



Kauno technologijos universitetas

Ekonomikos ir verslo fakultetas

Veiksnių, lemiančių įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmę, tyrimas

Baigiamasis magistro studijų projektas

Neringa Kidoliūtė

Projekto autorė

Doc. dr. Šviesa Leitonienė

Vadovė

Kaunas, 2021



Kauno technologijos universitetas

Ekonomikos ir verslo fakultetas

Veiksnių, lemiančių įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmę, tyrimas

Baigiamasis magistro studijų projektas

Apskaita ir auditas (6211LX037)

Neringa Kidoliūtė

Projekto autorė

Doc. dr. Šviesa Leitonienė

Vadovė

Doc. dr. Kristina Kundelienė

Recenzentė

Kaunas, 2021



Kauno technologijos universitetas

Ekonomikos ir verslo fakultetas

Neringa Kidoliūtė

Veiksnių, lemiančių įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmę, tyrimas

Akademinio sąžiningumo deklaracija

Patvirtinu, kad:

1. baigiamąjį projektą parengiau savarankiškai ir sąžiningai, nepažeisdama(s) kitų asmenų autoriaus ar kitų teisių, laikydamasi(s) Lietuvos Respublikos autorių teisių ir gretutinių teisių įstatymo nuostatų, Kauno technologijos universiteto (toliau – Universitetas) intelektinės nuosavybės valdymo ir perdavimo nuostatų bei Universiteto akademinės etikos kodekse nustatytų etikos reikalavimų;
2. baigiamajame projekte visi pateikti duomenys ir tyrimų rezultatai yra teisingi ir gauti teisėtai, nei viena šio projekto dalis nėra plagijuota nuo jokių spausdintinių ar elektroninių šaltinių, visos baigiamojo projekto tekste pateiktos citatos ir nuorodos yra nurodytos literatūros sąrašė;
3. įstatymų nenumatytų piniginių sumų už baigiamąjį projektą ar jo dalis niekam nesu mokėjęs (-usi);
4. suprantu, kad išaiškėjus nesąžiningumo ar kitų asmenų teisių pažeidimo faktui, man bus taikomos akademinės nuobaudos pagal Universitete galiojančią tvarką ir būsiu pašalinta(s) iš Universiteto, o baigiamasis projektas gali būti pateiktas Akademinės etikos ir procedūrų kontrolieriaus tarnybai nagrinėjant galimą akademinės etikos pažeidimą.

Neringa Kidoliūtė

Patvirtinta elektroniniu būdu

Kidoliūtė Neringa. Veiksnių, lemiančių įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmę, tyrimas. Magistro studijų baigiamasis projektas / vadovė doc. dr. Šviesa Leitonienė; Kauno technologijos universitetas, Ekonomikos ir verslo fakultetas.

Studijų kryptis ir sritis (studijų krypties grupė): Apskaita, verslas ir viešoji vadyba.

Reikšminiai žodžiai: Įmonių susijungimai ir įsigijimai, veiksnių reikšmingumas, sandorių sėkmė.

Kaunas, 2021. 67 p.

Santrauka

Pasaulinė susijungimų ir įsigijimų rinka daro didelę įtaką pasaulio ekonomikai. Dėl pandemijos ir pastarųjų geopolitinių pokyčių didžioji dalis bendrovių pradėjo įmonių susijungimų ir įsigijimų procesus Konsolidacijas – neišvengiamas procesas toms įmonėms, kurios šiuo laikotarpiu patiria didelius sunkumus. Kitai daliai verslo sektoriaus, tai yra vienas iš geriausių būdų užpildyti trūkstamas įgūdžių, išteklių ir technologijų spragas. Logistikos sektorius, technologijų, žiniasklaidos ir telekomunikacijų sektorius bei sveikatos priežiūros sektorius – vieni sparčiausiai augančių sandorių sektoriai pasaulyje. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių augimas skirtinguose sektoriuose, skatina konkurenciją įmonėms, siekiančioms aukščiausios galimos investicijų grąžos.

Susijungimų ir įsigijimų procesas apima sudėtingą proceso valdymą, nes kiekvienas atvejis yra skirtingas, todėl efektyvumo užtikrinimas yra vienas iš pagrindinių sėkmingos integracijos veiksnių. Išskiriami 3 susijungimų ir įsigijimų sandorių būdai: tiesioginės derybos, viešas ir uždaras aukcionas. Įmonės konkurencingumas ir vertės didinimas yra pagrindinė susijungimo ar įsigijimo priežastis. Literatūroje išskiriami penki pagrindiniai veiksniai, lemiantys įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę: žmogiškieji ištekliai, derybų proceso trukmė, panašaus pobūdžio sandorių patirtis, įmonės dydis, kultūriniai skirtumai.

Siekiant nustatyti ir įvertinti veiksnių reikšmingumą susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei naudojami kiekybiniai ir kokybiniai tyrimo vertinimo metodai. Darbe aptariame keturi pagrindiniai vertinimo metodai: įvykių tyrimo metodas, apskaitos tyrimo metodas, finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodas, atvejų analizė.

Kidoliūtė Neringa. Study of Factors Determining the Success of Mergers and Acquisitions of Companies. Master's Final Degree Project / supervisor assoc. prof. dr. Šviesa Leitonienė; School of Economics and Business, Kaunas University of Technology.

Study field and area (study field group): Accounting, Business and Public Management.

Keywords: Mergers and acquisitions, the significance of the factors, the success of the transaction.

Kaunas, 2021. 67 p.

Summary

The global market for mergers and acquisitions has a major impact on the global economy. As a result of the pandemic and recent geopolitical changes, most companies have started mergers and acquisitions. Consolidation is an inevitable process for those companies that are experiencing major difficulties during this period. For other companies, this is one of the best ways to fill the gaps in skills, resources and technology. The logistics sector, technology, media and telecommunications sector, the health care sector are the fastest growing business sectors in the world. The growth of mergers and acquisitions in different sectors encourages competition for companies seeking the highest possible return on investment.

The merger and acquisition is a complex management process, so ensuring efficiency is one of the key factors for successful integration. There are 3 types of mergers and acquisitions: direct negotiations, public and private auction. The competitiveness and value of the company is the main reason for the merger or acquisition. The literature highlights five key factors that determine the success of mergers and acquisitions: human resources, the length of the negotiation process, the experience of similar transactions, the size of the company, cultural differences.

Quantitative and qualitative research evaluation methods are used to determine and assess the significance of factors for the success of mergers and acquisitions. Four main evaluation methods are discussed: event research method, accounting research method, method of comparative analysis of financial indicators, case analysis.

Turinys

Paveikslų sąrašas	7
Lentelių sąrašas	8
Įvadas.....	9
1. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių problematika	11
1.1. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių reikšmė	11
1.2. Įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos pokyčiai Covid-19 pandemijos kontekste	13
2. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių ir jų sėkmę lemiančių veiksnių vertinimo teoriniai sprendimai	18
2.1 Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių formos ir būdai	18
2.1.1 Įmonių susijungimų ir įsigijimų formos	18
2.1.2 Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių būdai	21
2.2. Įmonių susijungimų ir įsigijimų priežastys ir motyvai	23
2.3. Susijungimų/įsigijimų procesas	26
2.4 Veiksniai, lemiantys įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę	27
2.4.1 Kultūriniai skirtumai	28
2.4.2 Žmogiškieji ištekliai.....	29
2.4.3 Derybų proceso trukmė	31
2.4.4 Panašaus pobūdžio sandorių patirtis.....	32
2.4.5 Įmonės dydis.....	33
2.5. Įmonių susijungimų ir įsigijimų vertinimo metodai.....	34
2.5.1 Kiekybiniai vertinimo metodai.....	34
2.5.1 Kokybiniai vertinimo metodai.....	37
3. Veiksnių, lemiančių įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmę, tyrimo metodologija	41
4. Veiksnių, lemiančių įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmę, empirinis tyrimas.....	44
4.1. Veiksnių, lemiančių įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmę, koreliacinė-regresinė analizė	44
4.2. Veiksnių, lemiančių įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmę, atvejo analizė	56
4.3. Empirinio tyrimo rezultatų apibendrinimas ir diskusija	58
Išvados	60
Literatūros šaltiniai	62
Priedai.....	68

Paveikslų sąrašas

1 pav. Pasaulio įmonių susijungimų ir įsigijimų vertė 2015-2019 m. laikotarpiu (Šaltinis: <i>Dealogic</i> , sudaryta autorės remiantis autoriumi J.P.Morgan, 2020).....	11
2 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų „mega“ sandorių skaičius 2015-2019 m. laikotarpiu (Šaltinis: <i>Dealogic</i> , sudaryta autorės remiantis autoriumi J.P.Morgan, 2020).....	12
3 pav. Pasaulio įmonių susijungimų ir įsigijimų apimtys ir vertės 2020 m. laikotarpiu (Šaltinis: <i>PwC</i> , 2020).....	13
4 pav. Logistikos ir transporto pramonės segmentavimas	14
5 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų skaičius technologijų, žiniasklaidos ir telekomunikacijų sektoriuje 2019-2020 m. laikotarpiu. (Šaltinis: <i>PwC, Dealogic, Refinitiv</i> , 2020).....	15
6 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų skaičius sveikatos priežiūros sektoriuje 2019-2020 m. laikotarpiu. (Šaltinis: <i>PwC, Dealogic, Refinitiv</i> , 2020).....	16
7 pav. Įmonės „pirkėjo“ derybinio sverto kitimas (šaltinis: <i>smartsheet.com</i>)	22
8 pav. Atviro aukciono etapai (šaltinis: sudaryta autorės, remiantis autoriumi Katramo, 2013).....	23
9 pav. Svarbiausios priežastys, skatinančios susijungimų ir įsigijimų procesą (šaltinis: <i>sudaryta autorės remiantis Mercer. 2015</i>).....	25
10 pav. Atvejo analizės veiksmiai. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis autoriais Rodríguez-Sánchez, Mora-Valentín, Ortiz-de-Urbina-Criado, 2018).....	38
11 pav. Konceptualus tyrimo modelis (šaltinis: sudaryta autorės)	40
12 pav. Tyrimo eigos etapai. (Šaltinis: sudaryta autorės)	43
13 pav. Tarpvalstybinių ir nacionalinių sandorių ROA palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės)...	46
14 pav. Tarpvalstybinių ir nacionalinių sandorių Cashflow palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės)	46
15 pav. Įmonių, turėjusių sandorių patirties, ir įmonių, jos neturėjusių, ROA palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės).....	50
16 pav. Įmonių, turėjusių sandorių patirties, ir įmonių, jos neturėjusių, Cashflow palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės)	51
17 pav. Įmonės „DXC Technology“ darbuotojų skaičiaus kitimas 2016-2020 m. laikotarpiu. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis duomenų baze Statista, 2021)	57

Lentelių sąrašas

1 lentelė. Įmonių susijungimų poveikis darbuotojų įsitraukimui. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis autoriumi Mekaoui S., 2018-2019).....	30
2 lentelė. Europos Sąjungos kriterijai nustatant įmonių dydį. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Germany Trade & Invest, 2021).....	34
3 lentelė. Finansiniai rodikliai, kuriais matuojama įmonių sėkmė. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis autoriais Das ir Kapil, 2012).....	35
4 lentelė. Įvykių tyrimo metodai, kuriais matuojama įmonių sėkmė/nesėkmė. Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis autoriais Das ir Kapil.	36
5 lentelė. Papildomi rodikliai, kuriais matuojama įmonių sėkmė/nesėkmė. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis autoriumi Angew, 2018)	36
6 lentelė. Mokslinių tyrimų metodai. (Šaltinis: sudaryta autorės)	39
7 lentelė. Tiriamų įmonių vidutiniai ROA ir Cashflow rodikliai. (Šaltinis: sudaryta autorės).....	44
8 lentelė. Tarpvalstybinių sandorių ir nacionalinių sandorių vykdymo sąsajos su ankstesne įmonių sandorių patirtimi. (Šaltinis: sudaryta autorės).....	45
9 lentelė. Tarpvalstybinių ir nacionalinių sandorių sėkmės rodiklių palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės)	47
10 lentelė. Žmogiškųjų išteklių rodiklio koreliacija su sandorių sėkmės rodikliais. (Šaltinis: sudaryta autorės).....	48
11 lentelė. Tikslinių įmonių, kuriose darbuotojų augimo rodiklis yra teigiamas, ir tikslinių įmonių, kuriose darbuotojų augimo rodiklis yra neigiamas, sandorių sėkmės rodiklių palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės).....	48
12 lentelė. Įsigyjančių įmonių, kuriose darbuotojų augimo rodiklis yra teigiamas, ir įmonių, kuriose darbuotojų augimo rodiklis yra neigiamas, sandorių sėkmės rodiklių palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės).....	49
13 lentelė. Laiko nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos koreliacijos su sandorių sėkmės rodikliais. (Šaltinis: sudaryta autorės)	49
14 lentelė. Įmonių, turėjusių ankstesnės sandorių patirties, ir įmonių, neturėjusių ankstesnės sandorių patirties, sėkmės rodiklių palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės).....	51
15 lentelė. Kompanijos dydžio koreliacija su sandorių sėkmės rodikliais. (Šaltinis: sudaryta autorės)	52
16 lentelė. Kontrolinių kintamųjų koreliacija su sandorių sėkmės rodikliais. (Šaltinis: sudaryta autorės)	53
17 lentelė. Pradinio modelio koeficientai. (Šaltinis: sudaryta autorės).....	54
18 lentelė. Perskaičiuoto tiesinės regresijos modelio koeficientai. (Šaltinis: sudaryta autorės).....	55
19 lentelė. Atvejo analizės duomenys. (Šaltinis: sudaryta autorės).....	56

Įvadas

Šiuolaikiniame verslo pasaulyje įmonių susijungimai ir įsigijimai (angl. *mergers and acquisitions, M&A*) užima labai svarbų vaidmenį įmonių veikloje priimant strateginius ir taktinius sprendimus, o įmonių susijungimų ir įsigijimų skaičius visame pasaulyje nuolat auga. Susijungimų ir įsigijimų sandoriai yra puiki pagalba įmonėms padidinti augimą bei pelningumą, todėl tai paaiškina padidėjusį susijungimų ir įsigijimų skaičių per pastaruosius kelis dešimtmečius. Kompanijos siekdamos strateginio pranašumo, lyderio pozicijų rinkose inicijuoja sandorių derybinius procesus. (Ikhwan & Haeruddin, 2017).

Vieno didžiausių pasaulyje verslo ir finansinių naujienų agentūrų bei informacijos apie finansų rinkas tiekėjų Bloomberg (2020) duomenimis, noras padidinti masto ekonomiją ir sukurti technologinį pažangumą, skatina susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumą. 40% įmonių vadovų teigė, kad 2020 m. didžioji dalis įmonių dalyvavo sandoriuose dėl susijungimo siekiant užtikrinti technologinį efektyvumą. Analizuojant 2020 m. susijungimų ir įsigijimų sandorius, pastebima, kad rinka gerokai pasikeitė lyginant su 2019 metais. Tam didžiausią įtaką padarė neapibrėžtumas pasaulinėje rinkoje Covid-19 laikotarpiu. 2020 m. sandorių suma doleriais yra 43% mažesnė nei tuo pačiu praėjusių metų laikotarpiu. Tuo tarpu „mega“ sandorių apimtis sumažėjo stulbinamai - net 67 %. Besikeičiančios rinkos pasaulyje išryškino tarpvalstybinių sandorių svarbą. Verslo lyderiai dažnai mano, kad tarpvalstybiniai susijungimai ir įsigijimai yra priemonė plėstis pasaulinėje rinkoje. Tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų dėka, organizacijos gali patekti į naujas rinkas, diversifikuoti riziką, įgyti technologinį pranašumą bei efektyviau plėtoti konkurencinius barjerus (Bauer, Hautz, Matzler, 2015).

Pasaulinio masto tendencija rodo, kad didėja nesėkmingų sandorių riziką, todėl investuotojai dalyvaudami susijungimų ir įsigijimų sandorių procese turi prisiimti riziką, kad šie sandoriai gali atnešti ir sėkmę, ir nesėkmę. Rekordinis susijungimų ir įsigijimų aktyvumo lygis sąlygoja išaugusį susirūpinimą dėl pramonės šakų koncentracijos ir įmonių susijungimų rezultato. Empirinė konkrečių įsigijimų ar susijungimų analizė, pateikia skirtingas autorių nuomones apie veiksnius, lemiančius įmonių sandorių sėkmę. Autoriai Das & Kapil (2012), atskleidžia kitokį požiūrį į sėkmės faktorius. Jų nuomone, nėra rodiklių tinkančių visų sandorių sėkmingumui nusakyti, viskas priklauso nuo pačios organizacijos veiklos. Autoriai kelia klausimą vertindami, ar yra toks matas kaip susijungimų ir įsigijimų veiksnys. Tuo tarpu kiti autoriai, tokie kaip Epstein (2004, 2005), įvardija septynis veiksnius, kurie yra ypač svarbūs sandorių sėkmei. Trichterborn (2016) sieja organizacijos mokymosi procesus su sandorių sėkmės rezultatais. Autorius Martin (2016) nuomone, 50 % įmonių susijungimų ir įsigijimų patiria nesėkmes. Diskusija tarp mokslininkų atsiranda analizuojant, ar susijungimai ir įsigijimai yra naudingi organizacijai. Atsižvelgiant į skirtingas autorių nuomones formuluojama **darbo mokslinė problema**: kokie veiksniai ir kaip sąlygoja įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę?

Darbo tikslas: iširti veiksnių reikšmingumą įmonių įsigijimų ir susijungimų sandorių sėkmei.

Darbo uždaviniai:

1. Atskleisti susijungimų ir įsigijimų sandorių reikšmę ir pokyčius skirtinguose ūkio sektoriuose Covid-19 pandemijos kontekste;
2. Išanalizuoti įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių formas ir būdus, priežastis, sėkmę lemiančius veiksnius bei jungimosi vertinimo metodus;

3. Sudaryti įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę lemiančių veiksnių tyrimo metodiką;
4. Atlikti veiksnių reikšmingumo vertinimą susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.

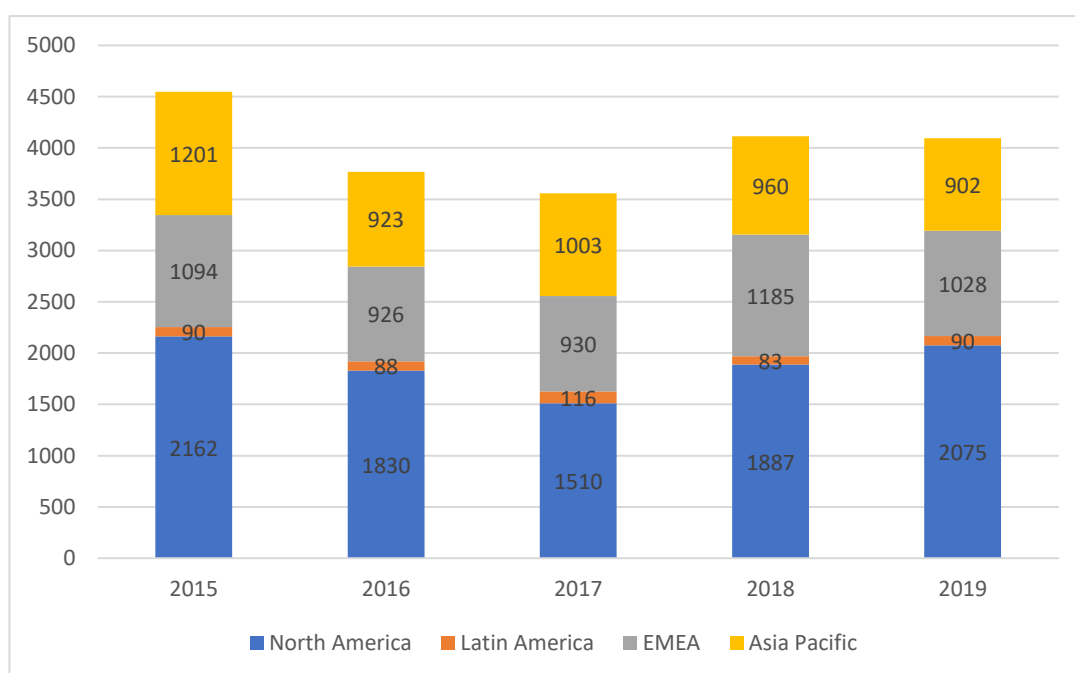
Tyrimo objektas: susijungimų ir įsigijimų sandoriai pasaulyje.

Tyrimo metodai: Sisteminė mokslinės ekonominės ir statistinės literatūros analizė, statistinių duomenų analizė, Lietuvos Respublikos įstatymų bei kitų viešai virtualioje erdvėje pasiekiamų duomenų analizė, duomenų turinio analizė.

1. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių problematika

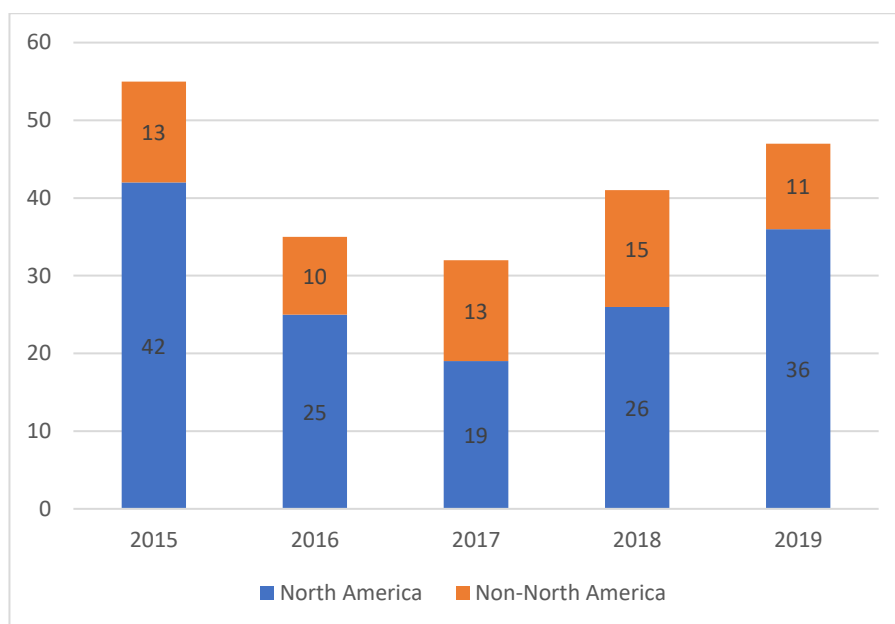
1.1. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių reikšmė

Pasaulinė susijungimų ir įsigijimų rinka daro didelę įtaką pasaulio ekonomikai. Bendra susijungimų ir įsigijimų rinkos vertė 2019 m. siekė apie 4 094 milijardus JAV dolerių (JPMorgan, 2020). Susijungimų ir įsigijimų finansų sektoriaus subjektai vaidina didelį vaidmenį derybiniame procese ir užbaigiant sandorį. Penki geriausi JAV investiciniai bankai („Bank of America“, „Citi“, „Goldman Sachs“, „JPMorgan Chase“ ir „Morgan Stanley“) 2019 m. uždirbo 10 mlrd. JAV dolerių pajamų iš šių sandorių („Financial Times“, 2020 m.). Šios pajamos parodo, kad investiciniai bankai ir kiti finansų rinkos subjektai užima svarbią poziciją susijungimų ir įsigijimų sandoriuose, o tai patvirtina, kad susijungimų ir įsigijimų sandoriai yra svarbūs įmonės veikloje. Nors 2019 m. sandorių kiekis buvo panašus lyginant juos su 2018 m., tačiau autorius pastebi, kad vertė sumažėjo apie 9 % per metus. Nepaisant sandorių sumažėjimo, įmonių strategija išliko aiški – susijungimų ir įsigijimų sandoriai padeda stiprinti esamo verslo poziciją.



1 pav. Pasaulio įmonių susijungimų ir įsigijimų vertė 2015-2019 m. laikotarpiu (Šaltinis: *Dealogic*, sudaryta autorės remiantis autoriumi J.P.Morgan, 2020)

Pažvelgus į 2019 m. tendencijas (žr. 1 pav.), vykusias visame pasaulyje, pastebima kad Šiaurės Amerikoje susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičius padidėjo 10 %. Atitinkamai Azijos ir Ramiojo vandenyno regionuose – sumažėjo 13 % ir 6 %. Šiaurės Amerikos sandorių apimtį padidėjimą lėmė išaugęs mega susijungimų skaičius (kurio vertė siekė ~ 10 mlrd. JAV dolerių). 2019 m. pasaulyje buvo paskelbti 47 mega sandoriai – 36 iš jų įvyko Šiaurės Amerikoje, tačiau 23 iš 36 didžiausių susijungimų ir įsigijimų buvo paskelbti pirmąjį 2019 metų pusmetį. Kiek vėliau šalies rinką pradėjo veikti nerimas dėl sulėtėjusio pasaulinio augimo. Nors antrąjį pusmetį pastebimas sandorių sumažėjimas, tai yra antras didžiausias mega sandorių skaičius Šiaurės Amerikos istorijoje (žr. 2 pav.)

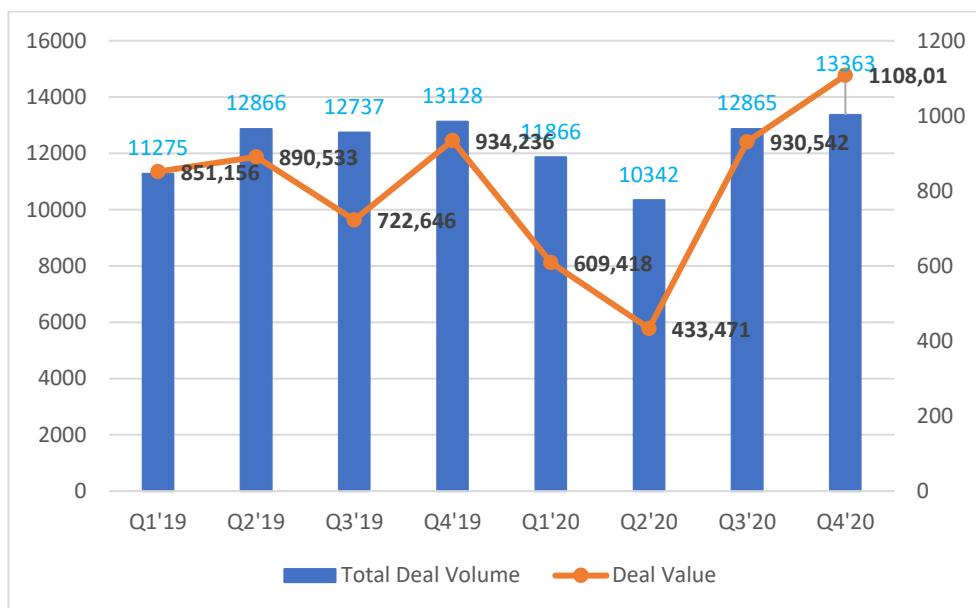


2 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų „mega“ sandorių skaičius 2015-2019 m. laikotarpiu (Šaltinis: Dealogic, sudaryta autorės remiantis autoriumi J.P.Morgan, 2020)

Analizuojant kompanijos Allen & Overy atliktą 2018 - 2020 m. tyrimą apie susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką, autoriai D. Broadley ir D. Meeus (2020) pastebi, kad įmonės 2019 m. didžiausią dėmesį skyrė turto atskirymui, jo perleidimui. Daugelis verslo subjektų susidūrė su akcininkų spaudimu įvertinti turimo verslo ir turto portfelį. Didžioji dalis akcininkų tapo aktyvesni vertinant sinergijos (angl. *synergy*) proceso naudą verslo sandoriuose. Išryškėjo raginimas diversifikuoti turimą investicijų portfelį per susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką. Autoriai pažymi, kad dvylika (t.y. 60 %) iš dvidešimties įvykusių populiariausių sandorių 2019 m., buvo susiję su įmonių įsigijimais. Dar vienas veiksnys, turėjęs įtakos susijungimų ir įsigijimų veiklai – geopolitinis neapibrėžtumas. Tarpvalstybiniai susijungimai per 2019 m. sumažėjo 13 % ir sudarė 26 % apimant visus susijungimų ir įsigijimų sandorius (2018m. skaičiai siekė – 30 %). Šį sumažėjimą lėmė protekcionistinės nuotaikos pasaulyje dėl koronaviruso, mažesnis Kinijos susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičius bei susirūpinimas dėl „Brexit“. Auganti protekcionistinė politika paskatino įmones skirti daugiau dėmesio nacionaliniams susijungimams, todėl 2019 m. JAV vidaus susijungimų ir įsigijimų apimtys pasiekė rekordines aukštumas.

Analizuojant 2020 m. laikotarpį, didžioji dalis bendrovių, numačiusios ekonomikos nuosmukį dėl pasaulinės koronaviruso pandemijos, sukaupė daugiau nei 7,6 trln. JAV dolerių apyvartinių lėšų, o palūkanų normos šiuo periodu buvo itin žemos. Konsolidacijas – neišvengiamas procesas toms įmonėms, kurios šiuo laikotarpiu patiria didelius sunkumus. Kitai daliai verslo sektoriaus, tai yra vienas iš geriausių ir greičiausių būdų užpildyti trūkstamas įgūdžių, išteklių ir technologijų spragas. Dėl pandemijos ir pastarųjų geopolitinių pokyčių didžioji dalis bendrovių pradėjo įmonių susijungimų procesus, todėl 2020 m. antroje pusėje tiek sandorių kiekis, tiek vertybinių popierių vertė išaugo. Didžiulis skirtumas pastebimas skaitmeninio ir technologinio sektoriaus srityje. Didžioji dalis vertybinių popierių rinkos indeksų, tokių kaip: „Dow Jones Industrial Average“, „NASDAQ Composite“, „S&P 500“, „Shanghai Stock Exchange“ ir „Nikkei 225“ yra itin aukštose pozicijose, vertinant ilgalaikį laikotarpį. Intensyviai konkuruodami dėl skaitmeninio ar technologijomis grįsto sandorio, investuotojai yra priversti imtis aktyvesnio – net agresyvaus - požiūrio tikslui pasiekti. Mažiau siekiama įmonė, turi parduoti savo turtą žemesnėmis kainomis, ypač esanti tuose sektoriuose, kuriuos neigiamai veikia COVID-19 arba remiasi verslo modeliu, kuris nebėra perspektyvus,

atsižvelgiant į vykstančius struktūrinius pokyčius. Kiti veiksniai, kurie tikimasi, darys įtaką sandoriams ir ateityje – padidėjęs restruktūrizavimas ir specialios paskirties įmonių įsigijimas kapitalo didinimui (PwC, 2020).



3 pav. Pasaulio įmonių susijungimų ir įsigijimų apimtys ir vertės 2020 m. laikotarpiu (Šaltinis: PwC, 2020)

Turto vertinimas – vienas didžiausių M&A sėkmės iššūkių. Remiantis pateiktu pavyzdžiu ir autorių nuomone, matome (žr. 3 pav.), kad sandorių apimtys 2020 m. III ketvirtyje padidėjo ir išlaikė augimą iki metų galo. Ketvirtąjį ketvirtį sandorių apimtys ir vertės padidėjo atitinkamai 2% ir 18%, lyginant su tuo pačiu praėjusių metų ketvirčiu.

Atlikus įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių problematikos analizę, galima teigti, jog susijungimų ir įsigijimų sandoriai yra vienas iš būdų stiprinti verslo poziciją. Pasaulinės pandemijos laikotarpiu, ši sąvoka dažnai naudojama analizuojant įmonių sandorius. Įmonių konsolidacija yra neišvengiamas procesas toms įmonėms, kurios šiuo laikotarpiu patiria didelius sunkumus. Kitai daliai verslo sektoriaus, tai yra vienas iš geriausių ir greičiausių būdų užpildyti trūkstamas įgūdžių, išteklių ir technologijų spragas, todėl tikslinga atlikti tyrimą ir įvertinti kokie veiksniai ir kaip sąlygoja įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę.

