svarbu išskirti finansinius rodiklius, kurie suteiks reikiamos informacijos apie vietinius ir tarptautinius įmonių įsigijimo sandorius bei leis juos įvertinti analizuojamose naftos ir dujų sektoriaus įmonėse. Tinkamai pasirinkti rodikliai, padeda įvertinti įmonės, kuri vydo įsigijimo sandorį, padėti dar prieš sandorio įvykdymą, kaip sekasi įmonei, ar jos veikla yra pelninga. Taip pat pasirinkti rodikliai padeda nustatyti ir įvertinti įmonės rodiklių pokyčius po sandorio įvykdymo, pamatyti ar įmonės veikla pagerėjo ar sandorio įvykdymas davė naudos, o galbūt atvirkščiai, įsigijimo sandoris įmonei buvo nesėkmingas ir daug kainuojantis procesas, kuris turėjo įtakos prastiems įmonės rezultatams. Pirmiausiai tyrimui atlikti pasirinktos trys finansinių rodiklių grupės – gražos, likvidumo ir mokumo rodikliai.

Gražos rodikliai, įsigijimo sandoriuose, leidžia įvertinti ar įmonių vadovų priimti finansiniai ir investiciniai sprendimai yra efektyvūs ar veikla yra vykdoma pelningai. Dėl šių priežasčių gražos rodikliai yra aktualūs įmonių vadovams bei akcininkams, pradedant vietinio ar tarptautinio įsigijimo vykdymą, jog būtų galima stebėti kaip kito rezultatai po įvykdyto sandorio. Atliekant tyrimą, apskaičiuojami trys pagrindiniai gražos rodikliai, kurie pasak, teorijos dalyje, nagrinėtų autorių labiausia padeda atskleisti įmonės veiklos rezultatus, tai yra – nuosavo kapitalo graža (ROE), turto graža (ROA) ir kapitalo graža (ROC) (Derashi, Shukla, 2014; Omoye, 2015). Nuosavo kapitalo rodiklio vertinimas, įsigijimo sandoriuose suteikia informacijos apie tai, kaip įmonė geba veiksmingai ir efektyviai panaudoti įmonės nuosavą kapitalą pelnui uždirbti bei suteikia informacijos investuotojams apie investicijų gražą. Vertinant įmonių finansinę padėtį taip svarbus aspektas yra

turto gražos rodiklis. Analizuojant įsigijimo sandorius, turto gražos rodiklis, šių autorių pateikiamas kaip vienas iš svarbiausių gražos rodiklių, nes jis parodo įmonės pelningumą tenkantį bendrovės turtui. Vertinant šį rodiklį po įsigijimo sandorio įvykdymo, svarbu atkreipti dėmesį į didėjančią turtą įmonėse, nes ROA parodo kaip efektyviai bendrovė išnaudoja savo turtą pelnui uždirbti, o didėjantis turtas rodo, jog galimai turtas pradėtas naudoti netikslingai (Jallow, Masazing ir Basit, 2017). Norint detaliau įvertinti įmonės kapitalo gražą, įsigijimo sandorio metu, yra apskaičiuojamas kapitalo gražos rodiklis. Šis rodiklis įvertina, kokia graža buvo sukurta kapitalo savininkams ir kaip įmonė geba turimą kapitalą paversti pelnu. Gražos rodikliai padeda įmonėms įsivertinti veiklos efektyvumą, prieš ir po įsigijimo sandorio vykdymo, taip įvertinant ar vietinis ir tarptautinis sandoris buvo sėkmingas ar įmonė sulaukė norimos sinergijos.

Likvidumo rodikliai vertina įmonės mokumą trumpuoju laikotarpiu. Vykdamas įsigijimo sandorį svarbu įvertinti įmonės galybes pasidengti trumpalaikius įsipareigojimus nenuostolingai, jei sandoris per pirmuosius metus būtų nesėkmingas. Vertinant įmonės finansinį likvidumą, taip pat svarbu atlikti ne vieno likvidumo rodiklio vertinimą, jog būtų gauti tikslingesni rezultatai. Nagrinėjant atliktus tyrimus, autoriai, pateikia šiuos pagrindinius likvidumo rodiklius, įmonių įsigijimo vertinimui atlikti – absoliutaus, bendrojo ir kritinio likvidumo rodiklius (Ali, Khan, Khan, Alsubaie ir Kanadil, 2016; Muhammad, Zahid, 2014). Absoliutaus likvidumo rodiklis, įsigijimo sandoriuose, vertinamas pagal likvidžiausią įmonės turtą, lyginami gryniesi pinigai su trumpalaikiais įsipareigojimais, jog būtų matoma, kaip įsigijimo sandorio įvykdymas veikia įmonių gebėjimą vykdyti trumpalaikius įsipareigojimus. Didesnė šio rodiklio reikšmė rodo, jog po įvykdyto sandorio, įmonė turi pakankamai grynųjų pinigų, trumpalaikiams įsipareigojimams pasidengti ir yra gerai vertinama trumpuoju laikotarpiu. Taip pat didesnė šio rodiklio reikšmė gali reikšti, jog įmonės vadovai kaupia pinigus didesnei investicijai tolimesnėje perspektyvoje įsigyti. Taip pat svarbu atkreipti dėmesį, jog per didelis grynųjų pinigų kiekis įmonėje, po įsigijimo sandorio įvykdymo, gali būti vertinamas ir netinkamai, nes įmonės vadovai turimą kapitalą po įsigijimo gali pradėti valdyti neefektyviai. Bendrojo likvidumo rodiklis, įsigijimo sandoriuose, padeda įvertinti, kaip keičiasi įmonės galimybės, vykdyti trumpalaikius įsipareigojimus po sandorio įvykdymo. Jei rodiklio reikšmė yra maža, tai leidžia daryti išvadą, jog įmonėje situacija po sandorio įvykdymo pablogėja ir įmonė gali negebėti pasidengti turimus trumpalaikius įsipareigojimus visu savo turimu trumpalaikiu turtu (Derashi, Shukla, 2014). Kitos įmonės įsigijimo atveju svarbu atkreipti dėmesį į galimai didėjančius trumpalaikius įsipareigojimus, ar įmonės po sandorio įvykdymo turės pakankamai trumpalaikio turto, jog įmonėse nekiltų mokumo problemos. Kritinio likvidumo rodiklis vietiniuose ir tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose analizuojamas, nes norima įvertinti kaip skubiai įmonės geba pasidengti trumpalaikius įsipareigojimus jei to pareikalautų aplinkybės (nesėkmingas sandorio įvykdymas). Rodiklis apskaičiuojamas panašiai, kaip ir prieš tai minėtas likvidumo rodiklis, tik šio kritinio likvidumo atveju yra eliminuojamos atsargos iš trumpalaikio turto, jog būtų įvertintos realios galimybės skubiai pasidengti trumpalaikius įsipareigojimus, nes atsargas sunkiau realizuoti nepatiriant per didelių nuostolių, įmonės atžvilgiu.

Kita rodiklių grupė, kuri taip pat yra svarbi atliekant vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimą – mokumo rodikliai. Mokumo rodikliai, priešingai nei likvidumo rodikliai vertina įmonės gebėjimą pasidengti visus turimus įsipareigojimus. Šiame tyrime pasirinkta analizuoti tris pagrindinius, ilgalaikio mokumo rodiklius, kurie leis įvertinti ilgalaikės įmonės mokumo galimybes bei prognozuoti įmonės finansinį stabilumą, po kitos įmonės įsigijimo. Pasirinkti rodikliai, kuriuos savo darbuose analizuoja ir kiti autoriai (Sulaiman, 2012; Muhammad, Zahid, 2014) – bendrasis skolos

koeficientas, ilgalaikių skolų koeficientas ir ilgalaikių skolų apdraustumo koeficientas (patikimumo koeficientas). Bendrasis skolos koeficientas suteikia informacijos apie tai kokia įmonės turto dalis finansuojama iš visų skolintų lėšų. Įmonės vadovai turėtų atkreipti į didėjančią šio rodiklio reikšmę, nes tai rodo, jog įmonė turi per daug skolinto kapitalo. Vertinti šį rodiklį prieš ir po įsigijimo sandorį naudinga, nes taip matoma, kaip kinta įmonės mokumo rezultatai ar kitos įmonės įsigijimas nepablogino situacijos, nes po sandorio įvykdymo yra tikėtinas skolų padidėjimas, todėl reikia stebėti ar įmonė turės pakankamai turto, šiems įsipareigojimams padengti. Kitas svarbus rodiklis – ilgalaikių skolų koeficientas. Šio rodiklio vertinimas įsigijimo sandoriuose, parodo ilgalaikių įsipareigojimų santykį su visu įmonės turtu ir leidžia numatyti jų pokyčius, po sandorio įvykdymo. Mažesnė rodiklio reikšmė yra vertinama palankiau, nes didėjanti rodiklio reikšmė rodo, kad įmonė įvykdžiusi įsigijimo sandorį, turi per daug ilgalaikių įsipareigojimų, kurių gali negebėti pasidengti ir tapti nemokia įmone. Todėl taip pat yra svarbu analizuoti ir kitą mokumo rodiklį – ilgalaikių skolų apdraustumo koeficientą. Šis rodiklis vertina kiek kartų įmonė galėtų pasidengti ilgalaikius įsipareigojimus, ilgalaikiu turtu. Atlikus kitos įmonės įsigijimą svarbu atkreipti dėmesį į šio rodiklio pokyčius, nes didesnė rodiklio reikšmė, parodo įmonės stabilumą ir užtikrintumą. Vertinant įmonių rezultatus po įvykdyto įsigijimo sandorio, svarbu atkreipti dėmesį ar įmonė galės užtikrinti pakankamą ilgalaikio turto kiekį, jog įmonė gebėtų pasidengti ilgalaikius įsipareigojimus.

Šie pateikti finansiniai rodikliai, padės įvertinti vietinių ir tarptautinių įmonių dalyvaujančių įsigijimo sandoriuose, veiklos efektyvumą bei tęstinumą. Todėl svarbu analizuoti jų pokyčius, norint įvertinti įmonės finansinę, padėtį prieš įvykdytą įsigijimo sandorį bei po sandorio įvykdymo, jog būtų matomas, koks pokytis įvyko įmonės rezultatuose. Taip pat šių rodiklių analizė, padės numatyti įmonių silpnąsias ir stipriąsias vietas, kurios įmonės buvo labiausiai paveiktos po sandorio įvykdymo bei išskirti, kurie sandoriai – vietiniai ar tarptautiniai yra sėkmingesni.

2.6.2. Ilgojo laikotarpio netipinės gražos akcijų rodiklis

Kadangi įsigijimo vykdymas, dažnu atveju, yra laikomas ilgalaikiu procesu, todėl ir įmonės vadovai tikisi ilgalaikės naudos bei gražos iš šio sandorio įvykdymo. Todėl pravartu atlikti įmonių rodiklių analizę ilguoju laikotarpiu norint kuo daugiau ir tiksliau įvertinti, kaip vietinis ir tarptautinis įsigijimo sandoris prisideda prie įmonės rezultatų pokyčių. Taip pat ir akcininkams yra aktualus įmonės efektyvumas ilguoju laikotarpiu, todėl atliktus finansinių rodiklių analizę, svarbu analizuoti ir įmonės akcijų gražų pokyčius. Tam kad būtų įvertinta įmonės padėtis, investiciniu požiūriu, po įvykusio sandorio daugelis autorių (Barber, Lyon, 1997; Fama, 1998; Zhen Li, Su ir Yang, 2012) atliktuose tyrimuose analizuoja ilgojo laikotarpio, netipinės gražos akcijų rodiklį BHAR (angl. buy and hold abnormal return). Šis rodiklis skaičiuojamas ilgajam laikotarpiui ir leidžia numatyti, kaip pasirinktos įmonės akcijų portfelis būtų išlaikomas pasirinktą kelių mėnesių ar metų laikotarpį, nesijaudinant dėl trumpalaikių galimų kainų pokyčių ir kitų techninių rodiklių (Lyon, Barber ir Tsai, 1999). Taip pat naudojant pirkimo ir palaikymo strategiją investuotojas gauna naudos, nes ši strategija turi mokesčių lengvatų, ir investuotojas gali atidėti ilgalaikio investavimo kapitalo prieaugio mokesčius. Dėl šio rodiklio aktualumo tiek įmonių vadovams bei akcininkams yra svarbu vertinti, rodiklio pokyčius, po įsigijimo sandorio įvykdymo, siekiant numatyti ilgalaikės netipinės akcijos gražos rezultatus.

Svarbi dalis, norint apskaičiuoti BHAR yra netipinės akcijų gražos palyginimas, pasirinktas lyginamasis etalonas turės įtakos rezultatų gavimui. Pasak Barber ir Lyon (1997) yra trys skirtingi metodai, kaip galima pasirinkti palyginimo etaloną ir atlikti vertinimą, siūloma naudoti vieną iš šių metodų:

- portfelio (rinkos indekso) grąža;
- kontroliuojančios įmonės grąža (įmonė, kuri yra suderinta su imties įmonėmis atsižvelgiant į specifines įmonės savybes, tokias kaip dydis bei santykis su rinkos verte);
- trijų faktorių modelis (pateikiamas Fama ir French).

Pasirinktas lyginamasis etalonas, turi įtakos gautiems rezultatams todėl svarbu tinkamai ir teisingai susirinkti informaciją, jog būtų gaunami kuo tikslesni rezultatai. Pasirinkus palyginamąjį etaloną, BHAR rodiklis apskaičiuojamas, pagal žemiau pateikiamą formulę (1) (Barber, Lyon, 1997):

$$BHAR = \prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{m,t})$$

BHAR yra netipinė akcijų grąža per T laikotarpį. $R_{i,t}$ - mėnesinė akcijų grąža įmonės i, t – mėnesių. $R_{m,t}$ pasirinkto portfelio (rinkos indekso) mėnesinė akcijų grąža. $\prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t})$ sudėtinė grąža, įmonės i, nuo t=1 iki t=T. Antroji dalis formulės $\prod_{t=1}^T (1 + R_{m,t})$ yra sudėtinė tikėtina (rinkos) grąža nuo t=1 iki t=T.

Atliktas BHAR rodiklio skaičiavimas, po įvykdyto sandorio, padės įvertinti įmonių pokyčius, kurie yra aktualūs akcininkams bei investuotojams, leis numatyti ar kitos įmonės įsigijimas duos ilgalaikės netipinės grąžos teigiamus rezultatus. Taip pat šio rodiklio skaičiavimai padės išskirti sėkmingus ir nesėkmingus įsigijimo sandorius.

2.6.3. Kultūrinio atstumo vertinimas

Kultūrinis atstumas tarp bendrovių, kurios vykdo įsigijimus sudaro didelę svarbą šiame tyrime, kadangi siekiama iširti, kaip kultūrinis atstumas tarp bendrovių, paveikia įmonių rezultatus. Ir ar didesnis kultūrinis atstumas, tarp dviejų įsigijimo sandoryje dalyvavusių įmonių, daro įtaką nesėkmingam sandorio įvykdymui. Remiantis anksčiau atliktais tyrimais, kultūrinis atstumas buvo matuojamas naudojant Kogut ir Singh (1988) kultūrinio atstumo indeksą (Drogendijk, Slangen, 2006; Duarte, Suarez, 2010; Beugelsdijk, Kostova, Kunst ir Essen, 2017). Šiame tyrime taip pat bus naudojamas šis indeksas, norint įvertinti kultūrinį atstumą, tarp įsigijimo sandoriuose dalyvavusių įmonių.

Kogut ir Singh indeksas matuoja kultūrinį atstumą tarp dviejų šalių, remiantis 6 skirtingais Hofstede kultūros aspektais, dažnu atveju tyrimai atliekami naudojant 4 dimensijas. Tačiau norint atlikti tyrimą ir detaliau įvertinti kultūrinį atstumą, tolimesnėje darbo eigoje pasirinkta Kogut ir Singh indeksą apskaičiuoti, remiantis visomis 6 dimensijomis. Prieš atliekant, kultūrinio atstumo indekso skaičiavimus, pirmiausiai svarbu išskirti dimensijas, kuriomis remiantis indeksas bus apskaičiuojamas. Toliau pateikiamos šešios minėtos dimensijos, kurios leidžia apibūdinti svarbius nacionalinės kultūros aspektus ir palyginti atskiras kultūras (Hofstede, 2011):

- galios (valdžios) atstumas;
- individualizmas prieš kolektyvizmas;
- vyriškumas prieš moteriškumą;
- neapibrėžtumo vengimas;
- ilgalaikė-trumpalaikė orientacija;
- pasitenkinimas – suvaržymas.

Galios atstumas siejamas su tuo, kaip konkrečioje visuomenėje sprendžiamos žmonių nelygybės problemos. Galia ir nelygybė yra labai svarbūs visuomenės aspektai, žinoma visos visuomenės yra skirtingos, tačiau vienose galios ir nelygybės skirtumai pasireiškia didesni nei kitose. Kultūrose, kuriose yra didesnis galios atstumas pasireiškia per vadovų ir darbuotojų santykius, jie vieni kitus laiko nelygiais. Tokiose organizacijose, tikimasi, jog darbuotojai vykdys vadovų nurodymus, darbuotojai negali lengvai pasisakyti ir išreikšti savo nuomonės. Įmonėse vyrauja hierarchija, dažna korupcija bei matomas didelis tarpusavio nepasitikėjimas. Tačiau tokia forma yra priimtina ir darbuotojams, jiems įprasta, kad vadovas priima savarankiškus sprendimus ir tikisi iš vadovo pasakymo ką reikia jiems atlikti. Kultūrose, kur galios atstumas yra mažesnis, vadovų ir darbuotojų santykiai yra artimesnis, jie vieni kitus laiko lygiais. Vadovai yra labiau pasiekiami ir darbuotojų nuomonė svarbi ir jie yra išklausomi. Įmonėse hierarchija yra kaip formalumas, maža korupcijos tikimybė. Todėl galios distancijos dimensija yra labai svarbi, nes jei įsigijimo sandorį vykdytų įmonė su aukštu dimensijos lygiu, o tikslinės įmonės galios dimensijos lygis žemas tai tiek vadovams tiek darbuotojams būtų sunku dirbti ir kartu vykdyti savo veiklą (Hofstede, 2011).

Individualizmas prieš kolektyvizmą, pasak Hofstede (2011) parodo koku mastu individualiems interesams suteikiama pirmenybė, grupės interesų atžvilgiu. Individualistinėse visuomenėse individai rūpinasi savimi ir savo artimaisiais. Taip pat yra akcentuojama „aš“ vaidmens svarba, asmuo laikosi principo, jog visi kiti turi rūpintis juo ir artimiausia jo šeima. Kalbant apie darbą, tai individualistinėje visuomenėje yra priimtina, jog darbas visada svarbiau nei santykiai su artimaisiais ar kitais asmenis. Kolektyvistinėje kultūroje, svarbiausia yra šeima ir ištikimybė. Šeima apimta ne tik artimiausius narius, vaikus ir tėvus bet ir tolimiausius giminaičius. Priešingai nei individualizme, stengiamasi žodžio „aš“ nevertoti, laikomasi kitų priimtinos nuomonės ir numatytų reikalavimų. Taip pat visuomenė reikalauja didesnės žmogaus emocinės priklausomybės nuo organizacijos ir atitinkamai didesnės organizacijos atsakomybės dėl savo darbuotojų.

Vyriškumas prieš moteriškumą, šalių vertinimas pagal šia dimensijas, parodo į ką labiau visuomenės nariai labiau akcentuojasi vyriškumą ar moteriškumą. Yra laikoma, jog vyriškoje visuomenėje, vyrai turi būti ryžtingi ir ambicingai, o moterys tokios būti gali, tačiau labiau priimtinas kuklus ir ramus elgesys. Taip pat priimtina, jog darbas visada yra aukščiau nei šeima, tėtis šeimoje yra svarbiausias ir priimantis visus sprendimus. Vyriškose šalyse stiprų vaidmenį atlieka vyrai. Vadinamose moteriškose šalyse yra priimtina, jog yra rūpinamasi kitais asmenimis ir gyvenimo kokybe apskritai. Nėra didelių emocinių ir socialinių skirtumų tarp vyro ir moters. Darbo atžvilgiu siekiama balansuoti tarp šeimos ir darbo, pasikirstant laiką (Hofstede, 2011).

