

**VILNIAUS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO ADMINISTRAVIMO FAKULTETAS
EKONOMINĖS POLITIKOS KATEDRA**

VALSTYBĖS EKONOMINĖS POLITIKOS MAGISTRO PROGRAMA

Tomas Brunonas LENGVENIS

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

**BANKŲ SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ CENTRINĖJE IR RYTŲ
EUROPOJE EFEKTYVUMO IR VERTĖS POKYČIŲ VERTINIMAS**

**EVALUATION OF MERGERS AND ACQUISITIONS EFFECT ON BANK
EFFICIENCY AND VALUE IN CENTRAL AND EASTERN EUROPE**

Darbo vadovas **Dr. A. Burinskas**

Vilnius, 2021

TURINYS

LENTELIŲ IR PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS	3
ĮVADAS	5
1. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ BANKINIAME SEKTORIUJE TEORINIAI ASPEKTAI .	8
1.1 Įmonių susijungimų ir įsigijimų samprata.....	8
1.1.1 Įmonių susijungimų ir įsigijimų tipai	9
1.1.2 Įmonių susijungimų ir įsigijimų proceso eiga	13
1.2 Bankinio sektoriaus ir įmonės vertės sampratos	16
1.3 Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sukuriama vertės veiksniai	23
1.4 Veiksniai nulemiantys susijungimų ir įsigijimų sandorių teigiamą įgyvendinimą	26
1.5 Veiksniai lemiantys susijungimų ir įsigijimų sandorių teigiamą įtaką bankų veiklos efektyvumui.....	30
2. BANKŲ SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ POVEIKIO BANKŲ VEIKLOS EFEKTYVUMUI IR JŲ VERTEI VERTINIMO METODOLOGIJA	35
2.1 Bankų veiklos efektyvumo pokyčio empiriniai tyrimai ir metodai.....	35
2.2 Bankų vertės pokyčio empiriniai tyrimai ir metodai.....	40
2.3 Empirinio tyrimo duomenys ir eiga	44
3. CENTRINĖS IR RYTŲ EUROPOS BANKŲ SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ POVEIKIO EFEKTYVUMUI IR VERTEI TYRIMAS.....	47
3.1 Bankų sandorių efektyvumo pokyčių analizė	47
3.2 Bankų sandorių vertės pokyčių analizė.....	59
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI.....	67
LITERATŪROS SĄRAŠAS	71
SUMMARY	77

LENTELIŲ IR PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

Paveikslų sąrašas:

1 pav. Horizontalaus, vertikalaus ir konglomeratinio tipo jungimosi schemas. Sudaryta autoriaus.....	10
2 pav. Įprastos susijungimų ir įsigijimų proceso dalys. Sudaryta autoriaus.	13
3 pav. Savininkų vertės kelio modelis. Sudaryta autoriaus pagal Koller ir kt. (2015).	20
4 pav. Atliekamo tyrimo eiga. Sudaryta autoriaus.....	45
5 pav. Bankų jungimosi sandorių nuosavo kapitalo gražos rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus....	48
6 pav. Bankų jungimosi sandorių turto gražos rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus.	49
7 pav. Bankų jungimosi sandorių pelno tenkančio vienai akcijai rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus.....	51
8 pav. Bankų jungimosi sandorių grynosios pelno maržos rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus. ...	52
9 pav. Bankų jungimosi sandorių grynosios pelno maržos rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus. ...	53
10 pav. Bankų jungimosi sandorių grynujų pinigų ir grynujų pinigų ekvivalentų santykio su turtu rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus.....	55
11 pav. Bankų jungimosi sandorių mokumo rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus.	56
12 pav. Pirmoji sandorių grupė pagal sumuotųjų neįprastųjų akcijų gražų bruožus. Sudaryta autoriaus.....	62
13 pav. Antroji sandorių grupė pagal sumuotųjų neįprastųjų akcijų gražų bruožus. Sudaryta autoriaus.....	63
14 pav. Trečioji sandorių grupė pagal sumuotųjų neįprastųjų akcijų gražų bruožus. Sudaryta autoriaus.....	64

Lentelių sąrašas:

1 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų sąvokos aiškinimo skirtumai literatūroje. Sudaryta autoriaus.....	8
2 lentelė. Dažniausiai tyrėjų naudojami finansiniai rodikliai vertinant jungimosi sandorių efektyvumą. Sudaryta autoriaus.....	37
3 lentelė. Tiriami Centrinės ir Rytų Europos bankų jungimosi sandoriai. Sudaryta autoriaus.....	47
4 lentelė. Bankų NKG rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa. ..	48
5 lentelė. Bankų NKG rodiklio pokyčio grupuotos imties T testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	48
6 lentelė. Bankų TG rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa.....	50
7 lentelė. Bankų NKG rodiklio pokyčio grupuotos imties T testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	50
8 lentelė. Bankų PTVA rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa..	51

9 lentelė. Bankų PTVA rodiklio pokyčio grupuotos imties T testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	51
10 lentelė. Bankų GPM rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	52
11 lentelė. Bankų GPM rodiklio pokyčio grupuotos imties T testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	53
12 lentelė. Bankų KP rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	54
13 lentelė. Bankų KP rodiklio pokyčio grupuotos imties T testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	54
14 lentelė. Bankų GPET rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	55
15 lentelė. Bankų GPET rodiklio pokyčio grupuotos imties T testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	55
16 lentelė. Bankų MR rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	56
17 lentelė. Bankų MR rodiklio pokyčio grupuotos imties T testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	57
18 lentelė. Bankų finansinių rodiklių pokyčio procentas po jungimosi sandorio bei pokyčio statistinio reikšmingumo vertinimas. Sudaryta autoriaus.	57
19 lentelė. Agreguotų neįprastųjų gražų vidurkiai ir jų statistinio reikšmingumo rodikliai. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	60
20 lentelė. Bankų jungimosi sandorių neįprastosios akcijų gražos 10 dienų prieš ir po sandorio paskelbimo. Sudaryta autoriaus.	65
21 lentelė. Sumuotų neįprastųjų akcijų gražų rodikliai ir statistinio reikšmingumo vertinimas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.	65

IVADAS

Temos aktualumas. Pasaulinėms rinkoms augant konkurencija tarp įmonių įgauna vis didesnę pagreitį. Šiandieną konkurencijos prisotintas verslas siekia išnaudoti visas galimybes, leidžiančias užimti kuo didesnę rinkos dalį. Paskutiniaisiais dešimtmečiais vietoj įprastų konkurencijos mechanizmų, kaip kad naujų produktų/paslaugų kūrimas, kainų mažinimas, paslaugų kokybės gerinimas, vis didesnę reikšmę įgauna įmonių susijungimų ir įsigijimų strategijos įgyvendinimas. Susijungimų ir įsigijimų mastas per pastaruosius 30 metų smarkiai išaugo įvykdytų sandorių skaičių padidindamas 5 kartus bei vidutinę metinę sandorių vertę padaugindamas 7 kartus (IMMA analysis). Susijungimų ir įsigijimų strategijos vykdymas yra itin sudėtinga užduotis, kurią teisingai įvykdžius galima sustiprinti įmonės našumą, padidinti pelną, optimizuoti kaštus ir užsitikrinti vietą rinkoje. Finansinių institucijų rinka nėra išimtis pasaulinėms įmonių tendencijomis ir taip pat aktyviai vykdo įmonių jungimosi strategiją. Bankų sektoriaus istorijoje galima matyti reikšmingą susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičių reiškiantį, jog bankai taip pat vykdo ambicingą plėtimosi strategiją siekdami neatsilikti nuo konkurentų ir išlikti reikšmingais rinkos dalyviais.