1.2. Įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos pokyčiai Covid-19 pandemijos kontekste

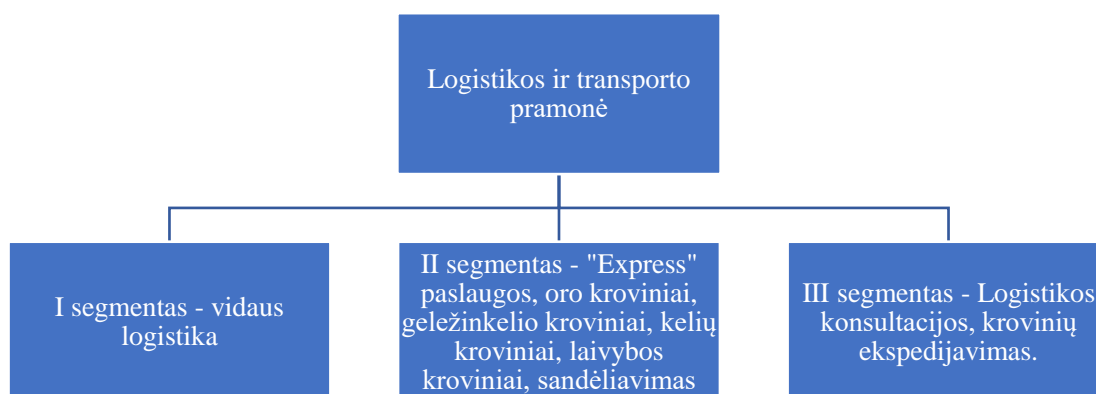
Autoriaus J.P.Morgan (2020) nuomone, nors antroji koronaviruso banga laikinai slopina sandorių veiklą pasaulyje, išryškėja tam tikros tendencijos, kurios skatina pokyčius susijungimų ir įsigijimų rinkoje. Logistika tapo vienu iš sektorių, kuriame sparčiai auga sandorių skaičius. Tiekimo grandinių ir pristatymo efektyvumo užtikrinimas skatina įmones investuoti ir pradėti derybinių susijungimų ar įsigijimų procesus.

Logistikos sektorius

Pasaulinė logistikos rinka dabartinėje visuomenėje atsirado sujungus pasiūlos ir paklausos tendencijas. Spartus prekybos plitimas tarp valstybių yra pagrindinis pasaulinės logistikos rinkos paklausos rodiklis. Didėjanti prekyba, augantys importuotojų ir eksportuotojų poreikiai padidino logistikos paklausą. Logistika apima išteklių ir paslaugų planavimo bei koordinavimo procesą nuo atsiradimo vietos iki jų pateikimo vartotojui. Pagrindiniai logistikos komponentai, reikalingi

tinkamam organizacijos ar verslo funkcionavimui, apima atsargų valdymą, transportavimą, medžiagų tvarkymą, sandėliavimą (Alparsan, 2020). Remiantis neseniai atliktu IMARC (2020) grupės tyrimu „Logistikos rinka 2020–2025m.“, pasaulinės logistikos rinkos dydis 2019 m. pasiekė 4963 mlrd. USD. Pastaraisiais metais daugelyje logistikos pramonės šakų pastebima pažanga technologijų, integracijos, globalizacijos srityje. Prognozuojama, kad 2024 m. logistikos rinka pasieks 6 300 mlrd. USD.

Nepriklausomai nuo konkrečios pramonės šakos ar atitinkamo verslo modelio, logistikos pramonę galima skirstyti į 3 segmentus (žr. 4 pav.) (Alparsan, 2020):



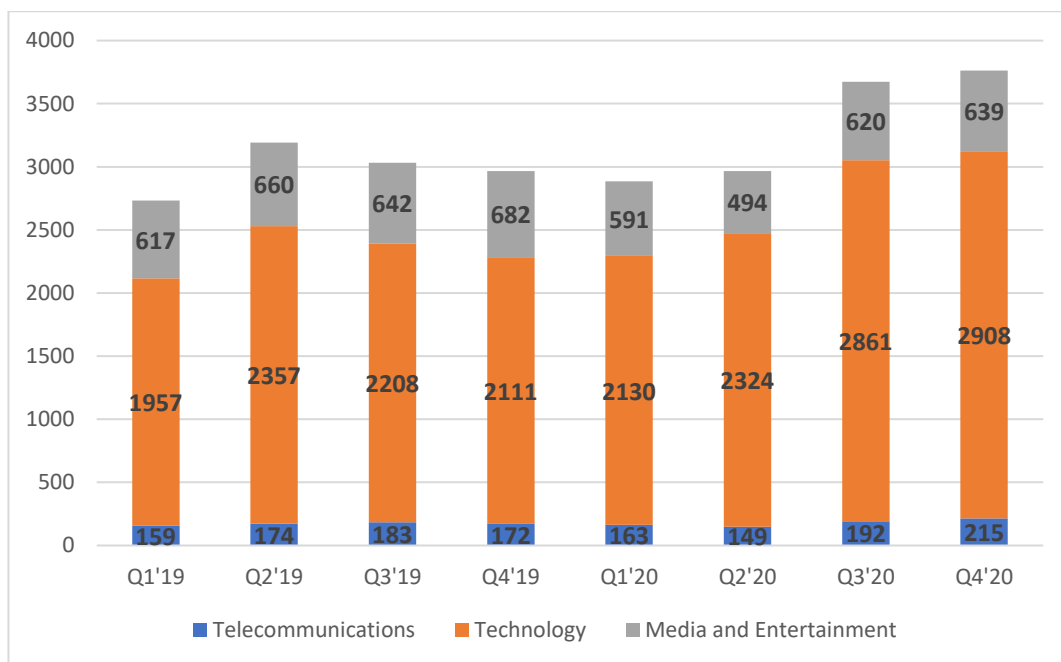
4 pav. Logistikos ir transporto pramonės segmentavimas

- Pirmasis segmentas sudaro įmonės logistikos organizavimo formą. Šiame segmente prekių gamintojas ar mažmeninės prekybos įmonė vykdo transporto ir logistikos paslaugas naudodamasi savo įmonės padaliniais ir techniniais ištekliais, tokiais kaip automobiliai, priekabos, sandėliai;
- Antrasis segmentas yra taikomas, jei gamintojas ar mažmenininkas perka transporto bei sandėliavimo paslaugas iš išorės logistikos paslaugų teikėjų. Šio segmento veikėjai yra vežėjai, teikiantis transporto paslaugas klientui, bet nesiūlantys integruotų logistikos sprendimų. Transporto įmonės, turinčios savo pajėgumus, dažniausiai specializuojasi tam tikrame segmente, pavyzdžiui, jūrų (kompanija „Maersk“), geležinkelių (kompanija „DB Cargo“) ar oro (kompanija „FedEx“);
- Trečiasis segmentas apima logistikos įmones, kurios savo funkcijas perduoda išorės klientams. Trečiojo segmento subjektai turi savo išteklių įvairioms logistikos grandinės užduotims atlikti, teikia daug platesnį paslaugų spektrą, įskaitant transportą, sandėliavimą, pakavimą, užsakymų rinkimą ir pan. Įmonės, esančios šiame segmente, nėra orientuotos į logistiką, kaip pagrindinę veiklos sritį.

Technologijų, žiniasklaidos ir telekomunikacijų sektorius

Sparčiai tobulėjant technologijų rinkai, susijungimų ir įsigijimų sandoriai pagreitina produkto patekimą į rinką bei suteikia galimybes pakeisti esamą verslo modelį integruojant naujausius technologinius procesus. Ši strategija labiausiai pastebima technologijų, žiniasklaidos ir

telekomunikacijų sektoriuje (angl. *TMT*). 2017 m. užfiksuotas visų laikų rekordas pasaulyje – 3 389 susijungimų ir įsigijimų sandoriai, kurių vertė siekė 498,2 mlrd JAV dolerių (Krikhaar J., Loucks J., Sguazzin M., 2018). Pateiktas grafikas parodo, jog didžiausias augimas pastebimas technologijų sektoriuje. Nors 2020 m. susiduriame su pandemijos laikotarpiu, įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių augima stebimas visus metus.



5 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų skaičius technologijų, žiniasklaidos ir telekomunikacijų sektoriuje 2019-2020 m. laikotarpiu. (Šaltinis: PwC, Dealogic, Refinitiv, 2020)

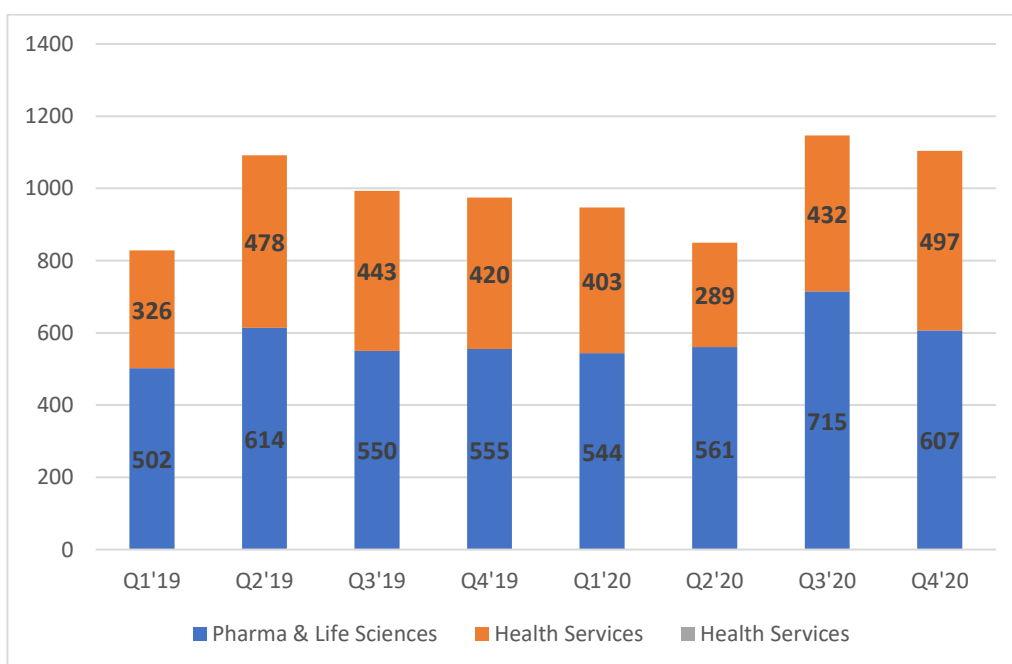
Remiantis Deloitte tyrimu, kurio metu buvo atlikta apklausa su telekomunikacijų bendrovėmis, 65 % respondentų teigė, kad pagrindinis numatomas grynujų pinigų panaudojimas yra skirtas susijungimų ir įsigijimų sandoriams. Kai kurie iš šių sandorių yra susiję su „vienaragių“ (angl. „unicorns“) įmonių įsigijimais, kurių vertė viršija 1 mlrd. JAV dolerių. Nors šie sandoriai gali uždirbti didelius dividendus įmonių vadovams, tačiau jie sukelia ir rizikingus iššūkius, ypač kalbant apie integraciją. Sėkmė čia priklauso nuo tinkamo pasirinkimo ir teisingos puoselėjimo strategijos. Todėl šiuo atveju autoriams kyla klausimas: ar geriau integruoti „vienaragi“ per įmonių susijungimus ir įsigijimus, ar leisti jam išlaikyti autonomiją? Trys pagrindiniai dalykai, skatinantys įmonių susijungimus ir įsigijimus šiame sektoriuje – technologijos; klientų rato plėtimas esamose rinkose; produktų paklausos ir pasiūlos didinimas. Kitos pagrindinės priežastys yra skaitmeninė strategija bei pateikimas į naujas geografines rinkas. Autoriai nustatė, jog 44 % technologiškai pažengusių įmonių siekia investuoti į dirbtinio intelekto įmones.

Nors didžioji dalis įmonių jungiasi turėdami didelius siekius ateities tikslams įgyvendinti, dauguma sandorių patiria nesėkmes. 2016 m. atliktas tyrimo metu 92 % respondentų teigė, jog sandoris neatitiko lūkesčių. Nesėkmingi sandoriai rinkoje turi vieną bendrą bruožą – vadovybė neįvertino principų, kurie generuoja investicinę gražą. Nepakankamas susijungimų integracijos planavimas yra dar vienas nesėkmės rodiklis, nes dažnai įmonės susijungdamos neįvertina abiejų šalių supratimo ir vizijos. Stebėdami kylančią nesėkmingų sandorių riziką, JAV pradėjo griežtą reguliavimo procesą didelių technologinių įmonių valdytojams. 2020 m. pabaigoje JAV Federalinė prekybos komisija ir

46 valstijos pateikė ieškinius Kongresui, kuriuose teigiama, kad „Facebook“ yra neteisėta monopolija. Žvelgiant į technologijų pramonę išryškėja visuomenės saugumas ir privatumas. Kinija taip pat vykdo priežiūrą valstybinėms įmonėms ir toms, kurios siekia pradinio viešo akcijų platinimo (angl. *IPO*). Nors reguliavimo principai neįtakoja sandorių gausos, jie gali mažinti tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumą (PwC, 2020). Pasak autoriaus J.P.Morgan (2020), didėjantys prekybos apribojimai ir kibernetinės atakos, gali turėti įtakos Kinijos investicijoms užsienio rinkose. Didžioji dalis investicijų susijusios su technologijų sektoriumi, todėl JAV ir kelios Europos šalys padidino galimų Kinijos investicijų kontrolę. Indija, atsižvelgdama į saugumo reikalavimus, siekia apriboti Kinijos technologinių procesų tiekimą šalyje, todėl nuo 2020 m. liepos mėn. uždraudė daugybės kiniškų programų tiekimą.

Sveikatos priežiūros sektorius

Nuo koronaviruso pandemijos pradžios, įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumas pastebimas farmacijos, gyvybės mokslų bei sveikatos priežiūros sektoriuje. Vertinant ilgalaikį laikotarpį, šis sektorius yra „prieglobstis“ investuotojams, ieškantiems saugių investicijų kriziniu laikotarpiu. Tačiau žvelgiant į šių metų tendencijas, sveikatos sektoriuje išryškėja nuolatinis skaitmeninių technologijų pritaikymas. Pradedant pacientų priežiūros tobulinimu ir baigiant pažangios skaitmeninės terapijos kūrimu. Įmonių susijungimai ir įsigijimai – skatina sveikatos priežiūros sektorių keisti veiklos modelį ir persiorientuoti į inovacijų valdymą teikiant sveikatos ir gerovės paslaugas vartotojui (PwC, 2020) Autorius J.P.Morgan (2020) vertina ir ilgalaikį pandemijos laikotarpį. Jo nuomone, įmonių susijungimai ir įsigijimai turės tiek teigiamą, tiek neigiamą poveikį sandorių sėkmei. Privačios ligoninės ir klinikos, išgyvenančios tik iš vyriausybės teikiamų paramos paketų, bus priverstos restruktūrizuoti įmonių veiklą ir konsoliduotis, nes finansinė parama laikui bėgant mažės. Dėl apribojimų medicinos prietaisų bendrovių laukia tas pats likimas. Tačiau vakcinų kūrėjai greičiausiai uždirbs ir užims aukštą poziciją rinkoje, o šia padėti pasinaudos pertvarkydami konkurencingą farmacijos pramonę.



6 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų skaičius sveikatos priežiūros sektoriuje 2019-2020 m. laikotarpiu. (Šaltinis: PwC, Dealogic, Refinitiv, 2020)

Pateiktame grafike matome, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių apimtys gerokai padidėjo 2020 m. antrąjį pusmetį – net 25 % lyginant su pirmuoju pusmečiu (žr. 6 pav.). Sveikatos priežiūros paslaugų susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičius metų gale sumažėjo, tačiau trečią ketvirtį stebimas nemažas sandorių padidėjimas. Vertinant pasaulinę rinką, didžiausias medicinos prietaisų, biotechnologijų ir farmacijos sandorių augimas vyrauja Ramiojo vandenyno regione. EMEA regione (Europoje, Artimuosiuose Rytuose, Afrikoje) ir Amerikoje sandorių apimtys 2020 m. laikotarpiu sumažėjo, tačiau vertė – išaugo (PwC, 2020).

Prasidėjus koronaviruso bangai, sveikatos priežiūros sektorius buvo vienas pirmųjų patyręs krizės poveikį rinkoje. Nors pandemija neigiamai paveikė pajamas ir pelną šiame sektoriuje, sveikatos priežiūros subjektai pasirengę priimti pokyčius. Pandemija sustiprino ir paspartino skaitmeninę transformaciją bei konvergenciją, tuo pačiu privertė sutelkti dėmesį į konkrečius veiklos ir strateginius aspektus, įskaitant paslaugų tiekimo grandinę, pajėgumus ir technologinius procesus. 2021 m. pradžioje vykusios apklausos metu didžiųjų sveikatos paslaugas teikiančių įmonių vadovai teigė, jog per ateinančius trejus metus susijungimų ir įsigijimų sandoriai augs Europos (38 % respondentų), Lotynų Amerikos (18 % respondentų) ir Indijos (14 % respondentų) rinkose. Atsižvelgdami į rizikas ir ekonomiką šiuo laikotarpiu, sveikatos priežiūros sektoriaus dalyviai toliau tobulins esamas strategijas augimui po pandemijos (H. Mallory, 2021).

Apibendrinant pateiktas autorių išvalgas, galima daryti išvadą, jog įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių augimas skirtinguose sektoriuose, skatina konkurenciją įmonėms, siekiančioms aukščiausios galimos investicijų grąžos. Didelė paklausa įmonių, kurios turi skaitmeninį, technologinį ir transformacinį pranašumą, sukuria siekį sandorius laimėti „bet kokia kaina“. Konkurencijos intensyvumas kelia riziką derybų proceso trumpinimui, svarbių sąlygų neaptarimui dėl strateginio tinkamumo, vertės kūrimo ir organizacinio suderinamumo vertinimo. Atlikta mokslinės literatūros analizė parodė, jog norint sukurti vertę ilguoju laikotarpiu, būtina įvertinti kaip ir kokie veiksniai daro įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.

2. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių ir jų sėkmę lemiančių veiksnių vertinimo teoriniai sprendimai

Susijungimų ir įsigijimų procesas (angl. *Mergers and Acquisitions, M&A*) apima sudėtingą proceso valdymą, nes kiekvienas atvejis yra skirtingas, todėl efektyvumo užtikrinimas yra vienas iš pagrindinių sėkmingos integracijos veiksnių (Goedhart, Koller, & Wessels, 2017). Didėjant įmonių susijungimų ir įsigijimų populiarumui bei rizikai, pritraukiamas įvairių sričių mokslininkų ir vadovų dėmesys. Pažymima, kad tiriant susijungimų ir įsigijimų procesus įtraukiami įmonių finansiniai, strateginiai, veiklos, elgesio ir kultūriniai aspektai (Cartwright ir Schoenberg, 2006).

Siekiant įvertinti įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę, šioje darbo dalyje pateikiama mokslinė literatūros analizė, išskiriant verslo jungimosi formas, motyvus. Taip pat šioje dalyje bus aptariami autorių išskiriami sėkmės valdymo metodai bei sėkmingumą lemiantys veiksniai.

2.1 Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių formos ir būdai

2.1.1 Įmonių susijungimų ir įsigijimų formos

Svarbu pažymėti, kad prieš analizuojant įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmingumą, reikia suvokti šių sąvokų skirtumus. Autorius Lessambo (2020) išskiria verslo jungimosi formas: įsigijimas, konsolidacija, svarto išpirkimas, holdingas, perleidimas, priešiški/draugiški susijungimai ir įsigijimai.

Įsigijimas (angl. *acquisition*) – paprastai apima sandorį, kai viena bendrovė įsigija kitą bendrovę. Įsigijimas įvyksta, kai įsigyjanti įmonė įgyja daugiau nei 50 % kitos bendrovės nuosavybės (Gaughan, 2015). Šiuo momentu pirkėjas perka tikslinės bendrovės akcijas iš tikslinės bendrovės akcininkų ir perima įmonės valdymą su visais įsipareigojimais. Įsigijus daugiau nei 50% tikslinės įmonės akcijų ir kito turto, pirkėjas gali priimti sprendimus dėl naujai įsigyto turto be kitų bendrovės akcininkų pritarimo. Įsigijimai, kurie yra labai paplitę versle, gali įvykti ir su tikslinės įmonės pritarimu, ir be jo. Nors dažniausiai girdime apie žinomų ir didelių kompanijų susijungimus ir įsigijimus, tačiau dažniau šie sandoriai vyksta tarp mažų ir vidutinių įmonių.

Konsolidacija (angl. *consolidation*) - dviejų ar daugiau organizacijų susijungimas, kurio pasekmė - nauja organizacija. Dvi panašaus dydžio įmonės praktikoje dažniau konsoliduojasi, o ne jungiasi. Nors jungimosi ir konsolidacijos terminai yra panašūs, svarbu atskirti jų prasmę. Konsolidavimo procesas leidžia verslui efektyviau paskirstyti savo funkcijas, siekiant sumažinti veiklos sąnaudas ir pagerinti efektyvumą. Nors procesas gali padėti sumažinti sąnaudas, tačiau trumpuoju laikotarpiu tai gali būti itin sudėtinga ir brangu. Kelių bendrovių ar verslo padalinių sujungimas į visiškai naują bendrovę – sudėtingas procesas. Jei viena iš bendrovių yra likviduojama, didelė tikimybė, jog bus daug išlaidų kuriant naująjį prekės ženklą. Tačiau įmonės, norinčios konsoliduoti savo verslą, turi kitas galimybes. Pavyzdžiui, prekių ir paslaugų įsigijimas gali būti centralizuotas, o tai padeda susijungusiai įmonei perimti visos įmonės kainų politiką.

Svarto išpirkimas (angl. *Leveraged buyout*) - yra kitos įmonės įsigijimas, panaudojant didelę sumą skolintų pinigų įsigijimo išlaidoms padengti. Įsigyjamos įmonės turtas kartu su įsigyjančios įmonės turtu dažnai naudojamas kaip paskolų finansavimo užtikrinimo priemonė. Svarto išpirkimo momentu skolintas kapitalas sudaro - 90 %, nuosavas kapitalas - 10 %. Vertinant ankstesnį laikotarpį, ypač devintajame dešimtmetyje, svarto išpirkimai paskatino įsigytų įmonių bankrotą. Tuo metu svarto koeficientas sudarė ~100%, palūkanų mokėjimai buvo dideli, todėl įmonės veiklos pinigų srautai negalėjo įvykdyti įsipareigojimų. Pagrindinis įsigyjančių įmonių pranašumas yra tas, kad jie naudodami santykinai nedidelę nuosavo kapitalo dalį pritraukia skolintas lėšas sandorio įvykdymui.

Holdingo bendrovė (angl. *holding company*) – tai bendrovė, kuri turi kontrolinį akcijų paketą dukterinėje ar kitoje įmonėje. Veiksmingą darbo kontrolę ar didelę įtaką galima įgyti nuosavybės teise turint nuo 5 % iki 51 % visų apyvartoje esančių akcijų. Holdingo (t.y. kontroliuojanti) bendrovė dažniausiai nevykdo gamybos bei neteikia paslaugų, jos tikslas – turėti kontrolinį akcijų paketą kitose įmonėse, kad būtų sudaryta įmonių grupė. Nors kontroliuojančioji įmonė valdo kitų bendrovių turtą ir gali prižiūrėti bendrovės valdymo sprendimus, ši įmonė aktyviai nedalyvauja vykdant kasdieninę dukterinių įmonių veiklą. Tokio tipo sandoriai turi savų privalumų, jei dukterinė įmonė bankrutuoja, bendrovės kreditoriai negali naudoti holdingo bendrovės turto įsipareigojimams padengti.

Perleidimas (angl. *divestiture*) – dalinis arba visiškas verslo dalies perleidimas pardavimo, keitimo, uždarymo ar bankrutavimo momentu. Augant bendrovėms, pastebima, kad yra per daug verslo sričių, kurios duoda mažesnę pelną, todėl reikia sutelkti dėmesį į pelningiausias sritis ir dalį verslo padalinių uždaryti. Daugelis konglomeratų susiduria su šia problema. Vykdamas susijungimo sandorį, bendrovių gali būti pareikalauta perleisti dalį savo turto. Atsisakydama dalies savo turto, įmonė gali sumažinti savo išlaidas, įvykdyti dalį įsipareigojimų, reinvestuoti, sutelkti dėmesį į pagrindinę veiklą, o tai savo ruožtu gali padidinti vertę akcininkams. Tai ypač svarbu, kai dėl kylančių startuolių (angl. *start-up*) rinkoje atsiranda nepastovumas ir įmonė patiria sunkumus.

Priešiški/draugiški susijungimai-įsigijimai (angl. *hostile versus friendly combinations*). Priešiškas susijungimas-įsigijimas įvyksta, kai viena įmonė, bando įsigyti kitą įmonę be jos valdybos sutikimo. Derybų metu įsigijančioji įmonė bando įsigyti tikslinės įmonės akcijų už iš anksto nustatytą kainą. Tokia kaina dažnu atveju būna didesnė nei rinkos kaina, tam kad pritrauktų pirkėjų dėmesį. Priešiški sandoriai yra brangesni abejoms šalims, nes tai trunka ilgiau ir kartu yra samdomi ekspertai, advokatai bei kiti finansų rinkos dalyviai (pvz.: bankininkai). Aštuntajame dešimtmetyje dėl daugybės priešiško įsigijimų atsirado sąvoka „rinkos įmonių kontrolė“. Ši terminologija atspindi požiūrį, kad įsigijimai yra rinkos varžybos, kurių metu didžiausią kainą pasiūlo aukciono dalyviai. Nors priešiški sandoriai sulaukia didelio žiniasklaidos dėmesio, tačiau didžioji dauguma jų – draugiški. Draugiško įsigijimo – susijungimo metu, abiejų bendrovių akcininkai susitaria dėl sandorio sąlygų.

Susijungimas (angl. *merger*) – korporatyvinė strategija, leidžianti sujungti skirtingas įmones į vieną bendrą bendrovę. Yra skirtingi susijungimų tipai ir priežastys, dėl kurių įmonės pradeda šį procesą. Tai yra vienas populiariausių jungimosi metodų, kai didžioji dalis susijungimų paprastai atliekami siekiant padidinti įmonės apimtį, išplėsti verslus į naujus rinkos segmentus arba padidinti esamos rinkos dalį. Susijungimų įgyvendinimas apima bandymą patenkinti akcininkų poreikius ir sukurti vertę naujai įmonei (Karatzas, 2017). Susijungimo metu, jungiasi dvi atskiros kompanijos, tačiau lieka tik viena iš jų. Kitaip tariant, viena įmonė išnyksta, palikdama savo turtą ir įsipareigojimus kitai bendrovei. Dauguma autorių įmonių susijungimą išskirsto į penkias skirtingas kategorijas:

- konglomeratas – įmonių susijungimas, kai abi įmonės veikia skirtingose pramonės šakose [nera bendrą veiklos požymių]. Konglomeratų sandoriai neturi strateginio tikslo. Pagrindinė priežastis yra diversifikuoti verslumo riziką, todėl šiam sandoriui būdinga aukšta rizika. (Gaughan, 2015);
- horizontalus – sandoriai vyksta tarp konkurentų arba, kitaip tariant, toje pačioje pramonės šakoje. Pastaraisiais metais labiausiai paplitę šioje kategorijoje telekomunikacijų bendrovių susijungimai. Tokio tipo sandoriams būdinga tai, kad viena sandorio pusė turi daug informacijos apie kitą sandorio pusę. Šių sandorių sėkmingumą užtikrina dalijimasis tarpusavyje klientais, tiekėjais bei verslo procesu (Karatzas, 2017);

- rinkos išplėtimas – apima įmonių susijungimus, kurios parduota tuos pačius produktus, tačiau konkuruoja skirtingose rinkose (Gaughan, 2015);
- produkto išplėtimas – susijungimo momentu įmonės sujungia produktus, kurie puikiai dera tarpusavyje ir pateikia rinkai naują produktą (Gaughan, 2015);
- vertikalus – sandoriai sudaromi tarp tos pačios pramonės šakos įmonių, tačiau jų veikla atspindi skirtinguose pramonės etapuose (*pavyzdys*: transporto priemonių gamintojai, gaminantys skirtingas detales). Vertikaliame sandoryje tarp dviejų bendrovių dažnu atveju būna mažai informacijos. Taip pat gali skirtis klientų segmentas bei esami tiekėjai (Karatzas, 2017).

Autorius McKinsey'us (2017) savo darbe išskiria šešias įmonių įsigijimo strategijas, padedančias užtikrinti sandorio sėkmingumą:

- pagerinti įmonės veiklą. Įmonės veiklos gerinimas yra viena iš pagrindinių kuriamų vertybių įsigijimo sandorio strategijoje. Paprastai tariant, nuolatinis pinigų srautų planavimas ir kontrolė užtikrina galimybę numatyti galimus sunkumus dėl apyvartinių lėšų trūkumo. Laikydami šios strategijos veiklos pelno maržą sėkmingiausiai padidina privataus kapitalo įmonės. Svarbu suvokti, kad lengviau pagerinti įmonės rezultatus, turinčios santykinai nedidelę veiklos pelno maržą ir mažą investuoto kapitalo grąžą (ROIC);
- konsoliduojant pašalinti perteklinius pajėgumus. Įmonei esant brandos stadijoje atsiranda perteklius įvairiose srityse. Pavyzdžiui, konsolidacija farmacijos pramonėje padeda sumažinti perteklinius gamybos pajėgumus. Keičiantis bendrovių produktų portfeliams jos permąsto, ko reikia gydytojams. Farmacijos kompanijos taip pat gerokai sumažina savo mokslinių tyrimų ir plėtros pajėgumus, randa produktyvesnių būdų atlikti tyrimus;
- pagreitinti produktų patekimą į rinką. Dažnai mažoms įmonėms, turinčioms novatoriškų produktų, sunku pasiekti potencialią savo produktų rinką. Pavyzdžiui, mažoms farmacijos įmonėms trūksta jėgos, galinčios padidinti pardavimus per pastovių santykių su gydytojais palaikymą ir nuolatinę produkto reklamą. Šiuo atveju didesnės farmacijos kompanijos perka mažesnes įmones bei didina jų produktų pardavimus;
Kitas pavyzdys – pasaulinė kompanija IBM, kuri laikėsi šios strategijos savo programinės įrangos versle. 2010–2013 m. IBM įsigijo 43 įmones, išgydamas kiekvieną už ~ 350 milijonų dolerių. Parduodamas šių bendrovių produktus per pasaulinę IBM pardavimų grupę, kompanija apskaičiavo, kad sugebėjo iš esmės padidinti įsigytų įmonių pajamas per pirmuosius dvejus metus po įsigijimo;
- įgykite technologinį pranašumą. Daugelis technologijomis grįstų įmonių perka kitas įmones tam, kad galėtų pasinaudoti jų turimomis technologijomis savo pačių produktams tobulinti. Šis sandoris sutaupo ilgo technologinio proceso kūrimą.
Pavyzdžiui, kompanija „Apple“ 2010 m. nusipirko automatizuotą asmeninį asistentą „Siri“, kad patobulintų savo „iPhone“ produktus. 2014 m., „Apple“ įsigijo kalbos atpažinimo technologijos bendrovę „Novauris Technologies“, kuri padėjo labiau sustiprinti „Siri“ galimybes. 2014 m. „Apple“ taip pat įsigijo „Beats Electronics“ kompaniją, kuri prisidėjo prie muzikos transliacijos paslaugos naudojant kompanijos kuriamus įrenginius. Viena iš įsigijimo prielaidų – pasiūlyti klientams didesnę paslaugų paketą ir išlaikyti kompaniją rinkos lyderio pozicijoje;
- atpažinkite rinkos lyderius. Strateginį pranašumą suteikia įmonių įsigijimas jų ankstyvojoje gyvavimo ciklo stadijoje. Yra daug startuolių kompanijų, kurios bėgant laikui sulaukia didelio

pripažinimo rinkoje. Pasaulyje puikiai žinoma kompanija „Johnson & Johnson“ įgyvendino šią strategiją investuodama į medicinos technologijų verslą. Įsigydama ortopedijos technologijos gamintoją „DePuy“, per trumpą laikotarpį padidino jos pajamas iki 5,6 mlrd. USD, o metinis augimo tempas siekė ~17 %. Ši įsigijimo strategija reikalauja vadovybės drausmingo požiūrio trimis aspektais. Visų pirma, vadovybė turi būti pasirengusi investuoti į jaunas kompanijas ir tikėtis jų geriausio rezultato ateityje. Taip pat reikia suvokti, kad šis sandoris gali atnešti ir didelių nuostolių, o norint plėtoti įgytą verslą, reikia turėti įgūdžių, aiškų planą ir kantrybės.

Atlikus mokslinės literatūros analizę, galima teigti, jog susijungimas (angl. *merger*) yra viena populiariausių verslo jungimosi formų, apimančių skirtingas kategorijas: konglomeratas, horizontalus, vertikalus, rinkos bei produkto išplėtimas. Susijungimas padeda įmonėms realizuoti savo vertę. Tuo tarpu įsigijimas (angl. *acquisition*) įmonėms padeda pašalinti patekimo į rinką barjerus.