Neapibrėžtumo vengimas, kalbama apie visuomenės toleranciją dėl neaiškumo, kaip žmonės reaguoja į tam tikras nežinomas situacijas ir kaip stengiamasi jų išvengti. Šalys, kurios vengia didelio neaiškumo, turi daug įstatymų, elgesio kodeksų ir taisyklių, kuriose numatoma kaip viskas turėtų būti. Svarbus didelis aiškumas ir pateikiama struktūra kiekvienoje situacijos. Šiose šalyse, vadovai, nelabai mėgsta priimti rizikingus sprendimus bei prisiimti papildomas atsakomybes, todėl labiau yra orientuojamasi į detales. Iš darbuotojų pusės, neapibrėžtumo vengimo šalyse, darbuotojai retai keičia darbo vietą, nors tas darbas ir netinkamas jam, tačiau priimti dirbti ir toliau. Mažo netikrumo šalyse yra mažiau akcentuojami įstatymai bei taisyklės. Priimtinas didesnis netikrumas dėl įvairių situacija, nėra didelės kontrolės, mažiau nerimo. Organizacijų vadovai nebijo priimti rizikingų sprendimų bei prisiimti daugiau atsakomybių, darbuotojai linkę keisti darbovietes. Todėl svarbu atkreipti dėmesį į šią dimensiją, nes šis kultūrinis skirtumas gali labai smarkiai pasijausti įmonėse per darbuotojus ir vadovus (Hofstede, 2011).

Ilgalaikė-trumpalaikė orientacija. Hofstede (2011) teigia, jog ilgalaikės orientacijos šalys, orientuojasi į ateities rezultatus bei gaunamas naudas. Svarbiausios vertybės įvardijamos, kaip atkaklumas, taupumas ir ištvermė. Taip pat numatoma, jog žmogus bei tradicijos turi prisitaikyti prie besikeičiančių aplinkybių. Šalys kurių orientacija yra laikoma trumpalaikė yra matoma, jog asmens pastovumas yra svarbus rodiklis, žmogus geras toks koks yra, nesitaiko prie tam tikrų aplinkybių. Nėra akcentuojamas taupumo kriterijus, svarbu čia ir dabar patenkinti poreikius. Tradicijos šiose šalyse yra labai svarbios ir nekeičiamos. Taip pat yra orientuojamasi į šių dienų ar praeities vertybių puoselėjimo. Didesnė dimensijos reikšmė, reiškia, jog šalis yra ilgalaikės orientacijos.

Pasitenkinimas – suvaržymas. Pasitenkinimo dimensijos, didesne reikšmė vertinama visuomenė, kuri leidžia ir palaiko natūralias asmenų norų, poreikių ir troškimų tenkinimą. Didesnis žmonių kiekis, tokioje visuomenėje save laiko laimingesniais, nes turi asmeninio gyvenimo kontrolę ir taip akcentuojama žodžio laisvė. Suvaržymas, pasižymi tokiose visuomenėse, kuriose yra kontroliuojamas poreikių tenkinimas, griežtomis socialinėmis normomis. Asmenys save laiko mažiau laimingais, žodžio laisvė nėra pagrindinis akcentas. Taip pat vyrauja suvokimas, kad nuo pačio žmogaus nėra priklausomas pilnai jo gyvenimas ir jis yra kontroliuojamas kitų (Hofstede, 2011).

Hofstede (2011), manymu, šios dimensijos reprezentuoja pagrindines bet kurios kultūros vertybių reikšmingumą, o vertybių skirtumai parodo, kad skirtingų šalių kultūros turi ir bendras, galimas taikyti, visoms šalims tinkamus problemų sprendimo variantus. Taip pat, autorius, atlikęs tyrimus nustatė atskirų šalių pozicijas, pagal anksčiau aptartas šešias dimensijas, kurios leidžia įvertinti šalių kultūrinį vaizdą. Tuomet šalys su panašiomis reikšmėmis buvo sugrupuotos ir vertinamos kartu, norint rasti bendras vertybių reikšmes. Autorius pateikė išvadą, kad organizacinis ir valdymo veiklos pobūdis yra panašus grupių viduje, bet gerokai skiriasi tarp grupių, kuriuose kultūrinis atstumas yra didesnis.

Remiantis šiomis dimensijomis pateikiamas Kogut ir Singh (1988) indeksas. Indeksas pataisomas atsižvelgiant į kiekvieno matmens variaciją. Žemiau pateikiama formulė pagal kurią yra apskaičiuojamas šis indeksas (2):

$$KSI_{ij} = \sum_{k=1}^4 \left(\frac{(I_{ki} - I_{kj})^2 / V_k}{6} \right)$$

KSI_{ij} yra kultūrinis atstumas tarp dviejų susijungimo ar įsigijimo šalių. „ I_{ki} “ yra tikslinės šalies įvertinimas pagal i-tąją kultūrinę dimensiją, o „ I_{kj} “ - įsigyjančios šalies rezultatas šioje srityje. „ V_k “ yra matmenų variacija. Dėl pateikiamų matmenų, lygtis buvo padalinta iš 6, nes formulė pagrįstą šešių Hofstedo kultūros matmenų balais.

Didesnė indekso reikšmė, rodo didesnę kultūrinį atstumą, tarp įmonių. Todėl naudojant šį indeksą, tolimesnėje tyrimo eigoje, bus siekiama įvertinti, tarptautinių įsigijimo sandoriuose dalyvaujančių įmonių, kultūrinį atstumą ir gautus rezultatus palyginti su finansiniais rodikliais. Remiantis ankstesniais tyrimais (Colakoglu, Caligiuri 2008; Duarte, Suarez, 2010; Beugelsdijk, Kostova, Kunst ir Essen, 2017.) teigiama, kad kuo didesnis kultūrinis atstumas, tuo mažesni susijungimų ir įsigijimų rezultatai. Todėl tikimasi neigiamos sąsajos tarp įsigijimo sandorių atlikimo ir kultūrinio atstumo.

3. Tyrimo metodika

Šio tyrimo tikslas yra atlikti vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimą, kultūrinių skirtumų kontekste, remiantis naftos ir dujų gavybos pramonės šakos įmonių sudarytų sandorių duomenis. Šiam tikslui pasiekti buvo iškeliami uždaviniai, pirmiausiai aptarti įmonių susijungimų ir įsigijimų sampratą bei raidą, norint geriau suprasti pačias sąvokas bei išsiskirti susijungimų ir raidos etapus, kurie turi įtakos ir šiandienos vykdomiems sandoriams. Taip pat analizuojama literatūra, kurioje tiriami vietiniai ir tarptautiniai sandoriai, norint apžvelgti jau atliktų tyrimų apimtį. Toliau siekiama identifikuoti pagrindinius motyvus ir priežastis, kurie skatina vykdyti vietinius ir tarptautinius įsigijimo sandorius. Įvardijami pagrindiniai vietinių ir tarptautinių susijungimo ir įsigijimo sandorių motyvai. Sekantis uždavinys padės išskirti veiksnius, kurie lemia sėkmingus ir nesėkmingus vietinius bei tarptautinius įsigijimo sandorius. Šių veiksnių identifikavimas, leis numatyti pagrindines įmonių klaidas sandorio vykdymo procese bei veiksnius, kurie turi įtakos nesėkmingiems įsigijimo sandoriams. Kadangi atliktus literatūros apžvalgoje, pastebima, jog kultūriniai skirtumai labai prisideda prie nesėkmingų sandorių, todėl šiame darbe, toliau analizuojami pagrindiniai kultūriniai skirtumai, kurie daro įtaką nesėkmingiems įsigijimams, bei analizuojama, kaip kultūriniai skirtumai veikia įsigijimo procesą. Vietinių ir tarptautinių įsigijimo sandorių vertinimui, pateikiami šie rodikliai – gražos, likvidumo, mokumo ir BHAR rodiklis bei kultūriniam atstumui įvertinti – Kogut ir Singht indeksas.

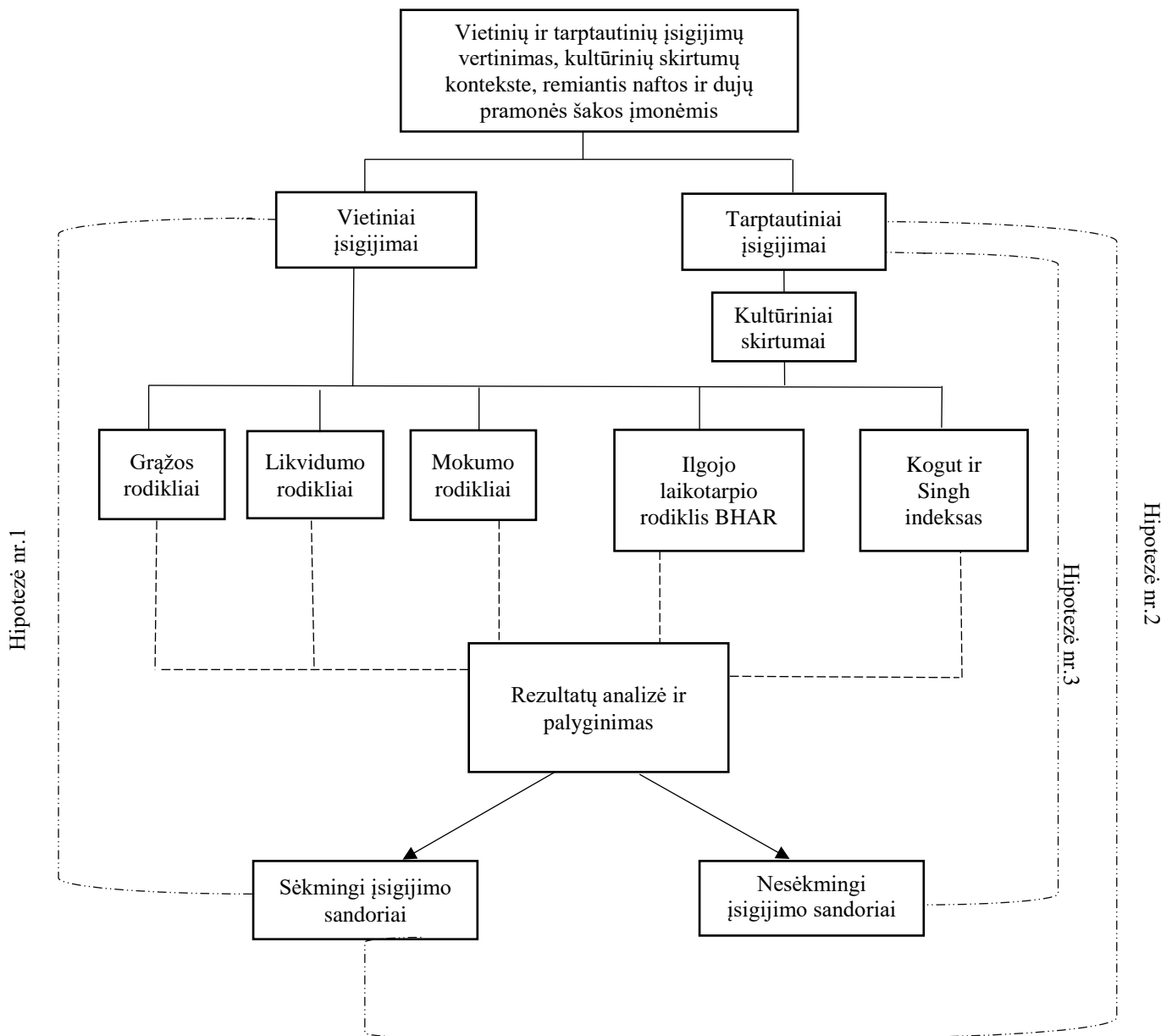
Prieš atliekant tyrimą, taip pat buvo daromos prielaidos, kurios gautos analizuojant mokslinę literatūrą, ir šiuo tyrimu siekiama jas patvirtinti arba paneigti:

Hipotezė nr. 1 : Vietiniai įsigijimo sandoriai tarp naftos ir dujų gavybos pramonėje veikiančių įmonių yra sėkmingesni už tarptautinius.

Hipotezė nr. 2 : Tarptautiniai įsigijimo sandoriai tarp naftos ir dujų gavybos pramonėje veikiančių įmonių yra sėkmingesni už vietinius.

Hipotezė nr. 3: Tarptautiniai įsigijimo sandoriai tarp naftos ir dujų gavybos pramonėje veikiančių įmonių yra nesėkmingi dėl kultūrinių skirtumų.

Tyrimui atlikti parengta metodika, pagal kurią siekiama palyginti vietinių ir tarptautinių įmonių įsigijimo sandorius (žr. 5 pav.).



5 pav. Tyrimo metodika

Kaip ir aptarta pirmoje tyrimo dalyje, išnagrinėjus mokslinę literatūrą atsiranda poreiki tirti – vietinių ir tarptautinių įsigijimų sandorius bei atlikti jų vertinimą, kultūrinių skirtumų kontekste, remiantis naftos ir dujų gavybos pramonės šakos įmonių duomenis. Parengtoje metodikoje pateikiama, jog pirmiausia bus analizuojami vietinių ir tarptautinių įmonių įsigijimo sandoriai. Analizuojamas laikotarpis 2004.01.01 – 2014.12.31. Šis laikotarpis apima šeštoje susijungimų ir įsigijimų bangoje vykusius, bei vėlesnių metų, sandorius. Atlikti tyrimui bus analizuojami, ne konkrečios datos įsigijimo sandoriai, o įmonių duomenys, 3 metų prieš įsigijimo sandorį bei 3 metų duomenys po įvykusio sandorio. Toks laikotarpio vertinimas, pasirenkamas, nes norima matyti kaip kinta įmonių finansiniai duomenys, konkrečiai po sandorio įvykdymo, įvertinti įmonių padėtį prieš ir po sandorio įvykdymo ir gautus rezultatus palyginti tarpusavyje su kitomis analizuotomis įmonėmis. Tyrime kaip duomenų rinkimo metodas naudojami tiek pirminiai, tiek antriniai šaltiniai. Duomenų rinkimui apie įmonių finansinių ataskaitų duomenis naudojama Bloomberg informacinės sistemos platforma. Kiti

šaltiniai naudojami renkant duomenis apie finansinius rodiklius tai yra įsigijimo sandoriuose dalyvaujančių bendrovių metinės ataskaitos ir bendrovių internetinės svetainės.

Pasirinktu laikotarpiu iš visų skelbiamų sandorių, Bloomberg platformoje, analizuojamų naftos ir dujų gavybos įmonių, skaičius siekė 994. Tyrime pasirinkta analizuoti įmones, kurios neturėjo įmonės pardavėjos. Atrenkami įsigijimo sandoriai, kurie vykdomi tiesiogiai tarp įsigyjančios ir tikslinės įmonės, be kitos įmonės dalyvavimo. Taip pat pasirinktos įmonės, kurios skelbia konkrečią įsigijimo sandorio dieną ir pateikia įsigijimo sandorio vertę. Iš pateikiamų 994 sandorių, įsigijimo sandoriai kurie atitinka šiuos kriterijus siekė 284. Apskaičiuojant reprezentatyvią tyrimo imtį, naudojama skaičiuoklė ir pasirenkama, jog patikimumo lygis siekia 90 proc., o patikimumo intervalas – 15 proc., gaunama tyrimo imtis 28 sandoriai. Tikslėnei tyrimo eigai tiriamų įsigijimo sandorių skaičius pasirenkamas 30, iš kurių 15 įvykdytų vietinių naftos ir dujų gavybos įmonių sandorių bei 15 tarptautinių įsigijimo sandorių.

Tolimesnėje tyrimo eigoje, apskaičiuojami finansiniai rodikliai, naudojant atrinktų įmonių finansines ataskaitas. Pasirinktos trys rodiklių grupės, kurios rekomenduojamos ir kitų autorių, kurie atliko panašius tyrimus, tai gražos, likvidumo bei mokumo rodikliai. Taip pat, analizei atlikti pasirinktas ilgojo laikotarpio netipinės akcijų gražos rodiklis – BHAR.

Gražos rodikliai, padės įvertinti, kaip kinta įmonės graža analizuojamu laikotarpiu, ar įvykdytas įsigijimo sandoris prisideda prie geresnių įmonės rezultatų ar atvirkščiai graža įmonėse mažėja. Likvidumo rodikliai leis įvertinti, ar įvykdytas vietinis ir tarptautinis įsigijimo sandoris, paveikia įmonių trumpalaikio mokumo rodiklius. Ar įmonės po sandorio įvykdymo geba pasidengti trumpalaikius įsipareigojimus, ar kitos įmonės įsigijimas vis dėlto sumažino įmonių trumpalaikio mokumo galimybes. Apskaičiuoti ilgalaikio mokumo rodikliai, vietiniuose ir tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose, padės įvertinti įmonių gebėjimą vykdyti įsipareigojimus. Šių rodiklių lyginimas parodys, kurios įmonės laikomos stabilesnėmis, nes turi pakankamai ilgalaikio turto, įsipareigojimams pasidengti. Taip pat tikslingesniai įmonės vertės nustatymui, investiciniu požiūriu, po įvykusio sandorio apskaičiuojamas ilgojo laikotarpio netipinės gražos akcijų rodiklis BHAR. Šio rodiklio lyginimas, padės numatyti, kaip įsigijimo sandoriuose yra išlaikomas pasirinktos įmonės akcijų portfelis, tam tikrą laikotarpį, ir nustatyti ar vietinių ar tarptautinių įmonių, ilgalaikė netipinė akcijų graža yra didesnė. Šių rodiklių skaičiavimai bei palyginimai, leis patvirtinti arba paneigti pirmąją ir antrąją hipotezes ir nustatyti, kurie sandoriai – vietiniai ar tarptautiniai yra sėkmingesni.

Norint patvirtinti ar paneigti trečiąją hipotezę, tolimesnėje tyrimo eigoje apskaičiuojamas Kogut ir Sigh kultūrinio atstumo indeksas. Apskaičiuotas indeksas, leis palyginti finansinius rodiklius su indekso rezultatais ir numatyti ar didesnis kultūrinis atstumas, tarp įmonių, lemia blogesnius rezultatus. Gauti duomenys apie vietinių ir tarptautinių įmonių sandorius padės išskirti sėkmingus ir nesėkmingus įsigijimo sandorius. Tyrimas atliekamas atsižvelgiant tik į kultūrinius skirtumus, kiti kintamieji šiame tyrime nėra vertinami.

4. Vietinių ir tarptautinių įsigijimų vertinimas

Aptartoje tyrimo metodikoje pateikiama, jog tyrimo atlikimui pasirenkami, 30 įmonių, kurios užsiima naftos ir dujų gavyba, įsigijimo sandoriai. Tinkamos įmonės atrenkamos atsižvelgiant, jog būtų prieinama informaciją apie įmonių finansinių ataskaitų ir ataskaitose pateikti duomenys, 3 metų prieš vykdomą įsigijimo sandorį bei 3 metų po įsigijimo sandorio. Žemiau pateikiamoje lentelė pateikiamas vietinių ir tarptautinių sandorių sąrašas, nurodoma įsigyjančios bei tikslinės įmonės šalis bei įvykdytų sandorių vertės.