Pripažįstant susijungimų ir įsigijimų svarbą įmonių plėtimosi strategijoje, tokio tipo restruktūrizavimai gali pasirodyti kaip sprendimas problemų, persekiojančių banką. Vis tik toks požiūris į įmonių jungimąsi yra ydingas – susijungimų ir įsigijimų procesas yra aukšto lygmens kompleksinis uždavinys, kuris yra įkandamas ne kiekvienai tuo susigundžiusiai organizacijai. Bandant vykdyti nuolatinę augimo politiką, bankų vadovai gali siekti vykdyti įmonių jungimus bet kuria kaina, net kada tai nėra optimalus pasirinkimas įmonės strategijai įgyvendinti. Itin svarbu tai, jog šio klausimo problematika išsitiesia ir už besijungiančių organizacijų ribų – tvari ir stabili bankų sistema yra itin svarbi šalies ekonomikos dalis. Žvelgiant tiek į praktikoje matomus atvejus, tiek į mokslinę literatūrą galima išskirti du itin svarbius veiksniai bankų jungimosi sandoriuose valstybinės ekonomikos kontekste – konkurencijos ir stabilumo klausimai. Cerasi ir kt. (2011) tiriant ryšį tarp bankų jungimosi sandorių ir konkurencijos bei bankų koncentracijos pabrėžia, jog jungimosi sandoriai gali nulemti neigiamus pasikeitimus bankų koncentracijoje ir konkurencijoje rinkoje. Tačiau taip pat dažnai yra kalbama, jog kaip tik jungimosi sandoriai padeda kurti tvirtesnius, stabilesnius ir šokam atsparesnius bankus. Vertinant, jog neretu atveju bankų sukeltus nuostolius teikiasi padengti valstybė savomis lėšomis, yra itin svarbu suprasti ar bankų jungimosi sandoriai turi teigiamos įtakos jų efektyvumui ar vertei. Turint tai omenyje, svarbu nepamiršti, jog dviejų finansinių institucijų jungimosi procesas neužsibaigia ties parašo padėjimu kontrakte – sujungimas apima visą integracijos procesą, sukuriantį patobulintą juridinį vienetą. Neretai po susijungimo datos yra pamirštami pirminiai strateginiai siekiai ir sunku įvertinti, ar jungimosi sandoris buvo sėkmingas. Šiame darbe siekiama padėti suprasti, kokia iš

tikro efektyvumo ir vertės generacija slypi už susijungimų ir įsigijimų vykdomų Centrinės ir Rytų Europos bankuose.

Problema. Finansų rinkose vykdomi bankų susijungimų ir įsigijimų sandoriai gali lemti neigiamas pasekmes ne tik besijungiančių organizacijų sąskaita, tačiau ir visos valstybės ekonominiu lygmeniu. Prieinamos informacijos trūkumas apie šio tipo bankų sandorių faktinį efektą bankų veiklos efektyvumui ir vertei Centrinės ir Rytų Europos šalyse verčia kelti klausimą, ar šie sandoriai suteikia daugiau naudos ar žalos.

Tikslas. Išanalizavus Centrinėje ir Rytų Europoje vykčius komercinių bankų susijungimų ir įsigijimų sandorius, įvertinti šių sandorių įtaką bankų efektyvumui ir vertei.

Uždaviniai

1. Atlikus susijungimo ir įsigijimo sandorių literatūros teorinę analizę, atskleisti susijungimo ir įsigijimo sandorių, bankinio sektoriaus bei įmonės vertės sampratas.
2. Atlikus mokslinės literatūros analizę, nustatyti bankų susijungimų ir įsigijimų kuriamos vertės veiksniai bei jų sėkmingo pasiekimo sąlygas.
3. Teoriniu aspektu išanalizuoti susijungimo ir įsigijimo sandorių reikšmę bankinio sektoriaus įmonių vertei ir efektyvumui.
4. Sudaryti bankų susijungimų ir įsigijimų sandorių efektyvumo ir vertės pokyčio tyrimo metodologiją.
5. Atlikti finansinių rodiklių skaičiavimą tiriamiesiems jungimosi sandoriams ir išanalizuoti jų pokyčius prieš ir po jungimosi sandorio, įvertinant įtaką bankų veiklos efektyvumui.
6. Išanalizuoti ir įvertinti tiriamųjų bankų vertės pokyčius prieš ir po jungimosi sandorio.

Tyrimo objektas. Tyrimui atlikti yra analizuojami Centrinės ir Rytų Europos bankų jungimosi sandoriai vykę 2015 – 2018 metais.

Tyrimo metodai. Darbe yra atliekama mokslinės literatūros ir kitų informacijos šaltinių analizė, lyginamoji analizė, teorinės informacijos sintezė bei jos apibendrinimas. Tyrimui atlikti yra naudojamas finansinių rodiklių skaičiavimas, jų analizė ir lyginimas, akcijų neįprastųjų grąžų skaičiavimo metodas ir rezultatų grafinis atvaizdavimas . Duomenų ir rezultatų reikšmingumui nustatyti yra naudojami statistinės analizės metodai taikant IBM SPSS Statistics 26 ir MS Excel 2010 programas.

Struktūra. Rašto darbas susideda iš trijų dalių. Pirmoje dalyje yra atliekama mokslinės literatūros analizė aiškinantis susijungimų ir įsigijimų teoriją. Analizuojami susijungimo ir įsigijimo sandorių teoriniai aspektai pradedant sandorių sudarymo metodų įvardinimu. Sekančiuose poskyriuose yra susipažįstama su bankinio sektoriaus bei įmonių vertės sampratomis. Toliau yra aiškinimasi, kokie yra literatūroje aprašomi jungimosi sandorių vertės veiksniai. Susipažinus su susijungimus ir įsigijimus lemiančiomis priežastimis, yra gilinamasi į sandorio vykdymo eigą padengiant proceso laiką nuo pasirengimo iki integracijos pabaigos. Įvertinus eigą, rašto darbe pateikiami veiksniai, nulemiantys susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmę. Galiausiai teorinė analizė užbaigiama vertinant bankiniam sektoriui būdingus susijungimų ir įsigijimų sandorių bruožus. Antroji rašto darbo dalis yra tyrimas. Tyrimui naudojami 2015 – 2018 metų Centrinės ir Rytų Europos bankų jungimosi duomenys. Analizės metu tiriama, kokią įtaką susijungimo ir įsigijimo sandoriai nulėmė bankų efektyvumo rodikliams bei analizuojama, kaip šie sandoriai prisidėjo prie vertės kūrimo bankų savininkams. Tyrimo paskutinė dalis yra išvados, kuriose yra apibendrinama informacija iš teorinės ir tyrimo dalies, taip pat teikiami siūlymai ir rekomendacijos tolimesnėms studijoms.

1. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ BANKINIAME SEKTORIUJE

TEORINIAI ASPEKTAI

Pasaulinėse rinkose dideliu tempu vykstant įmonių susijungimams ir įsigijimams šiai augimo strategijai atsparus neišlieka ir bankinis sektorius. Susijungimai ir įsigijimai reikalauja itin didelių pokyčių įmonių organizacinėse struktūrose, detalaus perorganizavimo plano ir įdėmios kontrolės. Todėl itin svarbu, jog šios transakcijos procesas būtų nuoseklus ir išbaigtas, norint įgyvendinti sėkmingą dviejų ar daugiau juridinių asmenų pavertimą vienu juridiniu asmeniu. Šioje dalyje yra nagrinėjami pagrindiniai susijungimų ir įsigijimų teoriniai aspektai, pradedant nuo pačių susijungimų ir įsigijimų teorinės sampratos, sekant su esminėmis priežastimis, motyvuojančiomis įmones įgyvendinti sujungimus. Taip pat apžvelgiami pagrindiniai teoriniai aspektai vertinant skirtingus susijungimų ir įsigijimų metodus bei aptariami esminiai momentai, dažniausiai nulemiantys sėkmę vykdant įmonių jungimus. Galiausiai yra įvertinama, kokie teoriniai aspektai yra svarbūs vykstant susijungimams ir įsigijimams bankiniame sektoriuje.

1.1 Įmonių susijungimų ir įsigijimų samprata

Kalbant apie įmonių vertės didinimą, galima rasti daugybę būdų tai įgyvendinti, tačiau vienas iš dažniausiai sutinkamų metodų, siekiant ambicingo augimo, yra susijungimai ir įsigijimai. Įprasta, jog tiek žiniasklaidoje, tiek profesiniame pasaulyje, mokslinėje literatūroje, šios dvi sąvokos yra naudojamos neatsiejamai viena nuo kitos.

1 lentelė. *Susijungimų ir įsigijimų sąvokos aiškinimo skirtumai literatūroje.* Sudaryta autoriaus.

Autoriai	Susijungimai	Įsigijimai
Schade V. (2013)	Konsolidacija tarp dviejų ar daugiau įmonių, iš kurių tik viena išlaiko autonomiją.	Įmonės ar jos dalies nupirkimas įgaunant dalinę arba pilną kontrolę.
Poniachek H.A. (2019)	Susijungimai ir įsigijimai susidaro iš perkančiosios įmonės ir parduodančios - taikinio. Perkančioji įmonė išlieka, o įmonė taikinys - pradingsta.	
Halibozek E., Kovacich G.L. (2005)	Sujungiamos dvi įmonės lygiomis teisėmis ir lygiais įsipareigojimais, sukuriama nauja įmonė.	Įsigijimo metu nėra jokios intencijos nupirkti visą įmonę - svarbu įsigyti tik specifinę verslo veiklą, produktą ar kt.
Ibrahimi M. (2018)	Susijungimo tarp dviejų įmonių esmė - išnaudoti įgytas galias ir pasisavinti naujus žmogiškuosius ir materialiuosius resursus.	
Machiraju H.R. (2007)	Susijungimas yra dviejų ar daugiau įmonių jungimas, po kurio išgyvena tik iš viena įmonių, o kita yra išregistruojama.	Įsigijimo metu viena įmonė įgyja kitą įmonę arba jos dalį, todėl yra galimybė, jog taikinė įmonė liks aktyvi.
Miller E.L. (2008)	Susijungimo metu kuri nors iš besijungusių įmonių nustoja gyvuoti kaip atskiras vienetas, aktyvi lieka tik viena.	Perkamos taikinės įmonės visos arba kontrolinis paketas akcijų, visas arba dalis turto.
Dash A.P. (2010)	Iš dviejų lygiaverčių įmonių suformuojama nauja, buvusios akcijos pakeičiamos naujomis.	Įmonė perima kita ir save aiškiai identifikuoja savininke, perimtoji įmonė nustoja egzistavusi.

Nemaža dalis akademikų sąmoningai neskiria susijungimų ir įsigijimų termino kalbant apie įmonių jungimus (Gomes, 2011). Dažnai yra sutinkamas bazinis apibrėžimas komentuojant

susijungimus ir įsigijimus, kuris naudojamas komentuojuant dviejų skirtingų įmonių turto jungimą. Poniachek (2019) ir Ibrahim (2018) taip pat abi sąvokos yra linkę bendrinti kaip vienalytį terminą, kalbant apie visus įmonių jungimosi sandorius. Tačiau būtų teisinga atkreipti dėmesį, kol šios sąvokos yra dažnai vartojamos kartu, derėtų suvokti ir jų skirtumus. Pasak Roberts ir kt. (2010) vykdamas susijungimą derybų metu įmonės gali nuspręsti jungtis sukuriant naują, didesnę įmonę, o įgyvendinant įsigijimą derybos nėra būtinos ir viena iš įmonių po transakcijos nustoja gyvavusi kaip atskiras juridinis asmuo. Atskyrimą tarp dviejų sąvokų pabrėžia ir Sherman ir kt. (2010) teigiant, jog kalbant apie susijungimą dažniausiai referuojama į dvi įmones susijungiančias į vieną. Tuo tarpu įsigijimas, pasak autorių, tipiška turi perkančiąją įmonę, kuri išperka parduodamą įmonę.