2.1.2 Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių būdai

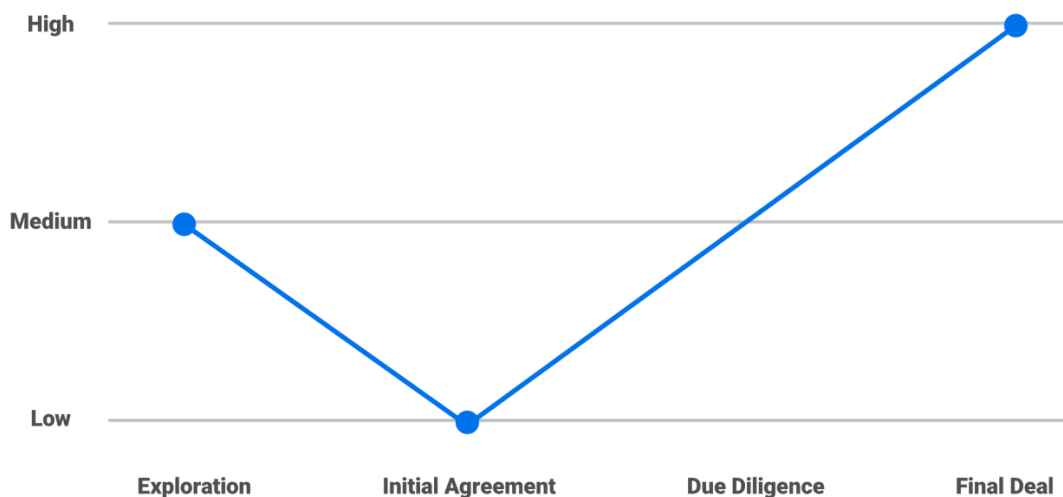
Susijungimų ir įsigijimų procesas paprastai priklauso nuo to, kas inicijuoja derybas dėl susijungimo ar įsigijimo, tačiau visais atvejais yra išskiriami 3 sandorių būdai: *tiesioginės derybos*, *viešas ir uždaras aukcionas*. Pastarieji du dažniausiai siejami su pardavėjo iniciatyva. Tiek pirkėjas, tiek pardavėjas sandorius gali vykdyti per savo įgaliotus atstovus (Lahdelma, 2019). Autoriai Frankel ir Forman'as (2017) pažymi, kad pradinis požiūris turėtų būti paprastas ir funkcionalus, kai pirkėjas arba pardavėjas siūlo galimą sandorį.

Tiesioginės derybos

Susijungimų ir įsigijimų procesas dažniausiai vykdomas tiesioginių derybų metu, kai prekybos procesą pradeda pirkėjas. Autoriai Frankel ir Forman (2017) teigia, kad tiesioginės derybos vyksta dalyvaujant dviem šalims ir tai yra pagrindinė pardavimo proceso forma, pašalinanti konkurencinį pirkimo konkursų pavojų. Tačiau tai nereiškia, kad pirkėjas turi visas galias derybose. Pardavėjas visada gali nutraukti derybas su tam tikra šalimi ir pradėti sandorio derybas su kitu potencialiu pirkėju.

Tiesioginės derybos taip pat gali būti inicijuotos ir iš įmonės pardavėjo pusės. Dažnu atveju norima šį sandorį išlaikyti paslapyje, Viena iš tiesioginių derybų prižasčių, kai jas inicijuoja pardavėjas – mažas įmonės pelningumas ir maži pardavimai.

Autoriai pabrėžia, kad tiesioginės derybos su dviem šalimis yra gana greitas procesas, padidinantis tikimybę, kad sandoris bus įvykdytas. Taip yra dėl to, kad šalys gali greitai susitarti dėl sandorio ir laiku pateikti savo siūlomas sąlygas. Tačiau jei derybos vyksta iš pardavėjo pusės, jos naudingos jam yra tik tuo atveju, jei tai pagreitina procesą arba padidina pardavimo kainą, lyginant su aukcione vykdoma prekyba. Kita vertus, tiesioginės derybos gali lemti silpnesnę pardavėjo konkurencinę padėtį ir blogesnes sandorio sąlygas. Kaip ir bet kuriame pardavimo procese, nėra griežtų taisyklių, kaip turi būti vykdomos tiesioginės derybos dėl susijungimų ir įsigijimų. Pirmas žingsnis yra užmegzti ryšį ir nustatyti abiejų šalių susidomėjimą galimu sandoriu. Tiesioginių derybų metu kylantys nesutarimai yra lengviau išsprendžiami, todėl daugumą privataus kapitalo įmonių teikia pirmenybę šiam sandorio tipui (Katramo, 2013).



7 pav. Įmonės „pirkėjo“ derybinio sverto kitimas (šaltinis: smartsheet.com)

Aukščiau pateiktame pavyzdyje praktikai pateikia unikalią išvalgą, kaip keičiasi derybinis svertas (angl. *leverage*) kiekviename derybų etape. Pirkėjai pagrindinius derybinius klausimus turėtų atidėti galutiniam derybų etapui, kai jų derybinio sverto lygis pasiekia aukščiausią poziciją. Tuo tarpu pardavėjai turėtų užimti lyderio pozicijas pirminiame derybų etape – informacijos teikimas ir pradinis susitarimas (angl. *exploration and initial agreement*) (Smartsheet.com, 2019).

Uždaras aukcionas

Pardavėjo inicijuotas įmonių susijungimas arba įsigijimas gali būti vykdomas atviro aukciono metu, kuriame gali dalyvauti bet kuris norintis potencialus pirkėjas, arba uždaro aukciono metu, kuriame dalyvauja tik tam tikrus kriterijus atitinkantys pirkėjai. Šis procesas baigiasi tiesioginėmis derybomis su potencialiausiu pirkėju, kuris pardavėjui pateikia geriausias sandorio sąlygas. Tačiau prieš tai aukcionas gali padėti pardavėjui atpažinti potencialius pirkėjus (Frankel & Forman, 2017). Pasak autoriaus Karatzas (2017), uždaras aukcionas prasideda nuo to, kad parduodanti įmonė duoda užduotį finansų sektoriaus subjektui identifikuoti kandidatus iš skirtingų verslo sričių, ketinančius pirkti parduodamą įmonę, verslą ar jo dalį. Kai atrenkama aukciono dalyvių grupė, prasideda derybos. Pardavėjo tapatybė paprastai nurodoma potencialiems pirkėjams, tačiau kai kuriais atvejais ji būna saugoma. Taip yra todėl, nes norima išvengti visuomenės dėmesio.

Uždaram aukcione yra aiškus grafikas, struktūra ir taisyklės, kurios padeda pardavėjui padidinti konkurenciją ir įmonės vertę. Atrinkti potencialūs pirkėjai turi pasirašyti konfidencialumo sutartį, po kurios suteikiamas išsamus galimo sandorio informacinis turinys. Aukciono metu pardavėjas gali nutraukti derybas su viena šalimi ir pradėti su kita, tačiau išskyla rizika - derybų partnerio pasikeitimas praneša kitiems pirkėjams, kad pardavėjo pozicija silpnesnė. Visgi, norėdamas padidinti sandorio vertę, pardavėjas gali vykdyti derybas vienu metu su keliais potencialiais pirkėjais.

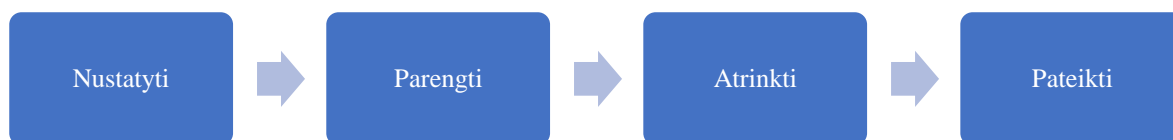
Atviras aukcionas

Autorius Katramo (2013) teigia, kad aukcionas reikalauja labai daug pastangų ir yra pakankamai brangus procesas įmonėms. Atviras aukcionas padeda maksimaliai iškelti pardavimo kainą bendrovių akcininkams, tačiau tokiu atveju verslas turi būti pastebimas. Dalyvaujant tokio tipo aukcione,

pardavėjo ketinimas parduoti įmonę tampa viešas, todėl kyla rizika pabloginti įmonės santykius su darbuotojais. Taip pat tyrėjas pastebi, kad kyla rizika ir slaptos informacijos paviešinimui atviro aukciono metu, kuri gali įtakoti pardavimo kainą.

Šį aukcioną sudaro 4 pagrindiniai etapai (žr. 8 pav.):

- pirmasis etapas skirtas *nustatyti*, iš ko susideda parduodamas verslas ar įmonė ir kokios gali būti galimo sandorio aplinkybės.
- antrajame etape pardavėjas *parengia* strategiją, paruošia reikiamą medžiagą ir pradeda rinkodaros procesą.
- trečiajame etape susisiekiama su pasirinktais pirkėjais, jiems suteikiama visa reikalinga parduodamos įmonės informacija ir *atrenkami* geriausi kandidatai sandoriui.
- ketvirtajame etape pirkėjai *pateikia* galutinius pasiūlymus. Parduodamos bendrovės akcininkai nusprendžia, su kuriuo pirkėju/pirkėjais bus pradėtos derybos.



8 pav. Atviro aukciono etapai (šaltinis: sudaryta autorės, remiantis autoriumi Katramo, 2013)

Norint parduoti įmonę per atvirą aukcioną reikia didelio indėlio tiek iš išorės finansų ekspertų, tiek iš vidaus įmonės vadovybės. Vertinant pirkėjo požiūrį šioje situacijoje, aukciono procesas nėra geriausias pasirinkimas dėl didelės konkurencijos, pareigos būti lanksčiam ir neaiškių rezultatų. Išlaidos taipogi yra didesnės lyginant aukcioną su tiesioginėmis derybomis.

Apibendrinant pateiktą literatūros analizę, galima pastebėti, jog autoriai išskyrė tris pagrindinius sandorių būdus: tiesioginės derybos, uždaras aukcionas ir atviras aukcionas. Prieš pasirenkant, kaip vykdys sandorio derybas, įmonių vadovai ir akcininkai turi įvertinti keliamus reikalavimus bei kiekvieno sandorio būdo privalumus ir trūkumus.

2.2. Įmonių susijungimų ir įsigijimų priežastys ir motyvai

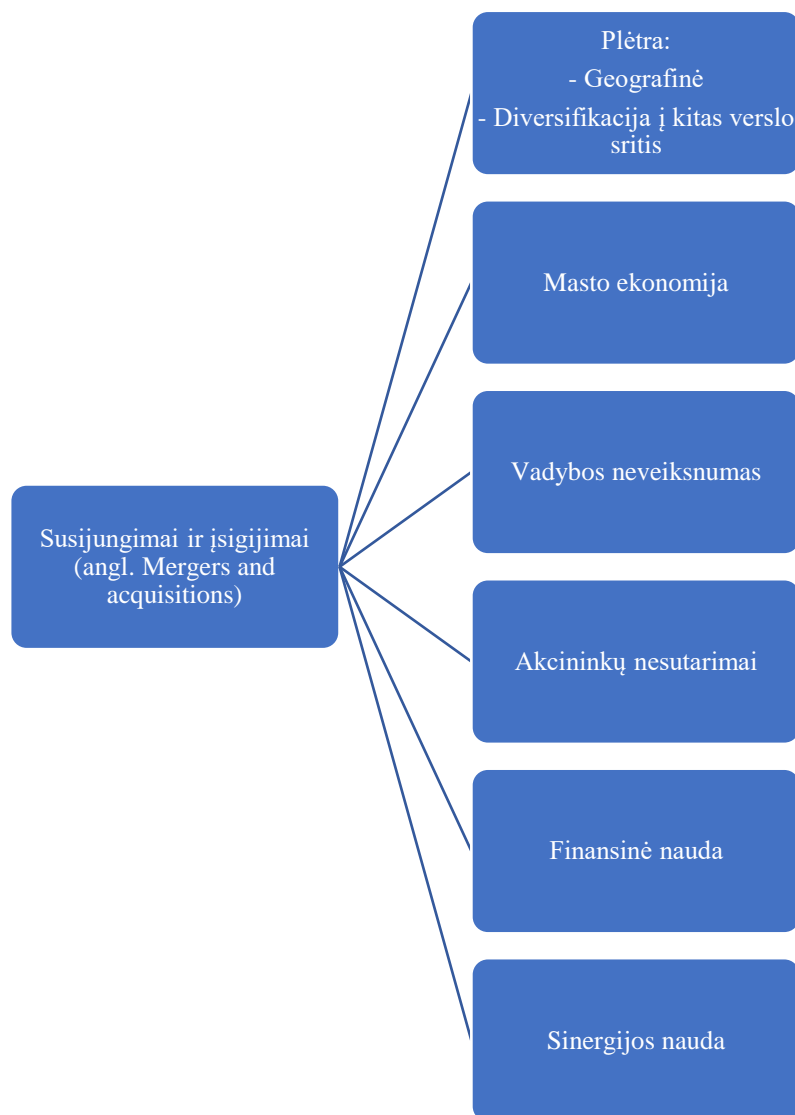
Kompanijų susijungimai/įsigijimai yra strateginiai įrankiai įmonėms plėsti savo veiklą šiandieninėje konkurencingoje verslo aplinkoje. Autorė Alparslan (2020) pabrėžia, kad susijungimų sandoriai įvyksta dėl įvairių priežasčių, tačiau įmonės konkurencingumo ir vertės didinimas yra pagrindinis, bet kokio susijungimo ar įsigijimo tikslas. Pirkimo momentu, abi šalys (tiek pirkėjas, tiek pardavėjas) turi daugiau pranašumų nei tęsiant įmonės veiklą savarankiškai. Jei įmonės siekia pelno maksimizavimo, susijungimai grindžiami finansiniais įrankiais, t.y. investavimo galimybėmis. Vienas iš būdų – įmonės dydžio išplėtimas. Tai galima padaryti įmonės vidinėje aplinkoje – statant naują gamyklą, aprūpinant naujais įrengimais., arba išorinėje aplinkoje – įsigyjant naują įmonę (PricewaterhouseCoopers, 2019). Didieji pasauliniai žaidėjai pasiekia pažangų augimo etapą ir džiaugiasi išskirtiniu konkurencingumo lygiu konkrečiose nišinėse rinkose, tačiau siekis diversifikuoti ir konsoliduoti savo verslo portfelį bei stiprinti prekės ženklus iš esmės lemia tai, kad

įmonės pradeda svarstyti apie susijungimo galimybę. Autorė Alparslan (2020) pritaria, kad vienas iš pagrindinių ketinimų, kodėl įmonės pradeda svarstyti apie susijungimų sandorius yra *tinklo išplėtimas*. Įmonės suvokia, kad norint pasiekti kuo platesnį vartotojų segmentą, reikia išnaudoti naujas rinkas ir plėsti įmonės poziciją už jos ribų. Augimas už kompanijos rinkos ribų yra viena iš pirmaujančių M&A (angl. *mergers ar acquisitions*) strategijų. Todėl nacionalinių ir tarptautinių įmonių jungimasis dažnai apima vienintelę galimybę nacionalinėms įmonėms augti.

Autorius Sherman (2010) pateikia sąrašą priežasčių, skatinančių vykdyti susijungimus ir įsigijimus. Jie apima tokius aspektus kaip pramonės vertės grandinės restruktūrizavimas, pajamų didinimas, dideli kaštai naudojant mazo ir apimties ekonomiją, investuotojų spaudimas, nepakankamai panaudoti ištekliai, noras sumažinti konkurentų skaičių, tobulinti procesų inžineriją ir technologijas, siekis įsitvirtinti naujoje rinkoje, didinti esamų paslaugų mastą, rasti papildomų galimybių panaudoti esamus vadybinius įgūdžius, perteklinį kapitalą panaudoti pelningesniai ir papildomam naudojimui bei gauti mokesčių lengvatas.

Autorius Nnamani (2019) pateikia pavyzdžių, kada įmonės pradeda svarstyti susijungimo galimybes. Ekspeditoriai, turintys puikias technologines platformas ir automatizuotus procesus (kurie yra labai vertingi klientams) gali neturėti reguliuojamos temperatūros įrenginių, tokių kaip sunkvežimiai ir sandėliai. Taigi paklausa tokioms paslaugoms iš augančio ar ilgalaikio klientų rato paskatins jas jungtis ar įsigyti tokias galimybes turinčias įmones. Didėjant konkurencijai jūrų/vandenynų krovinių kompanija priversta diversifikuoti savo verslo portfelį, todėl įmonių susijungimas gali tapti perspektyviu pasirinkimu. Kita vertus, dalis logistikos sektoriaus kompanijų, kurių verslas persikelia į elektroninę erdvę, taip pat jungiasi su kurjerių kompanijomis, kad būtų galima lengviau pasiekti vartotoją.

Susijungimai ir įsigijimai apima daugiafazę įvykių grandinę, kurioje didžiulį vaidmenį atlieka pasaulinės rinkos bei derybų procesas. Norint suprasti visą įmonių susijungimų procesą, pirmiausia reikia atkreipti dėmesį į kylančius motyvus. Vadybos ir konsultavimo įmonė „Mercer“ (2015) savo M&A sandorių analizėje nustatė 6 svarbiausius veiksnius įtakančius šių derybų procesą (žr. 5 pav.):



9 pav. Svarbiausios priežastys, skatinančios susijungimų ir įsigijimų procesą (šaltinis: sudaryta autorės remiantis Mercer. 2015)

Dėl didėjančios globalizacijos įmonės siekia užtikrinti aukštas pozicijas savo rinkos sektoriuje, todėl vis dažniau pradedami susijungimų ir įsigijimų procesai. *Plėtra* yra viena iš pagrindinių priežasčių. *Plėtra* gali apimti geografinę plėtrą arba diversifikaciją į kitas verslo sritis. Dėl bendrovių poreikio plėstis geografiškai, įmonės įsigijimas tinkamoje geografinėje vietoje yra greitas būdas įgyvendinti plėtos strategiją. Tuo tarpu diversifikacija, sumažina pajamų netekimo riziką. (Vazirani, 2015). *Masto ekonomija* yra vienas svarbiausių susijungimų ir įsigijimų motyvų. Idėja yra ta, kad įmonės gali sujungti savo padalinius, siekiant išvengti veiklos dubliavimo rizikos ir sukurti sinergijos (angl. *synergy*) efektą. Dėl susivienijimo išlaidos bus mažesnės, todėl organizacijos gali padidinti savo pelną (Postma, 2016). *Vadybos neveiknumas ir akcininkų nesutarimai* taip pat apima susijungimų ir įsigijimų priežastis. Vadyba ir akcininkai gali nesutarti įvairiomis temomis, todėl susijungimai ir įsigijimai gali būti veiksmingas sprendimas tokio tipo situacijose. Vazirani (2015) rašo apie neefektyvų valdymą, kai vadovybė nesugeba efektyviai valdyti turto. Taigi susijungimas apima bendrovės akcininkų pastangas drausminti įmonės valdymą. Tikslinės bendrovės akcininkai perimdami perduoda efektyvesnį valdymą. Akcininkams mokama kaina turi būti didesnė už dabartinę rinkos kainą, kad jie sutiktų parduoti savo akcijas. Be to, akcininkų nesutarimai paprastai kyla tada, kai įmonės vadovas tarnauja ne įmonės, o savo interesams. Kai kurioms įmonėms *finansinė nauda*

taip pat gali būti motyvas, leidžiantis vykdyti susijungimus. Finansinė nauda apima dažnai pastebima įvertinant mokesčių lengvatas. (Jain, 2016) *Sinergijos nauda* grindžiama prielaida, kad abi susijungusios bendrovės gali sukurti didesnę vertę akcininkams nei veikiant atskirai. Sinergijos nauda paprastai būna didesnė, jei abi įmonės veikia toje pačioje verslo srityje, pavyzdžiui logistikos sektoriuje. Remiantis autoriaus išvalgomis, sinergija gali būti vertinama kaip papildoma nauda, kurią lemia dviejų bendrovių išteklių derinys (Gupta, 2010).

2.3. Susijungimų/įsigijimų procesas

Siekiant įvertinti įmonių susijungimų/įsigijimų efektyvumą bei sėkmingumą, svarbu išanalizuoti jų proceso eigą. Dauguma autorių, tarp jų Hauser (2015) ir Galpin & Herndon (2014) procesą suskirstė į kelias skirtingas kategorijas.

Išankstinis susijungimų ir įsigijimų etapas yra proceso etapas, kuris priklauso nuo konfidencialios informacijos tvarkymo. Šiame etape atliekamas visa būtinas pasirengimas įmonėms, pvz.: strategijos analizė, įmonės tikslų įšivertinimas. (Hauser, 2015) Po konsultacijos su išorės finansų sektoriaus subjektais, įmonės potencialių pirkėjų atrankos procesą (Freitag, 2015). Atrankos metu įmonės yra vertinamos pagal kriterijus, kurie nustatyti pagrindinėje įmonės pardavimo strategijoje. Lyginant tarptautiniu sandorius su nacionaliniais, pastarieji susiduria su sunkumais dėl informacijos skaidrumo. Autoriai tirdami šią kategoriją, iškelia prielaidą, kad tinkamas strategijos parinkimas yra lemiamas žingsnis M&A sėkmei. Rinkos požiūriu sėkmę parodoma per masto ekonomiją ir darbuotojų atleidimų mažinimą. Tinkama strategija leidžia įmonėms efektyviai panaudoti išteklius bei galimybes. Susijungiančioms įmonėms suteikiamas platesnis verslo galimybių spektras plėtoti kompetencijas, kurių nei viena, nei kita įmonė negalėtų sukurti veikdama atskirai (Tarba & Cooper, 2017).

Sandorio etapas. Prieš įsipareigodamas atlikti sandorį, pirkėjas nori įsitikinti, kad žino, ką perka ir kokius įsipareigojimus prisiima. Siekiama sužinoti tikslinės įmonės neapibrėžtų įsipareigojimų dydį ir pobūdį, problemines sritis, teisminę riziką bei intelektinės nuosavybės klausimus. Autorius Freitag (2015) įvardija, kad šioje fazėje vyrauja parduodamos įmonės patikrinimas kuris pasižymi šiomis savybėmis:

- Analizių kūrimas siekiant pateikti informaciją;
- Teisinio ir ekonominio lygio sprendimų kokybės gerinimas;
- Įmonės sandoriu patikrinimas.

Šis patikrinimas pateikia būsimos verslo konkurencinės padėties ir rinkos dinamikos, kurioje jis veikia, vaizdą. Tai yra būtina sąlyga norint išsamiau išanalizuoti pagrindines įmonės veiklos sritis, kuriomis grindžiamas tikrasis verslo planas. Atlikus išsamų patikrinimą turi būti užtikrinta, kad perkanti įmonė neprisiimtų nežinomos rizikos su tiksline įmone. Dėl didelio bendrovių sudėtingumo reikalingas išsamus patikrinimas, visų padalinių veiklos sritis ir funkcijas. Finansinis, teisinis ir mokesčių patikrinimas yra populiariausi esant įmonių sandoriui. Įsigijimo rizika išauga, kai aptinkamas informacijos trūkumas. Patikrinimas yra neatsiejama susijungimų ir įsigijimų dalis. Tai yra svarbi priemonė, padedanti organizacijoms įvertinti galimus įsipareigojimus dėl susijungimų. Labai konkurencinga parduodamos įmonės ekonominė aplinka lemia griežtesnes sąlygas susijungimų ir įsigijimų projektams. Šiomis aplinkybėmis finansinės operacijos sėkmė priklauso nuo strateginio pasirengimo kokybės, su sąlyga, kad po to bus atlikta griežta įmonės analizė (Coispeau & Luo, 2015).

Integracija po susijungimų yra paskutinis etapas, skirtas padėti visoms sandorio šalims geriau suprasti įmonių sujungimo aspektus. Nors pirminis etapas vaidina lemiamą vaidmenį siekiant sėkmės, vertės padidėjimas apibrėžiamas šiame etape. Integracijos etapas yra raktas į sėkmingą įsigijimą, kai sinergijos ir sąnaudų nebuvo įmanoma realizuoti. Svarbiausi žingsniai šiame etape yra planavimas, įgyvendinimas ir kontrolė. Integracijos koncepcijoje įmonės nustato priemones, apimančias integracijos greitį bei laipsnį. Po susijungimo integracijos etapas vaidina lemiamą vaidmenį susijungimų ir įsigijimų atveju. Šioje fazėje nusistovėjusios veiklos modeliai yra iš dalies arba visiškai pakeičiami bei suderinami su naujos įmonės veiklos principais. Todėl šis etapas gali būti rizikingas, jei kyla ginčai tarp darbuotojų dėl keičiamos nusistovėjusios įmonės tvarkos. Pirminiame (išankstiniame susijungimo ir įsigijimo etape) vadovybė turi išanalizuoti strateginius darbuotojų lūkesčius bei kaip įmonės darbuotojai ir egzistuojančios organizacinės problemos gali įtakoti pačio susijungimo sandorį (Jain, 2014). Integracijos etapas parodo, jog įmonėms iškeliami sudėtingi organizaciniai iššūkiai. Dėl šios priežasties, norint išvengti integracijos sunkumų, organizuojant tokio pobūdžio sandorius, būtina turėti tiek asmeninės, tiek organizacinės patirties. Jei atsiranda patirties stoka, generalinis direktorius gali tapti itin pažeidžiamas sandorio metu, o tai gali įtakoti sandorių užbaigimą nepagrįstai dideliais kaštais. Autoriaus nuomone, susijungimo/įsigijimo procesai yra pagrindinis mechanizmas, per kurį vadovybė įgyja reikiamų įgūdžių ateities sandoriams.

Dažniausiai integracijos procesas prasideda tuomet kai sandoris yra teisiškai sudarytas, tačiau fiksuojami atvejai, kuomet integracija prasideda prieš sudarant sandorį. Integracija yra sudėtingas procesas, reikalaujantis daugybės veiklų ir didžiulio dėmesio detalėms, siekiant sukurti naują subjektą, galintį patenkinti strateginius partnerių tikslus. Po integracijos kylantys iššūkiai kelia daugybę neaiškumų, kurias turi spręsti abi sandorio pusės. Parduodamos įmonės darbuotojų patiriama baimė turi būti panaikinta; priešingu atveju darbuotojų stresas turės įtakos sandorio kokybei. Poreikis greitai integruoti dvi korporacines kultūras taip pat kelia daug neapibrėžtumo. Bandymas suvokti tikrąją susijungimo ar įsigijimo vertę, pirkėjas turi koordinuoti sklandų ir efektyvų jo procesą po sandorio baigties (Shermann, 2011).

Integracija sukuria kelią į sėkmę po susijungimo, todėl įmonių vadovai turi dirbti kartu, kad sukurtų atmosferą, leidžiančią perduoti išteklius ir įgūdžius. Tikslas yra prisitaikyti, koordinuoti, keisti bei sukurti naujus procesus. Norint sukurti atmosferą, skatinančią įmonių augimą, reikia veiksmingo tarpusavio bendradarbiavimo (Hauser, 2015).

Apibendrinant pateiktas autorių išvagas, galima teigti, jog susijungimų ir įsigijimų procesas yra sudėtingas, apimantis daugiafazę įvykių grandinę. Išskiriamos trys skirtingos kategorijos: išankstinis susijungimų ir įsigijimų etapas, sandorio etapas ir integracija po susijungimų. Todėl norint tikslingai vystyti derybų procesą ir užbaigti sandorį sėkmingai, reikia atkreipti dėmesį į priežastis ir sandorio motyvus.

2.4 Veiksniai, lemiantys įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę

Literatūroje galima pamatyti skirtingų autorių nuomonių apie veiksnius, darančius didžiausią įtaką. Pavyzdžiui, Epstein (2004, 2005) išskiria septynis veiksnius, kurie yra ypač svarbūs sandorių sėkmei, ir penkis – integracijai po susijungimo. Juos autorius vertina analizuodamas žinomų pasaulinių įmonių susijungimus. Tuo tarpu Trichterborn (2016) sieja organizacijos mokymosi procesus su sandorių rezultatais. Autoriai Das & Kapil (2012), atskleidžia kitokią požiūrį į sėkmės faktorius. Jų nuomone, nėra rodiklių tinkančių visų sandorių sėkmingumui vertinti, viskas priklauso nuo skirtingo požiūrio į susijungimus ir pačios organizacijos veiklą. Kiti autoriai kelia klausimą vertindami, ar yra

toks matas kaip susijungimų ir įsigijimų veiksnys. Ši diskusija iškyla analizuojant, ar susijungimai ir įsigijimai yra naudingi organizacijai. Autorius Martin (2016) atlikęs išsamų susijungimų ir įsigijimų tyrimą per 30 tyrinėjimo metų laikotarpį, pateikė išvadą - 50 % visų įsigijimų patiria nesėkmes, kalbant apie įmonės – pirkėjo vertės augimą.

Nepaisant išsamių tyrimų apie įmonių susijungimus, nėra lengva atsakyti į klausimą, kokie veiksniai ir kaip lemia įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę. Tačiau remiantis autorių atlikta analize, šiame darbe išskiriami penki pagrindiniai veiksniai, lemiantys įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę: kultūriniai skirtumai tarp įmonių; laikas, nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos; panašaus pobūdžio sandorių patirtis; kompanijos dydis; žmogiškieji ištekliai.

2.4.1 Kultūriniai skirtumai

Kultūros poveikio verslo aplinkoje supratimas yra esminis dalykas siekiant suvokti tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų raidą, kuri gali tiesiogiai paveikti susijungusių įmonių naudą. Verslo lyderiai dažnai mano, kad tarpvalstybiniai susijungimai ir įsigijimai yra priemonė plėstis pasaulinėje rinkoje (Bauer, Hautz, Matzler, 2015). Tarpvalstybiniai susijungimai ir įsigijimai sudaro 50 - 80% visų tiesioginių užsienio investicijų pasaulyje (Sharma, 2016). Remiantis autorių pateikta nuomone, tarpvalstybinių susijungimų dėka, organizacijos gali patekti į naujas rinkas, diversifikuoti riziką, įgyti technologinį pranašumą bei efektyviau plėtoti konkurencinius pranašumus (Bauer et al., 2015). Tarpvalstybiniai susijungimai ir įsigijimai ne visada būna sėkmingi. Autoriai Jedin'as ir Saad'as (2016) apskaičiavo, kad apie 60% visų pasaulyje įvykusių susijungimų ir įsigijimų žlunga dėl nesėkmingų pastangų sukurti vertybes integracijos proceso metu. Kyla nuolatinių iššūkių, susijusių su organizacine bei nacionaline kultūra, turinčia įtakos tarpvalstybinei susijungimų ir susijungimų veiklai (Andriuškevičius & Ciegis, 2017; Caiazza & Volpe, 2015).

Remiantis autoriumi Netter (2011), vienas iš veiksnių, galinčių turėti įtakos sandorių sėkmei – *kultūriniai skirtumai tarp įmonių*. Kai dvi įmonės susijungia ir tampa vienu subjektu, didelė tikimybė, kad atsiras problemų tarp dviejų skirtingų kultūrų ir tradicijų. Kultūros skirtumai turi įtakos darbuotojų ir vadovų elgesiui bei bendrai įmonės struktūrai, kurią galima pastebėti valdymo kontrolės sistemose, vadovavimo nuostatose, darbuotojų santykiuose bei strateginiuose įmonės sprendimuose (Afonseca, 2021). Darbuotojų ir kitų suinteresuotų šalių pasipriešinimas gali sulėtinti integracijos procesą po susijungimo. Jei darbuotojai yra susirūpinę dėl autonomijos praradimo, organizacinio identiteto, darbo saugumo ar karjeros praradimo, sandorių sėkmei neigiamos įtakos gali turėti darbuotojų produktyvumo mažėjimas ar didėjanti kaita. Autorius Deng (2013) pažymi, kad integracijos procesą veikia ne tik konsolidacija, bet ir organizacijos vientisumas. Nors tinkamas valdymas gali palengvinti integracijos procesą, suteikdamas lyderystės, naujo tapatumo ir bendrų tikslų siekimo, tačiau suvokimas, kad egzistuoja organizacijoje kultūriniai skirtumai, gali neigiamai paveikti susijungimų ar įsigijimų sėkmę. Autoriai Graham, Harvey, Popadak ir Rajgopal (2015) atliko apklausą, kuri parodė, jog 48 % vadovų mano, kad atsisakytų potencialaus įmonių susijungimo, jei išryškėtų kultūriniai skirtumai. 28 % vadovų teigia, jog susijungimo sandorį užbaigtų, tačiau reikalautų 10-30 % mažesnės įsigijimo kainos. Tuo tarpu autorius Ahern'as ir kiti (2015) pastebi, kuo didesnis atstumas tarp šalių, tuo išryškėja mažesni kultūriniai skirtumai įmonių susijungimuose ir įsigijimuose. Autorius taip pat mano, kad šalyse, kuriose vyrauja griežtesni apskaitos standartai ir griežtesnė akcininkų kontrolė, tarpvalstybinių įmonių susijungimų apimtis yra didesnė.