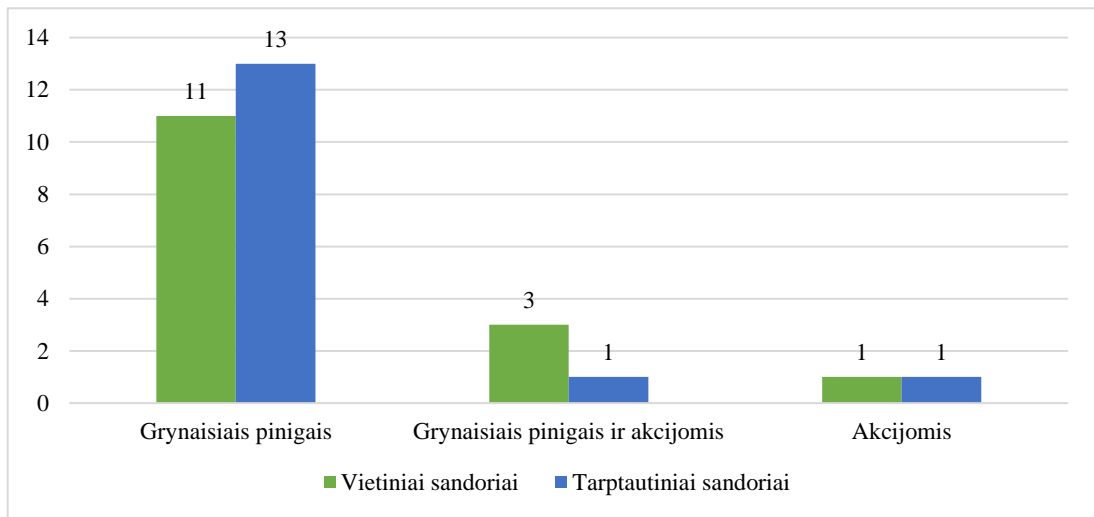
2 lentelė. Analizuojamų sandorių sąrašas

Metai	Įsigyjanti įmonė	Šalis	Tikslinė įmonė	Šalis	Sandorio vertė Eur/mln.
Vietiniai sandoriai					
2005	Showa Shell Sekiyu KK	Japonija	Fuji Oil Co Ltd	Japonija	73.43
2006	Denbury Resources Inc	Jungtinės Valstijos	Oil properties/ MS&AL	Jungtinės Valstijos	211.20
2006	Naturgy Energy Group SA	Ispanija	Petroleum Oil & Gas Espana SA	Ispanija	30.00
2006	SM Energy Co	Jungtinės Valstijos	Oil and Gas Assets/West Texas	Jungtinės Valstijos	195.78
2007	Lukoil PJSC	Rusija	Tebukneft OAO	Rusija	0.04
2007	Transocean Ltd	Jungtinės valstijos	GlobalSantaFe Corp	Jungtinės valstijos	13,159.77
2008	Dominion Energy Questar Corp	Jungtinės valstijos	Natural Gas Properties/LA	Jungtinės valstijos	443.77
2008	Petrodac Ltd	Jungtinė Karalystė	Eclipse Petroleum Technology Ltd	Jungtinė Karalystė	8.95
2011	Chesapeake Energy Corp	Jungtinės valstijos	Bronco Drilling Co Inc	Jungtinės valstijos	215.93
2011	Western Energy Services Corp	Kanada	Stoneham Drilling Trust	Kanada	174.84
2011	FAR Ltd	Australija	Flow Energy Pty Ltd	Australija	18.57
2012	Gazprom PJSC	Rusija	Mishkino Yurgamysh trunk gas pipeline	Rusija	11.90
2013	Shanghai Taisheng Wind Power Equipment	Kinija	Nantong Landao Oceanics Engineering	Kinija	24.95
2014	Crew Energy Inc	Kanada	Montney natural gas properties	Kanada	69.87
2014	Callon Petroleum Co	Jungtinės Valstijos	Midland Basin properties in Texas	Jungtinės Valstijos	156.19
Tarptautiniai sandoriai					
2004	Marubeni Corp	Japonija	Energy North Sea	Jungtinė Karalystė	180.00

Metai	Įsigyjanti įmonė	Šalis	Tikslinė įmonė	Šalis	Sandorio vertė Eur/mln.
2005	NewOcean Energy Holdings Ltd	Honkongas	Yong Long Gas	Kinija	3.09
2005	Helix Energy Solutions Group Inc	Jungtinės Valstijos	Baker Energy Ltd	Jungtinė Karalystė	26.32
2007	Aban Offshore Ltd	Indija	Sinvest ASA	Norvegija	495.71
2007	Major Drilling Group International Inc	Kanada	Harris y Cia Ltda	Čilė	16.59
2008	Saipem SpA	Italija	Saipem Discoverer Invest SARL	Norvegija	17.94
2008	Imdex Ltd	Australija	Imdex Technology Germany GmbH	Vokietija	8.30
2008	China Oilfield Services Ltd	Kinija	COSL Holdings AS	Norvegija	1,752.22
2011	Korea Gas Corp	Pietų Korėja	Sulawesi LNG Development Ltd	Indonezija	134.05
2011	Weir Group PLC	Jungtinė Karalystė	Seaboard Holdings Inc	Jungtinės Valstijos	675.00
2012	Foraco International SA	Prancūzija	WFS Sondagem Ltda/Brazil	Brazilija	72.60
2013	BP PLC	Jungtinė Karalystė	Rosneft Oil Co PJSC	Rusija	3,674.48
2013	Phoenix Global Resources PLC	Jungtinė Karalystė	Ketsal Sa	Argentina	63.95
2014	Boustead Singapore Ltd	Singapūras	PT Mustika Petrotech Indonesia	Indonezija	0.23
2014	Schoeller-Bleckmann oilfield Equipment	Austrija	Resource Well Completion Technologies	Kanada	27.78

Iš pateiktos lentelės matoma, jog tiek vietiniai tiek tarptautiniai sandoriai apima analizuojamą laikotarpį, sandorių vertės skirtingos tačiau lyginant vietinių ir tarptautinių sandorių vertes bendrai, matoma, jog vertės yra gan panašios. Taip pat analizuojami sandoriai yra įvykdyti pilnai ir visų įsigijimo sandorių tipas – draugiškas. Visi analizuojami sandoriai yra tarp naftos ir dujų gavybos pramonėje veikiančių įmonių.

Analizuojant įsigijimo sandorius, taip pat svarbus aspektas yra koku būdu įmonės įvykdo sandorį, tai yra koku būdu bus vykdomas sandorio apmokėjimas. Dauguma autorių nagrinėtoje literatūroje teigia, jog dažniausiai susijungimo ir įsigijimo sandoris yra vykdomas grynaisiais pinigais, taip siekiant tikslinei įmonei laiku įvykdyti apmokėjimą ir atsiskaityti kuo skubiau, nepaliekant skolų. Sandorių apmokėjimo būdas buvo analizuojamas ir pasirinktose įmonėse (žr. 6 pav.).



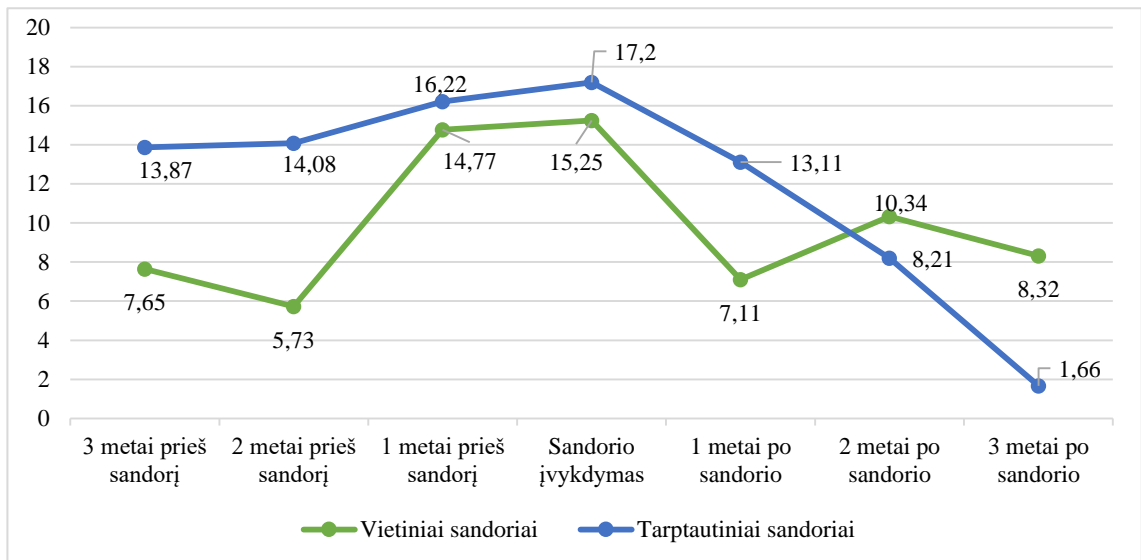
6 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių apmokėjimo būdas

Pateiktame paveiksle matoma, jog didžioji dalis vietinių ir tarptautinių sandorių buvo vykdomi pasirenkant grynųjų pinigų apmokėjimo būdą. Mažesnę dalį įmonių rinkosi kitus būdus. Iš analizuojamų vietinių sandorių, 3 įmonės pasirinko dalį sandorio apmokėjimo vykdyti grynaisiais pinigais ir akcijomis, atitinkamai tarptautinis sandoris apmokamas šiuo būdu buvo tik vienas. Taip pat apmokėjimo būdas akcijomis buvo pasirenkamas tik vienos vietinių įmonės ir vienos tarptautinio įmonės, sandorio įvykdymui. Gauti duomenys pagrindžia prieš tai minėtų autorių nuomonę, jog dažniausiai pasirenkamas įsigijimo sandorio apmokėjimo būdas, yra grynaisiais pinigais.

4.1. Gražos rodiklių analizė

Kaip minėta ankstesnėje darbo dalyje, šiuo tyrimu siekiama ištirti vietinių ir tarptautinių įsigijimo sandorių efektyvumą tarp naftos ir dujų gavybos pramonės įmonių ir šiam tikslui pasiekti iškeltos hipotezės. Pirmoji hipotezė – vietiniai įsigijimo sandoriai tarp naftos ir dujų pramonėje veikiančių įmonių yra sėkmingesni už tarptautinius. Bei antroji tyrimo hipotezė – tarptautiniai įsigijimo sandoriai tarp naftos ir dujų pramonėje veikiančių įmonių yra sėkmingesni už vietinius. Norint šias hipotezes patvirtinti ar jas paneigti, pasirinkta apskaičiuoti gražos rodiklius, kurie padės įvertinti įmonių pokyčius po sandorio įvykdymo.

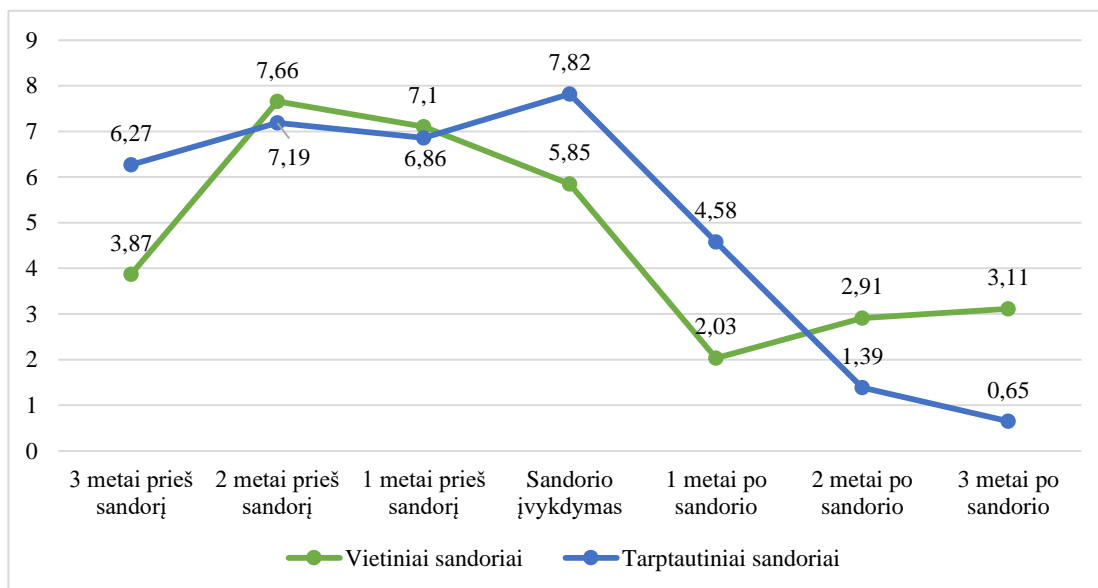
Pirmiausiai pateikiamas nuosavo kapitalo gražos rodiklio (ROE) kintamumas, analizuojamu laikotarpiu. ROE rodiklį naudinga vertinti ir atliekant susijungimo ar įsigijimo sandorius, nes rodiklio reikšmė parodo bendrą nuosavo kapitalo gražą, kitaip tariant šis rodiklis suteikia informacijos apie tai, kaip įmonės vadovybė veiksmingai naudoja nuosavą kapitalą verslui plėsti. Taip pat šis rodiklis yra svarbus potencialiems investuotojams, nes jie nori sužinoti, kaip efektyviai įmonė panaudos savo pinigus grynosioms pajamoms generuoti. Žemiau esančiame paveiksle pateikiami įsigyjančių įmonių ROE rodiklių vidurkiai, analizuojamu laikotarpiu (žr. 7 pav.).



7 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, ROE vidurkių dinamika, proc.

Pateiktame paveiksle matomas ROE rodiklis visą analizuojamą laikotarpį tiek vietiniuose, tiek tarptautiniuose sandoriuose. Vertinant vietinių įsigyjantių įmonių ROE rodiklį, matoma, jog 3 metais prieš įsigijimo sandorį rodiklis siekė 7,65 proc., tuo tarpu tarptautinių įmonių šio rodiklio vidurkis siekė 13,87 proc. Vertinant bendrai 3 metus prieš įsigijimo sandorį pastebima, jog tarptautinių įmonių nuosavo kapitalo grąža buvo didesnė ir įmonės savo veiklą vykdė sėkmingiau nei vietinės įmonės. Kalbant apie metus prieš sandorio įvykdymą iš pateikto paveikslo matoma, jog vietinių ir tarptautinių įmonių nuosavo kapitalo grąžos rodiklis padidėjo, didžiausias pokytis matomas vietinių įmonių, lyginant su prieš tai buvusiais metais šio rodiklio reikšmė padidėjo 2,5 karto, tam įtakos turėjo didėjančios vietinių įmonių grynosios pajamos. Po sandorio įvykdymo, pirmaisiais metais, matoma, jog vietinių ir tarptautinių įsigyjantių įmonių rodiklio reikšmė sumažėjo, šis sumažėjimas matomas dėl įmonių sumažėjusio grynojo pelno ar nuostolių patyrimo. Pastebima, jog vietinės įmonės, kurios vykdė įsigijimo sandorį reaguoja jautriau į sandorio įvykdymą, pirmaisiais metais, nes jų nuosavo kapitalo grąžos rodiklis sumažėjo 2 kartus po sandorio. Iš analizuojamų įmonių net 4 patyrė nuostolius, 6 įmonių finansiniai rezultatai blogėjo, nes buvo gaunamas mažesnis grynas pelnas, kai kuriose įmonėse net dvigubai mažesnis. Tarptautinės įmonės, kurios vykdė įsigijimo sandorius nuosavo kapitalo rodiklis pirmaisiais metais taip pat mažėjo. Po įsigijimo sandorio matomas grąžos rodiklio sumažėjimas 4 proc., tam įtakos turėjo grynojo pelno mažėjimas. Tretieji metai po sandorio įvykdymo tarptautiniame sandorių dalyvaujančioms įmonėms buvo blogiausi kalbant apie analizuojamą laikotarpį, įmonių vidurkis tesiekė 1,66 proc., ši maža reikšmė parodo, jog įmonės po įsigijimo sandorio įvykdymo dirba neefektyviai ir net 6 įmonės patyrė nuostolius, kitų analizuojamų įmonių mažėjo uždirdamas grynas pelnas bei didėjo nuosavas kapitalas, ir vis tai lėmė mažesnę nuosavo kapitalo grąžos rodiklio reikšmę. Vietinių įmonių ROE rodiklis trečiaisiais metais po sandorio įsigijimo siekė 8,32 proc., šio rodiklio reikšmė taip pat kaip ir tarptautinių įmonių yra mažesnė, nei sandorio metu buvusi rodiklio reikšmė. Nors rodiklio gaunama reikšmė nėra didelė ir toks rezultatas būtų laikomas netinkamas, tačiau palyginus su tarptautinių įmonių rodikliu, matoma, jog vietinių įmonių ROE rodiklio reikšmė gaunama 5 kartus didesnė nei tarptautinių sandorių, todėl yra vertinama, jog vietinės įmonės dirba efektyviau, uždirdamas didesnis pelnas ir įmonės tikslingiau panaudoja nuosavą kapitalą.

Vykdamas įsigijimo sandorį taip pat svarbu analizuoti įmonės turto pokyčius, kurie taip pat prisideda prie detalesnės įmonės finansinių rezultatų pokyčių, po sandorio įvykdymo. Analitikams ir įmonių vadovams aktualu sužinoti, ar įmonė gali užtikrinti gerą turto grąžą. Šis rodiklis yra pirmas žingsnis bet kuriai bendrovei ar investuotojui, norint palyginti įmonės veiklos rezultatus su konkurentu ar pramonės šakos rodikliu. Todėl tolimesnėje tyrimo eigoje buvo skaičiuojami įmonių finansiniai rezultatai, kurie vertinami pagal įsigyjamos įmonės turto grąžos rodiklį. Šis rodiklis taip pat yra aktualus investuotojams, nes jis leidžia įvertinti kiek naudingai yra panaudojamas įmonės turimas turtas bei kiek efektyviai įmonės vykdo savo veiklą. Todėl žemiau esančiame paveiksle pateikiami apskaičiuoti vietiniuose ir tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose dalyvaujančių įmonių ROA rodiklių vidurkiai, analizuojamu laikotarpiu (žr. 8 pav.).

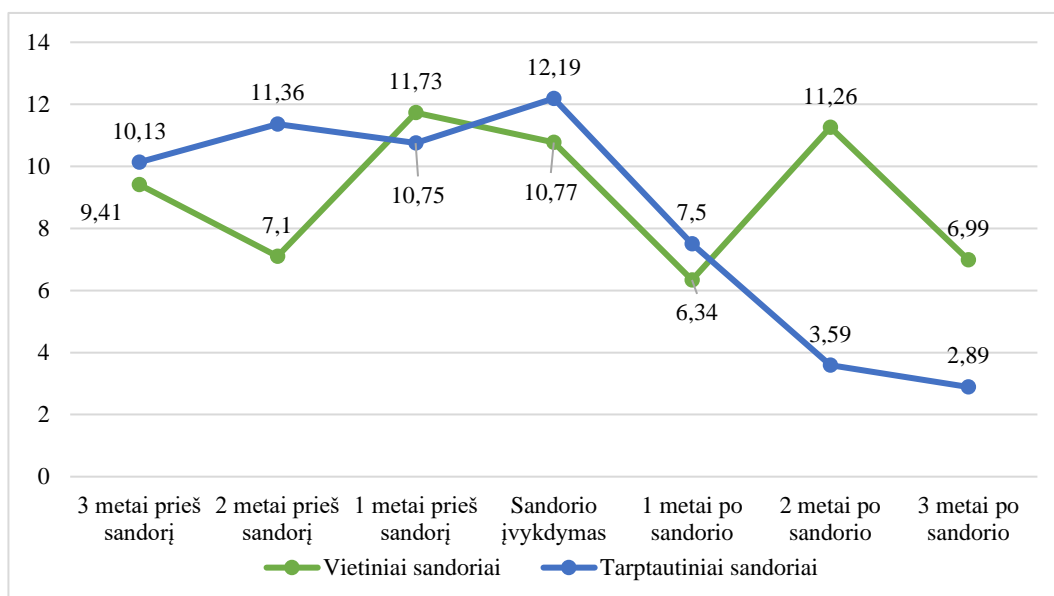


8 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, ROA vidurkių dinamika

Remiantis pateiktu paveikslu matoma, jog turto grąžos rodiklis, kaip ir prieš tai pateikiamas ROE rodiklis kito įvairiai visą analizuojamą laikotarpį. Vietinių įmonių, ROA rodiklių vidurkis, 3 metus prieš įsigijimo sandorį siekė 3,87 proc., tarptautinių įmonių rodiklio reikšmė, kaip ir prieš tai buvusio rodiklio yra didesnė ir siekė 6,27 proc., beveik 2 kartus didesnė rodiklio reikšmė parodo, jog įmonės dalyvaujančios tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose, prieš sandorį, turimą turtą naudojo efektyviau nei vietinės įmonės. Tačiau likus 2 metams iki sandorio įvykdymo vietinių įmonių turto grąžos rodiklis padidėja dėl didėjančio grynojo pelno ir siekia 7,19 proc., įmonės tikslingiau pradeda naudoti turimą turtą. Metai iki įsigijimo sandorio įvykdymo tiek vietinių įmonių tiek tarptautinių įmonių ROA rodiklio reikšmės buvo panašios. Sandorio vykdymo metais vietinių įmonių turto grąžos rodiklis buvo šiek tiek mažesnis nei tarptautinių įmonių, tai lėmė didėjantis turtas vietiniuose įmonėse. Įvykus įsigijimo sandoriui, vietinių ir tarptautinių įmonių dalyvavusių įsigijimo procese, turto grąžos rodiklis mažėja daugiau nei 3 proc., matoma, jog įmonės jautriai reaguoja į įvykdytą sandorį. Analizuojant vietiniuose ir tarptautiniuose sandoriuose dalyvaujančių įmonių finansinius rezultatus, matoma, jog įmonėse gan stipriai didėjo turto, tačiau grynasis pelnas gaunamas mažesnis ar buvo patiriamas nuostolis, todėl grąžos rodiklis mažėja, ir turtas įmonės yra naudojamas neefektyviai. Tretieji metai po sandorio įvykdymo, vietinėms įmonėms yra sėkmingesni nei tarptautinėms. Nors vietinių įmonių turto grąžos rodiklis nėra didelis ir jis siekia 3,11 proc., tačiau palyginus su įmonių rezultatais dalyvavusių tarptautiniuose sandoriuose, matoma, kad šis rodiklis yra beveik 5 kartus didesnis. Tokiam tarptautiniam įmonių ROA rodiklio mažėjimui įtaką darė didėjantis turtas, bei mažėjantis

grynasis pelnas, Grynasis pelnas tarptautinėse įmonėse mažėjo gan stipriai, o 5 įmonės patyrė nuostolius. Apibendrinant pateiktą paveikslą, pastebima, jog po sandorio įvykdymo praėjus 3 metams, vietinių įmonių rodiklis, palyginus su sandorio vykdymo metais, sumažėjo beveik 2 kartus, tarptautinių įmonių šis rodiklis sumažėjo net 12 kartų. Gauti rezultatai rodo, kad tarptautiniuose sandoriuose dalyvavusios įmonės, po sandorio įvykdymo uždirba mažiau iš turto, ir turtas įmonėse naudojamas neefektyviai. Vietinių įmonių turto gražos rodiklis taip pat sumažėjo, tačiau kritimas nebuvo toks didelis, kaip tarptautinių įmonių, todėl laikoma, kad vietinių sandorių įmonės, vertinant pagal turto gražos rodiklį, savo veiklą vykdo sėkmingiau.