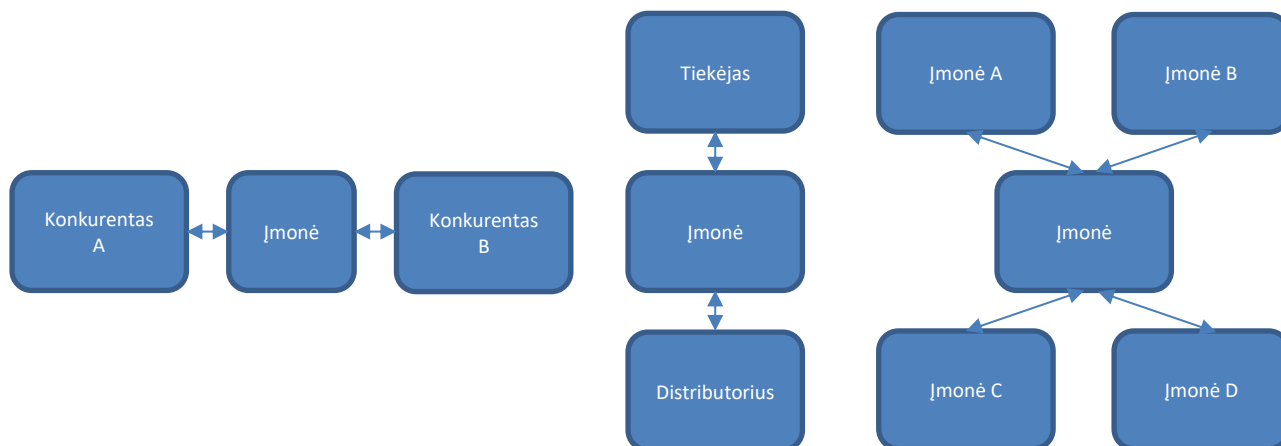
1 lentelėje galima matyti, jog daugiau autorių yra linkę jungimosi sąvokas atskirti, pabrėžiant, jog susijungimas daugiausiai vyksta tarp lygiaverčių įmonių, o įsigijime yra dominuojanti įmonė ir įmonė taikinė, kuri po įsigijimo gali pranyksta. Lentelėje taip pat matoma, jog dauguma autorių išskiria, jog įsigijimo metu taikinė įmonė nebūtinai likviduojama – gali būti, jog įsigyjama tik dalis įmonės, o likusi dalis gali toliau veikti individualiai. Literatūroje galima surasti ir kiek platesnį susijungimo sąvokos komentavimą išskiriant dar vieną tipą – pasak Gaughan (2014) susijungimas yra dviejų įmonių kombinavimas, po kurio aktyvi išlieka tik viena iš įmonių, tuo tarpu kitos įmonės egzistavimas yra nutraukiamas. Tuo pačiu metu autorius apibrėžia kitą, įmonių konsolidavimo sąvoką, atskirdamas, jog įmonių konsolidavimas nuo susijungimo skiriasi, jog konsolidacijos metu dvi ar daugiau įmonių jungiasi formuodamos naują juridinį vienetą – visos besijungiančios įmonės tampa neaktyviomis ir išlieka tik naujai įsteigta įmonė.

Taigi, susijungimų ir įsigijimų sandorių sąvoką galima rasti naudojamą apibrėžiant skirtingus veiksmus. Dominuojantis aiškinimas nurodo, jog šios dvi sąvokos, nors ir naudojamos neatsiejamai, reiškia skirtingus dalykus. Tačiau galima sutikti ir atvejų, kuomet susijungimų ir įsigijimų sąvoka nėra skaidoma ir yra naudojama tapačiai.

1.1.1 Įmonių susijungimų ir įsigijimų tipai

Įprastai susijungimai ir įsigijimai yra suprantami, kaip viena įmonė (pirkėja) įsigyjanti didžiąją dalį kitos įmonės (pardavėjos) akcijų – virš 50%, dar kitaip vadinamą kontrolinį paketą. Kol tai teisingai apibūdina įsigijimo sąvoką, susijungimo metu nauja įmonė yra suformuojama, kurioje abi prieš tai buvusios individualios įmonės turi lygias teises (Junni ir kt., 2019). Susijungimai ir įsigijimai dažniausiai pagal savo tipą yra kategorizuojami į tris segmentus: horizontalūs, vertikalūs ir konglomeratiniai (Gaughan 2014). Kadangi nagrinėtoje literatūroje

dažniausiai sutinkamas išskirstymas pagal tokius segmentus, žemiau yra detaliau apžvelgiamas kiekvienas iš jų.



1 pav. Horizontalaus, vertikalus ir konglomeratinio tipo jungimosi schemas. Sudaryta autoriaus.

Horizontalaus susijungimo ar įsigijimo metu vyksta dalinis arba visiškas, taikus arba priešiškas, įmonės perėmimas, kurio metu iš karto praplečiami įmonės turimi resursai. Šios operacijos horizontaliajam pavyzdyje turi apimti įmones, kurios turi identišką ar bent labai panašias dominuojančias verslo veiklas, jos aptarnauja tą patį rinkos segmentą ir parduoda panašius produktus – pakaitalus (Ibrahimi, 2018). Pakaitalais įvardinami tie produktai, kurių kainai pakilus galima laukti padidėjimo kito produkto, pakaitalo, paklausoje. Pagal horizontalųjį pavyzdį taikomas rinkos segmentas gali būti toje pačioje, bet ir kitoje geografinėje vietovėje – to paties produkto pardavimo praplėtimo ribos atitinka horizontalaus jungimo kriterijų. Horizontalaus susijungimo ar įsigijimo metu kaštai, patiriami dėl konkurencijos, tampa pelnu, gaunamu bendrinant veiklą su prieš tai buvusiu konkurentu. Panašios verslo veiklos įmonių kombinacija leidžia atsirasti sinergijai tarp susijusių veiklų. Vertinant horizontalųjį jungimąsi yra įvardinami dveji sinergijos tipai: pajamų sinergija bei kaštų sinergija. Pajamų sinergija atsiranda iš padidėjusių rinkos galios, išaugusio pardavimo tinklo, pertvarkius marketingo resursus ir įmonės tikslus. Kaštų sinergija pastebima kombinuojant susijungusių įmonių veiklas daugelyje funkcinių vietų, kaip kad gamyba, marketingas, pardavimai, tiekimas, moksliniai tyrimai ir plėtra, vadovų skaičiaus sumažinimas. Tos pačios veiklos dėl sujungtų resursų, padidintos patirties ir žinių, gali būti vykdomos pigiau, negu prieš tai galėjo vykdyti kuri nors įmonė individualiai. Nekeičiant produkto kainos, didėja produkto pelno marža (Sudarsanam, 2004).

Vertikalus susijungimo ar įsigijimo metu vyksta kombinacija tarp įmonių, kurios turi pirkėjo – pardavėjo santykius. (Gaughan 2014). Dažnu atveju sutinkamas toks jungimosi būdas, kuomet gamintojai jungiasi su savo tiekėjais ar produkcijos pardavėjais. Įprastai didelės

gamybos įmonės perka išteklius gamybai iš daugumos skirtingų tiekėjų – vertikalūs jungimosi metu iš esmės yra siekiama sumažinti riziką susijusią su tiekėjais. Kalbant apie vertikalų jungimąsi galima įvardinti du jo tipus – priekinę ir atbulinę integraciją. Pasak pirmosios, susijungimai ir įsigijimai įgyvendinami su įmonėmis, kurios rūpinasi tolimesne produkto tiekimo grandine, einančia link galutinio kliento. Atbulinės integracijos metu įmonė renka jungtis su savo tiekėjo segmento įmonėmis taip prieidama arčiau prie gamybos resursų (Roberts ir kt. 2010). Roberts ir kt. pateikia pagrindinius vertikalų susijungimų ar įsigijimų pranašumus:

- Panašiai kaip ir su horizontaliaisiais įmonių sujungimais, įgyvendinus vertikalųjį galima kombinuoti įmonių procesus ir skyrių veiklas, kaip kad žmogiškųjų resursų skyrių ar informacinių technologijų aptarnavimo skyrių. Tuo pačiu, skyriuose, kuriuose yra įmanomas kombinavimas, teoriškai yra tikimasi ir efektyvumo padidėjimo dėl gerosios praktikos perėmimo.
- Vykdamas vertikalųjį susijungimą pabrėžiama geresnė įmonės pozicija dėl rizikos kontrolės ar net rizikos sumažinimas. Įmonei jungiantis su savo tiekėjais ar pardavėjais įmonė įgauna didesnę galią valdyti tiekimo/pardavimo kainas ir valdyti rizikas, kurios gali kilti iš šių tiekimo grandinės sričių.
- Vertikalūs jungimasis leidžia įmonei didinti savo kokybės valdymą – pilnai integruota produkto gamybos grandinė suteikia įmonei galimybę prižiūrėti visą procesą ir palaikyti bendrą kokybės standartą nuo žaliavos gavimo, produkto pagaminimo iki jo pristatymo klientui.
- Intelektualios nuosavybės ir patentų apsauga. Vertikalūs sujungimai yra populiarūs sektoriuose, kurie pasižymi nuolatinėmis inovacijomis. Užsakinėjant iš tiekėjų specifines žaliavas įmonės dažnai gali atskleisti per daug informacijos apie savo produkto sandarą bei gamybinį procesą – ši informacija nutekėjusi konkurentams gali tapti pažeidi įmonės gamybai, todėl vykdamas vertikalų įmonių jungimą yra dalinai apsisaugoma nuo tokio rizikos faktoriaus.

Atkreiptinas dėmesys, jog vykdamas vertikalūs sujungimus yra pastebima ir neigiama pasekmė - rinkoje yra mažinama konkurencija. Dėl išperkamų tiekėjų mažėja rinkos dalyvių skaičius ir taip gali kilti paslaugų ir produktų kaina. Kol tai nėra tiesiogiai neigiamas reiškinys jungiančiai įmonei, pasekmės jaučiamos kitiems rinkos dalyviams. Vis tik nėra pastebima, jog siekis sumažinti konkurenciją rinkoje būtų motyvas įmonei vykdyti vertikalų susijungimą (ABA, 2015).

Konglomeratiniai susijungimai ir įsigijimai sieja firmų jungimąsi, kurių gaminama produkcija nėra niekaip susijusi viena su kitos. Bendrai studijuojant konglomeratinius atvejus pastebimas veiklos heterogeniškumo motyvas, kur priešingai negu vertikaliame ir horizontaliame sujungime dominuoja labiau homogeniškas veiklos naratyvas (Berghe, 2010). Kalbant apie konglomeratinius susijungimus, pastarieji yra įvardinami kaip nesusijusi diversifikacija. Šio tipo jungimąsi dažniausiai įgyvendina įmonės, kurių produktai jau yra pasiekę brandos pabaigą vertinant tiek pagal horizontalųjį, tiek pagal vertikalųjį plėtimąsi. Konglomeratiniuose sandoriuose besijungiančios įmonės nesidalija produkto rinka, veiklomis ar tikslais, nėra konkurentai. Vertinant konglomeratinius susijungimus yra įvardinami tokie pranašumai (Ibrahimi, 2018):

- Sumažinama įmonės priklausomybė nuo vieno gaminamo produkto tipo ir tokiu būdu padidina įmonės išgyvenimo galimybes.
- Leidžiama įmonei pasiekti augimo ir pelno tikslus situacijose, kada tai būtų neįmanoma vykdant tik tradicines veiklas.
- Leidžiama įmonei turėti skirtingus produktų paklausos periodus. Tai svarbu sezoniškumu pasižyminčioms įmonėms, kurios konglomeratinio jungimosi dėka gali ne sezono metu atsverti vieno produkto paklausą kito produkto paklausa.
- Lengva planuoti investicijas turint finansinį perviršį vieno produkto veikloje.
- Konglomeratiniai susijungimai diversifikuoja riziką ir sumažina įmonės priklausomumą nuo pokyčio vieno produkto rinkoje.

Vis tik išvardinus konglomeratinių susijungimų pranašumus, verta paminėti ir rizikas vykdant tokius sandorius. Dėl per didelio koherentiškumo trūkumo pasirinkus itin skirtingas veiklas, kyla konfliktai tarp įmonės operacinių skyrių. Šiuos skyrius gali tapti itin sunku suvaldyti, ypač jeigu yra vadovų kompetencijos stygius kontroliuojant konglomeratinius sujungimus.

Nagrinėjant literatūrą taip pat buvo sutikti kiek mažiau minimi dar keli susijungimų ir įsigijimų metodai. Koncentrinis (giminingas) susijungimas nurodo jungimus tarp įmonių, gaminančių susijusią, papildančią, tačiau ne pakeičiančią produkciją. Todėl besijungiančios įmonės nėra konkurentės, bet dėl panašaus gaminamo produkto gali dalintis technologija, patirtimi ir procesais kuriant abu produktus (Chalencon, 2017). Taip pat yra išskiriami žiediniai (circular) susijungimai. Pastarieji savo natūra yra panašūs į konglomeratinius susijungimus, nes jungiamos produkcija nesusijusios įmonės. Šie susijungimai ypatingi tuo, jog jų taikinyje yra siekiama sujungti ir pasinaudoti išvystytos įmonės infrastruktūrą kitos įmonės produktams toje

pačioje geografinėje rinkos teritorijoje plėtoti (Cagan, 2016). Vis tik pastebima, jog paskutinis susijungimo tipas dažnesniu atveju yra padengiamas kalbant apie konglomeratinius jungimus.

Susipažinus su skirtingais įmonių jungimosi tipais galima vertinti ir rinktis, kuris tipas geriausiai atitinka įmonės siekius ir lūkesčius. Priklausomai nuo jungimosi tipo įmonė gali rinktis plėsti savo ribas, diversifikuoti rizikas ir kt. Atitinkamas jungimosi metodas turi tapti įrankiu įmonei įgyvendinti savo ilgalaikę strategiją siekiant kryptingo augimo.

1.1.2 Įmonių susijungimų ir įsigijimų proceso eiga

Žinant, jog susijungimų ir įsigijimų sandoriai gali generuoti reikšmingą vertę tarp besijungiančių įmonių, gali pasirodyti, jog sprendimas jungtis yra teisingas atsakymas, bet kuriai įmonei, norinčiai augti toliau. Vis tik tokiam milžiniškam žingsniui ryžtasi ne kiekvienas verslas, o ir pasiryžęs sutinka, jog šis sprendimas yra sudėtingas įgyvendinti. Finansų rinkas drebinantys XXI amžiaus šokai, kaip kad 2007 – 2008 metų finansinė krizė ar šio rašto darbo metu tebesitęsianti pandemija su sekančiais finansiniais padariniais, tik patvirtina, jog susijungimų ir įsigijimų įgyvendinimo procesas turi būti tiksliai apibrėžtas ir kartu nešantis kuo mažiau netikėtumų.