Autorius Hellmann (2016) mano, kad esantys kultūriniai skirtumai tarp susijungusių įmonių, skatina sunkumus dirbant komandoje ir koordinuojant darbą, todėl padidėja integracijos proceso išlaidos ir sumažėja susijungimų nauda. Naujos sukurtos įmonės aplinka, kurioje dirba susijungusių įmonių darbuotojai, turintys skirtingų vertybių ir tikslų. Jei darbuotojai neturi panašių įsitikinimų apie tolimesnę įmonės viziją, atsiranda įtampa ir darbuotojų kaita po susijungimo, kuri apsunkina integracijos procesą bei sumažina produktyvumą. Priešingai vertinamos įmonės, kurios dalyvauja susijungime su panašia verslo kultūra. Jos rečiau susiduria su integracijos problemomis, todėl jų susijungimas užima stipresnę rinkos poziciją ir skatina sėkmę ateityje. Autoriai Guiso, Sapienza, Zingales (2015), savo darbe taip pat nagrinėja kultūrinių skirtumų įtaką įmonių susijungimuose, kultūrą klasifikuoja kaip neoficialią (papročiai, tradicijos) ir oficialią (konstitucija, įstatymai, nuosavybės teisė). Jie teigia, kad nacionalinė kultūra užima svarbų vaidmenį įmonių susijungimuose dėl išsaugotų tradicijų. Kultūra veikia individualius įsitikinimus ir yra perduodama iš karto į kartą. Priešingai jie kalba apie oficialią kultūrą, kuri jų nuomone, vystosi atsižvelgiant į ekonominius ir politinius pokyčius šalyje. Savo tyrime jie nustatė, jog kultūros skirtumai yra tarpvalstybinių sandorių nesėkmės priežastis. Skirtingos kultūros sukuria įvairius įsitikinimus kaip reikia elgtis ir kokius sprendimus turime priimti, o tai savo ruožtu daro įtaką sandorių sėkmingumui. Nacionaliniai įmonių susijungimai ir įsigijimai neišryškina kultūrinių skirtumų, padeda kurti pasitikėjimą tarp vadovų, mažina sandorių išlaidas bei didina informacijos gavimo srautus. Autoriai Shi ir Tang (2015) taip pat teigia, kad dideli kultūriniai skirtumai tarp įsigyjiančių ir tikslinių įmonių apsunkina tarptautinių sandorių sudarymą. Jų nuomone, kultūriniai skirtumai yra viena iš svarbiausių sandorių atsisakymo priežasčių ir laikomi esminiu veiksniu, kuris sukuria neigiamą ryšį įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmės vertinimo tyrime.

Apibendrinant pateiktas autorių nuomones, galima teigti, kad kultūriniai skirtumai turi įtakos inicijuojant tarpvalstybinius įmonių susijungimus ir įsigijimus. Skirtingai nei autorius Ahern'as (2015), didžioji dalis mano, jog tai yra viena iš daugelio priežasčių, turinčių neigiamą ryšį sandorio sėkmei. Todėl atlikus mokslinės literatūros analizę formuluojama hipotezė:

H1 - Kultūriniai skirtumai tarp įmonių turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.

2.4.2 Žmogiškieji ištekliai

Kitas labai svarbus veiksnys, lemiantys įmonių susijungimų ar įsigijimų sėkmę/nesėkmę – *žmogiškasis kapitalas (angl. human capital)*. Šis terminas apima įpročių, žinių, socialinių ir asmenybės savybių visumą, kuri susideda iš gebėjimo dirbti darbą, kad būtų sukurta ekonominė vertė. Žmogiškasis kapitalas yra unikalus ir skiriasi nuo bet kurio kito kapitalo. Jis reikalingas, kad įmonės pasiektų savo tikslus, vystytųsi ir užimtų stiprias rinkos pozicijas. Autoriaus nuomone, vykstant įmonių susijungimams gali būti sunku realizuoti žmogiškojo kapitalo sinergiją, nes sunku išlaikyti ir persikirstyti susijungiančių kompanijų darbo jėgą. Išskyla tikimybė, jog įmonės privalės atleisti didelę dalį kompetentingų darbuotojų, kurių darbo jėga susidaro perteklinė, o tai gali lemti įmonės poziciją ateityje įgyvendinant strateginius tikslus. Tačiau vykstant deryboms dėl susijungimo, stipraus žmogiškojo kapitalo turėjimas, padidina įsigyjiančios įmonės derybinę galią dėl susijungusių įmonių darbo jėgos. Suteikiama galimybė išlaikyti vertingiausius darbuotojus pageidaujamos darbo pozicijose susikuriant naujam įmonių subjektui. Taip pat įmonė, kuri turi pranašumą derybose, gali išlaikyti tokią darbo jėgą, kokia ji buvo prieš susijungimą. Praktikoje autorius analizuodamas

sandorių sėkmę, pastebi, kad darbo jėgos išlaikymas padeda organizacijai ateityje generuoti naujas idėjas bei siekti masto ekonomijos (Fulghieri & Sevilir, 2011).

Didžioji dalis tyrimų rodo, kad žmogiškojo kapitalo ryšys tarp įmonių yra susijęs su panašių sandorių patirtimi. Todėl tai kelia klausimą, kokią įtaką žmogiškasis kapitalas turi sandorių sėkmei, kai įmonės turi susijungimų ar įsigijimų sandorių patirties. Autoriai Hoberg ir Philips (2016) mano, kad nors bendrovių, veikiančių panašiose rinkose ir turėjusių savo istorijoje ne vieną įsigijimo sandorį, susijungimai gali padidinti rinkos galią, tačiau šią naudą neigiamai veikia darbuotojų siekis diegti naujoves. Taip yra todėl, kad tokie susijungimai neskatina naujų produktų/paslaugų kūrimo bei naujovių diegimo. Jei autorių Hoberg ir Philips teorija yra pagrįsta, galima manyti, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmei didelę, tačiau neigiamą įtaką daro žmogiškojo kapitalo veiksnys. Kai atrodo, kad dėl įmonių susijungimų kylantis darbo neapibrėžtumas yra pagrindinė įmonių išitraukimo nesėkmės priežastis, atsiranda komunikacijos vaidmuo. Komunikacija tarp darbuotojų ir valdybos po susijungimo ar įsigijimo padeda sumažinti neapibrėžtumą organizacijoje. Autorius Angwin D.N. ir kiti (2016) teigia, jog ryšys tarp žmogiškojo kapitalo ir sandorio sėkmės gali būti matuojamas darbuotojų augimo skaičiaus matu. Analizuojant mokslinius šaltinius buvo pastebėta ir daugiau autorių nuomonių bei atliktų tyrimų, tiriant ryšį tarp darbuotojų ir įmonių susijungimų bei įsigijimų (žr. 1 lentelę).

1 lentelė. Įmonių susijungimų poveikis darbuotojų išitraukimui. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis autoriumi Mekaoui S., 2018-2019)

Autorus	Tyrimas	Išvados
Febriani & Yancey (2019)	Analizuojamas dviejų kasybos bendrovių, turinčių 101 darbuotoją, susijungimas, taikant du skirtingus integravimo metodus.	Darbuotojai, kuriems buvo taikomas transformacinis vadovavimas, patyrė mažesnę poveikį po įmonių susijungimo laikotarpio. Transformacinis vadovavimas, tai procesas, kurio metu darbuotojai ir vadovai keičia vienas kitą. Praktika rodo, kad tai didžiulis paskatinimas įmonėms siekti bendrų tikslų (Bass, Riggio, 2006)
Magano & Thomas (2017)	Apklaustos metu buvo atrinkta 12 farmacijos įmonės darbuotojų, dalyvavusių daugybėje įmonių susijungimų per pastaruosius šešis metus.	6 respondentai teigė, jog nejaučia nerimo dėl įmonės susijungimų procesų. 9 respondentai minėjo jaučiantys padidėjusį nerimą ir stresą dėl savo darbo vietos.
Sinkovics, Zagelmeyer, & Kusstatscher (2011)	Buvo pasirinkta atlikti interviu su 18 darbuotojų, dalyvavusių keturiuose tarpvalstybiniuose įmonių susijungimuose ir įsigijimuose.	Jų nuomone, susijungimai ir įsigijimai yra susiję su įmonėse mažinamomis darbuotojų vietomis. Todėl didžioji dalis jų, kiek įmanydami priešinasi susijungimams arba stengiasi susirasti kitas darbo vietas iki susijungimo proceso įvykdymo.

Anthony-Mcman et al. (2017)	472 IT specialistai, dirbantys skirtingose ligoninėse, dalyvavo apklausoje dėl kylančio streso po įmonių susijungimų.	Tyrimo metu buvo siekiama įrodyti, jog egzistuoja neigiamas ryšys tarp darbuotojų ir įmonių susijungimų. Viena iš pateiktų išvadų teigia, jog darbuotojų perdėtas susirūpinimas ir nemokėjimas prisitaikyti prie aplinkos pokyčių, gali sukelti streso pojūčius integracijos proceso metu
Angwin et al. (2016)	Analizuojama įsigijimas, įvykes Nigerijos banko sektoriuje	Autorius teigia, jog egzistuoja labai stiprus ryšys tarp žmogiškojo kapitalo ir sandorio sėkmės.
Sung et al. (2017)	Surinkti duomenys iš 599 darbuotojų patyrusių didelį JAV įmonių susijungimą.	Autorius ištyrė, jog darbo vietos išsaugojimas ir sėkmė po susijungimo priklauso nuo to, koks darbuotojų požiūris į pačią organizaciją ir procesus vykstančius joje.

Atlikta autorių tyrimų analizė parodė, didžioji dalis įmonių susijungimo ir įsigijimo metu susiduria su sunkumais organizacijose, dėl darbuotojų nepasitikėjimo ir negebėjimo prisitaikyti prie kintačių įmonės procesų. Todėl remiantis mokslinės literatūros analize galima formuluoti hipotezę:

H2 - Žmogiškieji ištekliai turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.

2.4.3 Derybų proceso trukmė

Dar vienas veiksnys, lemiantis įmonių susijungimų sėkmę arba nesėkmę - *laikas, nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos* – dar vadinamas pirminiu pozicionavimu. Pirminis padėties nustatymas, padidina susijungimų ir įsigijimų sėkmę. Pirkėjai, turėdami derybinę galią, gali nusipirkti verslą už mažesnę kainą, o tai skatina sinergijos reiškinio atsiradimą. Tačiau kuo didesnė konkurencija derybų metu, tuo labiau norima pralenkti kitas šalis, dėl to didesnė tikimybė permokėti (Iankova, 2014).

Be to, vertingų įmonių paieška nuosmukio metu taip pat yra susijusi su laiku ir yra būtina sėkmingam susijungimui ir įsigijimui. Recesijos metu rinka yra prislėgta, o akcijų kainos yra žymiai mažesnės, todėl suteikia galimybę pirkėjams pigiai įsigyti įmonę nuosmukio metu. Pavyzdžiui, 2008 m. Ekonomikos nuosmukio metu „Roche Holding Switzerland“ įsigijo „Genentech Inc“ už 43,7 mlrd. JAV dolerių, o „Bank of America“ perėmė „Merrill Lynch“ už 48,8 mlrd. JAV dolerių. Autoriaus nuomone, šie sandoriai rinkoje vertinami itin palankiai. Ši situacija yra naudinga įmonėms, siekiančioms įsigyti užsienio kapitalo įmones (Grave, Vardiabasis & Yavas, 2012).

Ankstesniuose tyrimuose galima pastebėti, jog laikas, nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos, turi didelę įtaką finansinių ir audito ataskaitų tikslingumui. Tačiau autoriai pastebi, jog literatūroje trūksta tyrimų, kuriuose būtų išsamiai aprašyta, kodėl įmonių susijungimo sėkmei užtikrinti yra labai svarbus sandorio užbaigimo laikas (Chahine, 2018; Skaife & Wangerin, 2013). Jų nuomone vertinat šių dienų tendencijas, didžioji dalis įmonių ieško partnerių, turinčių pažangias technologijas ir galinčių sukurti greitą ir novatorišką sprendimą įmonės procesų tobulinimui. Todėl laiko matas yra vienas iš svarbiausių veiksnių, turinčių įtakos įmonės sandorių sėkmei arba nesėkmei. Autoriai Luypaert & De Maeseneire (2015) taip pat analizuoja procesus pažangių technologijų

rinkoje ir pastebi, jog atsiranda sąryšis tarp įvykdytų sandorių ir sandorių užbaigimo laiko. Pasak Thompson ir Kim (2020), tiriant susijungimų ir įsigijimų sandorius, pastebėjo, jog didžioji dalis tyrėjų tyrė makroekonominis veiksnys turinčius įtakos sandorio vykdymui. Vis dėlto naujausioje literatūroje galima pastebėti, jog daug dėmesio buvo skiriama veiksnių įtakai vertinant sandorio sėkmingumą. Vienas veiksnys apima laiką, skirtą sandorio užbaigimui. Šis laiko periodas yra labai svarbus veiksnys, nes įmonių vertybės ir sandorio poreikiai gali pasikeisti nuo sandorio paskelbimo pradžios iki derybų proceso pabaigos. Kai derybos trunka per ilgai, atsiranda rizika, jog sandoris gali būti atšauktas. Praktikoje pastebima, jog užbaigto ir atšaukto sandorio santykis sudaro – 70/30.

Apibendrinant pateiktas autorių išvalgas, galima formuoti išvadą, jog literatūroje trūksta tyrimų ir atsakymo į klausimą, ar geriau yra trumpesnis sandorio derybų procesas, ar geriau skirti daugiau laiko sandorio tikrinimui. Sandorio derybų proceso metu, įsigyjanti įmonė siekia patikrinti gautą informaciją apie tikslinio turto ir įsipareigojimų vertę, todėl įmonėms gali reikėti laiko norint kruopšiai įverti susijungimų ir įsigijimų rizikas bei galimybes. Autoriai Louis & Sun (2016) taip pat pastebi, jog atsiranda atveju, kada sandorio šalys siekia paspartinti derybų procesą tam, kad nuslėptų oportunistinę veiklą ir nepagrįstai padidintą įmonės pelną. Todėl atlikus mokslinės literatūros analizę, galima formuluoti hipotezę:

H3 – Laikas, nuo jungimosi pradžios iki sandorio proceso pabaigos turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.

2.4.4 Panašaus pobūdžio sandorių patirtis

Kitas labai svarbus veiksnys, lemiantys įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę arba nesėkmę – *panašaus pobūdžio sandorių patirtis*. Autorių Jewoo & Tianshu (2014) nuomone, toks įmonių susijungimas gali padidinti pelną. Verslo susijungimai, taip pat sumažina integracijos iššūkius, kurie yra viena iš pagrindinių priežasčių, vedančių susijungusias įmones į nesėkmę. Norint integruoti naują įmonę, kuri visiškai nesusijusi su įsigyjančio asmens verslu ir neturi jokios sandorių patirties, reikalingas ilgas pasiruošimo procesas (Ikhwan and Haeruddin, 2017). Kitas autorius pateikia pavyzdį, kaip susijungimų sandorių patirties turintys verslai padidina susijungimų ir įsigijimų sėkmę. Kompanija „Chase Manhattan Corporation“ („Chase Bank“) 2000 m. įsigijo kompaniją „J. P. Morgan & Company“ už 30,9 mlrd. USD (McGeehan & Sorkin, 2000). Iki šio įsigijimo „Chase Bank“ įsigijo ir kitus su įmonės veikla nesusijusius verslus, kad sustiprintų savo draudimo kompanijos verslą (McGeehan & Sorkin, 2000). Autoriaus tyrimas parodė, kad „J.P Morgan“ įsigijimas buvo sėkmingas, nes „Chase Bank“ sugebėjo integruoti ir konsoliduoti įsigijimą greičiau nei tai padarė kitos įmonės. Šį procesą lėmė valdymo patirtis turint panašią įmonę. Refsnes (2012) pažymi, kad susijungimų sėkmės procentas padidėja, jei abi šalys turi jau įgyvendintas organizacines struktūras ir strategijas, o tai reiškia, kad po susijungimo bus mažiau pokyčių ir sunkumų įgyvendinant naujus įmonių tikslus. Autorius Field ir Mkrtychyan (2017) atliko tyrimą ir nustatė, kad įmonių vadovų, turėjusių ankstesnės sandorių patirties, sandoriai didina įmonės vertę ir efektyvumą. Be to autorius pridėda, kad ankstesnė patirtis suteikia kūrybiškumo tolimesniuose sandoriuose. Ankstesnė sandorių patirtis taip pat padeda įmonėms efektyviau įgyti ir įvertinti informacijos tikrumą sandorio metu, taip sustirpindama sugebėjus atpažinti ir išnaudoti naujas galimybes (Bingham, 2007).

Vykdam tarpvalstybinius sandorius ir priimant sprendimus vadovų patirtis teigiamai įtakoja sandorio sėkmę. Tarpvalstybinių įmonių pirkėjai perka įmones tose šalyse, kurių vadovai linkę priimti palankius ir efektyvius sprendimus. Šios savybės nepriklauso nuo akcininkų veržlumo, jos atsiranda tik turint panašios sandorių patirties. 28 metus stebėdamas 30 000 įmonių vadovų elgesį dalyvaujant tarpvalstybiuose sandoriuose, autorius padarė išvadą, kad tik patyrę vadovai ir akcininkai paskelbė apie tarpvalstybinio sandorio užbaigimą. Jis taip pat teigė, jog ankstesnė sandorių patirtis, skatina ateityje pradėti naują sandorių derybų procesą (Stroup C, 2017).

Apibendrinant pateiktas autorių nuomones galima daryti išvadą, jog panašaus pobūdžio sandorių patirtis, padeda priimti tinkamus sprendimus vadovams vykdam tolimesnius sandorius. Sukaupta patirtis turi poveikį derybų procesui, greičiau pasiekiami kompromisai, padedantys užtikrinti sandorio sėkmę. Todėl atlikus literatūros analizę, galima formuluoti hipotezę:

H4 - Panašaus pobūdžio sandorių patirtis turi teigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.

2.4.5 Įmonės dydis

Kompanijos dydis (angl. *Company size*) yra vienas iš kintamųjų darančių įtaką susijungimų ir įsigijimų sėkmei. Norint įvertinti kompanijos dydį, tyrimuose dažnai naudojamas rodiklis parodantis turto vertę arba pajamas. Tyrimų, kuriuose pagrindinis dėmesys yra skiriamas sąryšiui tarp įmonės dydžio ir susijungimų bei įsigijimų sėkmės, rezultatai skiriasi. Kai kurie autoriai daro prielaidą, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmė yra didesnė, jei susijungiančių bendrovių dydis yra panašus. Kai sandoris vyksta tarp panašaus dydžio įmonių, įsigyjantiesiems lengviau perimti tikslingą įmonės valdymą, įgūdžius bei pritaikyti juos savo verslo sistemoje. Tačiau kiti autoriai mano, jog kompanijų dydžio skirtumas yra viena iš pagrindinių sinergijos ir sėkmingo sandorio priežasčių. Šiais atvejais, kai įsigyjanti įmonė yra mažesnė už tikslingą įmonę, pirkėjas padidina savo galią rinkoje ir galimybes išnaudoti masto ekonomiją. Taip pat yra autorių, kurie teigia, jog norint įgyvendinti sinergijos tikslus, svarbu, jog įsigyjantiesiems įmonės turto vertė būtų didesnė už tikslingos įmonės turto vertę (Filipovic D., 2015).

Kitas autorius Moeller (2004) atlikęs tyrimo analizę pastebėjo, jog didelių įmonių vadovai pernelyg pasitiki savimi, todėl susijungimo ar įsigijimo sandorių metu remiasi “imperijos” kūrimo procesu. Tuo tarpu mažesnių įmonių vadovai sutelkia dėmesį į derybas ir yra labiau linkę perimti įmones, esančias panašiose rinkose ar turinčias panašių produktų asortimentą. Autorius taip pat ištyrė, jog didelės įmonės susijungimo metu nesukuria vertės savo akcininkams, priešingai nei mažesnių įmonių vadovai. Didelių įmonių sandoriai lemia prastą įmonės veiklą po susijungimo bei problemas susijusias su kitos įmonės veiklos integravimu į esamą verslo sistemą.

Autoriai Alexandridis, Fuller, Tehraar ir Travlos (2013), savo tyrime bandė įrodyti, jog egzistuoja neigiamas ryšys tarp kompanijos dydžio ir sandorio sėkmės. Jie teigia, jog sandoriai dažniausiai vyksta tarp didelių ir mažų įmonių, todėl dažniausiai didelės įmonės patiria sunkumus integracijos laikotarpiu. Tyrimo tikslas buvo išsiaiškinti, ar susijungimai pateisina bendrovių lūkesčius. Kiti autoriai Sedlacek ir Valouch (2018), atliko tyrimą norėdami atsakyti į klausimą, ar kompanijos dydžio veiksnys turi įtakos susijungimų ir įsigijimų sėkmei. Pagal Europos komisijos nustatytą įmonės

dydžių klasifikavimą (žr. 2 lentelę), autoriai atrinko bendrovių susijungimus pagal jų vertę, apskaičiuotą remiantis metinę apyvartą.

2 lentelė. Europos Sąjungos kriterijai nustatant įmonių dydį. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Germany Trade & Invest, 2021)

Įmonių dydis	Darbuotojų skaičius	Metinė apyvarta	Balanso suma
Maža įmonė	< 50	≤ 10 mln. EUR	≤ 10 mln. EUR
Vidutinio dydžio įmonė	< 250	≤ 50 mln. EUR	≤ 43 mln. EUR
Didelė įmonė	≥ 250	> 50 mln. EUR	> 43 mln. EUR

Atliktas tyrimas parodė, kad kompanijos dydis daro teigiamą įtaką sandorių sėkmei, tačiau mažų įmonių susijungimas bus paprastesnis ir skaidresnis. Literatūroje galima pastebėti, jog autoriai atlieka vertinimus ir kylančių ekonomikų šalyse, Atlikdami regresinę analizę, kinų autoriai pastebėjo, jog kompanijos dydžio koeficientas įtakoja susijungimų ir įsigijimų veiklą šalyje. Regresinės analizės rezultatai parodė, jog farmacijos įmonės Kinijoje siekia masto ekonomijos, todėl susijungimai ir įsigijimai padidins farmacijos pramonės pajamas šalyje (Zhang ir kiti, 2018).

Atlikus teorinę literatūros analizę, galima pastebėti, jog autorių nuomonės susikerta vertinant kompanijos dydžio įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmei. Vieni autoriai teigia, jog egzistuoja neigiamas ryšys tarp kompanijos dydžio ir susijungimų bei įsigijimų sėkmės, kiti autoriai mano, jog egzistuoja teigiamas ryšys tarp kompanijos dydžio ir susijungimų bei įsigijimų sandorių sėkmės. Todėl tikslinga formuluoti hipotezę ir ją patikrinti atlikus empirinį tyrimą kitoje darbo dalyje:

H5 - Kompanijos dydis turi teigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.

2.5. Įmonių susijungimų ir įsigijimų vertinimo metodai

Šioje darbo dalyje apžvelgsime autorių vertinimo metodus, kuriais remiantis jie analizavo veiksmų įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei. Remiantis daugumos autorių nuomone, susijungimų ir įsigijimų (angl. *m&a*) tyrimuose yra naudojami keturi pagrindiniai vertinimo metodai: įvykių tyrimo metodas (angl. *event study method*), apskaitos tyrimo metodas (angl. *the accounting research method*), finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodas (angl. *comparative analysis of financial indicators*), atvejų analizė (angl. *the case study*).

2.5.1 Kiekybiniai vertinimo metodai

Kiekybiniai tyrimo metodai - tai struktūrizuoti metodai, besiremiantys iš teorinės analizės kylančiomis hipotezėmis. Pagrindinė kiekybinių tyrimų paskirtis – objekto požymių aiškinimasis ir prognozavimas, tai yra siekiamas statistiškai pagrįsti objekto esminius požymius, reiškinių priežastinius ryšius, jo funkcionavimo veiksmus (Žukauskienė R, 2008). Autoriai Vacha & Robert (2019) sėkmės procesą vertina taikant metodą, kuris apima dvi kategorijas: analizė ir laikas.

Analizė

- a) Užduoties lygmuo yra aukščiausias šios kategorijos vertinimo taškas. Joje daugiausia dėmesio skiriama integracijai apimant užduočių įvykdymą. Tai gali būti susiję su IT sistemų integravimu, įmonių valdymo suderinimu, praktinės patirties perdavimu ir pan. Analizuojant sėkmės tendenciją šiame lygyje nesusiduriama su sunkumais, tačiau tai neapima platesnės analizės, kaip susijungimai paveikia patį sandorį ar organizaciją;
- b) Sandorio lygmuo apima visą įsigijimo proceso vertinimą. Analizuojant sėkmės faktorių šiame lygmenyje stebimas sąnaudų efektyvumas ir pajamų augimas, atsirandantis nuo derybų proceso pradžios iki verslo plano įvykdymo;
- c) Firmos lygmuo susijęs su naujai įsteigto subjekto veikla ir yra apibrėžtas kaip, įmonės veiklos pokytis, vykdamas su įsigijimu susijusį verslo planą. Taigi šis lygis apima tiesioginį ir netiesioginį įvairių verslo procesų vertinimą.

Laikas

- a) Trumpalaikis laikotarpis apima laikotarpį nuo sandorio užbaigimo iki pirmųjų integracijos proceso etapų. Dažniausiai šis laikotarpis apima vienerius metus po sandorio užbaigimo, tačiau gali būti ir ilgesnis, atsižvelgiant į konkretų atvejį;
- b) Ilgalaikis laikotarpis apima laikotarpį per kurį sandorio poveikis turėtų būti tiesiogiai pastebimas. Tai apima verslo plano vykdymą ir tolimesnį jo poveikį vertės kūrimui.

Autoriai Das ir Kapil (2012) vertina įmonių susijungimų/įsigijimų sėkmę remiantis *finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodu*. Balansas, pelno nuostolių ataskaita ir bendrieji finansiniai rodikliai gali kisti vertinant įmonių susijungimų strateginius pasirinkimus (Dezi, Battisti, Ferraris, Papa, 2018). Vienas iš galimų variantų yra taikyti vienalytės ir daugialytės skerspjūvio analizės būdus. Apačioje pateiktoje lentelėje išskirti pagrindiniai finansiniai rodikliai, kurie autoriaus nuomone naudojami, vertinant įmonių sėkmę integracijos metu (žr. 3 lentelę).

3 lentelė. *Finansiniai rodikliai, kuriais matuojama įmonių sėkmė. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis autoriais Das ir Kapil, 2012)*

Rodiklis	Aprašymas
Turto augimas (angl. <i>Asset growth</i>)	Turto pokytis, kuris per visą susijungimo egzistavimo laikotarpį gali skirtis. Pokyčiai atsiranda, atsižvelgiant į pasirinktus strateginius sprendimus.
Turto apyvartumas (angl. <i>Asset turnover</i>)	Parodo, kaip efektyviai pajamų sukūrimui panaudojamas įmonės turtas.
Pardavimo grąža (angl. <i>ROS</i>)	Tai yra vienas iš įmonės pelningumo rodiklių
Grynasis pelnas (angl. <i>Net income/sales</i>)	Parodo įmonės grynąjį pelną, atskaičius mokesčius
Pelno prieš mokesčius marža (angl. <i>Earnings before taxes margin, EBT margin</i>)	Parodo įmonės veiklos pelningumą.
Marža (angl. <i>Profit margin</i>)	Bendrajai prasme – pardavimo ir įsigijimo kainų skirtumas, dažnai išreiškiamas procentais. Dažnu atveju šis rodiklis būna nepakankamas pamatuoti sėkmės lygį, nes susijungimo momentu tiesiogiai keičiasi ir organizacijos dydis.
Turto pelningumo rodiklis (angl. <i>ROA</i>)	Vienas iš dažniausiai naudojamų rodiklių, matuojančių susijungimų ar įsigijimų sėkmę.
Nuosavo kapitalo pelningumo rodiklis (angl. <i>ROE</i>)	Parodo kiek efektyviai panaudojamas nuosavas įmonės kapitalas (įmonės savininkų investuoti pinigai ir turtas)
Investicijų grąža (angl. <i>ROI</i>)	Parodo, kiek efektyvios yra investicijos. Naudojamas vertinant susijungimų sandorio pradžią ir pabaigą.
Pardavimai (angl. <i>Sales</i>)	Apima pajamas iš parduotų prekių ar paslaugų.
Pardavimų augimas (angl. <i>Sales growth</i>)	Proporcingas pardavimų apimties pokytis.
Visas turtas (angl. <i>Total assets</i>)	Vertinamas pokytis prieš ir po susijungimo sandorio.

Autoriai tai pat išskiria ir kitą vertinimo metodą, leidžianti įvertinti įmonių susijungimų sėkmę/nesėkmę t.y *įvykių tyrimo metodu pagrįsta analizė*. Apačioje pateiktoje lentelėje išskirti pagrindiniai naudojami rodikliai (žr. 4 lentelę).

4 lentelė. *Įvykių tyrimo metodai, kuriais matuojama įmonių sėkmė/nesėkmė. Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis autoriais Das ir Kapil.*

Rodiklis	Aprašymas
Ilgąjo laikotarpio rodiklis (angl. <i>BHAR</i>)	Su konkrečiu nagrinėjamu įvykiu susijusi netipinė akcijų išlaikymo grąža. Netipinės akcijų išlaikymo grąžos rodiklis leidžia įvertinti tiriamo įvykio ilgalaikę grąžą ir yra mokslininkų laikomas tikslesniu bei patikimesniu lyginant su trumpalaikių įvykių tyrimų naudojamu CAAR rodikliu. Šis rodiklis parodo statistinį reikšmingumą sandorio periodu.
Trumpojo laikotarpio rodiklis (angl. <i>CAR</i>)	Sukaupta netipinė vertybinio popieriaus grąža įvykio periodo metu.
Fama-French trijų faktorių modelis (angl. <i>Fama-French three factor model</i>)	Parodo, kad perteklinę grąžą galima gauti tik iš papildomos rizikos.

Autorius Angew (2018) išskiria papildomus objektyvius vertinimo rodiklius, leidžiančius įsivertinti įmonių sėkmės faktorių. Apačioje pateiktoje lentelėje pateikiami svarbiausi M&A sandorių sėkmės matai.

5 lentelė. *Papildomi rodikliai, kuriais matuojama įmonių sėkmė/nesėkmė. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis autoriumi Angew, 2018)*

Rodiklis	Aprašymas
Turto pardavimo norma (angl. <i>Asset sale rate</i>)	Vertinama parduoto turto vertė su egzistuojančia rinkos kaina.
Įmonės turto išlaidos (angl. <i>CAPEX</i>)	Ilgalaikio materialaus ar nematerialaus turto įsigijimo / kūrimo išlaidos.
Sandorio vertė (angl. <i>Deal value</i>)	Kainą, kurią moka pirkėjas. Tačiau šis rodiklis gali būti klaidinantis sėkmės vertinimo atveju, nes neparodo ar didesnė kaina, kurią sutiko mokėti pirkėjas, buvo pagrįsta.
Darbuotojų augimo tempas (angl. <i>Employee growth rate</i>)	Proporcingas darbuotojų skaičiaus kitimas prieš susijungimą ir po.
Eksporto intensyvumas (angl. <i>Export intensity</i>)	Vertinama eksporto dalis su pardavimo apimtėmis
Finansinis svertas (angl. <i>financial leverage</i>)	Įmonės veiklos rizikos vertinimo rodiklis, rodantis, kiek įmonė naudoja skolintų lėšų, apskaičiuojamas kaip įmonės įsipareigojimų ir kapitalo santykis.
Patentų skaičius po įsigijimų (angl. <i>Number of patents granted post-acquisition</i>)	Didesnis skaičius po susijungimo, lemia įmonių dalį sėkmės.

MTTP (angl. R&D rate)	Tiriama, ar M&A paskatino aukštos kokybės mokslinius tyrimus ir technologinę plėtrą.
Tyrimų intensyvumas (angl. Research intensity)	MTEP išlaidų santykis su pardavimais
Likvidavimas (angl. Liquidation)	Viena iš pagrindinių priemonių, leidžiančių įvertinti įmonės būklę po susijungimo. Ar įmonės veikla sėkminga ar įmonė yra ties bankrutavimo riba?