Sekantis rodiklis, kuris pateikiamas yra panašus į prieš tai pateikiamą ROE rodiklį, tačiau prieš tai minėtas rodiklis parodo nuosavo kapitalo gražą, o žemiau esančiame paveiksle pateikiama kapitalo gražos rodiklis (ROC), kuris leidžia palyginti susijusių įmonių rezultatus, atsižvelgiant į tai kaip buvo panaudotas kapitalas. Šis rodiklis naudojamas kaip įmonių pelningumo ir vertės kūrimo rodiklis bei parodo, kaip efektyviai įmonė savo kapitalą paverčia pelnu. Rodiklis ypač aktualus akcininkams, todėl tiek pradedant vykdyti įsigijimo sandorį tiek po sandorio įvykdymo aktualu stebėti kaip kinta kapitalo gražos rodiklis. Apskaičiuotas įvykdytų vietinių ir tarptautinių sandorių ROC rodiklis pateikiamas 9 paveiksle.



9 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, ROC vidurkių dinamika, proc.

Pateiktame paveiksle, matomas, kapitalo gražos kitimas analizuojamu laikotarpiu. Prieš įsigijimo sandorio įvykdymą, pastebima, jog tarptautinių įmonių ROC rodiklis išlieka gan panašus apie 10 proc. Vietinių įmonių šis rodiklis yra svyruojantis, 2 metai prieš įsigijimo sandorio įvykdymą matomas rodiklio sumažėjimas apie 2 proc., palyginus su prieš tai einančiais metais, tokiam sumažėjimui įtakos darė didėjančios įmonių skolos. Sandorio vykdymo metais, vietinių ir tarptautinių įmonių kapitalo gražos rodikliai gan panašūs, tačiau kaip ir prieš tai minėtuose rezultatuose tarptautinės įmonės gražos rezultatas yra laikomu geresniu. Praėjus metams po sandorio įvykdymo, matomas ROC rodiklio sumažėjimas, daugiau nei 4 proc., sumažėjo tiek vietinių, tiek tarptautinių įmonių kapitalo gražą, dėl mažėjančio grynojo pelno bei didėjančio kapitalo. Dar po vienerių metų, pastebima, jog vietinių įmonių kapitalo gražos rodiklis padidėja, tačiau trečiaisiais metais po įvykdyto sandorio rodiklis sumažėja daugiau nei 1,5 karto ir tai rodo, kad įmonės negeba efektyviai panaudoti kapitalo, jog būtų uždirbamas didesnis pelnas, po kitos įmonės įsigijimo. Kalbant apie tarptautinius

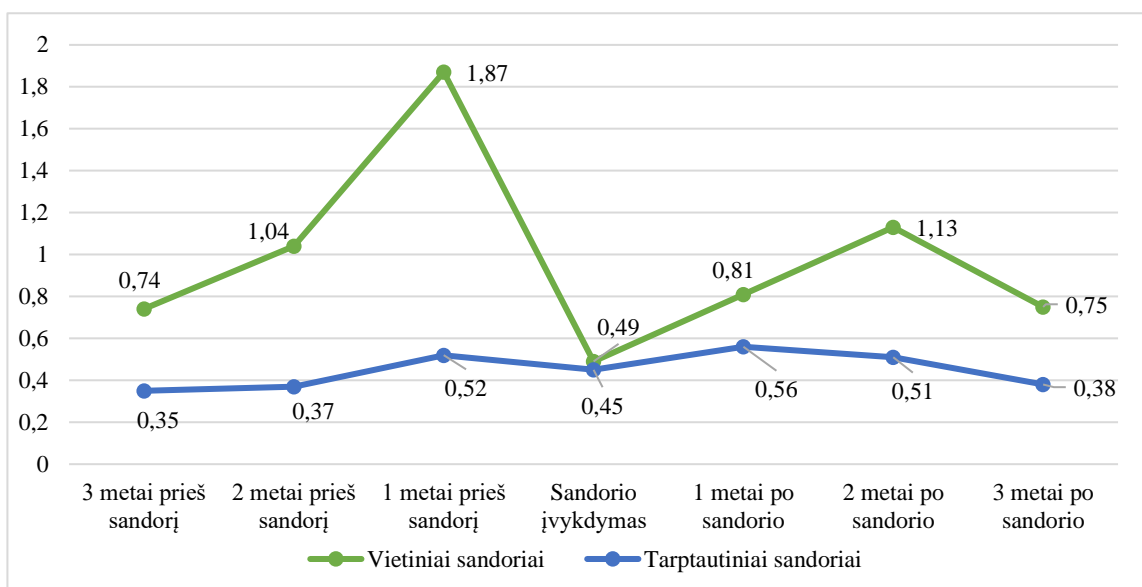
sandorius, iš pateikto paveikslo matoma, jog 3 metai po sandorio įvykdymo šis rodiklis sumažėjo daugiau nei 4 kartus, palyginus su rodiklio reikšme sandorio vykdymo metais. Šis sumažėjimas rodo, kad tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose dalyvavusios įmonės, kapitalą naudoja netikslingai, mažėja įmonių efektyvumas bei uždirbamas pelnas.

Apibendrinant apskaičiuotus gražos rodiklius, galima teigti, jog vietiniuose sandoriuose dalyvaujančios įmonės rezultatai prieš sandorio įvykdymą kinta įvairiai. Tuomet, kai yra įvykdomas kitos įmonės įsigijimas ir praėjus vienerių metų laikotarpiui iš gautų rezultatų, matoma, jog gražos rodiklių reikšmės mažėja ir įmonėms tie metai yra nuostolingi arba uždirbamas mažesnis pelnas, nei buvo uždirbama prieš sandorio įvykdymą. Antraisiais metais rezultatai tampa geresni, tačiau trečiaisiais jie ir vėl šiek tiek sumažėja. Tarptautiniuose sandoriuose dalyvaujančių įmonių rezultatai prieš įsigijimo sandorį buvo didesni nei vietinių įmonių, įmonės veiklą vykdė pelningiau ir efektyviau. Tačiau po sandorio įvykdymo, matomas, gražos rodiklių mažėjimas visą analizuojamą laikotarpį, ROE, ROA ir ROC rodiklių reikšmės mažėjo stipriai. Iš gautų rezultatų galima teigti, jog tarptautiniai sandoriai labiau reaguoja į įvykdytą sandorį, blogėja finansiniai rodikliai dėl to sandoriai yra laikomi nesėkmingi. Nors vietinių įmonių rezultatai praėjus 3 metams po sandorio įvykdymo pablogėja, bet šis rezultatų sumažėjimas nėra toks didelis, kaip tarptautinių įmonių ir vietinės įmonės nepatiria tokių didelių nuostolių.

4.2. Likvidumo ir mokumo rodiklių analizė

Atlikus gražos rodiklių analizę, toliau buvo atlikti skaičiavimai, kurie taip pat prisideda prie iškeltų hipotezių patvirtinimo ar paneigimo, tai likvidumo rodikliai. Likvidumo rodikliai taip pat kaip ir gražos rodikliai yra svarbūs investuotojams bei įmonių vadovams planuojant susijungimo ar įsigijimo sandorio įvykdymą. Rodikliai leidžia pamatyti, kaip įmonė vykdo savo trumpalaikius įsipareigojimus ar įmonės geba padengti trumpalaikius įsipareigojimus nenuostolingai ir išlaikyti stabilią veiklą. Įmonėms, kurios planuoja susijungimo ar įsigijimo sandorį svarbu analizuoti likvidumo rodiklius, nes jie atskleidžia įmonės konkurencingumą rinkoje bei patrauklumą investuotojams, matoma kaip greitai įmonės geba turtą paversti grynaisiais pinigais.

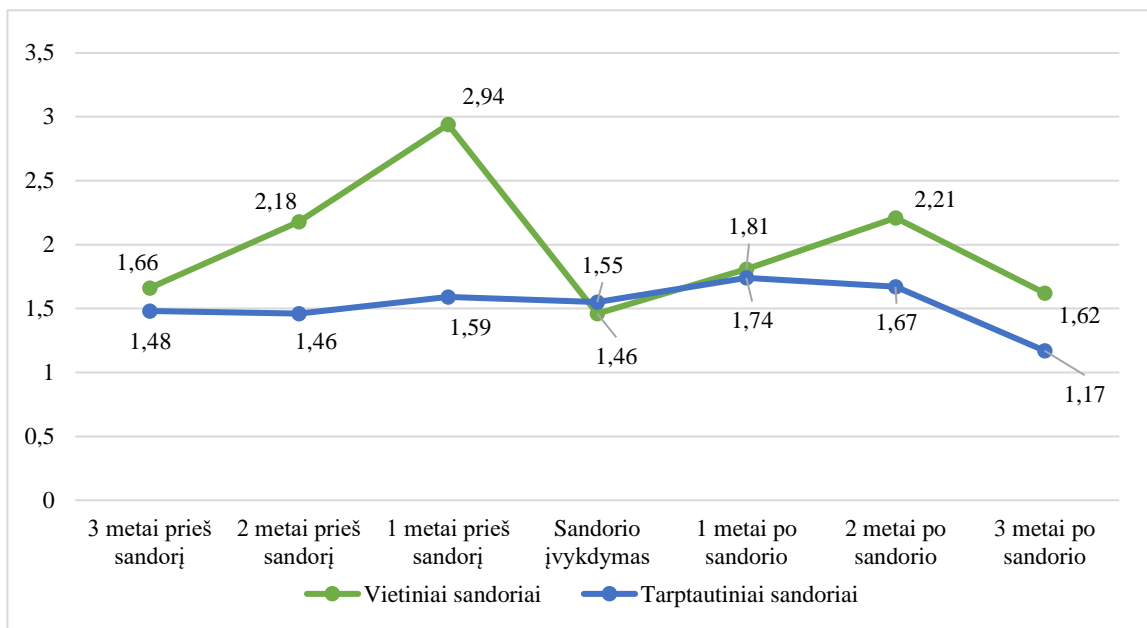
Dėl šių rodiklių aktualumo toliau pateikiami apskaičiuoti trys pagrindiniai likvidumo rodikliai – absoliutus likvidumas, bendrasis likvidumas ir kritinis likvidumas. Žemiau esančioje paveiksle pateikiamas absoliutaus likvidumo rodiklių vidurkiai, analizuojamų vietinių ir tarptautinių įmonių, dalyvavusių įsigijimo sandoriuose (žr. 10 pav.).



10 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, absoliutaus likvidumo vidurkių dinamika

Pateiktame paveiksle matomas, absoliutaus likvidumo rodiklių kitimas, analizuojamu laikotarpiu. Prieš įsigijimo sandorio įvykdymą, vietinių įmonių absoliutaus likvidumo koeficientas didėjo ir tai rodo, kad įmonės, dar prieš įsigijimo sandorį buvo finansiškai atsparios trumpuoju laikotarpiu ir gebėjo didelę dalį trumpalaikių įsipareigojimų pasidengti grynaisiais pinigais. Tačiau žvelgiant iš kitos pusės, didelis kiekis grynujų pinigų įmonėse nėra geras rodiklis, nes tai reiškia jog įmonės ne itin efektyviai panaudoja savo kapitalą. Sandorio vykdymo metais, matomas, vietinių įmonių, absoliutaus rodiklio sumažėjimas 4 kartus, šiam sumažėjimui įtakos turėjo, daugumos įmonių pasirinktas apmokėjimo būdas atliekant įsigijimo sandorį, vykdyti apmokėjimą grynaisiais pinigais. Praėjus 3 metams po sandorio įsigijimo, iš gautų rezultatų, matoma, jog absoliutaus rodiklis palyginus su įvykdymo metais padidėjo ir siekė 0,75. Pokytis nėra didelis tačiau vietinių įmonių veikla po įsigijimo sandorių stabilizavosi, įmonės ir vėl įmonės laikė didesnę dalį grynujų pinigų. Kalbant apie tarptautinių įmonių rezultatus, matoma, jog visą analizuojamą laikotarpį, absoliutaus likvidumo rodiklis buvo mažesnis nei vietinių įmonių. Didelių pokyčių prieš ir po įsigijimo sandorio įvykdymą nepastebima. Tačiau matoma, jog sandorio vykdymo metais šis rodiklis siekė 0,49 ir praėjus 3 metams po sandorio įvykdymo, rodiklis sumažėja ir siekia 0,38. Tai rodo, kad tarptautinės įmonės, jeigu prireiktų pasidengti trumpuosius įsipareigojimus galėtų pasidengti mažesnę dalį nei prieš sandorio įvykdymą ar sandorio vykdymo metu, palyginus su vietinėmis įmonėmis. Bet kaip ir minėta, didesnis grynujų pinigų kiekis įmonėse ne visada būna geras ženklas, nes į apyvartą yra įtraukiama mažiau lėšų, kurios galėtų dalyvauti įmonės veiklos plėtroje.

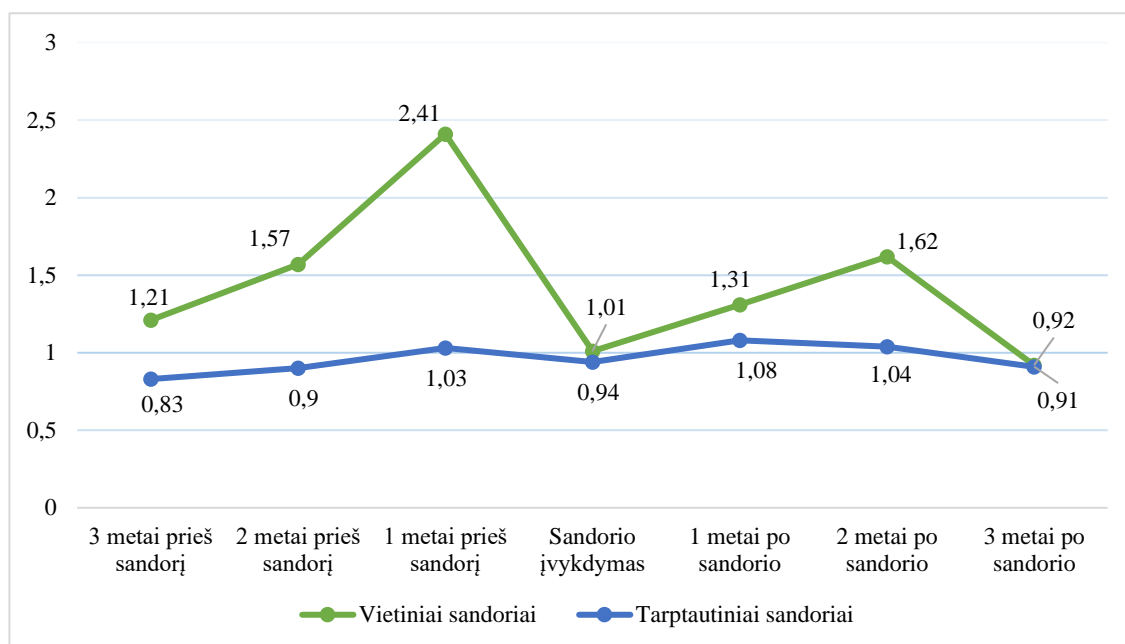
Kitas likvidumo rodiklis, kuris yra aktualus kreditoriams bei įmonių vadovams, tai – bendrojo likvidumo rodiklis. Šio rodiklio analizė prieš ir po įsigijimo sandorį, leidžia įvertinti, kaip įmonė geba trumpalaikiu turtu padengti trumpalaikius įsipareigojimus. Žemiau esančiame paveiksle pateikiamas bendrojo likvidumo rodiklio vidurkiai (žr. 11 pav.).



11 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, bendrojo likvidumo vidurkių dinamika

Remiantis gautais rezultatais, galima teigti, jog vietiniuose sandoriuose dalyvavusių įmonių, bendrojo likvidumo rodiklis kito labiau nei tarptautinių įmonių. Šio rodiklio reikšmė laikoma priimtina tarp 1 ir 2, todėl galima teigti, jog didėjanti vietinių įmonių rodiklių reikšmė prieš įsigijimo sandorį, rodo, jog įmonės negeba efektyviai naudoti turimą įmonės turtą. 2 metus iki sandorio įvykdymo, vietinių įmonių bendrojo likvidumo koeficientas siekė 2,18. Likus vieneriems metams iki sandorio, šis likvidumo rodiklis padidėjo dar labiau ir siekė 2,94. Tam įtaką darė didėjantis trumpalaikis turtas įmonėse, todėl galima daryti išvadą, jog šios įmonės nesugeba efektyviai ir tikslingai panaudoti apyvartinių lėšų. Po sandorio įvykdymo, bendrojo likvidumo rodiklis sumažėjo ir tapo priimtiniu, dėl padidėjusio trumpalaikio turto ir trumpalaikių skolų. Lyginant bendrojo likvidumo rodiklį, sandorio vykdymo metais su 3 metais po sandorio įvykdymo, matoma, jog šio rodiklio reikšmė beveik liko nepakitusi. Reikšmė išliko tarp 1 ir 2, todėl galima teigti, jog vietinės įmonės, po kitos įmonės įsigijimo efektyviai naudoja trumpalaikį turtą ir šiuo turtu gebėtų padengti trumpalaikius įsipareigojimus. Analizuojant tarptautinių įmonių bendrojo likvidumo rodiklį, galima teigti, jog šio rodiklio reikšmė išliko panaši visą analizuojama laikotarpį, didelių rodiklių reikšmės pokyčių neįvyko nei po sandorio įvykdymo, sandorio vykdymo metais šis rodiklis siekė 1,55. Praėjus 3 metams po sandorio rodiklio reikšmė šiek tiek sumažėjo ir siekė 1,17. Visą analizuojama laikotarpį, šis rodiklis laikosi gan stabiliai, didelių pakitimų nepastebima. Toks rodiklio stabilumas, rodo, jog tarptautiniuose sandoriuose dalyvaujančios įmonės geba išlaikyti gerą bendrojo likvidumo rodiklį ir po kitos įmonės įsigijimo, efektyviai panaudojant padidėjusį trumpalaikį turtą ir įmonės yra pajėgios padengti trumpalaikius įsipareigojimus.

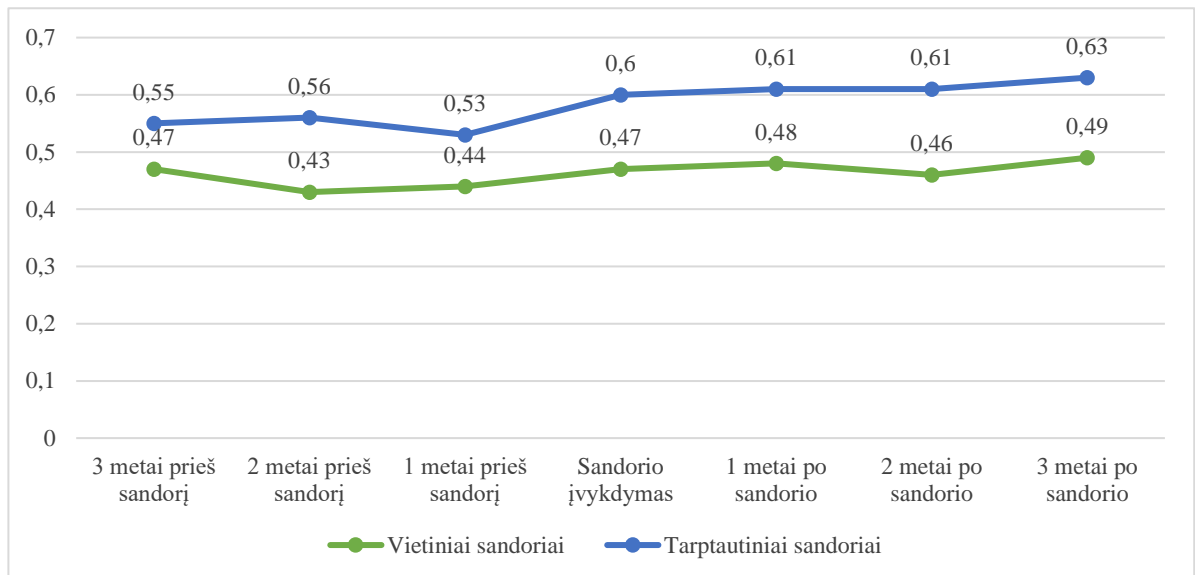
Norint įvertinti įmonės galimybes, kaip skubiai įmonė geba pasidengti trumpalaikius įsipareigojimus tolimesnėje tyrimo dalyje buvo apskaičiuojamas kritinio likvidumo rodiklis. Šis rodiklis panašus į prieš tai analizuotą bendrojo likvidumo rodiklį, tačiau šis rodiklis padeda tiksliau įvertinti įmonės trumpalaikį mokumą. 12 paveiksle pateikiami vietinių ir tarptautinių įsigijimo sandoriuose dalyvavusių įmonių rodiklių reikšmės.