Analizuojant literatūrą galima rasti daug medžiagos, aprašančios susijungimų ir įsigijimų procesą iki itin detalaus lygmens, kaip informacinį gidą, jungtis nusprendusioms įmonėms. Nepaisant skirtingų proceso aprašymų ir formos pateikimo, šiuos procesus galima atskirti į literatūroje rastas populiariausias keturias grupes pagal jų vietą proceso eigoje. Šios grupės, pagal savo eiliškumą proceso metu išsidėsto taip:



2 pav. *Įprastos susijungimų ir įsigijimų proceso dalys.* Sudaryta autoriaus.

- Tyrimo metu yra sprendžiama įmonės strategija. Akademinei apklausa identifikavo, jog daugiau nei pusė susijungimus ir įsigijimus įvykdžiusių įmonių savo išsikeltų tikslų nepasiekia (Howson, 2003). Dėl rizikos, kuri ateina nusprendus siekti įmonių jungimosi, sprendimas turi būti priimamas tik po išsamaus strategijos tikslų peržiūrėjimo ir atidaus alternatyvų persvarstymo. Howson (2003) pabrėžia, jog į susijungimus ir įsigijimus, nereikia žiūrėti, kaip priešnuodžius, išgelbėsiančius įmonę nuo nuostolių, bet kaip į strateginį planą.

- Vertinimas apima komercinę, finansinę ir teisinę analizę įmonių jungimo metu. Pasak Galpin (2014) detalizuoto vertinimo metu potencialiai jungiama įmonė turi būti itin skrupulingai išanalizuota ne tik iš savo finansinės perspektyvos, tačiau atsižvelgiant ir į ne tokias tradicines organizacijos vertinamas vietas, kaip kad organizacinė kultūra ir žmogiškieji resursai. Esminės vertinimo dalies išvados, padengiančios tradicinius ir netradicinius organizacijos aspektus, turi būti apibendrinamos prieš priimant sprendimą siekti jungimosi. Vertinimo etape privalu atsižvelgti į daug skirtingų vertinimo kriterijų, juos suvokti, teisingai interpretuoti ir išvelgti riziką, todėl net ir didelės įmonės, turinčios savo dedikuotas plėtros komandas, skiria papildomą finansavimą samdydamos išorės konsultantus – pastarųjų spektre galima rasti susijungimų ir įsigijimų klausimais specializuojančias advokatų kontorąs, investicinius bankus, specializuotas konsultacijas įmones ar net pačius reguliatorius (Frankel ir kt., 2017).
- Derybos vykdomos tik tada, kada yra nusprendžiama, jog jungimasis yra reikalingas įgyvendinti įmonės strateginius tikslus ir įvertinus, įmonės, su kuria bus jungiamasi, būklę. Derybų metu yra pasirašomos konfidencialumo sutartys, apdraudžiančios įmones nuo informacijos nutekėjimo, sutariama dėl jungimosi sąlygų. Derybos yra itin svarbus momentas jungimosi fazėje, siekiant, jog abi besijungiančios įmonės suprastų sąlygas, kuriomis vyks susijungimas, bei jog būtų galima iškomunikuoti ir tartis dėl sąlygų keitimo, turint tam svarių argumentų (Harrison, 2016). Derybų metu sutarus dėl jungimosi sąlygų yra vykdomas jungimasis. Derybų metu turi būti sutariama dėl visų klausimų, kilusių vertinimo metu, dėl to derybos gali užsitęsti, ypač jeigu atliktas vertinimas identifikuoja reikšmingus nuokrypius, dėl kurių galima toliau derėtis palankesnių sąlygų, nuolaidų, ar sutarti dėl kitų apsaugos mechanizmų (Howson 2016).
- Integracija yra galutinis žingsnis vykdant įmonių jungimus, tačiau jis nėra lengvai apibrėžiamas ir sudėtinga, o kartais ir neįmanoma, nustatyti jos baigties datos. Integracijos metu atsiskleidžia visų prieš tai buvusių etapų vykdymo kokybė – kuo ankstesni žingsniai buvo vykdomi atsakingiau, tuo labiau nuspėjama ir mažiau sunkumų kelianti integracija gali būti įgyvendinama (Whitaker, 2016). Integracijos metu turi būti vykdomas operacijų apjungimo procesas, taisomi bet kokie iškilę sunkumai. Venzin ir kt. (2018) integracijos metu pabrėžia reikalingą nuolatinį jungimosi palaikymą, išskiriant jam atskirą projektų komandą su vadovu, pilnos integracijos siekti išskaidant užduotis ir sekant išsikeltų tikslų įgyvendinimą. Vertinant, jog įmonių jungimasis yra įvykęs arba eina į pabaigą, egzistuoja dar vienas svarbus momentas apibendrinant visą jungimosi procesą – proceso vykdymo įvertinimas. Pasak Bragg (2008) būtina analizuoti, kokie yra skirtumai tarp vertinimo fazėje identifikuotų kriterijų ir faktinių duomenų, kas nulėmė

tokių skirtumų atsiradimą, ką vertinimo metu praleido analitikai, kaip galima optimizuoti visa procesą. Šie klausimai yra itin vertinga įmonės praktika, praversianti sprendžiant panašias situacijas ateityje.

Literatūroje galima surasti ir kitokių susijungimų ir įsigijimų proceso segmentavimo pavyzdžių. Creighton (2013) išskiria 5 pagrindinius įmonių jungimosi etapus. Nuo anksčiau aptarto varianto Creighton proceso žingsniuose gilus vertinimas daromas po preliminarių derybų.

- Identifikacijos ir analizės metu yra siekiama atsakyti į klausimą – kodėl įmonė siekia jungimosi? Priežastys galis svyruoti nuo siekio žengti į tam tikrą rinką, gerinti konkurencinę poziciją, sumažinti įmonės priklausomumo riziką nuo prekės ar klientų segmento ir t.t. Tik identifikavus jungimosi priežastį galima pradėti dėti kriterijus įmonei, su kuria bus norima jungtis. Turint pakankamai resursų įmonės viduje, galima apsiimti patiems vykdyti analizę potencialios jungimosi įmonės paieškose, tačiau dažniau pastebima, jog yra pasitelkiamos specializuotų konsultantų paslaugos šiems klausimams analizuoti. Šioje fazėje yra pasiekama ribota informacija apie įmones taikines, su kuriomis būtų siekiama jungtis, todėl šiame etape yra vykdoma ganėtinai aukšto lygmens apžvalga atsižvelgiant į pateiktas finansines ataskaitas, aiškinamuosius raštus, turto vertinimus, jeigu įmanoma – pagrindinius taikinės įmonės klientus, biudžetą.
- Pasiūlymo teikimas ir preliminari sutartis. Radus įmonę, su kuria norima vykdyti jungimąsi, teikiamas siūlymas ir sutariama dėl Ketinimo rašto, kuriame yra detalizuojamos esminės jungimosi sąlygos, nutariama dėl tolimesnio jungimosi proceso eigos ir derybų vietos procese. Šiame etape taip pat yra sutariama nebetęsti tolimesnių įmonės paieškų jungimuisi ir yra įsipareigojama vykdyti jungimąsi su konkrečia įmone.
- Vertinimo etape yra analizuojama įmonės istorija, dabartinė padėtis ir ateities perspektyvos. Įprastai jungimosi metu yra sutariama, kokių lygmeniu bus vykdomas vertinimas ir kaip atrodys vertinimo procesas. Priklausomai nuo įmonių tipo, vertinimo kriterijai gali skirtis, tačiau dažniausiai yra išskiriami finansiniai, teisiniai ir kiti esminiai segmentai. Vertinimo metu prieinamos informacijos kiekis padidėja, nes įmonės sutaria tarpusavyje, jog jungimosi tikslams pateiks konfidencialią informaciją. Vykdamas finansinį vertinimą yra analizuojamos detalesnės finansinės ataskaitos, biudžetai, prognozės, procedūros ir kontrolės mechanizmai, audito išvados, turto peržiūrėjimas, kapitalo ir įsipareigojimų analizė, pinigų srautų situacija. Vertinant teisiniu aspektu dėmesys atkreipiamas į jungiamos įmonės teisinius pagrindus, jų sudėtingumą ir įsipareigojimus kontraktuose su tiekėjais, pirkėjais, darbuotojais, jei būta, peržvelgiamos bylinėjimosi