Autorė Rozen-Bakher (2017) savo darbe tirdama veiksnių įtaką sandorių sėkmei *taiko apskaitos tyrimo metodą*, kuris laikomas vienu iš pirminių metodu, lyginant veiksnių ryšį susijungimų ir įsigijimų procese. Pasak autorės įvykių tyrimų metodas ir apskaitos tyrimo metodas leidžia įvertinti rezultatus po įmonių susijungimo ar įsigijimo. Todėl norint atlikti apskaitos vertinimo metodą, reikia remtis atrinktų įmonių metinėmis ataskaitomis. Tyrimo metodika pagrįsta susijungimų ir įsigijimų sėkmės veiksnių nustatymu, sandorių pasirinkimu, atskiriant užbaigtus sandorius nuo neužbaigtų, problemų identifikavimu ir hipotezių formulavimu. Analizės objektas yra visų susijungimų ir įsigijimų sandorių imtis per nustatytą laikotarpį. Pasirenkami priklausomi ir nepriklausomi kintamieji turintys įtaką sandorių sėkmei. Priklausomi kintamieji, dažniausiai parenkami finansiniai rodikliai, tokie kaip ROA, ROI, Cashflow. Regresinė analizė yra viena iš pagrindinių veiksnių sąryšio analizės priemonių. Norint pagrįsti gautus rezultatus naudojama koreliacinė analizė, kolinearumo testas bei dispersijos koeficientas. Autorius Andriuskevičius (2018) savo darbe nagrinėjant mokslinius darbus ir skirtingų autorių vertinimo metodus, pastebėjo, jog svarbu atliekant tyrimus išskirti ir kontrolinius kintamuosius, kuriais siekiama pateikti papildomas įžvalgas. Galimi tokie kontroliniai kintamieji, kaip finansinis svertas (angl. *financial leverage*), mokėjimo būdas (angl. *payment type*), pirkėjo nominali vertė (angl. *acquirer par value*), grynosios pajamos (angl. *net income*). Tačiau autorius pastebi, jog nėra vieno tinkamo metodo vertinant įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę, viskas priklauso nuo tyrimo keliamo tikslo.

Apibendrinant pateiktus kiekybinius vertinimo metodus, galima daryti išvadą, jog literatūroje dažniausiai naudojami trys pagrindiniai vertinimo metodai, kurie pateikia rezultatus kiekybine išraiška ir leidžia mokslininkams įvertinti susijungimų ir įsigijimų sėkmę po sandorio užbaigimo.

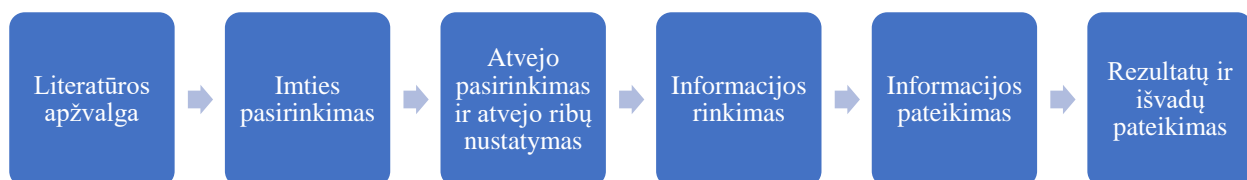
2.5.1 Kokybiniai vertinimo metodai

Kokybinis tyrimas - sistemingas situacijos, įvykio, atvejo, individo ar grupės tyrimas natūralioje aplinkoje, siekiant suprasti tiriamuosius reiškinius bei pateikti interpretacinį, holistinį (ne kaip atskirų kintamųjų pasekmę, bet "išgyventą patirtį) iš situacijų analizės kylantį paaiškinimą (Žukauskiene R, 2008). Tačiau esant sudėtingam susijungimų ir įsigijimų procesui, nėra vieno tinkamiausio kokybinio metodo, parodančio sandorio sėkmę/nesėkmę, turime atsižvelgti į skirtingus kriterijus atliekant analizę. Svarbu žinoti, jog taikant kokybinį metodą, reikia būti atsargiems, tačiau jų naudojimas tiriant yra pagrįstas ir parodo sąsają tarp faktorių, lemiančių įmonių sandorių sėkmingumą Giffin, A. F., & Schmidt, J. A. (2016). Autorius pažymi, jog norint įvertinti naujo subjekto sėkmingumą, taikant kokybinį sandorių vertinimo metodą, išskiriamos šios funkcinės sritys: įmonių veiksniai, lemiantys įmonių sėkmę/nesėkmę; sėkmės veiksnių vertinimas iki ir po įmonių susijungimo. Tačiau norint įvertinti įmonių padėtį iki susijungimo ir po, dažnu atveju tyrimuose taikomas ir kiekybinis, ir kokybinis tyrimo metodas.

Autoriai Rodríguez-Sánchez, Mora-Valentín, Ortiz-de-Urbina-Criado (2018) teigia, jog kokybinio tyrimo pagalba, galima visapusiškai suprasti konkretų socialinį ryšį. Šie tyrimai ypač aktualūs, kai siekiama išspręsti ir patobulinti tam tikrus aspektus. Atvejo analizės metodika yra vienas populiariausių kokybinių tyrimų metodų, naudojamų įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmei nustatyti. Šis tyrimas yra naudojamas dėl 3 priežasčių:

- a) galima aprašyti ir ištirti analizuojamą reiškinį;
- b) literatūroje nėra pakankamai tyrimų, todėl būtina atlikti atvejo analizę;
- c) bendradarbiaujant su įmonių vadovais ar žmonėmis dalyvavusiais įmonių susijungimų procese, galima gauti „jautrios“ informacijos analizei.

Autoriai pateikia atvejo analizės atlikimo eigą (žr. 10 pav.). Visų pirma atliekama literatūros apžvalga, poto apibrėžiama imtis, t.y. atsirenkami reikalingi įmonių sektoriai analizei atlikti. Tuomet pasirenkamas tikslus sandoris, kuris bus analizuojamas tyrime. Jei tyrimo metu bus bendradarbiaujama su respondentais, atsirenkami įmonių darbuotojai, kurie pateiks reikalingą informaciją įmonių sėkmės nustatyme. Informacijos rinkimo etape, tyrėjai siekia surinkti kuo detalesnę informaciją, pasinaudojant visais informaciniais šaltiniais (dokumentų/straipsnių analize, strukturuotas/nestrukturuotas interviu ir pan.). Pasinaudojus visais reikalingais ištekliais, klasifikuojama surinkta informacija pagal iškeltus tyrimo tikslus. Atvejo analizės paskutiniame etape pateikiamos tyrimo išvados, parodoma, kaip atvejo analizė padėjo identifikuoti ir pagilinti nustatytų veiksnių įtakos reikšmę įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.



10 pav. Atvejo analizės veiksmi. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis autoriais Rodríguez-Sánchez, Mora-Valentín, Ortiz-de-Urbina-Criado, 2018)

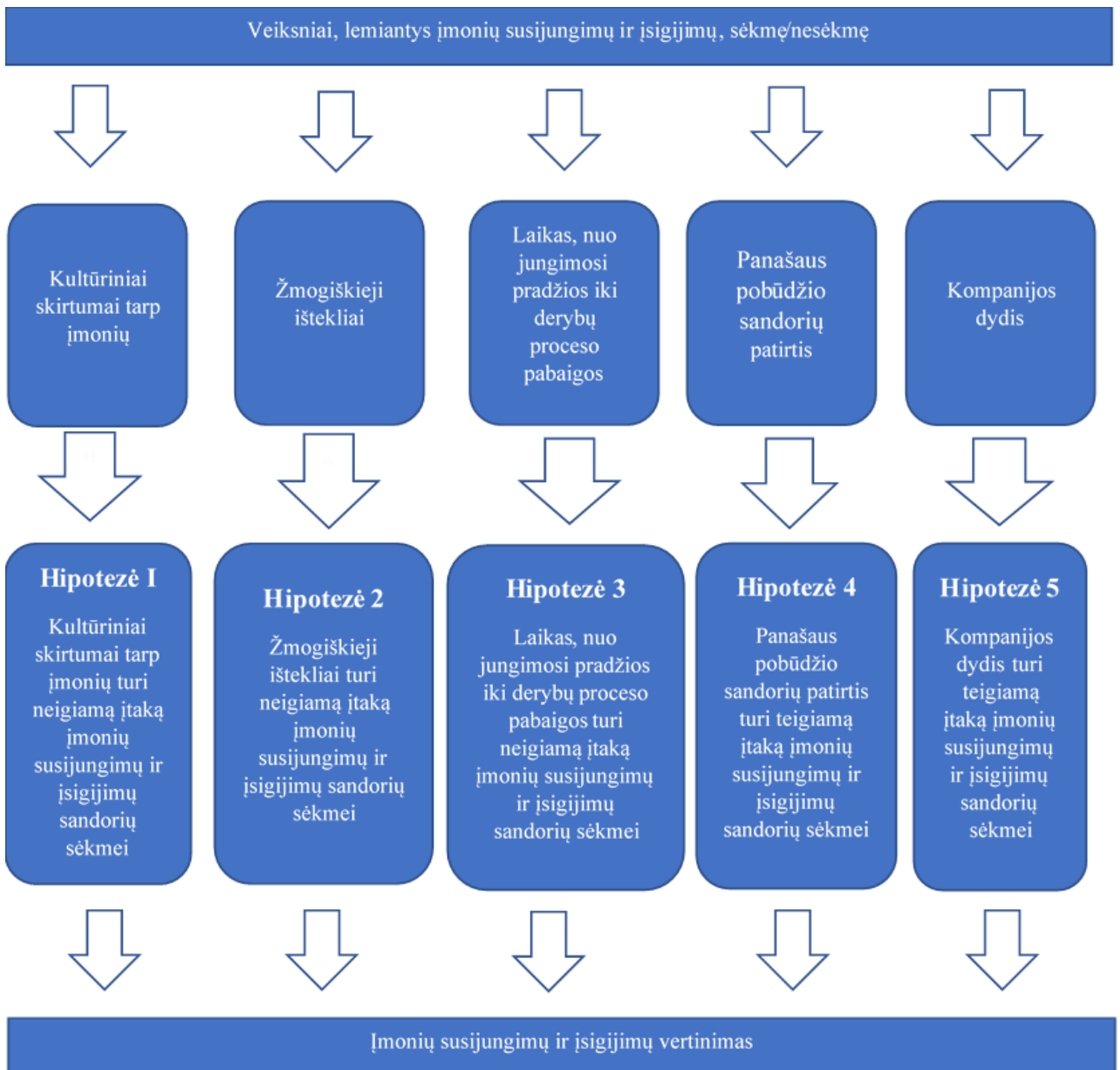
Remiantis minėta literatūra ir moksliniais tyrimais, susijusiais su susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmės vertinimo įmonių lygiu metodikomis, 6 lentelėje pateikiama kiekvieno vertinimo metodo apibendrinimas.

6 lentelė. Mokslinių tyrimų metodai. (Šaltinis: sudaryta autorės)

Autoriai	Vertinimo metodas	Apibendrinimas
Das ir Kapil, 2012; Dezi, Battisti, Ferraris, Papa, 2018;	Finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodas	Duomenims surinkti naudojamas balansas, pelno nuostolių ataskaita. Taip pat parenkami bendrieji finansiniai rodikliai. Vienas iš būtų taikyti vienalytės ir daugialytės skerspjūvio analizės būdus.
Das ir Kapil, 2012;	Įvykių tyrimo metodu pagrįsta analizė	Naudojami trys pagrindiniai vertinimo kriterijai: Ilgojo laikotarpio rodiklis; Trumpojo laikotarpio rodiklis; Fama-French trijų faktorių modelis.
Rozen-Bakher, 2017; Andriuškevičius, 2018;	Apskaitos tyrimo metodas	Vienu iš pirminių metodų, lyginant veiksmų ryši susijungimų ir įsigijimų procese. Naudojama regresinė analizė, kolinearumo testas, korealiacinė analizė, dispersijos koeficientas.
Rodríguez-Sánchez, Mora-Valentín, Ortiz-de-Urbina-Criado, 2018	Atvejo analizė	Atvejo analizės metodika yra vienas populiariausių kokybinių tyrimų metodų, naudojamų įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmei nustatyti. Pagrindiniai analizės etapai: literatūros apžvalga, imties pasirinkimas, atvejo pasirinkimas, informacijos rinkimas, informacijos pateikimas ir rezultatų interpretavimas.

Susijungimų ir įsigijimų sėkmės vertinimas yra sudėtingas procesas, dėl daugelio išorės ir vidaus veiksmų, darančių įtaką susijungimo ir įsigijimo sėkmei. Atlikta mokslinės literatūros analizė parodė, jog autorių išvados ir keliamos hipotezės pasitvirtina skirtingai, nes vertinami sandoriai skiriasi tiek savo, tiek rinkos dydžiu, kurioje veikia. Todėl išskiriami veiksniai, darantys įtaką sandorių sėkmei, yra stipriai susiję su įmonės veiklos finansiniai ir efektyvumo rodikliais bei didele sandorių apimti. Remiantis mokslininkų įžvalgomis, galima teigti, jog nėra vieno tinkamo metodo vertinti įmonių sandorius. Praktikoje ne visada užtenka taikyti kiekybinį tyrimo metodą, kadangi įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmė apima laikotarpį iki sandorio ir po jo.

Išanalizavus mokslinę literatūrą, apibendrinus autorių išskirtus veiksmus įmonių sėkmingumui vertinti ir pateikus vertinimo metodus, galime daryti prielaidą, kad nėra lengva atsakyti į klausimą, kokie veiksniai ir kaip lemia įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę, todėl tikslinga parengti konceptualų modelį ir jį iširti (žr 11 pav.).



11 pav. Konceptualus tyrimo modelis (šaltinis: sudaryta autorės)

Konceptualiame tyrimo modelyje išskirti mokslinėje literatūroje identifikuoti veiksniai, galintys turėti įtakos įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmei: kultūriniai skirtumai, žmogiškieji ištekliai, laikas, nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos, panašaus pobūdžio sandorių patirtis ir kompanijos dydis. Remiantis kiekvienu veiksniumi, keliamos atitinkamai 5 hipotezės, kurios bus tikrinamos empirinio tyrimo metu. Išskirtos hipotezės ir taikomas tyrimo metodas kitoje darbo dalyje padės įvertinti kaip ir kokie veiksniai daro įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.

3. Veiksnių, lemiančių įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmę, tyrimo metodologija

Atlikta teorinė įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmės veiksnių analizė ir sudarytas konceptualus modelis atskleidė, jog skirtingi autoriai skirtingai vertina tam tikrų veiksnių įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmei. Atlikti tyrimai parodė, jog didžioji dalis autorių taiko kiekybinį arba kokybinį vertinimo metodą. Tačiau norint tikslingai įvertinti, kaip ir kokie veiksniai daro įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmei, reikia taikyti abu vertinimo metodus. Todėl tolesnėje darbo dalyje bus atliekamas empirinis tyrimas taikant regresinę analizę ir gauti rezultatai bus interpretuojami taikant atvejo analizę.

Tyrimo problema. Atlikus mokslinės literatūros analizę nustatyta, jog nėra vieno tinkamo metodo vertinti įmonių sandorius. Susijungimų ir įsigijimų sandoris yra sudėtingas procesas, todėl siekiant atlikti tyrimą nustatant, kaip veiksniai įtakoja susijungimų ir įsigijimų sėkmę, tikslinga parengti konceptualų modelį ir jį patikrinti.

Tyrimo tikslas. Empiriškai ištirti veiksnių reikšmingumą įmonių įsigijimų ir susijungimų sandorių sėkmei.

Tyrimo objektas. Susijungimų ir įsigijimų sandoriai pasaulyje.

Tyrimo uždaviniai:

1. atrinkti ir išanalizuoti rodiklius konceptualiame modelyje identifikuotiems veiksniams;
2. ištirti ir įvertinti veiksnių reikšmingumą susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei remiantis pasirinktų rodiklių koreliacinės ir regresinės analizės rezultatais;
3. patikrinti atrinktų veiksnių poveikį konkretaus įsigijimo sandorio sėkmei, atliekant atvejo analizę.

Tyrimo metodai. Siekiant nustatyti ir įvertinti veiksnių reikšmingumą susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei naudojami kiekybiniai ir kokybiniai tyrimo vertinimo metodai. Kiekybinis tyrimo metodas bus naudojamas siekiant įvertinti veiksnių reikšmingumą ir rodiklių priklausomybę. Prieš sudarant regresinį modelį, bus stebima kintamųjų priklausomybė, t.y ar nepriklausomi kintamieji X yra priklausomi nuo kintamojo Y. Taip siekiama įvertinti, kokia yra statistinio ryšio tendencija. Hipotezių tikrinimui ir vertinimui bus naudojama koreliacinė ir regresinė analizė, programa IBM SPSS 25.

Kokybinis tyrimo metodas bus naudojamas siekiant tikslingai interpretuoti gautus rezultatus. Atvejo analizė padės nustatyti, ar tikrai kiekybinio tyrimo metodu patvirtintos hipotezės ir gauti reikšmingi kintamieji daro įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmei. Ankstesni tyrimai parodė, jog naudingiau vertinti įmonių sandorius taikant abu vertinimo metodus, todėl atvejo analizės pagalba bus vertinamas laikotarpis prieš susijungimą ir kokia situacija buvo atrinktose įmonėse iki susijungimo.

Tyrimo imtis. Organizuojant empirinio tyrimo atlikimą buvo pasirinkti 154 pasauliniai įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai 2015-2020 m. laikotarpiu. Duomenų šaltinis – Bloomberg duomenų bazė.

Tyrimo organizavimas. Siekiant gauti kuo išsamesnę informaciją, tyrimas buvo atliekamas dviem etapais:

Koreliacinė-regresinė analizė. Analizuojant mokslininkų tyrimus buvo atrinkti priklausomi, nepriklausomi ir kontroliniai kintamieji, pagrindžiantis ankstesnėje darbo dalyje suformuluotas hipotezes. Tam, kad tyrimas būtų reikšmingas, sandorių apimtis buvo analizuojama globaliu mastu. Pirmoje empirinio tyrimo dalyje atliekamas hipotezių tikrinimas. Hipotezių tikrinimui ir statistinei duomenų analizei taikyti nparametriniai kriterijai: dviejų tipų įmonių tarpusavio palyginimui – Mann'o-Whitney kriterijus, o priklausomybės ryšiams tarp veiksnių nustatyti – Spearman'o koreliacijos koeficientas. Papildomai tyrime atliekamas priklausomų rodiklių tyrimas, skaičiuojant standartinį nuokrypį, nparametrinių kintamųjų ryšio tendencija ir surinktų duomenų skirstinių normalumas, naudojant Shapiro-Wilk'o kriterijų. Antroje tyrimo dalyje atliekama kontrolinių kintamųjų koreliacija su sandorių sėkmės rodikliais. Tyrimui naudojama koreliacijos koeficiento formulė:

$$r = \frac{n(\sum xy) - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{[n\sum x^2 - (\sum x)^2][n\sum y^2 - (\sum y)^2]}} \quad (1)$$

Trečioje tyrimo dalyje, ištyrus reikšmingas sąsajas tarp nepriklausomų, kontrolinių ir priklausomų kintamųjų, sudaromas prognostinis modelis. Siekiant sudaryti prognostinį modelį sandorių sėkmei, atlikta tiesinė regresinė analizė. Prieduose lentelėje pateikiami kintamieji, naudojami tyrimui atlikti (žr. 1 priedą). Tyrimui naudojama regresijos formulė ir regresijos lygtis:

$$Y = \beta_0 + \beta x \quad (2)$$

$$\beta_0 = \frac{(\sum y)(\sum x^2) - (\sum x)(\sum xy)}{n(\sum x^2) - (\sum x)^2} \quad (3)$$

$$\beta = \frac{n(\sum xy) - (\sum x)(\sum y)}{n(\sum x^2) - (\sum x)^2} \quad (4)$$

$$Y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + e \quad (5)$$

Y – prognozuojamas kintamasis

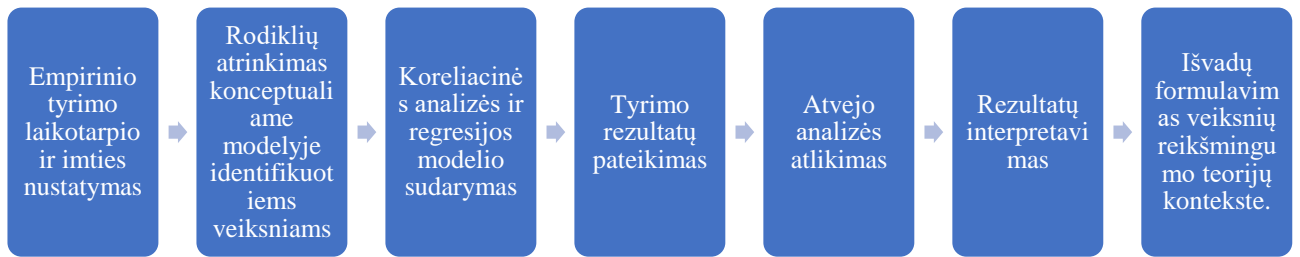
β_0 – konstanta

β_1, β_2 – nepriklausomų kintamųjų koeficientai

e – paklaida

x_1, x_2 – nepriklausomi kintamieji

Atvejo analizė. Atlikus kiekybinį tyrimo metodą ir nustčius tiesinės regresijos modelio kintamuosius, atrankos būdu iš surinktų duomenų parenkami įmonių sandoriai, siekiant įvertinti situaciją iki susijungimo. Situacija bus vertinama 2010-2015 m. laikotarpiu remiantis patvirtintomis hipotezėmis ir tiesinės regresijos modelio kintamaisiais. Atvejo analizės pradžioje aprašoma dviejų sandorio įmonių veikla ir jos specifika iki sandorio pradžios. Tolimesnėje darbo dalyje pateikiami regresinės analizės pagalba nustatyti finansinių rodiklių duomenys iki įmonių susijungimo/įsigijimo pradžios. Galiausiai aprašomos apibendrinančios išvagos ir atsakoma į klausimą, ar situacija po įmonių susijungimo/įsigijimo pasikeitė ir regresinio modelio kintamieji tikrai daro įtaką įmonių susijungimų sėkmei.



12 pav. Tyrimo eigos etapai. (Šaltinis: sudaryta autorės)

Apibendrinant tyrimo metodologiją, viršuje esančiame pavyzdyje pateikiami tyrimo eigos etapai (žr. 12 pav.). Sekančiame skyriuje empirinis tyrimas bus atliekamas septyniais etapais: empirinio tyrimo laikotarpio ir imties nustatymas, rodiklių atrinkimas konceptualiam modelyje identifikuotiems veiksniams, koreliacinės analizės ir regresijos modelio sudarymas, tyrimo rezultatų pateikimas, atvejo analizės atlikimas, rezultatų interpretavimas ir išvadų formulavimas veiksnių reikšmingumo teorijų kontekste.

4. Veiksnių, lemiančių įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmę, empirinis tyrimas

Prieš atliekant tyrimą, buvo susiduriama su sunkumais renkant tinkamus duomenis išsamiai tyrimo analizei. Kadangi, ne visų įmonių finansinių ataskaitų duomenys yra viešai prieinami, o nemaža dalis sandorių rinkoje buvo pradėti, bet neužbaigti, todėl Bloomberg'o duomenų bazės pagalba buvo galima atrinkti tik užbaigtų (angl. *completed*) susijungimų ir įsigijimų sandorių imtį. Šiame darbo skyriuje bus pateikti ir aptariami empirinio darbo tyrimo rezultatai, kurių pagalba bus siekiama nustatyti ar ankstesnėje darbo dalyje iškeltos hipotezės atliekant tyrimą pasitvirtina ir kokią įtaką jos daro įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmei.

4.1. Veiksnių, lemiančių įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmę, koreliacinė-regresinė analizė

Prieš patikrinant veiksnių reikšmingumą susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei, atliekamas priklausomų rodiklių tyrimas, siekiant įvertinti jų standartinį nuokrypį. Standartinis nuokrypis praktikoje yra naudojamas dažniau nei dispersija ir jis yra naudingesnis, nes standartinio nuokrypio dimensija yra lygi atsitiktinio dydžio dimensijai. Standartinis nuokrypis parodo, kiek daug reikšmės skiriasi nuo vidutinės reikšmės (vidurkio). Standartinio nuokrypio privalumas yra tas, kad įmanoma pastebėti įdomias sąsajas tarp jo ir vidurkio. Analizuojant empirinio tyrimo duomenis buvo pastebėta, jog kuo didesnis vidurkis, tuo didesnis ir apskaičiuotas standartinis nuokrypis. Kuo mažesnis standartinis nuokrypis, tuo mažiau svyruoja priklausomo kintamojo vertė ir tuo mažesnė rizika tolimesniam tyrimui. Todėl apskaičiuojant priklausomų rodiklių standartinį nuokrypį, buvo nustatytos priklausomų rodiklių mažiausios ir didžiausios reikšmės bei išvestas vidurkis. Rezultatai pateikiami apačioje esančioje lentelėje (žr. 8 lentelę).

7 lentelė. Tiriamų įmonių vidutiniai ROA ir Cashflow rodikliai. (Šaltinis: sudaryta autorės)

	N	Mažiausia reikšmė	Didžiausia reikšmė	Vidurkis	Standartinis nuokrypis
Announced Total Value (mil.)	154	46,73	73304,83	2535,0644	7916,84263
Target ROA based on bottom EPS	154	-59,37	34,63	1,0817	12,24777
Acquirer ROA based on bottom EPS	154	-47,93	25,83	1,8494	7,26092
Target Cashflow to Total Liabilities	154	-572,40	119,87	10,8439	56,52181
Acquirer Cashflow to Total Liabilities	154	-6,82	78,15	12,9773	12,14020

Pateiktoje lentelėje matome, jog analizuojamų įmonių vidutinė sandorio vertė (*Announced Total Value (mil.)*) sudarė – 2535,06 mln. Eur, tikslinės įmonės ROA rodiklis apskaičiuotas pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Target ROA based on bottom EPS*) vidutinė reikšmė sudaro – 1,0817, įsigyjančios įmonės ROA rodiklis apskaičiuotas pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) vidutinė reikšmė – 1,8494, tikslinės įmonės pinigų srauto vidurkis (*Target Cashflow to Total Liabilities*) – 10,8439 ir įsigyjančios įmonės pinigų srauto

vidurkis (*Acquirer Cashflow to Total Liabilities*) sudarė – 12,9773. Analizė parodė, jog mažiausias standartinis nuokrypis yra įsigyjančios įmonės ROA rodiklio, todėl galima daryti išvadą, kad priklausomo kintamojo vertė yra mažiau svyruojanti ir apima mažesnę riziką atliekant tolimesnį tyrimą.

Tyrimui atlikti buvo pasirenkama imtis 154 įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai. Tyrimo metodologijoje pateikta informacija parodo, jog tyrimui atlikti yra naudojami ir neparametriniai duomenys. Remiantis surinktais duomenimis - 128 įmonės (83,1 %) turėjo ankstesnės sandorių patirties, 26 (16,9 %) – neturėjo. 107 įmonėms (69,5 %) analizuoti buvo tarpvalstybiniai sandoriai, 47 – (30,5 %) – nacionaliniai sandoriai. Prieš atliekant statistinę duomenų analizę, tikslinga ištirti kokia yra šių neparametrinių kintamųjų ryšio tendencija. Rezultatai pateikiami sekančioje lentelėje (žr. 9 lentelę).

8 lentelė. Tarpvalstybinių sandorių ir nacionalinių sandorių vykdymo sąsajos su ankstesne įmonių sandorių patirtimi. (Šaltinis: sudaryta autorės)

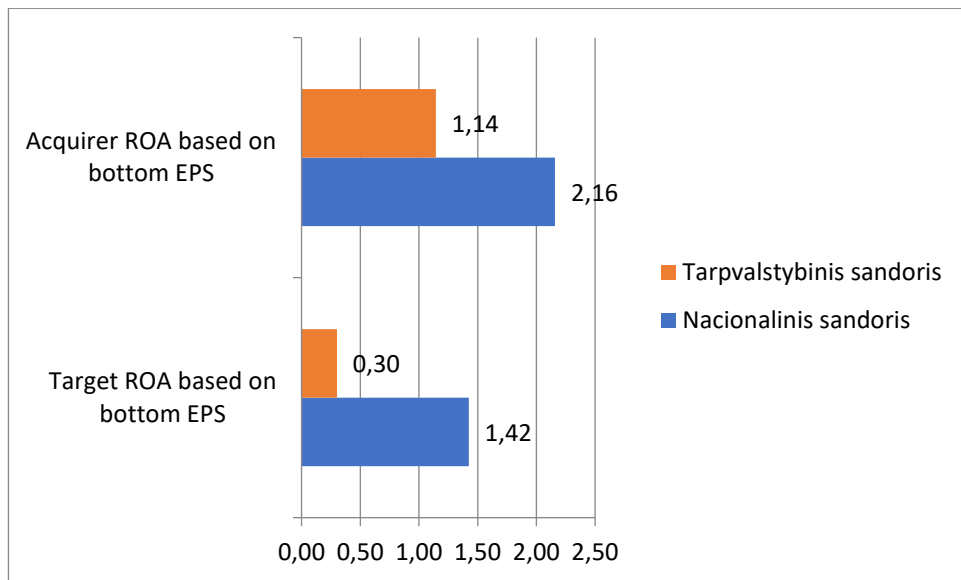
			Sandorių patirtis		
			Neturėjo ankstesnės sandorių patirties	Turėjo patirtį	
Sandoris	Tarpvalstybinis sandoris	N	18	89	$\chi^2=0,001$, df=1, p=0,976
		%	16,8%	83,2%	
	Nacionalinis sandoris	N	8	39	
		%	17,0%	83,0%	

Tarpvalstybinių sandorių ir nacionalinių sandorių atvejai nebuvo susiję su įmonių turėta ankstesnių sandorių patirtimi, t.y., tarp šių dviejų tipų sandorių įmonių turėjusių patirties ir neturėjusių sandorių patirties dalis buvo panaši, 83,2 % ir 83,0 % (statistiškai reikšmingų skirtumų nenustatyta, $p>0,05$). Taip pat galime pastebėti, jog tarpvalstybinių sandorių ir nacionalinių sandorių atvejai nebuvo susiję su įmonių neturėta ankstesnių sandorių patirtimi. Šioje vietoje atitinkamai susidaro – 16,8 % ir 17,0 %.

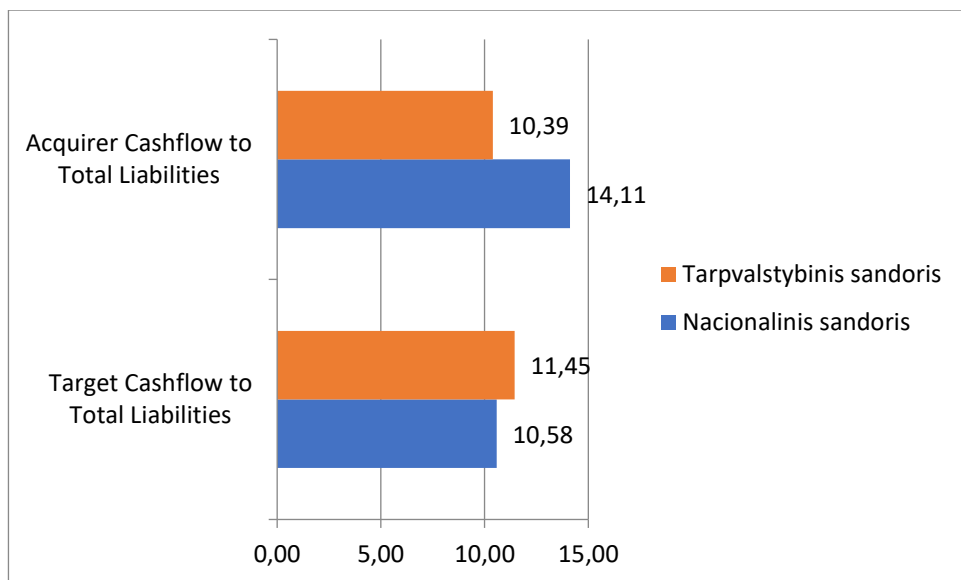
Patikrinus surinktų duomenų skirstinių normalumą Shapiro-Wilk kriterijumi, nustatyta, kad jie reikšmingai skiriasi nuo normaliosios kreivės. Todėl statistinei duomenų analizei taikyti neparametriniai kriterijai: dviejų tipų įmonių tarpusavio palyginimui bus taikytas Mann-Whitney kriterijus, o priklausomybės ryšiams tarp veiksnių nustatyti – Spearmano koreliacijos koeficientas. Prognostinių lygčių sudarymui taikytas tiesinės regresijos metodas. Rezultatai yra statistiškai reikšmingi, jei apskaičiuota kriterijaus p reikšmė mažesnė už pasirinktą reikšmingumo lygmenį $\alpha=0,05$.