12 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, kritinio likvidumo vidurkių dinamika

Kaip matoma iš pateikto paveikslo, analizuojamu laikotarpiu, vietinių įmonių kritinio likvidumo rodiklis svyravo labiau nei tarptautinių įmonių. Kaip ir prieš tai apskaičiuotame likvidumo rodiklyje, žymus rodiklio padidėjimas pastebimas, likus vieneriems metams prieš vykdant įsigijimo sandorį. Lyginant su 3 metais prieš sandorio įvykdymą, gauta rodiklio reikšmė, šiais metais kritinio likvidumo rodiklis padidėjo 2 kartus. Yra laikoma, kad jei šis likvidumo koeficientas gaunamas daugiau nei 1, tai įmonės likvidumas laikomas geru ir įmonė vertinama kaip gebanti skubiai pasidengti trumpalaikius įsipareigojimus. Lyginant vietinių įmonių, sandorio įvykdymo metais gaunamą koeficiento reikšmę su 3 metų po įsigijimo sandorio gauta rodiklio reikšmė, matoma, jog didelio pokyčio nebuvo rodiklio reikšmė buvo gauta 0,92. Šis rodiklis nesiekia 1, tačiau vis tiek būtų vertinamas gerai, nes didelio sumažėjimo nėra. Tarptautinių įmonių kritinio likvidumo koeficientas, kaip ir bendrojo likvidumo išliko gan stabilus visą laikotarpį. Lyginant įmonių rodiklių reikšmes prieš ir po įsigijimo sandorio įvykdymo, pokyčio didelio nematyti, rodiklis beveik visada išliko apie 1. Dėl to tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose dalyvavusių įmonių, kritinio likvidumas vertinamas gerai, įmonės gebėtų jeigu prireiktų skubiai pasidengti trumpalaikius įsipareigojimus, likvidžiausiu savo turtu.

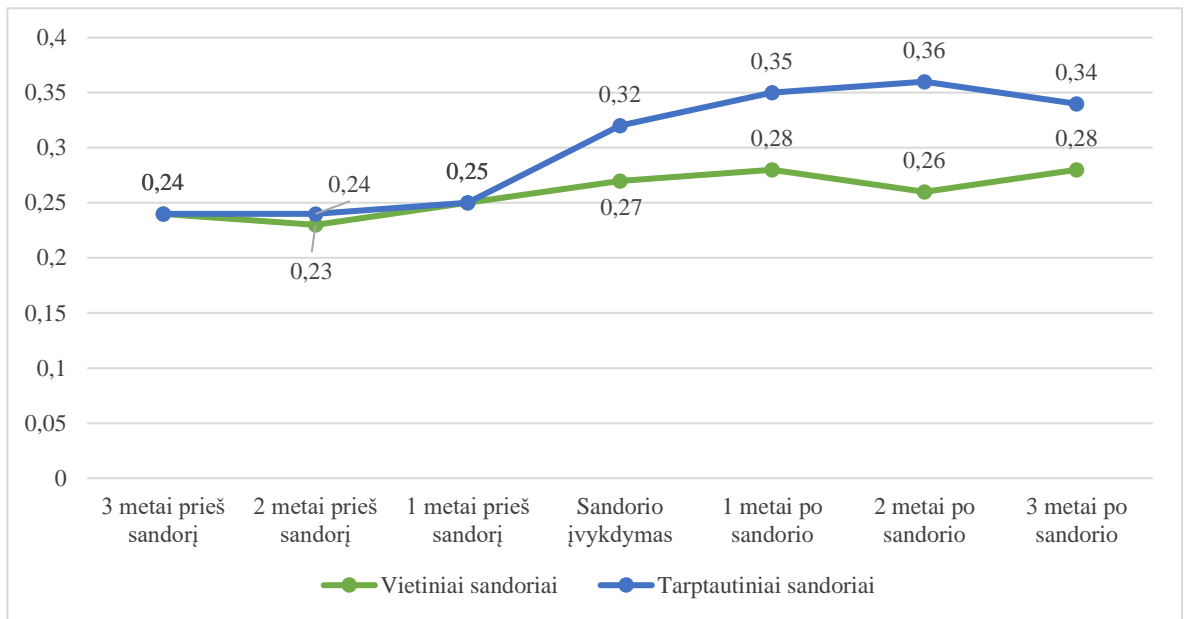
Atlikus likvidumo rodiklių analizę, detalesniam įmonių įvertinimui, taip pat naudojami mokumo rodikliai, kurie parodo, kaip kinta įmonių mokumas po įsigijimo sandorio įvykdymo. Mokumo rodikliai skiriasi nuo likvidumo rodiklių, nes likvidumo rodikliai vertina tik trumpalaikius įsipareigojimus ir trumpalaikį turtą, o mokumo rodikliai detaliau parodo, kaip įmonė geba panaudoti turimą turtą, įsipareigojimams padengti. Žemiau esančiame paveiksle pateikiamas apskaičiuotas bendras skolos rodiklis. (žr. 13 pav.).



13 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, bendrojo skolos koeficiento vidurkių dinamika

Remiantis gautais rezultatais, galima teigti, jog vietinių ir tarptautinių įmonių rodiklių reikšmės išlieka panašios analizuojamu laikotarpiu. Tačiau matoma, jog vietinių įmonių bendrasis skolos koeficientas išlieka labiau nepakitęs, dar prieš sandorio įvykdymą jis siekė 0,47, sandorio vykdymo metais išliko toks pat – 0,47 ir praėjus 3 metams po sandorio įvykdymo šis koeficientas šiek tiek padidėja ir siekia 0,49. Šis rodiklis vertinamas labai gerai, kai nėra viršijama 0,3. Vietinių įmonių atveju rodiklis vertinamas gerai. Kaip matoma įsigijimo sandoris įtakos mokumo rezultatams neturi, įmonės neprisiima per daug įsipareigojimų ir tai svarbus aspektas ne tik įmonėms vadovams bet ir kreditoriams, nes didėjanti rodiklio reikšmė reiškia, kad bankroto atveju būtų padengiama mažesnė dalis įsipareigojimų. Vertinant tarptautinių įmonių rezultatus, bendrasis skolos koeficientas gaunamas didesnis nei vietinių įmonių, vadinasi įmonės turi daugiau įsipareigojimų, dar prieš įsigijimo sandorį rodiklis siekė 0,55, sandorio vykdymo metais rodiklis padidėja iki 0,6. Nors rodiklio pokytis nėra didelis, tačiau įmonių vadovams bei kreditoriams reikėtų atsižvelgti į šio rodiklio didėjančią reikšmę ir po sandorio įvykdymo, nes šis rodiklis vertinamas blogai, kai siekia 0,7. Praėjus ilgesniam laikotarpiui po įsigijimo įvykdymo, matoma, jog tarptautinių įmonių rodiklis padidėja iki 0,63. Bendrojo skolos rodiklio didėjimas pastebimas po įsigijimo sandorio įvykdymo, todėl galima teigti, jog tarptautiniuose sandoriuose dalyvaujančios įmonės labiau reaguoja į vykdomus sandorius nei vietinės įmonės.

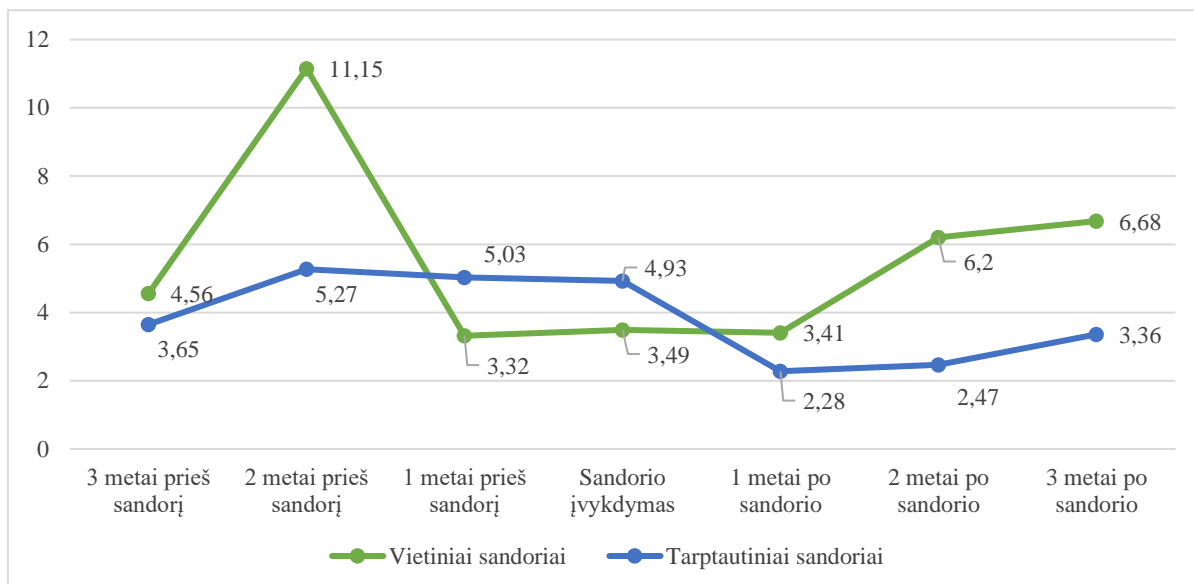
Kad būtų gauti tikslesni rezultatai, dėl įmonių mokumo, toliau buvo apskaičiuojamas ilgalaikio mokumo rodiklis – ilgalaikio skolų koeficientas, kuris parodo, kokią dalį įsigyjančių įmonių turimo turto sudaro ilgalaikės skolos (žr. 14 pav.).



14 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, ilgalaikių skolų koeficiento vidurkių dinamika

Pateiktame paveiksle, matoma, ilgalaikių skolų koeficiento kitimas, analizuojamu laikotarpiu. Pastebima, jog vietinių ir tarptautinių įmonių šio koeficiento reikšmė prieš įsigijimo sandorio įvykdymą buvo labai panaši, įmonės vertinamos gerai, nes rodiklis nesiekia 0,3., kas yra laikoma labai geru rezultatu. Tačiau pastebima, jog sandorio įvykdymo metais tarptautinių įmonių ilgalaikių skolų koeficientas padidėja ir siekia 0,32. Pokytis nėra didelis, tačiau rodiklis vertinamas blogiau, šio rodiklio padidėjimui įtakos turėjo didėjantys ilgalaikiai įsipareigojimai įmonėse. Įvykus įsigijimo sandoriui, tarptautinių įmonių koeficientas vis didėja ir praėjus 3 metams po sandorio įvykdymo rodiklio reikšmė siekia 0,34. Palyginus rodiklio reikšmes, kokios buvo gautos prieš įvykdant įsigijimo sandorį, matoma, jog situacija įmonėse pablogėja, įmonės prisiima daugiau ilgalaikių įsipareigojimų. Nors rodiklio pokytis nėra didelis, tačiau toks rodiklio svyravimas prieš ir po įsigijimo sandorio įvykdymo rodo, jog verta atkreipti dėmesį į ilgalaikių įsipareigojimų didėjimą įmonėse, kol jų nebuvo prisiimta daugiau, nes per didelė rodiklio reikšmė rodo įmonių nemokumą. Vietinių įmonių padėtis, po sandorio įvykdymo, beveik nepasikeičia įmonės ir toliau išlaiko gerai vertinamą koeficiento reikšmę ir vertinamos kaip gebančios padengti ilgalaikius įsipareigojimus, įmonės turtu, todėl yra laikoma, jog vietiniuose sandoriuose dalyvavusių įmonių, rezultatai yra geresnis, nei jie yra mažiau paveikti įsigijimo sandorio.

Apskaičiavus ilgalaikio skolos koeficientą taip pat yra svarbu analizuoti ir ilgalaikių skolų apdraustumo koeficientą, norint pamatyti kaip ilgalaikiai įsipareigojimai yra apdrausti įmonės ilgalaikiu turtu. Žemiau esančiame paveiksle pateikiamas, vietiniuose ir tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose dalyvaujančių įmonių, ilgalaikio skolų apdraustumo koeficientas (žr. 15 pav.).



15 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių, ilgalaikių skolų apdraustumo koeficiento vidurkių dinamika

Pateiktame paveiksle, matoma, jog ilgalaikių skolų apdraustumo koeficientas labiausiai kito vietiniuose įsigijimo sandoriuose dalyvaujančių įmonių. Prieš sandorio įvykdymą vietinių įmonių didesnę rodiklio reikšmę lėmė padidėjęs ilgalaikis turtas, tačiau likus metams iki sandorio įvykdymo, matoma, jog vietinių įmonių rodiklis sumažėja ir siekia 3,32. Pastebimas didelis sumažėjimas tačiau, vis tiek yra laikoma, jog vietinės įmonės turi pakankamai ilgalaikio turto, kad galėtų padengti ilgalaikius įsipareigojimus. Po sandorio įvykdymo vietinių įmonių rodiklis didėja kiekvienais metais, o tai yra laikoma labai geru rodikliu, nes didėjanti šio rodiklio reikšmė rodo, kad įmonės gebėtų pasidengti ilgalaikius įsipareigojimus net kelis kartus ir nepatirtų nuostolių. Kalbant apie tarptautinių įmonių rodiklį, matoma, jog po sandorio įvykdymo rodiklio reikšmė mažėja, nes įmonėse padidėja ilgalaikių įsipareigojimų ir įmonės mažiau kartų gebėtų pasidengti ilgalaikius įsipareigojimus jei to reikėtų. Palyginus su vietinių įmonių gaunamu rezultatu, matoma, jog tarptautinių įmonių gautas rezultatas yra net 2 kartus mažesnis, tai reiškia, jog vietinė įmonės yra vertinamos palankiau. Tačiau tarptautinių įmonių rodiklis išlieka teigiamas, dėl to vertinamas taip pat gerai, tik rekomenduotina atkreipti dėmesį į mažėjančią rodiklio reikšmę, nes tai yra svarbus rodiklis kreditoriams bei įmonių vadovams.

Apibendrinant analizuotus likvidumo ir mokumo rodiklius, galima daryti išvadą, jog vietinių ir tarptautinių įmonių, kurios vykdo įsigijimą likvidumo rodiklių reikšmės yra gan panašios. Įmonės savo veiklą vykdo efektyviai ir geba trumpalaikiu turtu padengti trumpalaikius įsipareigojimus. Skirtumas gautuose rezultatuose pastebimas, jog vietiniuose sandoriuose dalyvavusios įmonės, po įsigijimo sandorio kitimas yra didesnis nei tarptautinių įmonių. Vertinant mokumo rodiklių rezultatus, pastebima, jog vietinių įmonių rezultatai yra geresni nei tarptautinių įmonių. Pastebima, jog tarptautiniuose sandoriuose dalyvaujančios įmonės, labiau reaguoja į įvykdytą sandorį, o vietinių įmonių rezultatai išlieka gan stabilūs visą analizuojamą laikotarpį.

4.3. Ilgojo laikotarpio netipinės grąžos akcijų rodiklio analizė

Atlikus vietinių ir tarptautinių įmonių vertinimą pagal grąžos, likvidumo ir mokumo rodiklius, taip pat svarbu pasirinktus sandorius analizuoti ir investiciniu požiūriu, nes iš kiekvieno vykdomo sandorio tikimasi ne tik pagerinti įmonės finansinius rodiklius bet ir tapti patrauklesnes įmone investuotoju akimis. Kadangi iš įsigijimo sandorio siekiama gauti ilgalaikės naudos, toliau pateikiami ilgojo laikotarpio netipinės grąžos akcijų rodiklio BHAR vietinių ir tarptautinių sandorių skaičiavimai, praėjus 12, 24 ir 36 mėn., po sandorio įvykdymo. (žr. 3 lentelę).

3 lentelė. BHAR rodiklio skaičiavimai

Įsigyjanti įmonė	Vietiniai sandoriai			Įsigyjanti įmonė	Tarptautiniai sandoriai		
	BHAR ₁₂	BHAR ₂₄	BHAR ₃₆		BHAR ₁₂	BHAR ₂₄	BHAR ₃₆
Showa Shell Sekiyu	-0,0101	-0,0028	0,0050	Marubeni Corp	0,0406	0,0157	-0,024
Denbury Resources Inc	0,0627	0,0203	0,0466	NewOcean Energy Holdings Ltd	-0,0255	-0,0360	0,0021
Naturgy Energy Group SA	0,0200	0,0012	-0,0074	Helix Energy Solutions Group Inc	-0,0190	0,0004	0,0022
SM Energy Co	0,0004	0,0031	0,0143	Aban Offshore Ltd	-0,0303	-0,0319	-0,041
Lukoil PJSC	0,0322	0,0062	-0,0009	Major Drilling Group International Inc	-0,0636	-0,0111	-0,025
Transocean Ltd	-0,0386	-0,0042	-0,0082	Saipem SpA	0,0447	0,0464	0,0363
Dominion Energy Questar Corp	-0,0124	-0,0069	0,0028	Imdex Ltd	0,0665	0,0771	0,0591
Petrodac Ltd	0,0787	0,0569	0,0381	China Oilfield Services Ltd	-0,0022	-0,0258	-0,0370
Chesapeake Energy Corp	-0,0294	-0,0012	-0,0086	Korea Gas Corp	0,0482	0,0229	0,0095
Western Energy Services Corp	-0,0019	-0,0005	-0,0027	Weir Group PLC	-0,0105	-0,0055	0,0057
FAR Ltd	0,0282	0,0217	0,0452	Foraco International	-0,1124	-0,0840	-0,0376
Gazprom PJSC	-0,0025	-0,0005	-0,0055	BP PLC	-0,0120	-0,0100	-0,1226
Shanghai Taisheng Wind Power Equi.	0,0417	0,0265	0,0308	Phoenix Global Resources PLC	-0,0201	-0,0243	-0,0823
Crew Energy Inc	-0,0175	0,0150	0,0334	Boustead Singapore	-0,0325	-0,0162	-0,0134
Callon Petroleum Co	0,0586	0,0598	0,0304	Schoeller-Bleckmann oilfield Equipment	-0,0217	0,0037	-0,001
Vidurkis	0,0140	0,0130	0,0142	Vidurkis	-0,0100	-0,0112	-0,0179
Max	0,0787	0,0598	0,0452	Max	0,0665	0,0771	0,0591
Min	-0,0386	-0,0069	-0,0134	Min	-0,1124	-0,0840	-0,0376

Pateiktoje lentelėje matoma, vietinių ir tarptautinių įmonių, BHAR rodiklio kitimas. Kaip ir minėta, BHAR rodiklis apskaičiuojamas, kiekvienos įsigyjančios įmonės mėnesines grąžas palyginus su rinkos indeksu, kuriam ji priklauso. Todėl palyginamasis etalonas, kiekvienos įmonės yra pasirinktas skirtingas, norint kuo tikslingiau apskaičiuoti ilgojo laikotarpio netipinę grąžą. Nurodytoje lentelėje pateikiami apskaičiuoti įsigyjančių įmonių vidurkiai, palyginus rodiklio 12 mėn. rezultatus vietinių ir tarptautinių įmonių, matoma, jog vietiniuose sandoriuose dalyvavusių įmonių rodiklio reikšmė yra didesnė. Po sandorio įvykdymo praėjus vieneriems metams, vietinių įmonių rodiklis siekė 1,4 proc., o tuo pačiu laikotarpiu tarptautinių sandorių BHAR rodiklis siekė -1 proc. Neigiama rodiklio reikšmė, parodo, kad tarptautiniuose sandoriuose dalyvavusios įmonės, praėjus 12 mėn., nesukuria norimos sinergijos, nes nėra gauna ilgalaikę netipinę akcijų grąžą, kurios buvo tikimasi. Šiam rezultatui didžiausią įtaką darė vykdomi sandoriai tarp Jungtinių Valstijų ir Jungtinės Karalystės, taip pat maža rodiklio reikšmė gaunama Kanados įmonės – Major Drilling Group International, kuri įsigijo Čilės įmonę. Singapūro įmonė – Boustead Singapore, kurį vykdė Indonezijos įmonės įsigijimą taip pat daro įtaką, neigiamai rodiklio reikšmei. Lyginant sandorių rezultatus praėjus 24 mėn., matoma, jog tarptautiniuose sandoriuose dalyvaujančių įmonių BHAR rodiklis išlieka neigiamas ir siekia -1,12 proc., vietinių įmonių rodiklio reikšmė taip pat mažai pakitusi, ji išlieka teigiama ir siekia 1,13 proc. Praėjus 36 mėn., po įsigijimo sandorio įvykdymo, matoma, jog vietiniuose įsigijimo sandoriuose dalyvaujančių įmonių, BHAR rodiklio reikšmė padidėja iki 1,42 proc. netipinės grąžos lygio, rezultatas panašus, kaip ir praėjus 12 mėn., po sandorio ir tai yra geras rodiklis, nes tai parodo, jog ilgalaikėje perspektyvoje vietinių įmonių sandoriai yra sėkmingesni, nes sukuriama sinergija ir tiek įmonių vadovų tiek akcininkai gauna ilgalaikę netipinę grąžą, jei akcijos yra išlaikomas 36 mėn. Vertinant tarptautinių įmonių sandorius, matoma, jog praėjus 36 mėn., BHAR rodiklio reikšmė išlieka neigiama, ir palyginus su pirmaisiais metais, rodiklio reikšmė sumažėja ir siekia -1,79 proc. tai rodo, kad įmonės vykdžiusios tarptautinį įsigijimo sandorį, negauna ilgalaikės grąžos bei nėra sukuriama vertė akcininkams iš įsigijimo sandorio ir kiekvienais metais po sandorio įvykdymo BHAR rodiklio reikšmė mažėja.