bylos, atitikties standartai, patentai ir intelektualinės nuosavybės apsauga. Taip pat vertinami kiti esminiai kriterijai, kaip kad mokesčių klausimai, darbuotojų pensijų ir premijų schemas, nekilnojamas turtas ir jo išlaikymas, IT sistemos, draudimas ir kt.

- Įvertinus įmonės būklę aktualiose srityse įvyksta paskutinės derybos ir sutarimos galutinės sutarties sąlygos. Sutartyje be jungimosi sąlygų turi būti pateikiamos ir konkrečios datos, įsipareigojimai, kurių turi siekti įmonės iki jungimosi, apribojimai, neleidžiantys sutarties šalims keisti sąlygų, nevykdyti įsipareigojimų ir kt.
- Sutarties įvykdymo metu įvyksta įmonių sujungimas. Priklausomai, nuo laiko, trukusio nuo sutarties pasirašymo iki faktinio įmonių jungimo, natūralu, jog įmonių situacija jau gali būti pakitus, negu buvo identifikuota vertinimo fazėje. Nuo šio etapo svarbiausia kompetentingi vadovų veiksmai kontroliuojant susijungimą ir vykdant vienetų integraciją į vieną organizmą.

Analizuojant literatūroje aprašytus proceso etapus, buvo galima pastebėti ir kiek kitokį išskyrimą, skirstant į segmentus: 1) prieš-jungimosi etapas; 2) jungimosi etapas; 3) po-jungimosi etapas (Koi-Akrofi, 2016). Prieš-jungimosi etape randama diskusija dėl įmonės strategijos ir motyvai jungimuisi. Šiame žingsnyje identifikuojamos įmonės, su kuriomis ketinama jungtis, vykdomas jų pirminis vertinimas. Jungimosi etape įvyksta detalus įmonės vertinimas ir derybos dėl galutinės sutarties. Po-jungimosi etape įgyvendinama integracija, siekiama stabilumo, pirmųjų rezultatų ir procesų jungimo išbaigtumo. Tokio tipo aukšto lygmens proceso išskaidymas atrodo paprastas, tačiau logiškas ir neprieštaraujantis detalesniam skaidymui.

Apibendrinant literatūroje aprašytus susijungimo ir įsigijimo proceso žingsnius matyti, jog nei vieno iš jų negalima iškelti aukščiau kito ar tiesiog ignoruoti. Jungimosi sandorio sėkmė itin stipriai priklauso nuo proceso organizavimo pradžios, motyvų jam įvykti, jo eigos organizavimo ir užbaigtumo. Nerimtas atsižvelgimas į kurio nors proceso žingsnio dalį turi pakankamai potencialo vėliau pavirsti itin rimta problema viso sandorio kontekste ir sniego gniūžtės principu išaugti ir pakenkti įmonės ateities veiklai.

1.2 Bankinio sektoriaus ir įmonės vertės sampratos

Bankų veikla yra vykdoma ilgais amžiais, nepaisant, jog jie savo formą, kaip finansinės institucijos, įgavo vėliau. Pirmieji žodžio „bankas“ kildinimai vyksta dar iš 12 amžiaus Venecijos regiono, kuris buvo aktyvus prekybos centras, tačiau bankininko veiklas vykdančių asmenų galima surasti ir dar ankstyvesniais periodais. Bankų sąvokos suvokimas ir jų vykdomos funkcijos priklausomai nuo vietovės svyruoja, todėl yra sunku bankus apibendrinti viena sąvoka (Gomez, 2011). Gomez nurodo, jog banką galima apibrėžti pagal jo vykdomas funkcijas. Pasak

autorius, jeigu kuri nors institucija organizuotai vykdo indėlių priėmimą, pinigų skolinimą, inkasavimą bei mokėjimų agentų veiklą, tada ja galima pavadinti banku. Lietuvos Respublikos bankų įstatyme (Nr. IX-2085, 2 straipsnis) bankas įvardinamas kaip kredito įstaiga, turinti licenciją verstis ir besiverčianti indėlių ar kitų grąžintinų lėšų priėmimu iš neprofesionalių rinkos dalyvių ir jų skolinimu ir prisiima su tuo susijusią riziką bei atsakomybę. Bankų sektorius apima platesnį rinkos dalyvių aiškinimą – pagal Lietuvos banko paaiškinimą (Lietuvos bankas, 2020), bankų sektorių sudaro Lietuvoje įsteigti bankai, užsienio bankų filialai ir specializuoti bankai.

Finansines institucijas galima grupuoti įvairiai – pagal aptarnaujamus klientus, teikiamus produktus, rinkos dydį ir pan. Bazinis finansinių institucijų skirstymas vykdomas pagal savo veiklos sritį ir užimamą poziciją rinkoje, jis vyksta skirstant į tris grupes – centriniai bankai, komerciniai bankai, parabankai.

Centriniai bankai – esminis centrinių bankų bruožas yra tai, jog tai yra valstybės nuosavybės bankas. Pasak Heffernan (2005) dažniausiai literatūroje diskutuojami klausimai apie centrinius bankus yra jų funkcijos ir autonomijos nuo valdžios lygis. Autorius išskiria tris esmines centrinių bankų funkcijas:

1. Monetarinė politika ir kainų stabilumas. Centrinis bankas vykdo šalies monetarinę politiką reguliuodamas pinigų kiekį rinkoje ir taip siekia palaikyti kainų stabilumą – kontroliuoti infliaciją.
2. Riziką ribojanti kontrolė. Centrinio banko užduotis yra apsaugoti šalies ekonomiką nuo finansų rinkos krizių ir sumažinti susijusias rizikas. Centrinis bankas reguliuoja šalies finansinių institucijų veiklą ir nurodo standartus, kurių privalo laikytis rinkos dalyviai, siekiant išlaikyti stabilią rinką.
3. Valstybinės skolos valdymas. Autorius išskiria, jog ši funkcija randama ne visuose centriniuose bankuose, tačiau yra verta paminėjimo. Kartu su šalies skolos kontrole, suteikiant jai optimalias aptarnavimo sąlygas, pabrėžiama, jog dalis centrinių bankų taip pat turi pinigų emisijos galimybę spausdinant naują valiutą.