Koreliacinė analizė

Siekiant patikrinti pirmąją hipotezę, ar kultūriniai skirtumai tarp įmonių turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei, palyginti tarpvalstybinių ir nacionalinių sandorių ROA ir Cashflow rodikliai. Nacionalinių sandorių atveju, įsigyjančios įmonės ROA rodiklis (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) yra vidutiniškai 1,02 didesnis, o tikslinės įmonės ROA rodiklis (*Target ROA based on bottom EPS*) vidutiniškai 1,12 didesni, įsigyjančios įmonės pinigų srauto vertė (*Acquirer Cashflow to Total Liabilities*) - vidutiniškai 3,72 didesnė, o tikslinės įmonės pinigų srauto vertė (*Target Cashflow to Total Liabilities*) 0,87 žemesnė (žr. 13 ir 14 pav.)



13 pav. Tarpvalstybinių ir nacionalinių sandorių ROA palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės)



14 pav. Tarpvalstybinių ir nacionalinių sandorių Cashflow palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės)

Norint įvertinti ar neparametriniai rodikliai (t.y. kultūriniai skirtumai) turi įtakos sandorių sėkmei ir yra statistiškai reikšmingi, buvo pasirinktas vienas plačiausiai naudojamų testų - Mann'o ir Whitney U testas. Šis testas taikomas norint atlikti neparametrinį palyginimą tarp dviejų nepriklausomų imčių. Gauti rezultatai pateikiami apačioje esančioje lentelėje (žr. 9 lentelę).

9 lentelė. Tarpvalstybinių ir nacionalinių sandorių sėkmės rodiklių palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės)

	Sandoris	N	Mann-Whitney vidutiniai rangai	P reikšmė
Target ROA based on bottom EPS	Tarpvalstybinis sandoris	107	80,34	0,234
	Nacionalinis sandoris	47	71,04	
Acquirer ROA based on bottom EPS	Tarpvalstybinis sandoris	107	83,36	0,014
	Nacionalinis sandoris	47	64,15	
Target Cashflow to Total Liabilities	Tarpvalstybinis sandoris	107	82,76	0,027
	Nacionalinis sandoris	47	65,53	
Acquirer Cashflow to Total Liabilities	Tarpvalstybinis sandoris	107	84,30	0,004
	Nacionalinis sandoris	47	62,02	

Kiekvienos imties rangų sumos pagrindu skaičiuojamas Mann'o ir Whitney kriterijaus U statistika, kuria remiantis priimamas sprendimas ir daroma išvada, jog skirstiniai skiriasi, jei gauta p reikšmė yra mažesnė už α , kai $\alpha = 0.05$. Pateiktoje lentelėje matome, jog nustatyti statistiškai reikšmingi skirtumai tarp dviejų grupių įmonių vertinant jų ryšį su trimis priklausomais kintamaisiais. Acquirer ROA based on bottom EPS gauta p reikšmė = 0.014 ($p < 0,05$), Target Cashflow to Total Liabilities gauta p reikšmė sudaro 0,027 ($p < 0,05$) ir Acquirer Cashflow to Total Liabilities gauta p reikšmė = 0.004 ($p < 0,01$). Todėl remiantis Mann'o ir Whitney kriterijumi galima formuluoti išvadą, jog hipotezė:

H1 – Kultūriniai skirtumai tarp įmonių turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei yra neatmetama.

Atliekant antrosios hipotezės tikrinimą, t.y., kad būtų galima nustatyti, ar žmogiškieji išteklių turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei, apskaičiuoti koreliacijos koeficientai tarp tikslinės įmonės darbuotojų skaičiaus (*Target Number of Employees*), įsigyjančios įmonės darbuotojų skaičiaus (*Acquirer Number of Employees*), tikslinės įmonės darbuotojų skaičiaus augimo rodiklio (*Target Employee Growth*), įsigyjančios įmonės darbuotojų skaičiaus augimo rodiklio (*Acquirer Employee Growth*), ROA bei Cashflow. Apskritai, koreliacijos koeficientas parodo priklausomybės stiprumą. Spearman'o yra vienas iš raginės koreliacijos koeficientų. Šis koeficientas yra naudojamas, kai netenkinamos, tam tikros prielaidos, kurios yra keliamos tiesinei koreliacijai. Spearman'o koreliacijos skaičiavimo prielaida yra ta, kad analizuojant duomenų imtį yra mažai pasikartojančių reikšmių. Jei gaunamas koreliacijos koeficientas yra 0 – vadinasi vertinama, jog koreliacijos nėra. Jei gaunama koreliacijos reikšmė yra intervale [-0,2; 0) arba (0; 0,2], egzistuoja labai silpna koreliacija. Intervale [-0,4; -0,2) arba (0,2; 0,4] vertinama silpna koreliacija, o intervale [-0,7; -0,4) arba (0,4; 0,7], jau turime vidutinį koreliacijos stiprumą. Stipri koreliacija atsiranda, jei koeficiento reikšmė yra intervale [-0,9; -0,7) arba (0,7; 0,9]. Labai stipri koreliacija apima intervalą [-1,0; -0,9) arba (0,9; 1,0]. Rezultatai pateikiami 11 lentelėje.

10 lentelė. Žmogiškųjų išteklių rodiklio koreliacija su sandorių sėkmės rodikliais. (Šaltinis: sudaryta autorės)

			Target Number of Employees	Acquirer Number of Employees	Target Employee Growth	Acquirer Employee Growth
Spearman's rho	Target ROA based on bottom EPS	Koreliacijos koeficientas	-0,147	-0,068	0,131	0,074
		P reikšmė	0,069	0,405	0,104	0,364
		N	154	154	154	154
	Acquirer ROA based on bottom EPS	Koreliacijos koeficientas	-0,079	0,029	0,083	0,258
		P reikšmė	0,329	0,724	0,308	0,001
		N	154	154	154	154
	Target Cashflow to Total Liabilities	Koreliacijos koeficientas	-0,091	-0,088	0,037	0,133
		P reikšmė	0,263	0,275	0,648	0,100
		N	154	154	154	154
	Acquirer Cashflow to Total Liabilities	Koreliacijos koeficientas	-0,025	0,076	0,033	-0,005
		P reikšmė	0,754	0,351	0,683	0,954
		N	154	154	154	154

Gauti duomenys, pateikti aukščiau esančioje lentelėje, parodo, jog nustatytas vienas statistiškai reikšmingas ryšys – tarp Acquirer Employee Growth ir Acquirer ROA based on bottom EPS ($r=0,258$, $p=0,001$). Kuo didesnis įsigyjančios įmonės darbuotojų skaičius, tuo didesnis ir įsigyjančios įmonės ROA rodiklis.

Toliau atliekamas hipotezės tikrinimas remiantis Mann'o ir Whitney kriterijaus U statistika. Mann-Whitney statistiniu kriterijumi palyginus įmonių, kuriose Target Employee Growth buvo teigiamas, ir įmonių, kuriose neigiamas, sandorių sėkmės rodiklius, statistiškai reikšmingų skirtumų nenustatyta ($p>0,05$). Rezultatai pateikiami 12 lentelėje.

11 lentelė. Tikslinių įmonių, kuriose darbuotojų augimo rodiklis yra teigiamas, ir tikslinių įmonių, kuriose darbuotojų augimo rodiklis yra neigiamas, sandorių sėkmės rodiklių palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės)

	Target Employee Growth	N	Mann-Whitney vidutiniai rangai	P reikšmė
Target ROA based on bottom EPS	negative growth	66	71,42	0,143
	positive growth	88	82,06	
Acquirer ROA based on bottom EPS	negative growth	66	73,00	0,278
	positive growth	88	80,88	
Target Cashflow to Total Liabilities	negative growth	66	73,88	0,383
	positive growth	88	80,22	
Acquirer Cashflow to Total Liabilities	negative growth	66	75,77	0,677
	positive growth	88	78,80	

Tarpusavyje įsigyjančių įmonių, kuriose darbuotojų augimas buvo teigiamas, ir įmonių, kuriose darbuotojų augimas buvo neigiamas, nustatyta, kad reikšmingai skyrėsi tik įsigyjančių įmonių ROA rodiklis ($p < 0,01$). Įmonėse, kur darbuotojų skaičiaus augimas buvo teigiamas, įsigyjančios įmonės ROA (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) yra reikšmingai aukštesnis. Rezultatai pateikiami apačioje esančioje lentelėje (žr. 13 lentelę).

12 lentelė. Įsigyjančių įmonių, kuriose darbuotojų augimo rodiklis yra teigiamas, ir įmonių, kuriose darbuotojų augimo rodiklis yra neigiamas, sandorių sėkmės rodiklių palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės)

	Acquirer Employee Growth	N	Mann-Whitney vidutiniai rangai	P reikšmė
Target ROA based on bottom EPS	negative growth	86	74,27	0,387
	positive growth	67	80,51	
Acquirer ROA based on bottom EPS	negative growth	86	67,22	0,002
	positive growth	67	89,55	
Target Cashflow to Total Liabilities	negative growth	86	70,92	0,054
	positive growth	67	84,81	
Acquirer Cashflow to Total Liabilities	negative growth	86	74,73	0,473
	positive growth	67	79,91	

Apibendrinus pateiktus rezultatus, pastebime, jog ne tarp visų kintamųjų egzistuoja stipri priklausomybė. Todėl galima prognozuoti, jog žmogiškieji išteklių gali turėti tiek teigiamą, tiek neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei. Nors ne visi rodikliai reikšmingai skyrėsi, remiantis Spearman'o koreliacijos koeficientu bei Mann'o ir Whitney kriterijaus U statistika, formuluojama išvada, jog hipotezė:

H2 - Žmogiškieji išteklių turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei yra neatmetama.

Trečiosios hipotezės patikrinimui, t.y., kad būtų galima nustatyti, ar laikas nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei, apskaičiuoti koreliacijos koeficientai tarp laiko nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos ir ROA bei Cashflow rodiklių. Rezultatai pateikiami 13 lentelėje.

13 lentelė. Laiko nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos koreliacijos su sandorių sėkmės rodikliais. (Šaltinis: sudaryta autorės)

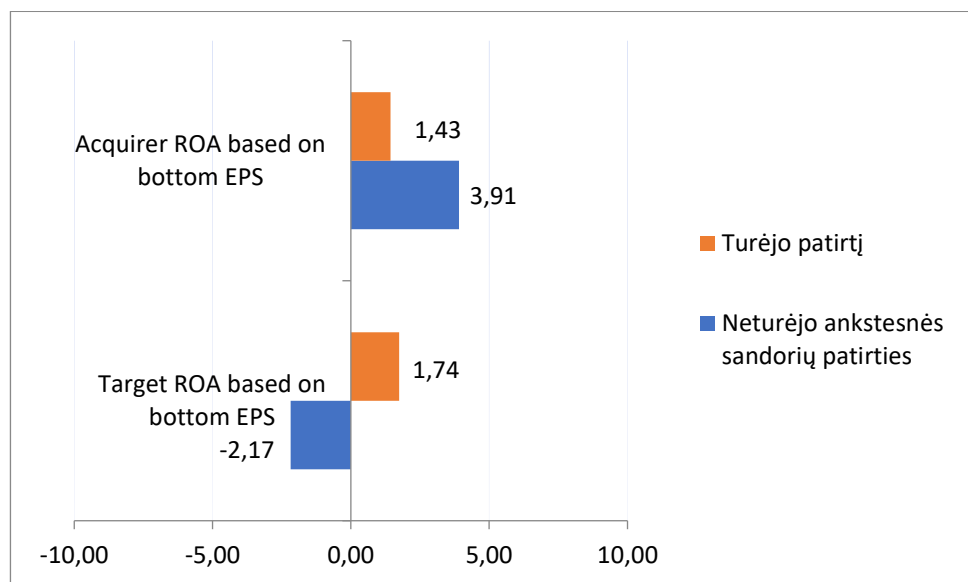
			Laikas, nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos
Spearman's rho	Target ROA based on bottom EPS	Koreliacijos koeficientas	0,048
		P reikšmė	0,552
		N	154
	Target ROA based on bottom EPS	Koreliacijos koeficientas	-0,043
		P reikšmė	0,595

		N	154
Target Cashflow to Total Liabilities	Koreliacijos koeficientas		0,018
	P reikšmė		0,827
	N		154
Acquirer Cashflow to Total Liabilities	Koreliacijos koeficientas		-0,042
	P reikšmė		0,605
	N		154

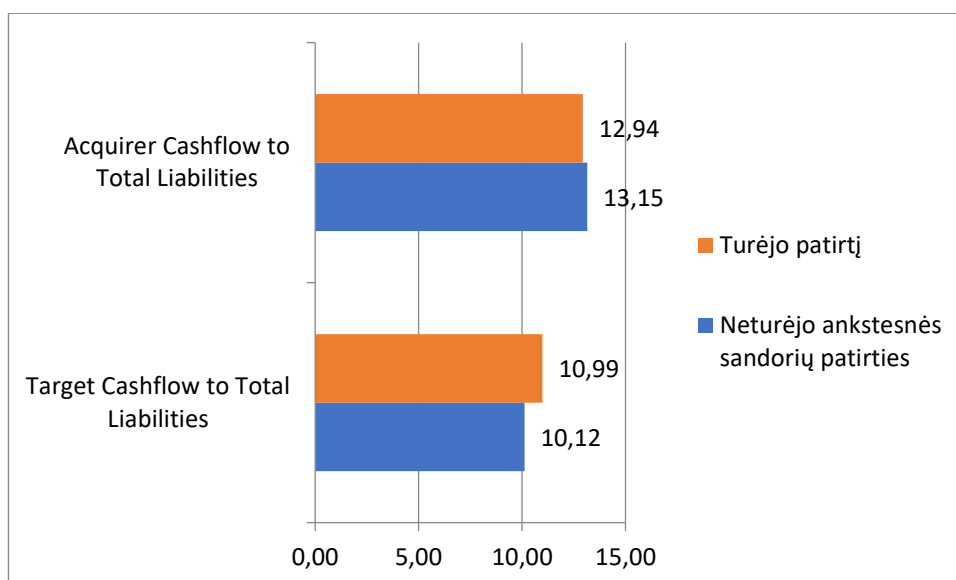
Remiantis apskaičiuotu Spearman's rho koeficientu ir p reikšmėmis, matoma, jog egzistuoja koreliacija tarp laiko, nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos ir priklausomų kintamųjų. Target ROA based on bottom EPS koreliacijos koeficientas sudarė – 0,048, Target ROA based on bottom EPS koreliacijos koeficientas sudarė – -0,043, Target Cashflow to Total Liabilities koreliacijos koeficientas sudarė 0,018 bei rodiklio Acquirer Cashflow to Total Liabilities sudarė - -0,042. Tačiau įvertinus gautas p – reikšmes, kurios neatitinka nustatyto reikšmingumo, galima interpretuoti, jog statistiškai reikšmingų koreliacijų negauta. Todėl remiantis Spearman'o koreliacijos skaičiavimo prielaida, formuluojama išvada, jog negalima teigti, kad laikas nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos turi įtakos įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei, todėl hipotezė:

H3 – Laikas, nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei yra atmetama.

Ketvirtosios hipotezės patikrinimui, siekiant nustatyti, ar panašaus pobūdžio sandorių patirtis turi teigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei, pirmiausia palyginti įmonių, turėjusių ankstesnės sandorių patirties ir įmonių, neturėjusių ankstesnės sandorių patirties ROA bei Cashflow rodikliai (žr. 15 ir 16 pav.)



15 pav. Įmonių, turėjusių sandorių patirties, ir įmonių, jos neturėjusių, ROA palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės)



16 pav. Įmonių, turėjusių sandorių patirties, ir įmonių, jos neturėjusių, Cashflow palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės)

Tiriamų įmonių, neturėjusių sandorių patirties, įsigyjančios įmonės ROA rodiklis apskaičiuotas pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) yra vidutiniškai 2,48 didesnis, o tikslinės įmonės ROA rodiklis apskaičiuotas pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Target ROA based on bottom EPS*) yra vidutiniškai 3,91 žemesnis. Įmonių, neturėjusių sandorių patirties, įsigyjančios įmonės pinigų srautai (*Acquirer Cashflow to Total Liabilities*) yra vidutiniškai 0,21 didesni, o tikslinės įmonės pinigų srautai (*Target Cashflow to Total Liabilities*) - vidutiniškai 0,87 žemesni.

Remiantis Mann'o ir Whitney kriterijaus U statistika, atliekamas tolimesnis hipotezės tikrinimas. Statistiškai reikšmingi skirtumai tarp įmonių turėjusių ir neturėjusių sandorių patirties patvirtinti įsigyjančios įmonės ROA rodikliui (*Acquirer ROA based on bottom EPS*), kurio p reikšmė = 0,017 ($p < 0,05$). Rezultatai pateikiami apačioje (žr. 15 lentelę).

14 lentelė. Įmonių, turėjusių ankstesnės sandorių patirties, ir įmonių, neturėjusių ankstesnės sandorių patirties, sėkmės rodiklių palyginimas. (Šaltinis: sudaryta autorės)

	Sandorių patirtis	N	Mann-Whitney vidutiniai rangai	P reikšmė
Target ROA based on bottom EPS	Neturėjo ankstesnės sandorių patirties	26	70,69	0,393
	Turėjo patirtį	128	78,88	
Acquirer ROA based on bottom EPS	Neturėjo ankstesnės sandorių patirties	26	96,60	0,017
	Turėjo patirtį	128	73,62	
Target Cashflow to Total Liabilities	Neturėjo ankstesnės sandorių patirties	26	70,77	0,399
	Turėjo patirtį	128	78,87	
Acquirer Cashflow to Total Liabilities	Neturėjo ankstesnės sandorių patirties	26	75,75	0,826
	Turėjo patirtį	128	77,86	

Atlikta analizė parodė, jog ankstesnė sandorių patirtis, gali turėti tiek teigiamą, tiek neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei. Tačiau atsižvelgiant į tai, jog atliekant Mann'o ir Whitney kriterijaus U statistikos testą, buvo nustatytas bent vienas reikšmingas skirtumas, galima formuluoti išvadą, jog hipotezė:

H4 – Panašaus pobūdžio sandorių patirtis turi teigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei yra neatmetama.

Penktosios hipotezės patikrinimui, siekiant nustatyti, ar kompanijos dydis turi teigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei, apskaičiuoti Spearman'o koreliacijos koeficientai tarp tikslinės įmonės viso turto (*Target Total Assets*), įsigyjančios įmonės viso turto (*Acquirer Total Assets*), ROA bei Cashflow rodiklių (žr. 16 lentelę).

15 lentelė. Kompanijos dydžio koreliacija su sandorių sėkmės rodikliais. (Šaltinis: sudaryta autorės)

			Target Total Assets	Acquirer Total Assets
Spearman's rho	Target ROA based on bottom EPS	Koreliacijos koeficientas	0,017	0,024
		P reikšmė	0,833	0,764
		N	154	154
	Acquirer ROA based on bottom EPS	Koreliacijos koeficientas	0,084	0,058
		P reikšmė	0,300	0,472
		N	154	154
	Target Cashflow to Total Liabilities	Koreliacijos koeficientas	-0,006	0,106
		P reikšmė	0,937	0,192
		N	154	154
	Acquirer Cashflow to Total Liabilities	Koreliacijos koeficientas	0,067	-0,001
		P reikšmė	0,410	0,987
		N	154	154

Kaip pateikta aukščiau esančioje lentelėje, statistiškai reikšmingų ryšių tarp šių kintamųjų nenustatyta. Visos gautos p reikšmės yra didesnės už 0,05. Remiantis pateiktais rezultatais, galima formuluoti išvadą, jog kompanijos dydis turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei, todėl hipotezė:

H5 – Kompanijos dydis turi teigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei yra atmetama.

Ištyrus priklausomybę ir įvertinus kas turi statistiškai reikšmingą ryšį tarp priklausomų ir nepriklausomų kintamųjų, tikslinga apžvelgti finansinių veiksnių sąsajas su sandorių sėkme.

Remiantis Spearman'o testu buvo apskaičiuoti koreliacijos koeficientai tarp kontrolinių kintamųjų (tikslinės įmonės finansinis svetas (*Target Financial Leverage*), įsigyjančios įmonės finansinis svetas (*Acquirer Financial Leverage*), tikslinės įmonės grynosios pajamos/grynasis pelnas (nuostoliai) (*Target Net Income/Net Profit (Losses)*), įsigyjančios įmonės grynosios pajamos/grynasis pelnas (nuostoliai) (*Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)*), įsigyjančios įmonės nominali vertė (*Acquirer Par Value*)) ir priklausomų kintamųjų (tikslinės įmonės ROA rodiklis apskaičiuotas pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Target ROA based on bottom EPS*), įsigyjančios įmonės ROA

rodiklis apskaičiuotas pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Acquirer ROA based on bottom EPS*), tikslinės įmonės pinigų srautai (*Target Cashflow to Total Liabilities*), įsigyjiančios įmonės pinigų srautai (*Acquirer Cashflow to Total Liabilities*). Tyrimo rezultatai pateikiami 17 lentelėje.

16 lentelė. Kontrolinių kintamųjų koreliacija su sandorių sėkmės rodikliais. (Šaltinis: sudaryta autorės)

			Target Financial Leverage	Acquirer Financial Leverage	Target Net Income/Net Profit (Losses)	Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)	Acquirer Par Value
Spearman's rho	Target ROA based on bottom EPS	Koreliacijos koeficientas	-0,375	-0,258	0,615	-0,009	-0,157
		P reikšmė	<0,001	0,001	<0,001	0,910	0,052
		N	154	154	154	154	154
	Acquirer ROA based on bottom EPS	Koreliacijos koeficientas	-0,271	-0,282	-0,052	0,689	-0,211
		P reikšmė	0,001	<0,001	0,523	<0,001	0,009
		N	154	154	154	154	154
	Target Cashflow to Total Liabilities	Koreliacijos koeficientas	-0,504	-0,255	0,357	-0,090	-0,178
		P reikšmė	<0,001	0,001	<0,001	0,269	0,028
		N	154	154	154	154	154
	Acquirer Cashflow to Total Liabilities	Koreliacijos koeficientas	-0,388	-0,515	0,025	0,200	-0,324
		P reikšmė	<0,001	<0,001	0,756	0,013	<0,001
		N	154	154	154	154	154

Apibendrinus atlikto tyrimo analizę ir apskaičiuotus koreliacijos koeficientus nustatytos statistiškai reikšmingos neigiamos sąsajos tarp tikslinės įmonės finansinio sveto (*Target Financial Leverage*) ir visų tiriamų sandorių sėkmės rodiklių: tikslinės įmonės ROA rodiklio apskaičiuotas pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Target ROA based on bottom EPS*) ($r=-0,375$, $p<0,001$), įsigyjiančios įmonės finansinio sveto (*Acquirer Financial Leverage*) ($r=-0,271$, $p<0,001$), tikslinės įmonės pinigų srauto (*Target Cashflow to Total Liabilities*) ($r=-0,504$, $p<0,001$), įsigyjiančios įmonės pinigų srauto (*Acquirer Cashflow to Total Liabilities*) ($r=-0,388$, $p<0,001$). Įsigyjiančios įmonės finansinis svetas (*Acquirer Financial Leverage*) taip pat statistiškai reikšmingai neigiamai susijęs su tikslinės įmonės ROA rodikliu (*Target ROA based on bottom EPS*) ($r=-0,258$, $p=0,001$), įsigyjiančios įmonės finansiniu svetu (*Acquirer Financial Leverage*) ($r=-0,282$, $p<0,001$), tikslinės įmonės pinigų srautu (*Target Cashflow to Total Liabilities*) ($r=-0,255$, $p=0,001$), įsigyjiančios įmonės pinigų srautu (*Acquirer Cashflow to Total Liabilities*) ($r=-0,515$, $p<0,001$).

Remiantis pateiktais koreliacijos koeficientais galima teigti, kad kuo didesnis tikslinės įmonės pinigų srautas (*Target Financial Leverage*) arba įsigyjiančio įmonės pinigų srautas (*Acquirer Financial Leverage*), tuo mažesnis yra tikslinės įmonės ROA rodiklis (*Target ROA based on bottom EPS*), įsigyjiančios įmonės ROA rodiklis (*Acquirer ROA based on bottom EPS*), tikslinės įmonės pinigų srautas (*Target Cashflow to Total Liabilities*), įsigyjiančios įmonės pinigų srautas (*Acquirer Cashflow to Total Liabilities*). Taip pat nustatyta, kad kuo didesnės tikslinės įmonės grynosios pajamos/grynasis pelnas (nuostoliai) (*Target Net Income/Net Profit (Losses)*), tuo didesni ir tikslinės

įmonės ROA rodikliai (*Target ROA based on bottom EPS*) ($r=0,615$, $p<0,001$) bei tikslinės įmonės pinigų srautas (*Target Cashflow to Total Liabilities*) ($r=-0,357$, $p<0,001$).

Nustatytos statistiškai reikšmingos teigiamos sąsajos tarp įsigyjančios įmonės grynujų pajamų/grynojo pelno (nuostolių) (*Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)*) ir įsigyjančios įmonės ROA rodiklio (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) ($r=0,689$, $p<0,001$) bei įsigyjančios įmonės pinigų srauto (*Acquirer Cashflow to Total Liabilities*) ($r=0,200$, $p<0,001$). Kuo didesnis pirmasis rodiklis, tuo didesni ir isigyjančių įmonių ROA rodiklis bei pinigų srautai. Įsigyjančios įmonės nominali vertė (*Acquirer Par Value*) taip pat statistiškai reikšmingai neigiamai susijęs su įsigyjančios įmonės ROA rodikliu apskaičiuotu pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) ($r=-0,211$, $p<0,01$), tikslinės įmonės pinigų srautu (*Target Cashflow to Total Liabilities*) ($r=-0,178$, $p<0,05$), įsigyjančios įmonės pinigų srautu (*Acquirer Cashflow to Total Liabilities*) ($r=-0,324$, $p<0,001$)

Regresinė analizė

Siekiant sudaryti prognostinį modelį sandorių sėkmei, atlikta tiesinė regresinė analizė. Kadangi įsigyjančios įmonės ROA rodiklis apskaičiuotas pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) turėjo daugiausia reikšmingų sąsajų su tiriamais įmonių rodikliais, jis parinktas, kaip regresijos modelio priklausomas kintamasis. Nepriklausomi kintamieji pradiniam modelyje – tie veiksniai, kurie turėjo reikšmingų sąsajų su *Acquirer ROA based on bottom EPS*, tai: įsigyjančios įmonės darbuotojų augimas (*Acquirer Employee Growth*), tikslinės įmonės finansinis svetas (*Target Financial Leverage*), įsigyjančios įmonės finansinis svetas (*Acquirer Financial Leverage*), įsigyjančios įmonės grynosios pajamos/grynasis pelnas (nuostoliai) (*Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)*), įsigyjančios įmonės nominali vertė (*Acquirer Par Value*), sandorio tipas (koduojama: 0- tarpvalstybinis, 1- nacionalinis), ankstesnė sandorių patirtis (koduojama: 0- neturėjo sandorių patirties, 1- turėjo sandorių patirties). Rezultatai pateikiami 18 lentelėje.

17 lentelė. Pradinio modelio koeficientai. (Šaltinis: sudaryta autorės)

Koeficientai ^a						
Modelis		Nestandardizuoti koeficientai		Standartizuoti koeficientai	t	p
		B	St. paklaida	Beta		
1	(Konstanta)	3,710	1,456		2,549	0,012
	Acquirer Employee Growth	0,049	0,024	0,156	1,996	0,048
	Target Financial Leverage	-0,175	0,104	-0,138	-1,681	0,095
	Acquirer Financial Leverage	0,131	0,043	0,248	3,078	0,002
	Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)	0,0002	0,0001	0,187	2,329	0,021
	Acquirer Par Value	0,002	0,014	0,013	0,167	0,868
	0-neturėjo ankstesnės sandorių patirties; 1-turėjo patirtį	-2,319	1,494	-0,120	-1,552	0,123
	0-tarpvalstybinis sandoris; 1-nacionalinis sandoris	-0,885	1,267	-0,056	-0,699	0,486

a. Priklausomas kintamasis: *Acquirer ROA based on bottom EPS*

Patikrinus sudarytą modelį gauta, kad jame statistiškai reikšmingi yra tik šie kintamieji: Įsigyjančios įmonės darbuotojų augimas (*Acquirer Employee Growth*), įsigyjančios įmonės finansinis svetas (*Acquirer Financial Leverage*), įsigyjančios įmonės grynosios pajamos/grynasis pelnas (nuostoliai) (*Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)*). Regresijos modelis perskaičiuotas atmetus kitus kintamuosius.

Pakoreguotas tiesinės regresijos modelis statistiškai reikšmingas ($F(3,150) = 5,478, p < 0,01$). Nepriklausomi kintamieji jame paaiškina 9,9 % priklausomo kintamojo, t.y. įsigyjančios įmonės ROA rodiklio apskaičiuoto pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) dispersijos (determinacijos koeficientas $R^2=0,099$). Multikolinearumas tarp nepriklausomų kintamųjų nestebimas, nes jų $VIF < 4$. Gretimų stebėjimų liekamosios paklaidos yra nepriklausomos, Durbino-Vatsono reikšmė lygi 2,022. Rezultatai aptariami apačioje esančioje lentelėje (žr. 19 lentelę).

18 lentelė. Perskaičiuoto tiesinės regresijos modelio koeficientai. (Šaltinis: sudaryta autorės)

Koeficientai ^a						
Modelis		Nestandardizuoti koeficientai		Standartizuoti koeficientai	t	p
		B	St. paklaida	Beta		
1	(Konstanta)	0,849	0,624		1,361	0,176
	Acquirer Employee Growth	0,055	0,024	0,177	2,276	0,024
	Acquirer Financial Leverage	0,108	0,041	0,205	2,626	0,010
	Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)	0,0002	0,0001	0,162	2,083	0,039
a. Priklausomas kintamasis: Acquirer ROA based on bottom EPS						

Perskaičiuoto regresijos modelio lygtis:

$$\text{Acquirer ROA based on bottom EPS} = 0,849 + (0,055 * \text{Acquirer Employee Growth}) + (0,108 * \text{Acquirer Financial Leverage}) + (0,0002 * \text{Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)})$$

Remiantis tiesinės regresijos modelio koeficientais galima teigti, kad įsigyjančios įmonės darbuotojų augimas (*Acquirer Employee Growth*), įsigyjančios įmonės finansinis svetas (*Acquirer Financial Leverage*), įsigyjančios įmonės grynosios pajamos/grynasis pelnas (nuostoliai) (*Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)*) kartu teigiamai veikia įsigyjančios įmonės ROA rodiklį apskaičiuotą pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Acquirer ROA based on bottom EPS*). Įsigyjančios įmonės darbuotojų augimui (*Acquirer Employee Growth*) padidėjus 100 vienetų, įsigyjančios įmonės ROA rodiklis (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) padidėtų 5,5 vieneto. Įsigyjančios įmonės finansiniam svetai (*Acquirer Financial Leverage*) padidėjus 100 vienetų, įsigyjančios įmonės ROA rodiklis (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) padidėtų 10,8 vieneto. Įsigyjančios įmonės grynosioms pajamoms arba grynajam pelnui (nuostoliams) (*Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)*) padidėjus 100 vienetų, įsigyjančios įmonės ROA rodiklis (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) padidėtų 0,02 vieneto.

Apibendrinant kiekybinio tyrimo atlikimą, galima teigti, jog tyrimo metu buvo patvirtintos šios hipotezės: H1 - Kultūriniai skirtumai tarp įmonių turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų

sandorių sėkmei; H2 - Žmogiškieji ištekliai turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei; H4 – Panašaus pobūdžio sandorių patirtis turi teigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei. Tačiau nustatant veiksnių reikšmingumą remiantis atrinktais rodikliais, perskaičiuotas regresijos modelis parodė, jog reikšmingiausi yra rodikliai: įsigyjančios įmonės darbuotojų augimas (*Acquirer Employee Growth*), įsigyjančios įmonės finansinis svertas (*Acquirer Financial Leverage*), įsigyjančios įmonės grynosios pajamos/grynasis pelnas (nuostoliai) (*Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)*) kartu teigiamai veikiantis įsigyjančios įmonės ROA rodiklį, apskaičiuotą pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Acquirer ROA based on bottom EPS*).