Apibendrinant gautus rezultatus, matoma, jog tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose dalyvavusių įmonių finansiniai rodikliai mažesni nei vietinių įmonių. Pastebimas grąžos rodiklių mažėjimas po įsigijimo sandorio įvykdymo, tarptautiniuose įsigijimo sandoryje dalyvavusios įmonės, gauna mažesnę pelną arba yra patiriami nuostoliai. Likvidumo rodikliai vietiniuose ir tarptautiniuose įsigijimuose vertinami panašiai, įmonės yra mokios trumpuoju laikotarpiu, tik vietiniuose sandoriuose dalyvavusios įmonės vertinamos, kaip labiau mokios. Ilgalaikio mokumo rezultatai rodo, jog tarptautinių įmonių mokumas yra blogesnis, įmonės susiduria su ilgalaikio mokumo problemomis, nes ilgalaikiai įsipareigojimai, po sandorio gan padidėja. Taip pat tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose dalyvavusios įmonės, praėjus 36 mėn., po sandorio įvykdymo negauna ilgalaikės netipinės akcijų grąžos. Todėl apskaičiuoti rodikliai patvirtina pirmąją hipotezę, kuri buvo pateikta prieš pradedant tyrimą, jog vietiniai įsigijimo sandoriai tarp naftos ir dujų pramonėje veikiančių įmonių yra sėkmingesni už tarptautinius. Ir tie patys atlikti skaičiavimai leidžia paneigti antrąją hipotezę, jog tarptautiniai įsigijimo sandoriai tarp naftos ir dujų pramonėje veikiančių įmonių yra sėkmingesni už vietinius. Todėl tolimesnėje tyrimo dalyje norima iširti ar tarptautinių įmonių blogesnius rezultatus lemia kultūriniai skirtumai.

4.4. Kogut ir Singh indekso palyginimai su finansiniais rodikliais

Nustačius, jog tarptautiniai įsigijimo sandoriai yra nesėkmingesni nei vietiniai įsigijimo sandoriai tarp naftos ir dujų gavybos pramonėje veikiančių įmonių, toliau norima iširti, ar didesnius kultūrinius

skirtumus turinčių įmonių rezultatai yra blogesni nei kultūriškai artimesnėse įmonėse. Todėl remiantis gautais rezultatais ir norint patvirtinti ar paneigti trečiąją metodologijos dalyje išsikelto hipotezę. Tolimesnėje tyrimo dalyje buvo apskaičiuojamas Kogut ir Singht indeksas, leidžiantis apskaičiuoti kultūrinį atstumą tarp įsigyjamos ir tikslinės įmonės ir apskaičiuotos indekso reikšmės palyginamos su apskaičiuotų gražos rodiklių pokyčiu, lyginant sandorio vykdymo metu gautus rezultatus su rezultatais gautais praėjus 36 mėn., po sandorio įvykdymo (žr. 4 lentelę).

4 lentelė. Kogut ir Singh indekso palyginimas su gražos rodikliais

Įsigyjanti ir tikslinė šalis	Indekso vertė	ROE ₃₆ pokytis, %	ROA ₃₆ pokytis, %	ROC ₃₆ pokytis, %
Honkongas/Kinija	0,53	-10,31	-60,16	115,34
Jungtinės Valstijos/Jungtinė Karalystė	0,41	293,74	978,95	487,85
Indija/Norvegija	3,63	-256,20	-206,99	-174,15
Kanada/Čilė	2,44	-100,45	-100,51	-100,69
Pietų Korėja/Indonezija	1,72	-158,03	-149,59	-121,78
Jungtinė Karalystė/Argentina	2,58	-83,13	-82,02	-80,06
Japonija/Jungtinė Karalystė	4,18	-12355,20	-5235,29	423,07
Italija/Norvegija	3,73	-41,93	-16,15	-28,59
Australija/Vokietija	3,02	-50,92	-59,14	-45,39
Kinija/Norvegija	6,58	-99,37	-99,48	-94,67
Jungtinė Karalystė/Jungtinės Valstijos	0,41	108,26	80,00	63,01
Prancūzija/Brazilija	0,69	50,68	211,11	157,81
Jungtinė Karalystė/Rusija	7,40	-212,54	-197,49	-177,66
Singapūras/Indonezija	0,91	-24,80	-22,27	-16,95
Austrija/Kanada	1,67	-10,80	-19,67	-23,89

Pateiktoje lentelėje, matomos apskaičiuotos, 15 įmonių dalyvavusių tarptautiniame įsigijimo procese, Kogut ir Singh'o indekso vertės. Ir šios indekso vertės palyginamos su gražos rodiklių pokyčiais, kaip kito įmonių gražos rezultatai, po įsigijimo sandorio įvykdymo praėjus 36 mėn. Palyginimas atliekamas, norint ištirti ar aukšta indekso vertė daro įtaką įmonių gražos rezultatams, ar vis dėl to kultūriniai skirtumai, įmonių finansiniams rezultatams nedaro jokios įtakos. Gauti rezultatai, rodo, kad didžiausias kultūrinis atstumas yra tarp Jungtinės Karalystės ir Rusijos įmonių, rodiklis siekia 7,40. Šių įmonių kultūriniai skirtumai labiausiai pasireiškia per galios atstumo dimensiją, Rusijos įmonėje galios dimensijos reikšmė gaunama labai aukšta, tai rodo, jog šioje šalyje vadovai yra aukščiau darbuotojų ir įmonėse vyrauja nelygybė. Įsigyjamojoje Jungtinės Karalystės įmonėje situacija vertinama atvirkščiai. Taip pat dideli kultūriniai skirtumai šiose šalyse matomi ir neapibrėžtumo vengimo dimensijoje, Jungtinėje Karalystėje yra mažiau suvaržymų, įstatymų ir elgesio kodeksų, kuriuose nurodoma, kaip elgtis tam tikrose situacijose. Rusijoje priešingai yra aukštas neapibrėžtumo vengimo lygis, viskas daug labiau kontroliuojama. Šie kultūriniai skirtumai, prisideda prie nesėkmingo įsigijimo sandorio, nes iš pateiktos lentelės, matoma, jog vertinant gražos rodiklių rezultatus, įsigyjamos įmonės, nuosavo kapitalo, turto ir kapitalo gražos rodikliai labai mažėjo. Didžiausias pokytis - 212,54 proc., matomas nuosavo kapitalo gražos rodiklyje. Visų gražos

rodiklių sumažėjimą, šioje įmonėje lėmė, įmonės patirtas nuostolis, praėjus 36 mėn. po sandorio įvykdymo. Tai rodo, jo Jungtinės Karalystės įsigijimas Rusijos įmonės, buvo nesėkmingas, įmonė patyrė nuostolius bei matomas akivaizdus rodiklių mažėjimas, įmonė nesugebėjo efektyviai panaudoti kapitalo ir turto, nebuvo sukuriama sinergija, kultūrinis atstumas šiose įmonėse per didelis, jog būtų sėkmingai vykdoma veikla. Kitos įmonės, kurios taip pat vertinamos, kaip kultūriškai nutolusios yra Kinija ir Norvegija, Japonija ir Jungtinė Karalystė bei Italija ir Norvegija. Iš analizuotų įmonių šios vertinamos, kaip daugiausiai kultūrinių skirtumų turinčios įmonės. Kinijos ir Norvegijos kultūriniai skirtumai labiausiai pasireiškia per vyriškumo ir moteriškumo dimensiją. Kinijoje laikoma, jog šalis yra labiau vyriška, vyrauja tam tikri skirtumai tarp vyrų ir moterų, ir svarbiausia yra darbas, o Norvegija laikoma labiau moteriška šalimi, nes visi yra lygesni, nėra didelių skirtumų tarp vyro ir moters, ir darbas nėra pirmoje vietoje. Kitose dimensijoje taip pat gaunamas kultūrinis atstumas (galios atstumas Kinijoje didesnis nei Norvegijoje) ir šie kultūriniai skirtumai turi įtakos įmonių finansiniams rezultatams. Kinijos įmonės turto gražos rodiklis sumažėjo 99,48 proc., didėjantis turtas bei patirtas nuostolis, lėmė tokį sumažėjimą ir tai dar rodo, jog turimas padidėjęs turtas po sandorio įvykdymo nėra panaudojamas naudingai. Kiti rodikliai – ROE ir ROC, taip pat mažėjo panašiu procentu ir tai tik patvirtinta, jog įmonė po įsigijimo sandorio savo veiklą vykdo neefektyviai. Japonijos ir Jungtinės Karalystės vertinami kultūriniai skirtumai pastebimi per neapibrėžtumo lygio dimensiją. Japonijoje ši dimensija aukštesnė, vadovaujama įstatymais ir viskas labiau apibrėžta nei Jungtinėje Karalystėje. Kitose dimensijose taip pat matomas atotrūkis tarp šių šalių. Lyginant indekso gaunamą reikšmę su gražos rodikliais, matoma, jog Japonijos įmonės nuosavo kapitalo gražos rodiklis mažėjo labiausiai iš visų gražos rodiklių ir siekė -83,13 proc., ši pokytį lėmė grynojo pelno mažėjimas. ROA ir ROC rodikliai, šioje įmonėje taip pat mažėjo panašiu procentu, todėl galima teigti, jog įmonė nesugebėjo tikslingai panaudoti įsigytos įmonės resursų ir sėkmingai veiklai vykdyti. Italijos ir Norvegijos atveju, kultūrinis skirtumas ryškiausias vyriškumo ir moteriškumo dimensijoje. Ir vertinant gražos rodiklius, Italijos įmonės atveju, matoma, jog nuosavo kapitalo rodiklis taip pat smarkiai mažėjo ir tai lėmė, nuosavo kapitalo padidėjimas įmonėje beveik 2 kartus. Vertinant bendrai, kultūriškai labiausiai nutolusias įmones, galima teigti, jog po įvykdyto sandorio praėjus 36 mėn., įmonėse nėra efektyviai naudojamas nei turtas nei nuosavas kapitalas, įmonės patiria nuostolius arba grynasis pelnas stipriai sumažėja. Todėl galima teigti, jog įmonėms, kurių kultūrinis atstumas yra didžiausias, įvykdyti įsigijimo sandoriai buvo nesėkmingi ir įmonių veiklos rezultatai pablogėjo. Analizuojant įmones, kurios pagal indeksą yra vertinamos, kaip kultūrinių skirtumų turinčios mažiausiai, tai būtų Jungtinės Valstijos ir Jungtinė Karalystė bei Prancūzija ir Brazilija. Šių įmonių kultūrinio atstumo dimensijos yra panašios, įmonės neturi didelių kultūrinių skirtumų. Palyginus šių įmonių rezultatus matoma, jog gražos rodiklių pokytis matomas teigiamas, įmonių gražos rezultatai gerėja. Praėjus 36 mėn., po sandorio įsigijimo įmonės nepatiria nuostolių, o atvirkščiai rodikliai gerėja, įmonės sugeba efektyviai vykdyti veiklą po įsigijimo sandorio įvykdymo. Vertinant ir kitus, tarptautinio įsigijimo atvejus, matoma, jog kuo didesnė indekso reikšmė tuo gražos rodikliai labiau mažėja. Įmonės praėjus 36 mėn., po įvykdyto sandorio savo veiklą vykdo neefektyviau, lyginant su įmonių rezultatais sandorio vykdomo metu. Todėl galima, daryti išvada, jog kultūriniai skirtumai turi įtakos įmonių gražos rodikliams, didesnė indekso reikšmė dažnu atveju lemia mažėjančių gražos rodiklių reikšmes.

Tikslingesniam kultūrinių skirtumų įvertinimui, toliau Kogut ir Singht indeksas palyginamas su likvidumo ir mokumo rodikliais (žr. 5 lentelę).

5 lentelė. Kogut ir Singh indekso palyginimas su likvidumo ir mokumo rodikliais

Įsigyjanti ir tikslinė šalis	Indekso vertė	Bendrasis likvidumo rodiklis	Ilgalaikių skolų koeficientas	Bendrasis skolos koeficientas
Honkongas/Kinija	0,53	1,01	0,07	0,56
Jungtinės Valstijos/Jungtinė Karalystė	0,41	1,43	0,11	0,69
Indija/Norvegija	3,63	0,89	0,42	0,62
Kanada/Čilė	2,44	1,57	0,45	0,23
Pietų Korėja/Indonezija	1,72	1,04	0,58	0,79
Jungtinė Karalystė/Argentina	2,58	1,33	0,34	0,81
Japonija/Jungtinė Karalystė	4,18	0,64	0,54	0,73
Italija/Norvegija	3,73	1,16	0,19	0,70
Australija/Vokietija	3,02	0,81	0,03	0,41
Kinija/Norvegija	6,58	1,89	0,45	0,83
Jungtinė Karalystė/Jungtinės Valstijos	0,41	1,61	0,05	0,58
Prancūzija/Brazilija	0,69	1,31	0,21	0,58
Jungtinė Karalystė/Rusija	7,40	0,84	0,81	0,87
Singapūras/Indonezija	0,91	1,17	0,36	0,42
Austrija/Kanada	1,67	0,89	0,56	0,57

Lyginami likvidumo ir mokumo rodikliai su kultūrinių skirtumų indeksu ir aukščiau esančioje lentelėje pateikiamos rodiklių reikšmės praėjus 36 mėn. po įsigijimo sandorio įvykdymo. Vertinant bendrojo likvidumo rodiklio reikšmės, matoma, jog jos gaunamos nuo 1 iki 2, kaip ir minėta prieš tai rodiklis vertinamas gerai jei jo reikšmė yra būtent šiame intervale. Todėl tarptautinių įmonių, trumpalaikis mokumas vertinamas gerai, nes įmonės ir po įvykdyto sandorio, trumpalaikį turtą naudoja tinkamai ir gebėtų pasidengti trumpalaikius įsipareigojimus, jei to prireiktų. Tačiau matoma, jog yra įmonių, kurių bendrojo likvidumo rodiklis gaunamas mažiau nei 1. Viena iš tų įmonių, kuri įvertinama kaip kultūriškai labiausiai nutolusi nuo įsigyjamos įmonės, tai Jungtinės Karalystės ir Rusijos įmonių vykdomas sandoris, matoma, jog bendrojo likvidumo įsigijančios įmonės rodiklis čia gaunamas 0,84. Japonijos ir Jungtinės Karalystės įmonės taip pat vertinamos kaip vienos iš kultūrinių skirtumų daugiausiai turinčios įmonės, bendrojo likvidumo rodiklio reikšmė gaunama dar mažesnė ir siekia 0,64. Taip pat, pagal indeksą, kultūriškai nutolusios Austrijos ir Vokietijos įmonės rodiklis siekia 0,81, šie gaunami rezultatai rodo, kad kultūriškai labiausiai nutolusios įmonės gali susidurti su trumpalaikio mokumo problemomis ir laiku nevykdyti trumpalaikių įsipareigojimų. Todėl galima daryti išvadą, jog įmonėms kurios turi daugiau kultūrinių skirtumų pravartu vertinti šį rodiklį ir stebėti, kaip keičiasi įmonės trumpalaikis turtas ir trumpalaikiai įsipareigojimai, nes netinkamai naudojamas trumpalaikis turtas ateityje po sandorio įvykdymo įmonėms gali sukelti trumpalaikio mokumo problemų. Ilgalaikių skolų rodiklis parodo, jog kultūriškai nutolusiose įmonėse šio rodiklio reikšmė gaunama didesnė kas rodo, jog įmonės turi per mažai ilgalaikio turto, jog gebėtų pasidengti ilgalaikius įsipareigojimus ir praėjus 36 mėn. po sandorio įvykdymo, todėl jos gali tapti nemokiomis. Rusijos įmonės ilgalaikio skolų rodiklis siekia 0,81, Japonijos įmonės, kuri įsigijo Jungtinės Karalystės įmonę, rodiklis siekia 0,54 ir gauti kitų įmonių rezultatai, parodo, jog vertinant ilgalaikiu

laikotarpiu, įmonės, kurios vertinamos aukštesnio indekso reikšme, turi daugiau ilgalaikių įsipareigojimų ir po sandorio įvykdymo gali susidurti su ilgalaikio mokumo problemomis. Įmonės, kurių indekso reikšmės gaunamos mažesnės ir vertinamos, kaip kultūriškai artimesnėmis (Honkongas/Kinija; Jungtinės Valstijos/Jungtinė Karalystė; Singapūras/Indonezija) ilgalaikio skolų rodiklis vertinamas gerai, įmonės po įsigijimo sandorio turi pakankamai ilgalaikio turto, ilgalaikiams įsipareigojimams pasidengti. Vertinant bendrai tarptautinių įmonių mokumo rezultatus ir lyginant bendrojo skolos rodiklio reikšmes, matoma, jog tos pačios įmonės, kurios pagal kultūrinio atstumo indeksą vertinamos, kaip turinčios daugiausiai kultūrinių skirtumų, turi daugiau įsipareigojimų ir jos gali susidurti su ilgalaikio mokumo problemomis, nes rodiklio reikšmė viršija 0,7, kas yra vertinama blogai. Įvykdytas įsigijimo sandoris didina įmonių įsipareigojimus, įmonės turi per daug skolinto kapitalo ir negeba tikslingai jo panaudoti, todėl įmonėms šio rodiklio didėjimas yra aktualus rodiklis vykdant įsigijimo sandorį, jei norima, jog sandoris būtų sėkmingas ilgalaikėje perspektyvoje.

Kadangi įmonių įsigijimo sandoriai yra aktualūs tiek įmonių vadovams tiek akcininkams, todėl taip pat yra svarbu ištirti ar kultūriniai skirtumai daro įtaką įmonių akcijoms. Todėl sekančioje lentelėje pateikiami Kogut ir Singht indekso bei ilgojo laikotarpio netipinės gražos akcijų rodiklio palyginimas (žr. 6 lentelę).