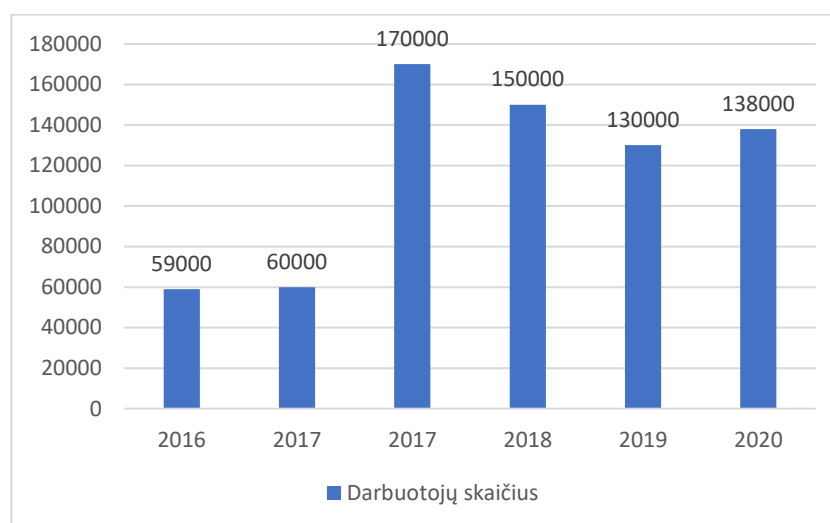
4.2. Veiksnių, lemiančių įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmę, atvejo analizė

Hipotezių tikrinimas ir regresinė analizė parodė, kurie kintamieji yra statistiškai reikšmingi ir tinkamiausi išvadų formulavimui. Siekiant ištirti veiksnių reikšmingumą susijungimų ir įsigijimų sėkmei, naudinga apžvelgti, kokia situacija įmonėse buvo prieš sandorį. Todėl šioje darbo dalyje, remiantis atvejo analize bus aprašoma įmonių padėtis iki susijungimo. Tolimesnei analizei atsitiktiniu atrankos būdu parenkamas įsigijimo sandoris 2010-2015 m. laikotarpiu: “Luxoft Holding Inc“ & “DXC Technology Co“. Atvejo analizės duomenys pateikiami 19 lentelėje.

19 lentelė. Atvejo analizės duomenys. (Šaltinis: sudaryta autorės)

Įsigyjančios įmonės veikla	Tikslinės įmonės veikla
“DXC Technology” yra tarptautinė amerikiečių korporacija, teikianti informacinių technologijų paslaugas verslui. Tai yra viena pirmaujančių įmonių pasaulyje, modernizuodama ir tobulindama pagrindines informacinių technologijų savybes, kuria skaitmenines transformacijas klientams. Bendrovės technologinis pažangumas, platus partnerių tinklas leidžia patenkinti privačių ir viešojo sektoriaus klientų poreikius septyniolika šalių. Įmonė stengiasi pritaikyti aukščiausios kokybės skaitmeninius sprendimus tam, kad būtų pasiekti geresni verslo rezultatai.	“Luxoft”- programinės įrangos, inžinerijos ir konsultavimo įmonė Šveicarijoje. Įmonė yra orientuota į technologinius sprendimus, skatinančius verslo pokyčius visame pasaulyje. „Luxoft“ užsiima technologinių procesų tobulinimu, kad įgalintų verslą transformuotis, pagerintų klientų patirtį ir padidintų veiklos efektyvumą. Bendrovė užima rinkos lyderės poziciją ir pasižymi unikaliu meistriškumu inžinerijos pramonėje.
Sandorio tipas	
Įsigijimas. 2019 m. birželio 1 d., įmonė “DXC Technology” įsigijo įmonę “Luxoft”.	
Įsigijimo sandorio vertinimas	
Įsigijimas grindžiamas įmonės „DXC Technology“ siekiu tapti pagrindiniu informacinių technologijų ir skaitmeninių paslaugų rinkos lyderiu bei sustiprinti įmonės galimybes kurti ir diegti klientams transformuojančius skaitmeninius sprendimus. Prijungus kompaniją „Luxoft“, klientams bus suteiktos naujos skaitmeninės inžinerijos galimybės, išplėstas skaitmeninių pasiūlymų portfelis. Įmonės “Luxoft” pagalba, “DXC Technology” apims didžiulį skaitmeninių iniciatyvų spektrą, pradedant klientų informacinių sistemų modernizavimu ir baigiant transformacinių skaitmeninių sprendimų pristatymu pasaulio mastu. “Luxoft” sėkmė sukurs naują vertę ir naudą tiek “DXC Technology” klientams, tiek suinteresuotiesiems subjektams. Vertinant įmonių strategijas ir sandorio ypatumus, galima pastebėti, jog įsigyjančiosios kompanijos privalumai: technologiniai ištekliai, partnerių gausa bei lyderio pozicija rinkoje. Tuo tarpu tikslinės įmonės privalumai: skaitmeniniai talentai, diferencijuotos galimybės konsultavimo srityje.	
Integracijos proceso ypatumai	
Po įsigijimo, įmonės “Luxoft” valdymas patikėtas tam pačiam įmonės vadovui. Kompanija išlaikys savo prekės ženklą, tačiau veiklą vykdys kaip “A DXC Technology Company”.	

Situacijos iki įsigijimo vertinimas. Vertinat įmonės “DXC Technology” darbuotojų augimą iki sandorio pradžios, galima pastebėti, jog po įsigijimo darbuotojų augimas padidėjo. (žr. 17 pav.)



17 pav. Įmonės „DXC Technology“ darbuotojų skaičiaus kitimas 2016-2020 m. laikotarpiu. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis duomenų baze Statista, 2021)

Pateiktas grafikas parodo, jog darbuotojų skaičiaus kitimas yra įvairus. 2017 m. išaugęs darbuotojų skaičiaus augimas, yra įmonių “Hewlett Packard Enterprise” ir “Computer Sciences Corporation (CSC)” susijungimo pasėkmė. Tačiau grafike galima pastebėti, jog 2018 ir 2019 metais integracijos laikotarpiu darbuotojų skaičius sumažėjo atitinkamai po 20 000. Todėl galima daryti išvadą, jog įmonių susijungimas paskatino darbuotojų skaičiaus mažėjimą, todėl patvirtinama antroje darbo dalyje paminėta teorija: *susijungimai yra susiję su įmonėse mažinamu darbo vietų skaičiumi*. Įvykus įmonės “Luxoft Holding Inc” įsigijimui, 2020 m. pastebimas darbuotojų skaičiaus augimas (padidėjo 8000 darbuotojų).

Analizuojant įmonių duomenis bei vertinant kitus, regresiniame modelyje išskirtus rodiklius, įsigyjančios įmonės finansinį svertą (*Acquirer Financial Leverage*) ir įsigyjančios įmonės grynasias pajamas/grynąjį pelną (nuostolius) (*Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)*) bei įsigyjančios įmonės ROA rodiklį (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) galima pastebėti, jog iki susijungimo šie rodikliai skyrėsi. *Acquirer Financial Leverage* vidutiniškai siekė 3,433, *Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)* vidutiniškai siekė -5557 mln. Eur, įsigyjančios įmonės ROA (*Acquirer ROA based on bottom EPS*) vidutiniškai siekė -20,125.

Apibendrinus atvejo analizės duomenis, galima daryti išvadą, jog regresinėje analizėje apskaičiuoti kintamieji, reikšmingai susiję su įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmės rodikliais, vertinant laikotarpį iki susijungimo. Atvejo analizė patvirtino koreliacinės-regresinės analizės išvadą, jog įsigyjančios įmonės darbuotojų augimas (*Acquirer Employee Growth*), įsigyjančios įmonės finansinis svertas (*Acquirer Financial Leverage*), įsigyjančios įmonės grynosios pajamos/grynasis pelnas (nuostoliai) (*Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)*) kartu teigiamai veikia įsigyjančios įmonės ROA rodiklį apskaičiuotą pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Acquirer ROA based on bottom EPS*).

Tačiau atvejo analizė papildė kiekybinio tyrimo išvadas ir patvirtino literatūroje aptartas autorių įžvalgas. Susijungimo laikotarpiu pastebimas darbuotojų skaičiaus augimo mažėjimas, tuo tarpu

įsigijimo momentu išryškėja darbuotojų skaičiaus augimas. Šiuo atveju galima teigti, jog susijungimų ir įsigijimų vertinimas yra aktualus, nes nėra vieningos nuomonės, kokie veiksniai ir kaip daro įtaką įmonių susijungimų ar įsigijimų sėkmei, viskas priklauso nuo pačios įmonės veiklos ir kitų išorės veiksnių.

4.3. Empirinio tyrimo rezultatų apibendrinimas ir diskusija

Remiantis moksline literatūra ir atliktu tyrimu, galima formuluoti išvadas.

- Skirtingi sandoriai ir jų vertinimo būdai, formuluoja skirtingą mokslininkų nuomonę apie veiksniai, lemiančius įmonių susijungimo sėkmę. Didžioji dalis autorių mano, jog skirtingos kultūros sukuria įvairius įsitikinimus kaip reikia elgtis ir kokius sprendimus turime priimti, o tai savo ruožtu daro neigiamą įtaką sandorių sėkmingumui. Priešingai vertinamos įmonės, kurios dalyvauja susijungime su panašia verslo kultūra. Empirinio tyrimo rezultatai patvirtina mokslininkų tyrimų rezultatus, kultūriniai skirtumai, atsirandantys tarpvalstybinių sandorių metu, reikšmingai įtakoja sandorių sėkmę;
- Literatūros dalyje, analizuojant žmoniškųjų išteklių veiksnio reikšmingumą, autorių nuomonės išsiskyrė. Vieni tvirtina, jog darbo jėgos išlaikymas ir darbuotojų skaičiaus augimas padeda organizacijai ateityje generuoti naujas idėjas bei siekti masto ekonomijos. Kitų autorių teorija yra pagrįsta tuo, kad darbo neapibrėžtumas ir darbuotojų skaičiaus mažėjimas yra pagrindinė įmonių ištraukimo nesėkmės priežastis. Atlikto tyrimo rezultatai patvirtino skirtingas autorių nuomones, tiek teigiamas, tiek neigiamas darbuotojų skaičiaus augimas reikšmingai įtakoja įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmę. Remiantis autorių įžvalgomis, vykstant įmonių susijungimams gali būti sunku realizuoti žmogiškojo kapitalo sinergiją, atvejo analizės metu nustatyta, jog susijungimo momentu, priešingai nei įsigijimo, fiksuojamas staigus darbuotojų skaičiaus mažėjimas;
- Ankstesniuose tyrimuose galima pastebėti, jog derybų proceso trukmė, turi didelę įtaką finansinių ir audito ataskaitų tikslingumui. Tačiau autoriai pastebi, jog trūksta tyrimų, kuriuose būtų analizuojama laiko veiksnio įtaką įmonių sandorių sėkmei. Analizuojant naujausią literatūrą, pažymima, jog derybų proceso trukmė turi reikšmingą įtaką sandorių sėkmei. Kai derybos trunka per ilgai, atsiranda rizika, jog sandoris gali būti atšauktas. Empirinio tyrimo metu nenustatyta, jog laikas, nuo jungimo pradžios iki derybų proceso pabaigos būtų reikšmingai susijęs su sandorių sėkme, todėl patvirtinama informacija, kodėl pasirinktoje temoje trūksta mokslininkų tyrimų;
- Norint integruoti naują įmonę, kuri visiškai nesusijusi su įsigyjiančio asmens verslu ir neturi jokios sandorių patirties, reikalingas ilgas pasiruošimo procesas. Tuo tarpu sandorių patirtis gali padėti įmonėms po susijungimo/įsigijimo padidinti pelną. Todėl vertindami atliktų tyrimų rezultatus autoriai teigia, jog panašaus pobūdžio sandorių patirtis turi reikšmingą įtaką sandorių sėkmei. Empirinio tyrimo metu nustatyta, jog panašaus pobūdžio sandorių patirtis reikšmingai įtakoja sandorių sėkmę, tačiau gali turėti tiek teigiamą, tiek neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei. Įmonių, neturėjusių sandorių patirties įtaką įmonių sandorių sėkmingumui yra didesnė, nei įmonių, turėjusių sandorių patirties;
- Tyrimų, kuriuose pagrindinis dėmesys yra skiriamas sąryšiui tarp įmonės dydžio ir susijungimų bei įsigijimų sėkmės, rezultatai skiriasi. Dalis autorių tyrimų metu nustatė neigiamą ryšį, teigdami kad įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmė yra didesnė, jei susijungiančių bendrovių dydis yra panašus, tačiau kiti autoriai teigia, jog kompanijų dydžio skirtumas yra viena iš pagrindinių sinergijos ir sėkmingo sandorio priežasčių. Empirinio tyrimo metu nenustatytas reikšmingas ryšys tarp įmonės dydžio ir įmonių sandorių sėkmės,

todėl vertinat hipotezės atmetimą, galima formuluoti išvadą, jog kompanijos dydis turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei;

- Remiantis autorių nuomone, kontrolinių kintamųjų sąsajos su įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmės rodikliais padeda tiksliau įvertinti veiksnių reikšmingumą sandorių sėkmei. Empirinio tyrimo metu kontroliniai kintamieji buvo statistiškai reikšmingi su įmonių sėkmės rodikliais, todėl regresijos analizės ir atvejo analizės buvo nustatyta, jog žmogiškieji ištekliai yra labiausiai reikšmingas veiksnys įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.

Visgi atliekant veiksnių, lemiančių įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę, tyrimą, neišvengtą ribotumą. Prieš atliekant kiekybinį tyrimą, buvo susidurta su sunkumais dėl duomenų gavimo. Atrenkant rodiklius identifikuotiems veiksniams, reikėjo siaurinti duomenų imtį, kad būtų galima turėti pilnas rodiklių grupes kiekvienam sandoriui. Ypač mažai įmonių, kurios neturėjo sandorių patirties. Kiekybinio tyrimo metu nustatyti nepakankamai stiprūs ryšiai tarp nepriklausomų kintamųjų ir priklausomo kintamojo, tai rodo, kad literatūroje išskirti veiksniai yra galimai ne pagrindiniai veiksniai, lemiantys įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę. Siekiant įvertinti situaciją iki susijungimo, atvejo analizė neužtikrina vieningo vertinimo visai tyrimo imčiai, todėl tikslinga būtų atrinkti didesnę skaičių sandorių ir kiekybinio tyrimo pagalba apžvelgti jų situacija iki sandorio įvykdymo. Taip pat reikėtų ištirti daugiau veiksnių, siekiant nustatyti kaip jie veikia įmonių susijungimo ir įsigijimo sėkmės rodiklius.

Išvados

1. Analizuojant įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius pasaulyje, nustatyta, jog rinkos vertė 2019 m. siekė apie 4 094 milijardus JAV dolerių. Nors 2019 m. sandorių kiekis buvo panašus lyginant juos su 2018 m., tačiau vertė sumažėjo apie 9 %. Nepaisant akivaizdaus sandorių sumažėjimo, įmonių strategija išliko aiški – susijungimų ir įsigijimų sandoriai padeda stiprinti esamo verslo poziciją. Kiek vėliau prasidėjo nerimas dėl Covid-19 pandemijos pasaulyje, kuri skirtingai paveikė įmonių susijungimų ir įsigijimų procesus. Toms įmonėms, kurios patiria ekonominius sunkumus, konsolidacija – neišvengiamas procesas, tačiau kitai daliai verslo sektoriaus, tai yra vienas iš geriausių būdų užpildyti technologines spragas. Todėl didžiausias augimas pastebimas technologijų sektoriuje. Logistika taip pat tapo vienu iš sektorių, kuriame sparčiai auga sandorių skaičius. Tiekimo grandinių ir pristatymo efektyvumo užtikrinimas skatina įmones investuoti. Tuo tarpu sveikatos priežiūros sektorius yra lyg „prieglobstis“ investuotojams, ieškantiems saugių investicijų kriziniu laikotarpiu, tačiau šiuo periodu galima pastebėti, jog sveikatos sektoriuje išryškėja ir nuolatinis skaitmeninių technologijų pritaikymas, kas skatina didžiules įmonių investicijas.
2. Įmonių susijungimas ir įsigijimas apima dalį verslo jungimosi formų, tokių kaip, konsolidacija, sverto išpirkimas, holdingas, perleidimas, priešiški/draugiški susijungimai ir įsigijimai. Pats susijungimų ir įsigijimų procesas paprastai priklauso nuo to, kas inicijuoja derybas dėl susijungimo ar įsigijimo, tačiau visais atvejais yra išskiriami 3 sandorių būdai: tiesioginės derybos, viešas ir uždaras aukcionas. Įmonių sandoriai įvyksta dėl įvairių priežasčių, tokių kaip pramonės vertės grandinės restruktūrizavimas, pajamų didinimas, didelių kaštų naudojimas masto ir apimties ekonomijai, investuotojų spaudimas, nepakankamas išteklių panaudojimas, noras sumažinti konkurentų skaičių, tobulinti procesų inžineriją ir technologijas, siekis įsitvirtinti naujoje rinkoje, didinti esamų paslaugų mastą, tačiau įmonės konkurencingumo ir vertės didinimas yra pagrindinė, bet kokio susijungimo ar įsigijimo priežastis. Literatūroje išskiriami penki pagrindiniai veiksniai, lemiantys įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmę: žmogiškieji ištekliai, derybų proceso trukmė, panašaus pobūdžio sandorių patirtis, įmonės dydis, kultūriniai skirtumai. Susijungimų ir įsigijimų tyrimuose, kuriuose analizuojami sėkmę lemiantys veiksniai yra naudojami keturi pagrindiniai vertinimo metodai: įvykių tyrimo metodas (angl. event study method), apskaitos tyrimo metodas (angl. the accounting research method), finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodas (angl. comparative analysis of financial indicators), atvejų analizė (angl. the case study).
3. Siekiant nustatyti ir įvertinti veiksnių reikšmingumą susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei naudojami kiekybiniai ir kokybiniai tyrimo vertinimo metodai. Kiekybinis tyrimo metodas naudojamas siekiant įvertinti veiksnių reikšmingumą ir rodiklių priklausomybę po susijungimo. Hipotezių tikrinimui ir vertinimui naudojama koreliacinė ir regresinė analizė. Kokybinis tyrimo metodas naudojamas siekiant tikslingai interpretuoti gautus rezultatus. Atvejo analizė padeda nustatyti, ar tikrai kiekybinio tyrimo metodu patvirtintos hipotezės ir gauti reikšmingi kintamieji daro įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sėkmei. Ankstesni tyrimai parodė, jog naudingiau vertinti įmonių sandorius taikant abu vertinimo metodus, todėl atvejo analizės pagalba vertinamas laikotarpis prieš susijungimą.
4. Kiekybinio tyrimo metu patvirtintos šios hipotezės: H1 - Kultūriniai skirtumai turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei; H2 - Žmogiškieji ištekliai turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei; H4 – Panašaus pobūdžio sandorių patirtis turi teigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei. Nustatant veiksnių reikšmingumą remiantis atrinktais rodikliais, regresijos modelis parodė,

jog reikšmingiausi yra rodikliai: įsigyjančios įmonės darbuotojų augimas (*Acquirer Employee Growth*), įsigyjančios įmonės finansinis svertas (*Acquirer Financial Leverage*), įsigyjančios įmonės grynosios pajamos/grynasis pelnas (nuostoliai) (*Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)*) kartu teigiamai veikiantis įsigyjančios įmonės ROA rodiklį, apskaičiuotą pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą (*Acquirer ROA based on bottom EPS*). Kontrolinių kintamųjų pagalba buvo nustatyta, kad labiausiai reikšmingas veiksnys įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei – *žmogiškieji ištekliai*. Atlikto tyrimo rezultatai patvirtino skirtingas autorių nuomones, tiek teigiamas, tiek neigiamas darbuotojų skaičiaus augimas reikšmingai įtakoja įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmę. Darbo jėgos išlaikymas ir darbuotojų skaičiaus augimas padeda organizacijai ateityje generuoti naujas idėjas bei siekti masto ekonomijos, o darbo neapibrėžtumas ir darbuotojų skaičiaus mažėjimas yra pagrindinė įmonių įsitraukimo nesėkmės priežastis. Atvejo analizė papildė kiekybinio tyrimo išvadas ir patvirtino literatūroje aptartas autorių išvalgas, jog skirtingi sandoriai ir jų vertinimo būdai, formuluoja skirtingą nuomonę apie veiksnius, lemiančius įmonių susijungimo sėkmę. Atlikus atvejo analizę, buvo pastebėtas darbuotojų skaičiaus augimo mažėjimas susijungimo laikotarpiu, tuo tarpu įsigijimo momentu išryškėja darbuotojų skaičiaus augimas, todėl patvirtinama autorių išvalgą, jog vykstant įmonių susijungimams gali būti sunku realizuoti žmogiškojo kapitalo sinergiją.

Literatūros šaltiniai

1. Ahern, Kenneth R., Daminelli, Daniele, Fracassi, Cesare. (2015). Lost in translation? the effect of cultural values on mergers around the World. *J. Financ. Econ.* 117 (1), 165–189. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.08.006>.
2. Alexandridis, G., Fuller, K. P., Tehraar, L., & Travlos, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, 20, 1-13. Prieiga per internetą: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119912001125>
3. Alparslan, V. (2020). Mergers and acquisitions in the transportation and logistics sector. Prieiga per internetą: https://opus4.kobv.de/opus4-whu/files/816/Alparslan_Vefa_Diss.pdf
4. Andriuskevicius, K., & Ciegis, R. (2017). Developments and challenges of measuring M&A performance on a corporate and macroeconomic levels. *Oeconomia Copernicana*, 8, 199-220. doi:10.24136/oc.v8i2.13
5. Andriuškevičius, K. (2019). Susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka: vertės kūrimas susijungiančioms įmonėms (Doctoral dissertation, Vilniaus universitetas). Prieiga per internetą: <https://epublications.vu.lt/object/elaba:34108961/>
6. Angwin, D. N., Mellahi, K., Gomes, E., & Peter, E. (2016). How communication approaches impact and acquisitions outcomes. *The International Journal of Human Resource Management*, 27(20), 2370-2397. Prieiga per internetą: https://theses.uhn.nl/bitstream/handle/123456789/9295/Mekaoui%2c_Sam_1.pdf?sequence=1
7. Angwin, D. N., Mellahi, K., Gomes, E., & Peter, E. (2016). How communication approaches impact and acquisitions outcomes. *The International Journal of Human Resource Management*. Prieiga per internetą: <https://doi.org/10.1080/09585192.2014.985330>
8. Anthony-mcmann, P., Ellinger, A., Astakhova, M., & Halbesleben, J. (2017). Exploring Different Operationalizations of Employee Engagement and Their Relationships With Workplace Stress and Burnout. *Human Resource Development Quarterly*, 28(2), 163-195. Prieiga per internetą: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/hrdq.21276>
9. Bass B.M., Riggio R.E. (2006). Transformational leadership. Lawrence Erlbaum Associates. Prieiga per internetą: http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:lx7s18PMJ_wJ:talpykla.elaba.lt/elaba-fedora/objects/elaba:1804991/datastreams/ATTACHMENT_1804994/content+&cd=2&hl=lt&ct=clnk&gl=lt
10. Bauer, F., Hautz, J., & Matzler, K. (2015). Unveiling the myths of M&A integration: Challenging general management and consulting practice. *The Journal of Business Strategy*, 36(2), 16-24. doi:10.1108/JBS-12-2013-0123
11. Bingham, C. B., Eisenhardt, K. M. and Furr, N. R. (2007). ‘What makes a process a capability? Heuristics, strategy, and effective capture of opportunities’. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 1, 27–47. <https://doi.org/10.1002/sej.1>
12. Broadley D. & Meeus D. (2020). M&A Insights. Prieiga per internetą:
13. Caiazza, R., & Volpe, T. (2015). M&A process: A literature review and research agenda. *Business Process Management Journal*, 21(1), 205-220. doi:10.1108/BPMJ-11-2013-0145
14. Caldwell M.H. (2021). Health care organizations realign strategies for resilience and growth. Prieiga per internetą: https://www.ey.com/en_gl/ccb/health-mergers-acquisitions
15. Chahine, S., Hasan, I., Mazboudi, M. (2018). The role of auditors in merger and acquisition completion time. *International Journal of Auditing*, 22, 568–582. <https://doi.org/10.1111/ijau.12142>

16. Das, A., & Kapil, S. (2012). Explaining M&A performance: A review of empirical research. *Journal of Strategy and Management*. Prieiga per internetą: https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/17554251211247580/full/html#login_reload
17. Dezi, L., Battisti, E., Ferraris, A., & Papa, A. (2018). The link between mergers and acquisitions and innovation. *Management Research Review*. Prieiga per internetą: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MRR-07-2017-0213/full/html>
18. Epstein, M. J. (2005). The Determinants and Evaluation of Merger Success, *Business Horizons*. Prieiga per internetą: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0007681304000990>
19. Febriani, M. D., & Yancey, G. B. (2019). The effect of integration approaches and human resources initiatives on changes in organizational culture and employee attitudes during a merger. *The Psychologist-Manager Journal*, 22, 108-131. Prieiga per internetą: <https://doi.org/10.1037/mgr0000084>
20. Field, L. C., & Mkrtychyan, A. (2017). The effect of director experience on acquisition performance. *Journal of Financial Economics*, 123(3), 488-511. Prieiga per internetą: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X16302318>
21. Frankel, Michael E. S. and Larry H. Forman (2017) *Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments*. Prieiga per internetą: [https://books.google.lt/books?hl=lt&lr=&id=1mVZDgAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR8&dq=6.%09Frankel,+Michael+E.+S.+and+Larry+H.+Forman+\(2017\)+Mergers+and+Acquisitions+Basics:+The+Key+Steps+of+Acquisitions,+Divestitures,+and+Investments.&ots=EoPVNCJqjV&sig=fvdRw0oFFssI5vZiLMT4W6r1aLI&redir_esc=y#v=onepage&q=6.%09Frankel%20Michael%20E.%20S.%20and%20Larry%20H.%20Forman%20\(2017\)%20Mergers%20and%20Acquisitions%20Basics%3A%20The%20Key%20Steps%20of%20Acquisitions%20Divestitures%20and%20Investments.&f=false](https://books.google.lt/books?hl=lt&lr=&id=1mVZDgAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR8&dq=6.%09Frankel,+Michael+E.+S.+and+Larry+H.+Forman+(2017)+Mergers+and+Acquisitions+Basics:+The+Key+Steps+of+Acquisitions,+Divestitures,+and+Investments.&ots=EoPVNCJqjV&sig=fvdRw0oFFssI5vZiLMT4W6r1aLI&redir_esc=y#v=onepage&q=6.%09Frankel%20Michael%20E.%20S.%20and%20Larry%20H.%20Forman%20(2017)%20Mergers%20and%20Acquisitions%20Basics%3A%20The%20Key%20Steps%20of%20Acquisitions%20Divestitures%20and%20Investments.&f=false)
22. Furchieri, P., Sevilir M., 2011. Mergers, spinoffs, and employee incentives. *Rev. Financial Stud.* 24, 2207-2241. Prieiga per internetą: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr004>
23. Galpin, T., Herndon, M. (2014): *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions – Process Tools to Support M&A Integration at Every Level*. John Wiley and Sons, Issue 3. Prieiga per internetą: https://books.google.lt/books?hl=lt&lr=&id=17BAwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR17&ots=c8CgUbzVWy&sig=1jbqRrgV8D-NffdCzX17p90TSM0&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false
24. Gaughan, P. (2015). “Mergers, acquisitions, and corporate restructurings.” John Wiley & Sons. Prieiga per internetą: [https://books.google.lt/books?hl=lt&lr=&id=cPZDpDMF-dAC&oi=fnd&pg=PR15&dq=Gaughan,+P.+\(2015\).+%E2%80%9CMergers,+acquisitions,+and+corporate+restructurings.&ots=8agCNOEDym&sig=vByG_3Wl27Az8xbI02jDpbhjFrU&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false](https://books.google.lt/books?hl=lt&lr=&id=cPZDpDMF-dAC&oi=fnd&pg=PR15&dq=Gaughan,+P.+(2015).+%E2%80%9CMergers,+acquisitions,+and+corporate+restructurings.&ots=8agCNOEDym&sig=vByG_3Wl27Az8xbI02jDpbhjFrU&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false)
25. Germany Trade & Invest. (2021). Prieiga per internetą: <https://www.gtai.de/gtai-en/invest/investment-guide/incentive-programs/eu-criteria-determining-company-size-72940.pdf>
26. Giffin, A. F., & Schmidt, J. A. (2016). Why HR Can Make or Break Your M&A. <https://imaa-institute.org/why-hr-can-make-orbreak-your-ma/>
27. Grave, K., Vardiabasis, D., & Yavas, B. (2012). The global financial crisis and M&A. *International Journal of Business and Management*. Prieiga per internetą: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.1004.394&rep=rep1&type=pdf>
28. Guiso, L., Sapienza P, Zingales L. (2015). The value of corporate culture. *Journal of Financial Economics* 117 (2015) 60-76. Prieiga per internetą:

- <https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0304405X14001147?token=EE73AA8A4710DD D232D1EBFC786B86DBB9E53F38DF433A3CBA9D089840F221FA99FDC64CD3B29E0 BBA6CCE1A658CFC4A&originRegion=eu-west-1&originCreation=20210507122913>
29. Gupta, Manju Dr (2010). Contemporary Issues in Mergers and Acquisitions. Prieiga per internetą: <http://erepo.usiu.ac.ke/11732/4021>
 30. Halebllian, J., Devers, C., McNamara, G., Carpenter, A. M., & Davison, B. R. (2018). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. Journal of Management. Prieiga per internetą: <https://doi.org/10.1177/0149206308330554>
 31. Hauser, B. (2015): State of the Art in M&A Theory and Practice. Internal and External Context Specificity of Leadership in M&A Integration, BestMasters, Springer Gabler, Wiesbaden. Prieiga per internetą: [https://books.google.lt/books?hl=lt&lr=&id=UHR3BQAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR5&dq=14.%09Hauser,+B.+\(2015\):+State+of+the+Art+in+M%26A+Theory+and+Practice.+Internal+and+External+Context+Specificity+of+Leadership+in+M%26A+Integration,+BestMasters,+Springer+Gabler,+Wiesbaden&ots=nR_H_AEh3Z&sig=k9v2ks_VQkri_7DYFEP92T2h8w&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false](https://books.google.lt/books?hl=lt&lr=&id=UHR3BQAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR5&dq=14.%09Hauser,+B.+(2015):+State+of+the+Art+in+M%26A+Theory+and+Practice.+Internal+and+External+Context+Specificity+of+Leadership+in+M%26A+Integration,+BestMasters,+Springer+Gabler,+Wiesbaden&ots=nR_H_AEh3Z&sig=k9v2ks_VQkri_7DYFEP92T2h8w&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false)
<https://www.allenoverly.com/en-gb/global/news-and-insights/mainsights/2020/mainsights2020h1>
 32. Iankova, S. (2014). Main factors of success in mergers and acquisitions' performance. Prieiga per internetą: <https://www.ceeol.com/search/article-detail?id=411980>
 33. Ikhwan, M., & Haeruddin, M. (2017). Mergers and acquisitions: Quovadis? Management. Prieiga per internetą: <https://core.ac.uk/download/pdf/225147479.pdf>
 34. Jain, Kumar P., Rani, Neelan, Yadav, Singh S. (2016). Mergers and Acquisitions. A Study of Financial Performance, Motives and Corporate Governance. 1st edition. Singapore: Springer Science+Business Media. DOI: 10.1007/978-981-10-2203-6
 35. Jedin, M. H., & Saad, N. M. (2016). Relationship engagement in mergers and acquisitions through collegial leadership. International Journal of Economics and Financial Issues, 6(7) Retrieved from www.econjournals.com;
 36. Jewoo, K., & Tianshu, Z. (2014). A review of merger and acquisition wave literature: Proposing future research in the restaurant industry. Prieiga per internetą: <https://digitalcommons.fiu.edu/hospitalityreview/vol31/iss3/4/>
 37. JPMorgan's M&A team (2020). 2020 Global M&A Outlook: Navigating a period of uncertainty. Prieiga per internetą: <https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/cib/complex/content/investment-banking/2020-global-ma-outlook/pdf-0.pdf>
 38. Karatzas, S. (2017). Mergers and acquisitions in shipping industry. Prieiga per internetą: <https://hellanicus.lib.aegean.gr/handle/11610/20305>
 39. Kryscynski, D., & Morris, S. (2020). Human capital in strategy 2008-2018. Prieiga per internetą: <https://scholarsarchive.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4638&context=facpub>
 40. Lahdelma, S. (2019). Using Contract Law in the Negotiations of Mergers & Acquisitions. Prieiga per internetą: <https://osuva.uwasa.fi/handle/10024/9742>
 41. Lessambo I.F. (2020). Mergers in the Global Markets A Comparative Approach to the Competition and National Security Laws among the US, EU, and China. ISBN 978-3-030-43558-5. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-43558-5>
 42. Levy B., Jackson-Moore W., Malcolm L. (2020). Global M&A Industry Trends. Prieiga per internetą: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>

43. Louis, H., & Sun, A. X. (2016). Abnormal accruals and managerial intent: Evidence from the timing of merger announcements and completions. *Contemporary Accounting Research*, 33(3), 1101– 1135. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12171>
44. Luybaert, M., De Maeseneire, W. (2015). Antecedents of time to completion in mergers and acquisitions. *Applied Economics Letters*, 22, 299–304. <https://doi.org/10.1080/13504851.2014.939370>
45. Magano, K.D., & Thomas, A. (2017). Organisational change and the psychological contract at a pharmaceutical company. *SA Journal of Human Resource Management*, 15, 1-10. Prieiga per internetą: <https://journals.co.za/doi/abs/10.4102/sajhrm.v15i0.920>
46. Martin, R. L. (2016). M&A THE ONE THING YOU NEED TO GET RIGHT. *Harvard Business Review*. Prieiga per internetą: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5486047>
47. McGeehan, P., & Sorkin, A. R. (2000). Chase Manhattan to acquire J.P. Morgan for \$30.9 billion. Prieiga per internetą: <https://www.nytimes.com/2000/09/13/business/banking-s-big-deal-overview-chase-reported-verge-deal-obtain-morgan.html>
48. McKinsey & Company. (2018). “The six types of successful acquisitions.” Available at: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/The%20six%20types%20of%20successful%20acquisitions/The-six-types-of-successful-acquisitions.pdf>
49. Mekaoui, S. (2020). In Search Of M&A Success: Putting Employee Engagement At The Center Of Attention After Post-Merger Downsizing. Prieiga per internetą: [https://theses.ubn.ru.nl/bitstream/handle/123456789/9295/Mekaoui%2c Sam 1.pdf?sequence=1](https://theses.ubn.ru.nl/bitstream/handle/123456789/9295/Mekaoui%2c%20Sam%201.pdf?sequence=1)
50. Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M. (2004), “Firm Size and the Gains from Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, 73(2): 201-228. Prieiga per internetą: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X04000327>.
51. Orimus, O. (2019). Cross Border and Local M&A in Finland and in Germany. Prieiga per internetą: <https://www.theseus.fi/handle/10024/173769>
52. Postma, Jeroen, Roos, Anne-Fleur (2016). Why healthcare providers merge. *Health Economics, Policy and Law*. Prieiga per internetą: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/hecpoll1&div=17&id=&page=>
53. PricewaterhouseCoopers (2019): Deal News Transportation & Logistics. January 2018, p. 3. Prieiga per internetą: <https://www.pwc.com/my/en/publications/2019/pwc-annual-report-2019.html>
54. Refsnes, F. O. (2012). What explains mergers’ success or failure? The role of organizational structures, strategies and external environments in mergers. Prieiga per internetą: <https://www.duo.uio.no/handle/10852/34374>
55. Rodríguez-Sánchez, J. L., Mora-Valentín, E. M., & Ortiz-de-Urbina-Criado, M. (2018). Successful human resources management factors in international mergers and acquisitions. *Administrative Sciences*, 8(3), 45. DOI: <https://doi.org/10.3390/admsci8030045>
56. Rozen-Bakher, Z. (2018). The trade-off between synergy success and efficiency gains in M&A strategy. *EuroMed Journal of Business*. Prieiga per internetą: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/EMJB-07-2017-0026/full/pdf?title=the-trade-off-between-synergy-success-and-efficiency-gains-in-mampa-strategy>

57. Sedlacek, J., & Valouch, P. (2018). Mergers of Trading Companies and Causes of Their failure. *Engineering Economics*, 29(4), 397-404. DOI: <https://doi.org/10.5755/j01.ee.29.4.8868>
58. Seung J. (2020). How Do Advisors Influence Mergers and Acquisitions?: An Analysis of Acquisitions in Japan. *Prieiga per internetą*: <https://www.koreascience.or.kr/article/JAKO202020952022426.pdf>
59. Sharma, M. (2016). Cross border mergers and acquisitions and the exchange rate: A literature review. *Journal of International Economics*, 7(2), 23-34. Retrieved from <https://www.journals.elsevier.com>;
60. Shi, Wei, Tang, Yinuo, 2015. Cultural similarity as in-group favoritism: the impact of religious and ethnic similarities on alliance formation and announcement Returns. *J. Corp. Finan.* 34, 32–46. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.07.003>.
61. Sinkovics, R., Zagelmeyer, S. J., & Kusstatscher, V. (2011). Between Merger and Syndrome: The Intermediary Role of Emotions in Four Cross-Border M&As. *International business review*, (20), 27-47. *Prieiga per internetą*: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0969593110000661>
62. Skaife, H. A., Wangerin, D. D. (2013). Target financial reporting quality and M&A deals that go bust. *Contemporary Accounting Research*, 30, 719–749. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01172.x>
63. Smartsheet. *Prieiga per internetą*: <https://www.smartsheet.com/content/merger-acquisition-strategies>
64. Stroup, C. (2017). International deal experience and cross-border acquisitions. *Economic Inquiry*, 55(1), 73-97. *Prieiga per internetą*: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/ecin.12365>
65. Sung, W., Woehler, M. L., Fagan, J. M., Grosser, T. J., Floyd, T. M., & Labianca, G. J. (2017). Employees' responses to an organizational merger: Intraindividual change in organizational identification, attachment, and turnover. *Journal of Applied Psychology*, 102(6), 910. DOI: 10.1037/apl0000197
66. Tarba, S.Y., Cooper, L., Sarala, R., Ahammad, M. (2017): *Mergers and Acquisitions in Practice*. Routledge, New York. *Prieiga per internetą*: https://books.google.lt/books?hl=lt&lr=&id=q0AIDwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PP1&dq=Mergers+and+Acquisitions+in+Practice.+Routledge,+New+York,&ots=JqYoxVjrbx&sig=HTHlGtL6W0H0tb8QEnHyJx36zM8&redir_esc=y#v=onepage&q=Mergers%20and%20Acquisitions%20in%20Practice.%20Routledge%2C%20New%20York%2C&f=false
67. Thompson, E. K., & Kim, C. (2020). Post-M&A performance and failure: Implications of time until deal completion. *Sustainability*, 12(7), 2999. <https://doi.org/10.3390/su12072999>
68. Trichterborn, A., Knyphausen-Aufseß, D. Z. & Schweizer, L. (2016b). How To Improve Acquisition Performance: The Role of a Dedicated M&A Function, M&A Learning Process, and M&A Capability, *Strategic Management Journal*. *Prieiga per internetą*: <https://doi.org/10.1002/smj.2364>
69. Vazirani, Nitin (2015). A literature review on mergers and acquisitions waves and theories. *Prieiga per internetą*: <https://web.b.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=0&sid=0729aa0b-ebbc-49fd-915d-17e5d5ce9a78%40sessionmgr102&bdata=JnNpdGU9ZWWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#AN=112361920&db=bth>
70. Zhang, W., Wang, K., Li, L., Chen, Y., & Wang, X. (2018). The impact of firms' mergers and acquisitions on their performance in emerging economies. *Technological Forecasting and Social Change*, 135, 208-216. *Prieiga per internetą*:

<https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0040162518308126?token=1997709D04BF80FDE9AD606B585828AB36C7FCAA82950700573AE782A2C101BEBB0B60955898436497D3E7CD65C32E2C&originRegion=eu-west-1&originCreation=20210509113319>

Priedai

Nr. 1. Tyrimo kintamieji. (Šaltinis: sudaryta autorės)

Priklausomi kintamieji		<p>Įmonių vidutinė sandorio vertė (Announced Total Value (mil.));</p> <p>Tikslinės įmonės ROA rodiklis apskaičiuotas pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą <i>(Target ROA based on bottom EPS);</i></p> <p>Įsigyjančios įmonės ROA rodiklis apskaičiuotas pagal pelno tenkančiai vienai akcijai koeficientą <i>(Acquirer ROA based on bottom EPS);</i></p> <p>Tikslinės įmonės pinigų srautas <i>(Target Cashflow to Total Liabilities);</i></p> <p>Įsigyjančios įmonės pinigų srautas <i>(Acquirer Cashflow to Total Liabilities)</i></p>
.Nepriklausomi kintamieji	H1 – Kultūriniai skirtumai turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei	0- tarpvalstybinis sandoris; 1- nacionalinis sandoris.
	H2 - Žmogiškieji ištekliai turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.	Tikslinės įmonės darbuotojų skaičius <i>(Target Number of Employees);</i> Įsigyjančios įmonės darbuotojų skaičius <i>(Acquirer Number of Employees);</i> Tikslinės įmonės darbuotojų augimas <i>(Target Employee Growth);</i> Įsigyjančios įmonės darbuotojų augimas <i>(Acquirer Employee Growth.)</i>
	H3 – Laikas, nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos turi neigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.	Laikas, nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos.
	H4 – Panašaus pobūdžio sandorių patirtis turi teigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.	0-neturėjo ankstesnės sandorių patirties; 1-turėjo patirtį.
	H5 – Įmonės dydis turi teigiamą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmei.	Tikslinės įmonės visas turtas <i>(Target Total Assets);</i> Įsigyjančios įmonės visas turtas <i>(Acquirer Total Assets).</i>

<p>Kontroliniai kintamieji</p>		<p>Tikslinės įmonės finansinis svertas (<i>Target Financial Leverage</i>); Įsigyjančios įmonės finansinis svertas (<i>Acquirer Financial Leverage</i>); Tikslinės įmonės grynosios pajamos/grynasis pelnas (nuostoliai) (<i>Target Net Income/Net Profit (Losses)</i>); Įsigyjančios įmonės grynosios pajamos/grynasis pelnas (nuostoliai) (<i>Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)</i>); Įsigyjančios įmonės nominali vertė (<i>Acquirer Par Value</i>);</p>
--------------------------------	--	--

Nr. 2. Tyrimo duomenys. (Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis „Bloomberg“ duomenų baze.)

2015-01-01/2020-01-01

Target Name	Acquirer Name	Announced Total Value (mil.)	Priklausomi kintamieji					Nepriklausomi kintamieji					Kontroliniai kintamieji					Nepriklausomi kintamieji		
			Target ROA based on bottom EPS	Acquirer ROA based on bottom EPS	Target Cashflow to Total Liabilities	Acquirer Cashflow to Total Liabilities	H1 0-tarpatvystybinis sandoris; 1-nacionalinis sandoris	H2 Laikas, nuo jungimosi pradžios iki derybų proceso pabaigos	H5 Target Number of Employees	H5 Acquirer Number of Employees	H5 Target Employee Growth	H5 Acquirer Employee Growth	Target Financial Leverage	Acquirer Financial Leverage	Target Net Income/Net Profit (Losses)	Acquirer Net Income/Net Profit (Losses)	Acquirer Par Value	H3 0-neturejės anksstesnis sandorių patirtis; 1-turejės patirtį.	H4 Target Total Assets	H4 Acquirer Total Assets
BG Group Ltd	Royal Dutch Shell PLC	73304.83	3.84128	-5.53341	12.8647	13.8322	0	313.00	4717	87000	-8.2831	4.81928	2.0633	2.29267	2104.13	-19017.6	0.0572597	1	185202	190368
Sky Ltd	Comcast Corp	41620.24	4.47311	3.92121	11.7937	13.6781	0	212.00	28927	168000	-0.703694	-11.5789	4.63967	3.1048	919.765	9240.38	0.00817996	1	57568.6	430070
Linde AG	Linde PLC	33939.57	4.17455	2.86089	16.7281	19.2227	0	506.00	62914	74207	-2.23394	-8.18238	2.38889	1.81387	1434	2193.87	0.000817996	1	30981.5	96917
Lafarge SA	LafargeHolcim Ltd	25353.92	0.408356	3.04302	5.4125	18.7764	0	452	44271	67409	-30.4866	-6.37639	2.33394	2.04136	143	1585.51	1.84816	1	46100	171999
Actelion Ltd	Johnson & Johnson	27848.97	34.6339	8.84728	117.09	21.0866	0	299	2624	134500	3.02316	1.73979	1.52136	2.70977	638.961	12900.9	0.818666	1	56360.8	108428
Lusotica Group Sp	EssilorLusotica SA	15887.4	8.77037	0.162058	34.6708	15.1281	0	623	82358	144512	-3.27892	-4.44982	1.69545	1.56417	900.202	85	0.18	1	54919.9	312040
Delhazie Group SC	Koninklijke Ahold Delh	10257.86	5.18062	3.39977	18.5926	22.0559	0	397	369000	414000	-0.27027	8.94737	2.23068	3.09957	1817	1397	0.01	1	45349.7	85234.9
Worldipay Group Lt	Worldipay Inc	9620.33	2.57322	0.0762916	4.7688	6.37611	0	160	5211	8186	2.27674	123.6	8.20425	3.23054	215.998	10.8476	1.00E-05	1	45130.4	127158
Zodiac Aerospace	Safran SA	8302.24	1.1979	0.855002	14.7974	6.96763	1	428	32568	86785	-1.35393	-5.26689	1.91499	3.33087	73.417	352	0.2	0	45875.1	188724
Friends Life Group	Aviva PLC	6877.69	-0.141061	0.595382	0.243281	-0.701071	1	132	3745	28596	-3.27996	-3.22843	23.8014	25.8484	-209.708	3148.2	0.279162	0	21040.5	430070
Garwick Airport Ltd	Vinci SA	6021.84	-9.03431	1.36241	-6.62245	9.79733	0	138	2515	219400	-17.595	0.0606566	39.6918	4.41452	-382.892	1242	2.5	1	17955.6	117046
RPC Group Ltd	Berry Global Group Inc	5127.65	5.30614	3.37052	13.5508	10.473	0	115	24295	47000	20.6965	-2.08333	2.55414	8.9407	287.329	499.81	0.00860659	1	34886.7	57999.2
Greene King Ltd	CK Asset Holdings Ltd	5000.83	-5.52665	3.27229	2.06835	15.0562	0	73	37933	58000	-1.23672	3.57143	2.86446	1.47199	-337.986	1903.61	0.105497	1	10260.9	84334.4
Ladbrokes Coral Gr	Entain PLC	4635.76	-9.00992	0.810744	10.2085	16.9596	0	97	26141	23573	83.6905	-4.2293	2.39757	2.44069	-250.116	65.0342	0.0111665	1	42897.1	101727
Com Hem Holding	Tele2 AB	3735.47	2.43452	9.5467	17.9615	20.6657	1	296	1096	4528	-7.03986	-3.55698	3.83281	2.29728	47.842	706.828	0.124423	1	79134.6	77827.4
TNT Express BV	FedEx Corp	4060.67	-1.1755	2.01032	0.788566	9.22668	0	454	52898	183000	-12.1616	3.38983	1.94401	3.54876	-50	1163.1	0.0901063	1	48445.1	153751
Uniper SE	Fortum Oyj	3692.64	0.045486	4.49159	4.2743	6.04977	0	273	11649	19933	-0.800477	143.352	3.79356	3.12978	397	1823	3.4	0	18947.6	81874.8
Telecity Group Ltd	Equinix Inc	3781.69	6.47973	1.45089	24.6319	14.1078	0	256	750	10207	8.53835	19.5154	2.20287	2.61738	74.1177	324.367	0.000817996	1	35256.7	65492
Ablinx NV	Sanofi	3278.4	-33.0582	10.8367	-29.0916	14.4973	0	135	419	99412	7.71208	-0.992939	2.32091	1.86382	-108.532	12314	2	1	77057.3	79134.6
Catlin Group Ltd	XL Group Ltd	3133.08	3.09372	-0.919663	5.14311	0.0641059	0	135	2517	7304	11.4201	-1.2973	4.52873	5.86286	348.343	-497.078	0.00831808	1	20340.7	224024
BTG Ltd	Boston Scientific Corp	3337.17	5.61527	-0.267354	46.6577	9.75989	0	273	1547	38000	2.31481	5.55556	1.24751	2.10054	96.1673	-71.9301	0.00817996	1	16314.1	84064.7
Belmond Ltd	LVMH Moet Hennessy	3209.3	-1.70935	4.58334	7.69902	15.6195	0	124	9300	163000	2.1978	10.3476	2.48827	2.72725	-24.1156	4702	0.3	0	20681.4	107935
Douglas Holding AG	CVC Advisers Ltd	2869	-6.87839	2.19619	15.5024	3.89485	0	91	23623	150	-0.419356	12.782	2.21769	2.25515	-109.7	1.32195	1.18114	1	34931.3	102683
Brake Bros Ltd	Sysco Corp	2811.03	4.19776	1.06159	13.2251	7.55144	0	134	10000	57000	-0.921431	-17.3913	2.30568	11.0878	76.4381	194.906	0.890472	1	94160.6	132357
QNB Finansbank AS	Qatar National Bank Q	2750	1.30342	1.21874	4.10829	2.56249	0	177	11555	27000	-4.40142	-3.44828	11.7403	13.1834	348.125	2865.61	0.221679	1	21732.9	68582.4
Saeta Yield SA	TerraForm Power Inc	2450.54	1.53534	-1.5337	8.70994	4.42179	0	147	49	174	11.3636	-1.69492	4.32708	4.76293	36.49	-132.833	0.00890551	1	46557.5	16981.6
Ahsell AB	CVC Advisers Ltd	2532.55	6.22088	2.19619	11.8613	3.89485	0	86	5724	150	4.62438	12.782	2.67957	2.25515	154.262	1.32195	1.18114	0	8085.3	41423.3
Havas SA	Vivendi SE	2329.09	2.83472	3.81619	5.63565	5.63367	1	27	19479	42800	4.77087	-2.50569	3.68378	2.42569	177	1440	5.5	0	33467.5	61038
Ocean Rig UDW Inc	Transocean Ltd	2222.86	-0.155599	-2.4701	83.7568	3.83836	0	94	1160	5350	-15.1426	-18.9394	3.13623	1.97085	-4.79162	-497.37	0.0817996	1	33513	72171
Total Direct Energie	TOTAL SE	2075.2	2.87648	-2.68508	3.28954	9.24916	1	79	590	105476	60.3261	-2.13406	5.94011	2.5669	51.87	-6352.65	2.04499	1	17820.6	714707
TSB Banking Group	Banco de Sabadell SA	2346.49	-0.389856	0.00087135	1.23587	7.21988	0	130	7068	16610	-13.7838	-34.4747	22.8045	18.1447	-179.888	2.002	0.125	1	11346.4	56360.8
World Duty Free St	Dufry AG	2276.52	1.7715	-20.425	10.6536	-4.74993	0	132	9500	17795	13.4193	-43.2123	4.43211	7.06362	34.902	-2348.56	4.6204	1	34804	49183.3
Spirit Pub. Co Ltd	Greene King Ltd	1878.77	5.32248	-5.52665	8.37122	2.06835	1	274	16461	37933	-2.01786	-1.23672	2.86588	2.86446	120.579	-337.986	0.142879	1	16214.4	38182.5
Lafarge SA	LafargeHolcim Ltd	2169.79	0.408356	3.04302	5.4125	18.7764	0	106	44271	67409	-30.4866	-6.37639	2.33394	2.04136	143	1585.51	1.84816	1	23375.1	48584
XPO Logistics Euro	XPO Logistics Inc	1984.05	0.962858	0.726145	16.6363	6.64414	0	41	58186	102000	4.96068	2	4.79145	5.60018	46.112	96.4916	0.000817996	1	72763.4	72996.5
CSR Ltd/United Kin	QUALCOMM Inc	1666.51	11.0504	15.1654	33.9104	19.6971	0	306	2111	41000	-0.28342	-10.8108	1.35479	6.23985	72.8966	4647.22	8.61E-05	0	4909.76	127584
Synergy Health Ltd	STERIS PLC	1629.81	5.08205	7.7649	25.1203	29.2521	0	386	5617	13000	9.98629	8.33333	1.88261	1.59756	42.7554	366.825	0.000911494	0	2503.73	315084
SATO Oyj	Fastighets AB Baldar	1786.3	2.07474	3.92576	4.01153	5.79384	0	16	226	824	-1.31004	5.10204	2.33218	3.15547	101.9	633.646	0.0995383	0	2874.93	382698
Lusotica Group Sp	EssilorLusotica SA	1713.7	8.77037	0.162058	34.6708	15.1281	0	90	82358	144512	-3.27892	-4.44982	1.69545	1.56417	900.202	85	0.18	1	12026.1	59344
Lusoft Holding Inc	DXC Technology Co	1648.06	9.90646	-19.3199	56.0293	11.2564	0	158	12738	138000	1.034	6.15385	1.34355	3.43362	48.7881	-4831.85	0.00911494	1	10306.6	316270
Havas SA	Vivendi SE	1583.78	2.83472	3.81619	5.63565	5.63367	1	191	19479	42800	4.77087	-2.50569	3.68378	2.42569	177	1440	5.5	0	1963.46	143180
HellermannTyton G	Aptiv PLC	1635.48	7.08812	11.6458	19.0435	14.9968	1	144	3808	151000	5.60177	7.0922	1.96478	2.64253	50.955	1582.46	0.00817996	1	16382	132640
WMF AG	SEB SA	1585	3.81419	3.51762	29.6852	14.7279	0	191	6114	33284	1.00776	-0.0270327	1.92822	3.51544	25.161	300.5	1	1	23767.3	69658.9
DNA Oyj	Telnor ASA	1500	7.52007	6.86191	30.9233	20.6104	0	134	1609	18000	-0.923645	-10.1976	6.25683	6.61754	114.802	1618.99	0.571585	1	42385.1	156052
Ramirent Oy	Lovam SAS	1365.21	5.56861	0.0845529	33.0948	11.9727	0	38	2916	11051	3.01418	-2.70294	2.85317	8.49484	47.833	4.754	10	0	31172.1	34819.1
Geberit Production	Geberit AG	1220.11	9.40691	17.1823	18.7866	48.7315	0	141	6149	11569	-0.998229	-0.43033	10.7009	1.95663	45.6	600.102	0.092408	1	188214	146546
Bwin Party Digital	Entain PLC	1316.87	-9.60977	0.810744	26.5043	16.9596	0	208	2553	23573	-9.40383	-4.2293	1.52806	2.44069	-92.1	65.0342	0.0111665	1	70311.6	103405
Aldermore Group P	FirstRand Ltd	1222.78	1.47338	1.01046	11.1053	0.0														

Cimber Financial	Nasdaq Inc	185.45	-32.6507	5.84898	-37.4261	10.8464	0	150	293	4830	32.6996	10.7544	2.34247	2.64273	-10.1259	818.424	0.00817996	1	4423	22056
Celis International	Charles River Laborato	194.95	9.73805	7.1547	63.8164	16.3295	0	15	230	18400	-12.2137	7.60234	1.31171	2.71622	4.80719	319.965	0.00820143	0	7705.94	161382
Uhsoy Elektrik Ina	Eaton Corp PLC	186.59	1.27469	4.36337	-6.57292	17.4708	0	73	869	92000	21.3687	-8.91089	1.49065	2.084	0.950447	1236.85	0.00817996	1	5234.8	20994.5
KAS Bank NV	Credit Agricole SA	188.3	-0.515938	0.144393	-28.1756	0.0994932	0	253	400	72520	-10.7143	-3.97754	17.5647	31.838	-19.01	2692	3	1	17897.7	88303.5
Proffice AB	Randstad NV	192.4	6.48615	3.07926	15.2107	29.8089	0	84	5692	34680	-7.4091	-9.40439	2.63568	2.25422	11.3213	304	0.1	1	5267.1	89813
32Red PLC	Kindred Group PLC	190.91	29.2564	18.4777	85.3909	53.4816	0	134	107	1616	33.75	-6.12245	1.75919	2.76753	7.71984	185.876	0.000697904	0	11034.4	49302
Maybom Group Ltd	Shanghai Jahwa United	173.82	13.1397	3.83376	10.7616	14.8636	0	0	1602	5501	39.9127	62.0324	4.88306	1.75541	10.7409	54.6626	0.125321	1	9180.16	10588
PRIMETECH SA	Famur SA	176.91	24.6171	6.76788	44.206	78.1481	1	49	149	2969	13.7405	-35.9577	3.97553	1.6734	1.621	41.6508	0.00218932	1	9333.88	17458
DHB Verwaltungs A	Aareal Bank AG	162	-1.20844	-0.170871	-9.50476	7.07817	1	113	60	2982	-7.69231	6.84343	21.6307	15.0243	-65.585	-74	3	1	1840.69	18434.3
Agg Rangemaster G	Middleby Corp/The	169.8	0.0398327	4.06275	7.38295	16.2682	0	71	2553	9289	1.47059	-5.00102	2.37512	2.60092	0.124088	181.765	0.00818666	1	18186.8	27441.4
Okmetic Oyj	National Silicon Industr	161.33	5.34579	0.711894	45.2541	5.87024	0	222	401	1581	5.44959	14.9818	1.49123	1.68527	4.8323	11.0635	0.125321	1	6864.53	20093.3
Kotipizza Group Oyj	Orkla ASA	158.34	5.47346	7.25959	16.1862	26.076	0	218	98	18110	78.1818	-1.29714	1.92075	1.67964	3.315	408.085	0.11908	1	103222	358652
Interbanca SpA	Banca IFIS SpA	160	-0.347722	0.610175	-15.3877	0.277256	1	125	619	1756	-0.322061	0.171135	5.40469	7.37706	-15.828	68.804	1	1	10857	14879.3
TORM A/S	TORM PLC	157.36	-8.2875	4.40292	21.6451	24.0325	0	36	406	345	-15.942	-18.0523	1.95764	1.9764	-128.806	77.2932	0.00817996	1	13517.7	14526.3
Nationale Borg-Mas	AmTrust Financial Serv	161	8.00963	-1.45877	23.2382	-1.71772	0	300	74	9300	-2.63158	16.25	2.25515	10.328	12.2938	-309.467	0.00831808	1	4237.12	42776
Goldbach Group AC	TX Group AG	146.39	6.51021	-3.93539	19.8496	16.967	1	423	322	3557	-2.5641	-3.0526	5.91959	1.61345	10.6054	-104.92	9.2408	1	9588.77	19361.2
Nuevolution AB	Amgen Inc	149.79	-59.3694	11.8446	-572.397	19.6063	0	68	47	24300	4.25532	3.84615	1.17569	6.42779	-9.72408	6371.95	8.18E-05	1	14815.8	33839.7
Scottish Salmon Co	Bakkafrost P/F	150.47	21.2525	3.51843	39.666	10.5824	0	83	645	1699	19.0196	9.40116	1.63672	1.5423	53.8622	62.091	0.134382	1	20232.4	105781
Penna Consulting Pl	Adecco Group AG	116.52	9.46053	-0.96253	15.4951	10.9522	0	63	342	30264	13.245	-12.6277	2.20367	2.84837	4.94577	-98	0.1	1	7052.59	46077.5
Candyking Holding	Cloetta AB	112.27	-21.6826	2.97087	4.99186	12.9185	1	70	384	2609	-16.7028	0.912895	5.3863	2.25848	-33.9126	26.8114	0.497692	1	9991.18	64258.3
IGE + XAO	Schneider Electric SE	102.65	12.4143	4.50019	54.6494	17.22	1	103	363	155466	-1.08992	2.75551	1.44589	2.23983	7.984	2126	4	1	10085	348987
HFL Realisations L	Fraser Group PLC	100.63	1.57329	2.67351	0.46673	14.5562	1	0	17444	30000	-0.416738	2.04082	10.145	2.79128	17.8092	107.177	0.114303	1	14175.5	22356.7
Forum Markets Pol	Forum Oyj	99.84	6.02091	4.49159	14.3189	6.04977	0	91	233	19933	16.5	143.352	1.617	3.12978	5.8014	1823	3.4	1	18511.2	100560
DAB Bank AG/DE	BNP Paribas SA	80.93	0.589973	0.303748	-0.32327	5.87582	0	361	575	193319	9.78261	-2.76487	20.9777	23.0797	32.019	7067	2	1	8246.92	274726
Audika Groupe SAS	Demant A/S	90.64	5.11151	5.1275	20.9222	19.2043	0	224	817	16591	0.887199	8.07061	1.89159	2.75242	6.383	150.383	0.0268764	1	33871	40692
Audika Groupe SAS	Demant A/S	77.46	5.11151	5.1275	20.9222	19.2043	0	261	817	16591	0.887199	8.07061	1.89159	2.75242	6.383	150.383	0.0268764	1	4592.31	13342.3
Solaredge Automati	SolarEdge Technologie	74.11	-3.02429	7.13792	4.90202	16.4765	0	18	170	3174	6.91824	30.5636	2.75597	2.07214	-1.3364	123.09	8.18E-05	1	12947.6	12986.3
Bank BPH SA	Akor Bank SA	71.74	-3.40759	-0.40067	-4.08493	0.415018	1	263	5287	7878	-2.45387	-3.25433	6.93571	11.6836	-256.391	-70.0708	2.18932	1	9159.92	21732.9
Miton Group PLC	Premier Miton Group F	72.41	10.3476	4.01721	119.867	7.58696	1	72	56	150	5.66038	38.8889	1.11718	1.67545	7.92501	6.70872	0.000220287	1	23783	36191
Cementos Portland	Fomento de Construcc	68.58	-11.6743	2.06369	-2.00715	4.70868	1	360	1555	60128	-29.6698	2.90252	4.36937	5.99323	-224.893	262.179	1	1	5047.76	188724
Net Turizm Ticaret	NET Holding AS	61.83	0.133745	-6.49556	-0.289816	0.166531	1	79	744	4071	7.85714	-5.72024	1.3265	1.76686	0.697944	-61.8828	0.110088	1	3943.83	16688.4
SimmerSchrader AG	Accenture PLC	64.54	13.795	15.2773	66.3452	41.9581	0	51	577	537000	-6.48298	2.84553	1.72565	2.12892	4.41448	4589.34	2.30E-05	1	10934.6	15963.9
Thermocompact SA	Edify SA	57.57	7.88923	1.83324	28.1739	9.37447	0	63	270	3846	0.371747	5.57233	1.61149	2.24169	3.88	11.977	1	0	1346.12	114529
FreeAgent Holdings	Natwest Group PLC	51.87	-42.97	-0.048866	-4.10578	0.034539	1	69	125	59900	50.6024	-4.76948	2.29338	19.6811	-3.43164	-418.559	1.11665	0	8169.36	117960
Graunier AG	Ningbo Jifeng Auto Pu	60	-4.48164	-1.4802	1.3501	4.67513	0	0	14192	17709	-4.81556	-4.23944	4.55631	3.96711	-63.883	-32.8116	0.125321	1	8854.81	35544.5
Octo-Technology S	Accenture PLC	56.39	11.5549	15.2773	34.5546	41.9581	0	187	274	537000	14.1667	2.84553	2.0026	2.12892	2.844	4589.34	2.30E-05	1	394.249	126159
Data Modul AG Pro	Arrow Electronics Inc	55.6	5.03306	3.49391	21.5887	11.4225	0	86	500	19800	2.24949	1.5544	1.46274	3.37884	7.563	512.667	0.817996	1	1677.19	5357.08
Boltoni SpA	Hyster-Yale Materials F	55.44	6.45877	2.00178	16.7449	13.8117	0	143	852	7600	0.70922	-3.79747	2.37072	3.19213	8.329	32.544	0.0163599	1	22308.1	40818.5
Biosintez OAO	Sun Pharmaceutical Ind	56.83	-0.415524	5.67303	-1.74143	34.9101	0	27	1195	17759	17.3881	1.4742	20.3275	1.53139	-0.235187	477.997	0.012093	1	146684	175116
ICBC Turkey Bank	Industrial & Commerci	53.31	0.417376	0.995693	19.5983	4.574	0	36	826	439787	12.9959	-1.195	15.8612	12.3507	11.4952	40139.9	0.125321	1	5471.85	20097.3
Eltech Anemos SA	Ellaktor SA	50.37	3.54221	-6.35363	8.27655	-0.653715	1	205	34	5676	54.5455	-5.00418	3.10577	9.12972	15.9397	-186.715	1.03	1	14000.1	65200.9
Mntse Holding AB	Axfood AB	53.57	-36.0887	10.5686	-64.781	34.0397	1	67	69	11251	60.4651	-11.4727	1.26448	4.32419	-7.11766	182.05	0.497692	0	13399.3	44642.5
Dom Security	Groupe SFPI	46.73	6.01563	0.719127	12.8768	13.7241	1	131	1569	3852	4.01845	1.29601	1.99134	2.57009	10.988	3.734	0.04	1	8246.92	13738.2