6 lentelė. Kogut ir Singh indekso palyginimas su BHAR36 rodikliu

Įsigyjanti ir tikslinė šalis	Indekso vertė	BHAR ₃₆
Honkongas/Kinija	0,53	0,002
Jungtinės Valstijos/Jungtinė Karalystė	0,41	0,002
Indija/Norvegija	3,63	-0,041
Kanada/Čilė	2,44	-0,025
Pietų Korėja/Indonezija	1,72	0,010
Jungtinė Karalystė/Argentina	2,58	-0,082
Japonija/Jungtinė Karalystė	4,18	-0,024
Italija/Norvegija	3,73	0,036
Australija/Vokietija	3,02	0,059
Kinija/Norvegija	6,58	-0,037
Jungtinė Karalystė/Jungtinės Valstijos	0,41	0,006
Prancūzija/Brazilija	0,69	-0,038
Jungtinė Karalystė/Rusija	7,40	-0,123
Singapūras/Indonezija	0,91	-0,013
Austrija/Kanada	1,67	-0,001

Apskaičiuotas indeksas palyginamas su BHAR₃₆ rodiklio reikšmėmis norint nustatyti ar aukšta indekso reikšmė siejama su mažesne ar neigiama BHAR reikšme. Iš pateiktos lentelės, matoma, jog didžiausia indekso reikšmė apskaičiuota Jungtinės Karalystės ir Rusijos įmonių, BHAR rodiklio reikšmė taip pat gaunama, viena iš didžiausių neigiamą reikšmę turinčių įmonių iš visų analizuojamų sandorių ir siekia -12,30 proc. Kitos šalys, kurios taip pat vertinamos, kaip kultūriškai viena nuo kitos nutolusios – Japonija ir Jungtinė Karalystė, Kinija ir Norvegija, Indija ir Norvegija, ir šių įmonių

BHAR₃₆ reikšmės atitinkamai siekia -2,40 proc., -1,70 proc., -4,10 proc., šios reikšmės taip gaunamos vienos mažiausių. Iš visų analizuojamų įsigijimo sandorių vykdančių šalių, matoma, jog kultūriškai artimiausiomis vertinamos šalys – Jungtinė Karalystė ir Jungtinės Valstijos, Honkongas ir Kinija, Prancūzija ir Brazilija bei Singapūras ir Indonezija. Vertinant šias kultūriškai artimas šalis pagal BHAR₃₆, matoma, jog rezultatas gaunamas teigiamas ir įmonės praėjus 36 mėn. po įsigijimo sandorio įvykdymo gauna ilgalaikę netipinę akcijų grąžą. Todėl pagal gautus rezultatus galima teigti, jog ilgalaikėje perspektyvoje, vertinant įmonių gautus rezultatus, pastebima, jog kultūriškai labiausiai nutolusios įmonės gauna mažesnes BHAR rodiklio reikšmes ir didesnė indekso reikšmė lemia mažesnę BHAR rodiklio reikšmę, todėl daroma išvada, jog didesnis kultūrinis atstumas turi įtakos ilgalaikio laikotarpio netipinės akcijų grąžos rodikliui.

Apibendrinant gautus rezultatus, matoma, jog tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose dalyvavusių įmonių finansiniai rodikliai mažesni nei vietinių įmonių. Tarptautiniuose sandoriuose dalyvavusios įmonės labiau reaguoja į pakitimus įmonėse. Matomas, akivaizdus grąžos rodiklių mažėjimas, įmonėse nėra uždirbamas pelnas arba jis labai sumažėjęs. Nuosavo kapitalo ir turto grąžos rodikliai, praėjus 3 metams po sandorio įvykdymo gaunami 5 kartus mažesni nei vietinių įmonių, kurios vykdė įsigijimo sandorį. Vertinant likvidumo rodiklius, pastebima, jog tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose, jie išlieka gan stabilūs, didelių pokyčių nėra ir įmonių trumpalaikis mokumas vertinamas gerai, tačiau lyginant su vietiniais sandoriais, matoma, jog vietinių įmonių rodikliai vertinami geriau ir įmonės trumpuoju laikotarpiu yra vertinamos, kaip labiau mokios. Nors tarptautinių įmonių likvidumas yra pakankamai geras, tačiau ilgalaikio mokumo rodikliai, tarptautiniuose sandoriuose vertinami blogiau, įmonių gebėjimas pasidengti įsipareigojimus turimu turtu yra blogesnis nei vietinių įmonių. Tarptautiniai įsigijimo sandoriai labiau paveikia įmonių ilgalaikį mokumą, didėjantys ilgalaikiai įsipareigojimai, rodo, jog įmonės veikla nėra tikslingai vykdoma. Lyginant BHAR rodiklio reikšmes, matomas, akivaizdus skirtumas tarp vietinių ir tarptautinių įmonių, vietinėse įmonėse, ilgojo laikotarpio netipinė akcijų grąža didėja kiekvienais metais po sandorio įvykdymo, tuo tarpu tarptautiniuose sandoriuose ilgalaikė netipinė akcijų grąža nėra gaunama ir rodiklio reikšmė kiekvienais metais mažėja. Todėl apskaičiuoti rodikliai patvirtina pirmąją hipotezę, kuri buvo pateikta prieš pradėdant tyrimą, jog vietiniai įsigijimo sandoriai tarp naftos ir dujų pramonėje veikiančių įmonių yra sėkmingesni už tarptautinius. Ir tie patys atlikti skaičiavimai leidžia paneigti antrąją hipotezę, jog tarptautiniai įsigijimo sandoriai tarp naftos ir dujų pramonėje veikiančių įmonių yra sėkmingesni už vietinius. Vertinant tarptautinius sandorius, kultūrinių skirtumų kontekste galima teigti, jog įmonės, kurios kultūriškai labiausiai viena nuo kitos nutolusios, pagal apskaičiuotą Kogut ir Singh indeksą, įvykdė nesėkmingiausius įsigijimo sandorius, iš visų analizuotų tarptautinių įmonių sandorių. Palyginus indekso reikšmes su grąžos rodikliais, matoma, jog po įsigijimo sandorio praėjus 36 mėn., įmonių rezultatai blogėja. Mažėjančios rodiklių reikšmės parodo, jog tarptautiniuose sandoriuose dalyvavusios įmonės, turtą ir kapitalą naudoja neefektyviai nėra uždirbamas pelnas, arba jis gaunamas žymiai mažesni nei įsigijimo sandorio vykdymo metu. Analizuojant likvidumo ir mokumo rodiklius ir juos lyginant su indekso reikšmėmis, taip pat pastebima, jog įmonės kurios kultūriškai atitolusios viena nuo kitos susiduria su trumpalaikio ir ilgalaikio mokumo problemomis, nes po sandorio įvykdymo įsipareigojimai įmonėse yra didesni nei turimas turtas, ir jų mokumas vertinamas blogiau nei sandorio vykdymo metu. Ilgojo laikotarpio netipinės akcijų grąžos rodiklio lyginimas su indeksu, taip pat prisideda prie bendrų išvadų, jog kultūriškai nutolusių šalių rezultatai po sandorio įvykdymo praėjus 36 mėn., gaunami blogesni ir šie sandoriai laikomi nesėkmingais. BHAR rodiklio mažiausios reikšmės pastebimos, šalyse kurios turi daugiausiai kultūrinių skirtumų ir tai rodo, jog nėra gaunama ilgalaikė netipinė akcijų grąža. Todėl šie apskaičiuoti rodikliai, leidžia

patvirtinti trečiąją šio tyrimo hipotezę, jog tarptautiniai įsigijimai tarp naftos ir dujų pramonėje veikiančių įmonių yra nesėkmingi dėl kultūrinių skirtumų.

Šis tyrimas, patvirtina atliktų tyrimų rezultatus, jog vietiniai įsigijimai yra sėkmingesni nei tarptautiniai. Tačiau šis tyrimas konkrečiai analizuoja naftos ir dujų gavybos pramonėje veikiančių įmonių rezultatus, prieš ir po sandorio įvykdymo ir parodo kiekybinių tyrimų svarbą nustatant sėkmingus ir nesėkmingus įsigijimo sandorius. Gautais tyrimo rezultatais gali pasinaudoti įmonės, kurios planuoja vykdyti įsigijimo sandorį, nes tinkamas pasiruošimas tarptautiniam įsigijimo sandoriui, gali padėti išvengti nesėkmių ir padėti kiekybiškai įvertinti kultūrinių skirtumų grėsmę. Tačiau reikia atsižvelgti ir į tai, jog nesėkmingam sandoriui įtakos turi ir kiti kintamieji, kurie šiame darbe nėra įvertinami.

Išvados

1. Analizuojant mokslinę literatūrą pastebima, jog dauguma autorių įmonių susijungimą ir įsigijimą pateikia, kaip sąlyginai panašias sąvokas, tačiau teisiškai jas įvardijus matomi tam tikri skirtumai. Susijungimas apibūdinamas, kaip dviejų ar kelių organizacijų susilieėjimas panašiomis arba tokiomis pat sąlygomis ar vienos organizacijos įsiliejimas į kitą. Įmonės įsigijimas traktuojamas, kaip kitos įmonės perėjimas, vienai įmonei netenkant valdžios bei pasirinkimų galios. Kadangi susijungimai ir įsigijimai labai aktualūs ir šiomis dienomis, toliau išskiriamos šešios pagrindinės susijungimų ir įsigijimų bangos, kiekviena iš jų turėjo padėjo susiformuoti šiandienos susijungimų ir įsigijimo procesui. Pirmoje ir antroje bangoje vyravo vietiniai susijungimo ir įsigijimo sandoriai. Trečiosios ir penktosios bangos metu pradėti vykdyti tarptautiniai susijungimo ir įsigijimo sandoriai, šeštoje bangoje matomas šių sandorių vertės padidėjimas.
2. Vertinant bendrai visų sektorių susijungimus ir įsigijimus, pastebima, jog energetikos sektoriaus įmonių susijungimai ir įsigijimai yra didžiausi žvelgiant iš sandorių vertės perspektyvos. Todėl buvo pasirinkta atlikti vertinimą, naudojant šio sektoriaus įmones. Siekiant atlikti tyrimą apie naftos ir dujų gavybos pramonės įmonių įsigijimus buvo atlikta mokslinės literatūros apžvalga. Atlikus mokslinės literatūros apžvalgą bendrai tarp tarptautinių ir vietinių susijungimų ir įsigijimų, pastebima bendra autorių nuomonė, jog dažniausiai vietinių įmonių susijungimai, yra sėkmingesni, nei vykdomas tarptautinis susijungimo ar įsigijimo sandoris. Išskiriama to pagrindinė priežastis – kultūriniai skirtumai.
3. Identifikuotas pagrindinis motyvas, skatinantis įmonių susijungimus ir įsigijimus – augimas. Kitas svarbus motyvas yra sinergijos efektas, įmonės tikisi ir siekia, jog būtų gauta gamybos, rinkodaros, finansų, veiklos ir mokesčių sinergijos. Iš bendrai pateikiamų motyvų autoriai išskiria motyvus, kurie labiau skatina vietinius ir tarptautinius sandorius. Vietiniuose sandoriuose pagrindiniais motyvais gali būti laikomai konkurencijos mažinimo siekiai bei esamos pozicijos rinkoje gerinimas. Tarptautiniuose sandoriuose pagrindiniai motyvai būtų išskiriami šie – rinkodaros ir veiklos sinergijos siekis bei saugumo ir rizikos mažinimo motyvas.
4. Išskirti pagrindiniai veiksniai, kurie prisideda prie sėkmingo sandorio įvykdymo – diversifikavimas, tinkama integracija, strategijos panašumas, patirtis ir bendravimas. Tačiau atkreipiamas dėmesys, jog tie patys veiksniai gali atnešti ir neigiamą poveikį sandorio vykdymui, jei bus netinkamai valdomi. Todėl toliau buvo išskiriami 7 pagrindiniai veiksniai lemiantys nesėkmingus susijungimus ir įsigijimus – blogai valdoma integracija, įmonės dydis, patirties trūkumas, strateginio tinkamumo trūkumas, vadovybės sugebėjimas priimti sprendimus, bendravimas, ribotas susitelkimas, lyderio vaidmens nesėkmė, kultūriniai skirtumai. Kultūrinių skirtumų svarba pabrėžiama daugumos autorių, nes skirtingos vertybės ar požiūris į tam tikrus dalykus, gali kelti didelių problemų tiek sandorio vykdymo metu, tiek vėlesniu laikotarpiu. Todėl kultūriniai skirtumai pateikiami, kaip vienas iš pagrindinių veiksnių lemiančių nesėkmingus susijungimus ir įsigijimus.
5. Visus susijungimo ir įsigijimo dalyvius lemia žmogiškumo ir individualios asmenybės faktoriai bei bendra įmonės kultūra. Todėl buvo išskirti pagrindiniai elementai, kuriuose matomi didžiausi kultūriniai skirtumai tarp organizacijų – sprendimų priėmimo stilius, vadovavimo stilius, pasikeitimų galėjimas bei darbuotojų gebėjimas dirbti kartu. Į šiuos pagrindinius skirtumus reikia atkreipti dėmesį dar prieš sandorio vykdymą, nes tarptautiniai

susijungimai ar įsigijimai ir toliau bus neveiksmingi jei įmonės dalyvaujančios susijungimo procese galvos tik apie finansinius rodiklius. Neidentifikuoti kultūros skirtumai tarp organizacijų, gali labai stipriai paveikti susijungimų ir įsigijimų sėkmę bei jų naudingumą, susijungimo vykdymo procese ir neigiamai atsiliepti vėliau.

6. Atliktas tyrimas vertinantis vietinius ir tarptautinius įsigijimus kultūrinių skirtumų kontekste, remiantis naftos ir dujų gavybos pramonės šakos įmonių sudarytų sandorių duomenis. Pirmiausiai buvo lyginami vietiniai ir tarptautiniai įsigijimo sandoriai, vertinimas atliekamas apskaičiuojant finansinius rodiklius, 3 metus prieš įvykdytą įsigijimo sandorį ir 3 metus po sandorio. Vertinimui atlikti pasirinkti šie rodikliai – gražos, likvidumo, mokumo, BHAR ir Kogut ir Singh indeksas. Gauti rezultatai patvirtina analizuotų autorių tyrimus, jog tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose dalyvavusių įmonių finansiniai rodikliai mažesni nei vietinių įmonių. Tarptautiniame įsigijimo sandoryje dalyvavusių, naftos ir dujų gavybos pramonėje veikiančių įmonių nuosavo kapitalo ir turto gražos rodikliai gaunami 5 kartus mažesni nei vietinių. Lyginant likvidumo rodiklius, tarp vietinių ir tarptautinių įsigijimo sandorių, didelių skirtumų nepastebima, tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose, likvidumo rodikliai išlieka gan stabilūs, tačiau ilgalaikio mokumo vertinimas, parodo, jog tarptautiniuose sandoriuose dalyvavusių įmonių mokumas vertinamas blogiau, didėjantys ilgalaikiai įsipareigojimai, rodo, jog įmonės veikla nėra tikslingai vykdoma. Vietiniuose sandoriuose ilgalaikis mokumas vertinamas geriau, įmonės išlieka stabilios, gebančios pasidengti ilgalaikius įsipareigojimus. Vertinant ir lyginant BHAR rodiklio reikšmes pastebimas akivaizdus skirtumas tarp vietinių ir tarptautinių įmonių rezultatų. Ilgojo laikotarpio netipinė akcijų graža didėja kiekvienais metais po sandorio įvykdymo. O įmonių, kurios dalyvavo tarptautiniuose įsigijimo sandoriuose ilgalaikė netipinė akcijų graža nėra gaunama ir rodiklio reikšmė kiekvienas metais mažėja.
7. Atliktas tarptautinių įsigijimo sandorių vertinimas, kultūrinių skirtumų kontekste, patvirtina, jog kultūrinis atstumas tarp įmonių turi įtakos sandorio rezultatams. Įmonės, kurios pagal apskaičiuotą indeksą yra viena nuo kitos labiau kultūriškai nutolusios, vertinamos blogiau, nes jų tiek gražos, tiek likvidumo ir mokumo rezultatai gaunami mažesni. BHAR rodiklio reikšmės, praėjus 36 mėn. taip pat gaunamos neigiamos, įmonių, kurios turi daugiausiai kultūrinių skirtumų iš visų analizuotų įmonių. Naftos ir dujų gavybos įmonės, po sandorio įvykdymo negauna ilgalaikės netipinės akcijų gražos. Todėl yra vertinama, jog įmonės savo veiklą, praėjus 3 metams po sandorio įvykdymo, vykdo neefektyviai ir netikslingai.

Literatūros sąrašas

1. Abdul A. & Ojenike J.O. (2014). Impact of Mergers and Acquisitions on Performance of Companies in Oil and Gas industry. *European Journal of Business and Management*, 6 (32) 133-138. [žiūrėta 2019-09-03]. Prieiga per internetą: <https://www.iiste.org/Journals/index.php/EJBM/article/view/16870/17205>
2. Ahern K.R., Daminelli D. & Fracassi C. (2015). Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics*, (117), 165–189. [žiūrėta 2019-09-11]. Prieiga per internetą: <https://www-sciencedirect-com.ezproxy.ktu.edu/science/article/pii/S0304405X12001602?via%3Dihub>
3. Ali K., Khan Z., Khan N., Alsubaie & Kanadil F. (2016). Performance Evaluation of UK Acquiring Companies in the Pre and Post-Acquisitions Periods. *Asians Journal of Economics and Empirical Research*, 3 (2), 130-138 [žiūrėta 2020-02-24]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/309883881_Performance_Evaluation_of_UK_Acquiring_Companies_in_the_Pre_and_Post-Acquisitions_Periods
4. Aydin N. (2017). Mergers and acquisitions: a review of valuation methods. *International Journal of Business and Social Science*, 8 (5), 147-151 [žiūrėta 2019-09-03]. Prieiga per internetą: <https://www.semanticscholar.org/paper/Mergers-and-Acquisitions-%3A-A-Review-of-Valuation-AYDIN/bf0616a66fb86e3ed63a5d45de6355ba227dbbe3>
5. Aytac F. & Kaya C.T. (2016). Contemporary look on the historical evolution in mergers and acquisitions. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 4 (92), 183-200 [žiūrėta 2019-09-14]. Prieiga per internetą: <http://ijecm.co.uk/wp-content/uploads/2016/02/4211.pdf>
6. Alexandridis G., Mavrovitis C.F. & Travlos N.G. (2010). How Have M&As Changed? Evidence from the Sixth Merger Wave. *European Journal of Finance*, 18 (8), 663-688 [žiūrėta 2019-09-14]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/228321522_How_Have_MAs_Changed_Evidence_from_the_Sixth_Merger_Wave
7. Almazur B., Arize A. C., Andreopoulos C. A., Malindrestos J. & Panayides A. (2018). The Reasons and Evaluations of Mergers and Acquisitions. *Accounting and Finance Research*, 7 (3), 211-220. [žiūrėta 2019-09-10]. Prieiga per internetą: <http://www.sciedu.ca/journal/index.php/afr/article/view/13853>
8. Ashfaq K., Usman M., Hanif Z. & Yousaf T. (2014). Investigating the Impact of Merger & Acquisition on Post Merger Financial Performance (Relative & Absolute) of Companies (Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan). *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4 (11), 258-281. [žiūrėta 2019-09-05]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/287697023_Investigating_the_Impact_of_Merger_Acquisition_on_Post_Merger_Financial_Performance_Relative_Absolute_of_Companies_Evidence_from_Non-Financial_Sector_of_Pakistan
9. Aggarwal-Gupta M., Kumar R. & Upadhyayula R.S. (2012). Success of a merger or acquisition – a consideration of influencing factors. *International Journal of Management Practice*, 5 (3), 270-286. [žiūrėta 2019-09-12]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/264817019_Success_of_a_merger_or_acquisition_-_A_consideration_of_influencing_factors
10. Aluko B. T. & Amidu A.R. (2005). Corporate business valuation for mergers and acquisitions. *International Journal of Strategic Property Management*, (9), 173- 189. [žiūrėta 2019-09-

- 04]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/222091217_Corporate_Business_Valuation_For_Mergers_And_Acquisitions
11. Barber B.M & Lyon J.D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial economics*, (430), 341-372 [žiūrėta 2019-10-07]. Prieiga per internetą: <https://www-sciencedirect.com.ezproxy.ktu.edu/science/article/abs/pii/S0304405X96008902>
 12. Barros R. H. & Dominguez I. L. (2013). Integration Strategies for the Success of Mergers and Acquisitions in Financial Services Companies. *Journal of Business Economics and Management*, 14 (5), 979-992 [žiūrėta 2020-01-17]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/259969762_Integration_Strategies_for_the_Success_of_Mergers_and_Acquisitions_in_Financial_Services_Companies
 13. Basmah M.K. & Rahatullah M.K. (2013). Financial Synergy in Mergers and Acquisitions in Saudi Arabia. *Finance – Challenges of the Future*, (15), 181-192 [žiūrėta 2020-01-16]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/275225228_Financial_synergy_in_mergers_and_acquisitions_Evidence_from_Saudi_Arabia
 14. Bettinazzi E. LM., Miller D. Amore M.A. & Corbetta G. (2020). Ownership similarity in mergers and acquisitions target selection. *Sage Journals, Strategic Organization*, 18 (2), 330-361 [žiūrėta 2020-01-16]. Prieiga per internetą: <https://journals-sagepub-com.ezproxy.ktu.edu/doi/full/10.1177/1476127018801294>
 15. Beugelsdijk S., Kostova T., Kunst V. E. & Spadafora E. (2017). Cultural Distance and Firm Internationalization: A Meta-Analytical Review and Theoretical Implications. *Journal of Management*, 44 (1), 1-42 [žiūrėta 2020-03-25]. Prieiga per internetą: <https://journals-sagepub-com.ezproxy.ktu.edu/doi/full/10.1177/0149206317729027>
 16. Bockerman P. & Lehto E. (2006). Geography of domestic mergers and acquisitions (M&A): evidence from matched firm-level data. *Regional Studies*, 40 (8), 847-860. [žiūrėta 2019-09-04]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/24088042_Geography_of_Domestic_Mergers_and_Acquisitions_MAs_Evidence_from_Matched_Firm-level_Data
 17. Canina L. & Kim J.Y. (2010). Commentary: Success and failure of mergers and acquisitions. *The Cornell School of Hotel Administration handbook of applied hospitality strategy*, 655-671 [žiūrėta 2019-09-12]. Prieiga per internetą: <https://scholarship.sha.cornell.edu/articles/955/>
 18. Cheng S. S. & Seeger M.W. (2011). Cultural Differences and Communication Issues in International Mergers and Acquisitions: A case Study of BenQ Debacle. *International Journal of Business and Social Science*, 3 (3), 62-73 [žiūrėta 2019-09-08]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/332406881_Cultural_Differences_and_Communication_Issues_in_International_Mergers_and_Acquisitions_A_Case_Study_of_BenQ_Debacle
 19. Chmielecki M. & Sutkowski L. (2016). Organizational culture in mergers and acquisitions. *Journal of Intercultural Management*, 8 (4), 47- 58 [žiūrėta 2019-09-15]. Prieiga per internetą: <https://content.sciendo.com/view/journals/joim/8/4/article-p47.xml>
 20. Ciobanu R. (2016). Does the geographic location influence takeovers? *Economic Research-Ekoonomska Istraživanja*, 29 (1), 782-798 [žiūrėta 2019-09-10]. Prieiga per internetą: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/1331677X.2016.1197553>
 21. Colakoglu S. & Caligiuri P. (2008). Cultural distance, expatriate staffing and subsidiary performance: The case of US subsidiaries of multinational corporations. *The International*

- Journal of Human Resource Management*, 19 (2), 223-239 [žiūrėta 2020-04-10]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/254300292_Cultural_distance_expatriate_staffing_and_subsidiary_performance_The_case_of_US_subsidiaries_of_multinational_corporations
22. Denison D.R., Askins B. & Guidroz A. M. (2011). Managing cultural integration in cross-border mergers and acquisitions. *Advances in Global Leadership*, (6), 95–115 [žiūrėta 2019-09-16]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/241703465_Managing_cultural_integration_in_cross-border_mergers_and_acquisitions
 23. Derashi P. D. & Shukla H. (2014). Effect of Cross Border Mergers and Acquisitions on Company Value Creation: Case of Selected Indian Companies of Metal and Metal Product Sector. *Peer reviewed International Journal*, 2 (4), 26-43 [žiūrėta 2020-01-17]. Prieiga per internetą: <http://oaji.net/articles/2014/877-1401434293.pdf>
 24. Desai J. & Joshi N.A. (2015). A Study on Mergers & Acquisitions in Oil & Gas Sector in India and Their Impact on the Operating Performance and Shareholders' Wealth. *Journal of Business Management and Economics*, (3), 1-10 [žiūrėta 2019-10-28]. Prieiga per internetą: https://www.academia.edu/35455547/A_Study_on_Mergers_and_Acquisitions_in_Oil_and_Gas_Sector_in_India_and_Their_Impact_on_the_Operating_Performance_and_Shareholders_Wealth
 25. Dilshad M. N. (2013). Profitability Analysis of Mergers and Acquisitions: an Event Study Approach. *Business and Economic Research*, 3 (1), 89-125 [žiūrėta 2019-09-15]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/272664589_Profitability_Analysis_of_Mergers_and_Acquisitions_An_Event_Study_Approach
 26. Drogendijk R. & Slangen A. (2006). Hofstede, Schwartz, or managerial perceptions? The effects of different cultural distance measures on establishment mode choices by multinational enterprises. *International Business Review*, (15), 361-380 [žiūrėta 2019-11-17]. Prieiga per internetą: <https://www-sciencedirectcom.ezproxy.ktu.edu/science/article/pii/S0969593106000576>
 27. Duksaitė E. & Tamošiūnienė R. (2009). Why companies decide to participate in mergers and acquisition transactions. *Science – Future of Lithuania*, 1 (3), 21-25 [žiūrėta 2019-09-16]. Prieiga per internetą: <https://journals.vgtu.lt/index.php/MLA/article/view/10726>
 28. Fama F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, (49), 283-306 [žiūrėta 2020-01-16]. Prieiga per internetą: <https://www-sciencedirect-com.ezproxy.ktu.edu/science/article/pii/S03044405X98000269>
 29. Filipovic D. (2012). Impact of Company's Size on Takeover Success. *Economic Research*, 25 (2), 435-444 [žiūrėta 2019-12-07]. Prieiga per internetą: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/1331677X.2012.11517516>
 30. Giffords E.D. & Dina R.P. (2003). Changing Organizational Cultures: The Challenge in Forging Successful Mergers. *Administration in social work*, 27 (1), 69-81. [žiūrėta 2019-09-18]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/241742960_Changing_Organizational_Cultures
 31. Hajro A. (2015). Cultural influences and the mediating role of socio-cultural integration processes on the performance of cross-border mergers and acquisitions. *The International Journal of Human Resource Management*, 26 (2), 192-215 [žiūrėta 2019-10-18]. Prieiga per internetą: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09585192.2014.922354>
 32. Jallow M.S., Masazing M. & Basit A. (2017). The effects of mergers & acquisitions on financial performance: case study of UK companies. *International Journal of Accounting &*

- Business Management*, 5 (1), 74-92 [žiūrėta 2020-01-10]. Prieiga per internetą: <https://pdfs.semanticscholar.org/6d1c/2f950f1afd9df7a273d19e3d58121b6e9121.pdf>
33. Koi-Akrofi G. Y. (2016). Mergers and acquisitions failure rates and perspectives on why they fail. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 17 (1) 150-158. [žiūrėta 2019-09-16]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/305406845_Mergers_and_Acquisitions_failure_rates_and_perspectives_on_why_they_fail
 34. Gupta P.K. (2012). Mergers and acquisitions (M&A) the strategic concepts for the nuptials of corporate sector. *Innovative Journal of Business and Management*, (1), 60 – 68. [žiūrėta 2019-09-11]. Prieiga per internetą: <https://www.innovativejournal.in/index.php/ijbm/article/view/389>
 35. Hofstede, G. (1980). *Culture's consequences: International differences in work-related values*. Beverly Hills: Sage Publication.
 36. Hofstede G. (2011). Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context. *Theoretical and Methodological Issues*, 2 (8), 1-26 [žiūrėta 2020-03-19]. Prieiga per internetą: <https://scholarworks.gvsu.edu/orpc/vol2/iss1/8/?&ei=9owuVLrgCIfXaqzngIgJ&sa=U&usg=AFQjCNFBrStE0AJaAVPLrpU8s-lDqibYvw&ved=0CEsQFjAJ>
 37. Huyghebaert N. & Luypaetr M. (2013). Sources of Synergy Realization in Mergers and Acquisitions: Empirical evidence from Non-Serial Acquirers in Europe. *International Journal of Financial Research*, 4 (2), 49-67 [žiūrėta 2020-02-11]. Prieiga per internetą: <http://www.sciedu.ca/journal/index.php/ijfr/article/view/2654>
 38. Iankova S. (2014). Main factors of success in mergers and acquisitions performance: evidence from Bulgaria. *International Journal of Economics and Business Administration*, 1 (1), 79-90. DOI: 10.35808/ijeba/4
 39. Kogut B. & Singh H. (1988). The effect of National Culture on the Choice of Entry Mode. *Journal of International Business Studies*, 411-432 [žiūrėta 2020-01-16]. Prieiga per internetą: <https://link.springer.com/article/10.1057/palgrave.jibs.8490394>
 40. Kouser R. & Saba I. (2011). Effect of business combination on financial performance: evidence from Pakistan's banking sector. *Australian Journal of Business and Management Research*, 1 (8), 54-64 [žiūrėta 2019-09-08]. Prieiga per internetą: http://journaldatabase.info/articles/effects_business_combination_on.html
 41. Kleinert J. & Klodt H. Causes and Consequences of Merger Waves. *Kiel working paper*, 1092 [žiūrėta 2019-09-07]. Prieiga per internetą: <http://hdl.handle.net/10419/2692>
 42. Lyon J.D., Barber B.M. & Tsai Ching-Ling. (1999). Improved Methods for Test of Long-Run Abnormal Stock Returns. *The Journal of Finance*, 165-201 [žiūrėta 2020-01-16]. Prieiga per internetą: <https://onlinelibrary-wiley-com.ezproxy.ktu.edu/doi/full/10.1111/0022-1082.00101>
 43. Lopez-Duarte C. & Vidal-Suarez M.M. (2010). External uncertainty and entry mode choice: Cultural distance, political risk and language diversity. *International Business Review*, (19), 575-588 [žiūrėta 2020-03-19]. Prieiga per internetą: <https://www-sciencedirect-com.ezproxy.ktu.edu/science/article/pii/S0969593110000351>
 44. Malik M.F. (2014). Mergers and Acquisitions: A Conceptual Review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4 (2), 520-533 [žiūrėta 2019-10-07]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/283044556_Mergers_and_Acquisitions_A_Conceptual_Review
 45. McCarthy K. J., Dolfsma W. & Weitzel U. (2016). The First Global Merger Wave the Enigma of Chinese Performance. *Management and Organization Review*, 12 (2), 221–248 [žiūrėta

- 2019-09-20]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/304455716_The_First_Global_Merger_Wave_and_the_Enigma_of_Chinese_Performance
46. Moskovicz A. (2018). Mergers and Acquisitions: A Complete and Updated Overview. *The international Journal of Economics & Management Sciences*, 6 (9), 301-310 [žiūrėta 2019-12-14]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/328557738_Mergers_and_Acquisitions_A_Complete_and_Updated_Overview
 47. Muhammad A. & Zahid A. (2014). Mergers and Acquisitions: Effect on Financial Performance of Manufacturing Companies of Pakistan. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 21 (4), 689-699 [žiūrėta 2020-02-16]. Prieiga per internetą: https://www.academia.edu/11507265/Mergers_and_Acquisitions_Effect_on_Financial_Performance_of_Manufacturing_Companies_of_Pakistan
 48. Ogada A., Njuguna A. & Achoki G. (2016). Effect of Synergy on the Financial Performance of Merge Institutions in Kenya. *International Journal of Economics and Finance*, 8 (9), 199-207 [žiūrėta 2020-02-07]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/306527932_Effect_of_Synergy_on_Financial_Performance_of_Merged_Financial_Institutions_in_Kenya
 49. Okafor A. (2019). Refocusing on the Success Enabling Factors in Mergers and Acquisitions. *European Scientific Journal*, 15 (16), 172-190 [žiūrėta 2019-12-15]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/334216581_Refocusing_on_the_Success_Enabling_Factors_in_Mergers_and_Acquisitions
 50. Omoye A.S. & Aniefor S.J. (2016). Mergers and Acquisitions: The Trend in Business Environment in Nigeria. *Accounting and Finance Research*, 5 (2), 10-19. [žiūrėta 2019-11-04]. Prieiga per internetą: <http://www.sciedu.ca/journal/index.php/afr/article/view/9075>
 51. Patterson M. Warr P. & West M.(2004). Organizational climate and company productivity: The role of employee affect and employee level. *Journal of Occupational and Organizational Psychology*, (77), 193–216 [žiūrėta 2019-12-10]. Prieiga per internetą:<https://onlinelibrary-wiley-com.ezproxy.ktu.edu/doi/abs/10.1348/096317904774202144>
 52. Piesse J., Lee C.F, Lin L. & Kuo H.C. (2013). Merger and Acquisition: Definitions, Motives and Market Responses. *Encyclopedia of Finance*, (27) 541-554 [žiūrėta 2019-10-22]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/290095164_Merger_and_Acquisition_Definitions_Motives_and_Market_Responses
 53. Reynolds N.S. & Teerikangas S. (2016). The international experience in domestic mergers – Are purely domestic M&A a myth? *International Business Review*, 25 (1), 42-50. 554 [žiūrėta 2019-11-08]. Prieiga per internetą: <https://www-sciencedirect-com.ezproxy.ktu.edu/science/article/pii/S0969593115300111>
 54. Remanda L.C. (2016). A Review of Organizational Culture in the Mergers & Acquisitions Process. *Journal of Media Critiques*, 2 (8), 100-110 [žiūrėta 2019-10-24]. Prieiga per internetą:https://www.researchgate.net/publication/311845204_A_Review_of_Organizational_Culture_in_the_Mergers_Acquisitions_Process
 55. Sahni D. & Gambhir S. (2018). Financial performance evaluation of Indian commercial banks after merger and acquisition. *Gurukul Business Review*, (14), 26-36 [žiūrėta 2019-09-13]. Prieiga per internetą: <https://gkv.ac.in/fwd/4paper-2018.pdf>
 56. Sarala R. M., Vaara E. & Junni P. (2019). Beyond merger syndrome and cultural differences: New avenues for research on the “human side” of global mergers and acquisitions (M&As). *Journal of Worl Business*, (54) 307-321 [žiūrėta 2019-12-08]. Prieiga per internetą:

- <https://www-sciencedirectcom.ezproxy.ktu.edu/science/article/pii/S1090951617303231?via%3Dihub>
57. Sciriha I. & Debono M. (2017). The effects and management of cultural differences during the integration process of mergers and acquisitions. *Journal of Media Critiques*, 3 (12), 31-50 [žiūrėta 2019-11-05]. Prieiga per internetą: <https://www.um.edu.mt/library/oar/handle/123456789/48350>
 58. Sudarsanam S. (2003). *Creating value from mergers and acquisitions: the challenges: an integrated and international perspective*. Prentice Hall.
 59. Shukla R. Review of Major Companies Merger Failures in The First Decade of 21st Century. *International Journal of Enhanced Research in Management & Computer Applications*, 1-5 [žiūrėta 2019-11-04]. Prieiga per internetą: <https://www.semanticscholar.org/paper/Review-of-Major-Companies-Merger-Failures-in-The-ofShukla/0a040b2496891abf6e90247f3cc617a7cd4aac94>
 60. Sinha, P.K. & Sanchari, S. (2014). Merger failure: steps to make them work. *Abhinav-National Monthly Refereed Journal Of Research In Commerce & Management*, 93-51 [žiūrėta 2019-10-28]. Prieiga per internetą: <https://www.semanticscholar.org/paper/MERGER-FAILURE%3A-STEPS-TO-MAKE-THEM-WORK-Sinha-Sanchari/8f0711ed87d7374fef3a449dc84422f24c858952>
 61. Stankiewicz-Mroz A. (2015). Approach to the issues of leadership in the processes of companies' acquisitions. *Science Direct Journals*, (3), 793-798 [žiūrėta 2019-12-03]. Prieiga per internetą: <https://www-sciencedirect-com.ezproxy.ktu.edu/science/article/pii/S2351978915003339>
 62. Sulaiman A. L. (2012). Investigating the improvement in corporate performance after merger and acquisition in Nigeria: a sector analysis. *The International Journal of Management*, 1 (4), 1-15 [žiūrėta 2020-01-16]. Prieiga per internetą: <https://www.academia.edu/8097957/THE-INTERNATIONAL-JOURNAL-OF-MANAGEMENT-INVESTIGATING-THE-IMPROVEMENT-IN-CORPORATE-PERFORMANCE-AFTER-MERGER-AND-ACQUISITION-IN-NIGERIA-A-SECTORAL-ANALYSIS>
 63. Vaara A., Sarala R., Gunter K. S. & Bjorkman I. (2012). The Impact of Organizational and National Cultural Differences on Social Conflict and Knowledge Transfer in International Acquisitions. *Journal of Management Studies*, 14 (1), 1-26 [žiūrėta 2019-12-15]. Prieiga per internetą: <https://onlinelibrary-wiley-com.ezproxy.ktu.edu/doi/full/10.1111/j.14676486.2010.00975.x>
 64. Varirani N. & Mohapatra S. (2012). Merging Organizational Culture through Communication-'Post Mergers & Acquisitions'. *SIES Journal of Management*, 8 (1), 31-37
 65. Vretenar N., Sokolic D. & Mrak M.K. Motives for mergers and acquisitions in small and medium-sized enterprises. *International Multidisciplinary Scientific Conference on Social Sciences and Arts SGEM Conference Proceedings*, 2017, 690-696 [žiūrėta 2019-11-07]. Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/320591713_MOTIVES_FOR_MERGERS_AND_ACQUISITIONS_IN_SMALL_AND_MEDIUM_ENTERPRISES
 66. Warter I. & Warter L. (2015). The New Face of Global M&A. Intercultural Issues in Banking Industry. *Forum Scientiae Oeconomia*, (3), 128-138 [žiūrėta 2019-12-05]. Prieiga per internetą: <http://bazekon.icm.edu.pl/bazekon/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171409955>
 67. Weber J.A. & Dholakia U.M. (2000). Including Marketing Synergy in Acquisition Analysis: A Step-Wise Approach. *Industrial Marketing Management*, (29), 157-177 [žiūrėta 2019-12-

- 10]. Prieiga per internetą: <https://www-sciencedirect-com.ezproxy.ktu.edu/science/article/pii/S0019850199000620>
68. Zhen Li O., Su X. & Yang Z. State control, access to capital and firm performance. *China Journal of Accounting Research*, (5), 101-125 [žiūrėta 2020-01-16]. Prieiga per internetą: <https://www-sciencedirect-com.ezproxy.ktu.edu/science/article/pii/S1755309112000159>

Informacijos šaltinių sąrašas

1. Hofstede Insight. Kultūrinių dimensijų skaičiavimas [žiūrėta 2020-03-12]. Prieiga per internetą: <https://www.hofstede-insights.com/country-comparison/>
2. The Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances. Statistiniai duomenys apie susijungimų ir įsigijimų, energetikos sektoriuje [žiūrėta 2019-09-07]. Prieiga per internetą: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
3. Statista. Statistiniai duomenys apie susijungimų ir įsigijimų vertę visame pasaulyje [žiūrėta 2019-09-05]. Prieiga per internetą: <https://www.statista.com/topics/1146/mergers-and-acquisitions/>

Priedai

1 priedas. Kogut ir Singh indeksas ir šalių įvertinimas pagal Hofstede dimensijas

	Galios atstumas	Individualizmas prieš kolektyvizmas	Vyriškumas prieš moteriškumą	Neapibrėžtumo vengimas	Ilgalaikė – trumpalaikė orientacija	Pasitenkinimas suvaržymas	Kogut ir Singh indeksas
China	80	20	66	30	87	24	0,53
Hong Kong	68	25	57	29	61	17	
UK	35	89	66	35	51	69	0,41
US	40	91	62	46	26	68	
Norway	31	69	8	50	35	55	3,63
Indija	77	48	56	40	51	26	
Chile	63	23	28	86	31	68	2,44
Canada	39	80	52	48	36	68	
Indonesia	78	14	46	48	62	38	1,72
South Korea	60	18	39	85	100	29	
Argentina	49	46	56	86	20	62	2,58
UK	35	89	66	35	51	69	
UK	35	89	66	35	51	69	4,18
Japan	54	46	95	92	88	42	
Norway	31	69	8	50	35	55	3,73
Italy	50	76	70	75	61	30	
Germany	35	67	66	65	83	40	3,02
Australia	38	90	61	51	21	71	
Norway	31	69	8	50	35	55	6,58
China	80	20	66	30	87	24	
US	40	91	62	46	26	68	0,41
UK	35	89	66	35	51	69	
Brazil	69	38	49	76	44	59	0,69
France	68	71	43	86	63	48	
Russia	93	39	36	95	81	20	7,40
UK	35	89	66	35	51	69	
Indonesia	78	14	46	48	62	38	0,91
Singapore	74	20	48	8	72	46	
Canada	39	80	52	48	36	68	1,67
Austria	11	55	79	70	60	63	
Variacija	423,11	799,29	405,76	506,25	479,79	328,99	