Komerciniai bankai – esminis finansinis tarpininkas bet kurioje ekonomikoje. Komerciniai bankai yra pagrindiniai kredito teikėjai privatiems ir verslo klientams, valdo ir kontroliuoja mokėjimų mechanizmą. Bankai įprastai yra akcinės bendrovės ir priklausomai gali būti atviros akcinės bendrovės arba uždaros. Komerciniai bankai teikia paslaugas ir fiziniams, ir juridiniams klientams, turi diversifikuotus paskolų ir indėlių portfelius ir teikia didelį paslaugų spektrą. Kol komerciniai bankai daugiausiai užsiima indėlių priėmimu ir paskolų išdavimu, pastebėtina, jog

didžiųjų bankų veiklą papildo investicinė bankininkystė, draudimas ir kitos finansinės paslaugos (Casu ir kt., 2015).

Parabankai – ta yra kitos finansinės institucijos, kurios nesikvalifikuoja kaip komerciniai bankai, tačiau taip pat teikia dalį bankų sektoriui priskiriamų paslaugų. Į tokias paslaugas įeina lizingo išdavimai, faktoringo finansavimai, kredito unijų veikla, investicinės įmonės ir kt.

Komerciniai bankai, nuo savo atsiradimo, yra itin svarbi visos finansų sistemos dalis. Thakor (2019) įvardina pagrindines bankų veiklos funkcijas:

- Bankai sukuria finansavimo likvidumą (ir pinigus) rinkdami indėlius ir kurdami skolinimosi ryšius.
- Bankai teikia pinigų ir jų ekvivalentų saugojimo funkciją, suteikia klientui konfidencialumą ir užsiima veikla, reikalaujančia pasitikėjimo iš klientų.
- Bankai optimizuoja transakcijos kaštus efektyviau apdirbdami įvairią informaciją, kurią reikia sutikrinti ir patvirtinti vykdant mokėjimų operacijas.

Organizuojant bankų veiklą, dėmesio centru tampa finansinės institucijos balansas ir jo sandara. Mehta (2000) pabrėžia balanso svarbą, nurodydamas jog balansas suteikia žinias apie banko finansinę būklę, jo likvidumą, leidžia įvertinti banko būseną lyginant su kitais rinkos dalyviais bei atveria jį klientų pasitikėjimui demonstruodamas savo sandarą. Žvelgiant į balansą, galima susidaryti įspūdį apie banko vykdomos veiklos tipą, jo efektyvumą. VanHoose (2010) komentuodamas banko balansą įvardina esmines vietas, kuriose turi būti analizuojamas finansinės institucijos veiklos organizavimas. Kalbant apie turtą autorius pirmoje vietoje išskiria banko išduodamas paskolas, pažymėdamas, jog tai yra esminis banko pajamų turto šaltinis. Įvardinami keturi pagrindiniai paskolų tipai pagal jų vidutinį dydį banko turte:

- Komercinės ir industrinės paskolos yra paskolos suteikiamos verslo segmentui siekiant užtikrinti kasdieninius grynųjų pinigų poreikius ar finansavimą projektams, pirkimams. Paskolos išduodamos verslui yra skirtingų rizikų ir likvidumo. Įprastai verslas gaudamas paskolą turi užtikrinti įkeičiamą turtą, tuo atveju, jei paskolos negebėtų išmokėti. Tačiau praktikoje pasitaiko atvejų, kuomet patikimiems ir mažos kredito rizikos klientams šios paskolos suteikiamos be įkeičiamo turto.
- Vartotojų paskolos yra paskolos suteikiamos fiziniams asmenims. Šios paskolos yra suteikiamos vartojimui ir pirkiniams, kaip kad automobilio įsigijimas, finansuoti.
- Nekilnojamojo turto paskolos yra paskolos suteikiamos nekilnojamojo turto objektų įsigijimui finansuoti.

- Tarpbankinės paskolos yra paskolos suteikiamos vieno banko kitam bankui.

VanHoose (2010) toliau kalbėdamas apie bankų turto sandarą balanse mini vertybinius popierius. Šio tipo turtas pasižymi žemesniu rizikingumu negu prieš tai aptartos paskolos. Galiausiai prie turto dalies yra įvardinami grynieji pinigai ir jų ekvivalentai – tai gali būti fiziniai pinigai laikomi banke, rezervai laikomi centriniame banke bei korespondentinių bankų sąskaitose esantys pinigai. Šis turto tipas pasižymi aukštu likvidumu. Kita balanso pusė susideda iš įsipareigojimų ir nuosavo kapitalo. Įsipareigojimuose dominuoja įvairūs klientų indėliai. O iš viso turto atėmus visus įsipareigojimus galima sužinoti banko nuosavo kapitalo kiekį.

Vertinant finansinių institucijų veiklą, būtina paminėti jai skiriamą išskirtinį reguliatoriaus dėmesį ir keliamus aukštus standartus. Finansinės krizės metu, paaiškėjus apie bankų prastą pasiruošimą, sustiprėjo bankų kontrolės mechanizmai ir stebėseną. Schooner ir Taylor (2009) pateikia, jog bankų veiklą reguliuoja didelis kiekis sudėtingų nacionalinių ir tarptautinių įstatymų, nutarčių. Nacionaliniai įstatymai priklauso nuo kiekvienos šalies individualiai ir turi savitą vietinę hierarchiją. Tuo tarpu tarptautiniai įstatymai kyla iš šalių bendradarbiavimo ir bendrų sutarčių, kaip kad įsipareigojimas būti Euro zonos dalyviu – šios tarptautinės nutartys gali viršyti nacionalinius aktus. Vis tik Djalilov ir Piesse (2019) tirdami bankų pokyčius 2002-2014 metais įvertina, jog bankų reguliacijos sistemos griežtinimas neigiamai neprišėdė prie bankų efektyvumo rodiklių – netgi priešingai – sekant tolimesniais metais po krizės pastebima, jog bankų efektyvumo rodikliai gerėjo. Tai yra lengvai suvokiama, suprantant, jog sustiprinta sektoriaus priežiūra nulemia efektyvesnę veiklos organizavimą.

Siekiant nustatyti, kaip susijungimo ir įsigijimo sandoriai padeda kurti vertę įmonei, svarbu susipažinti su įmonės vertės samprata. Bandytas nustatyti įmonės vertę rinkoje nėra pati lengviausia užduotis. Spėjimai ir prezumpcijos, kurios yra daromos vertinant įmonę, yra įvairios ir be įprastų balansinių rodiklių gali įtraukti šiek tiek subjektyvesnę informaciją, kurią yra sudėtinga įvertinti, kaip kad rinkos dėsniai, vykdomos strategijos, žmogiškasis kapitalas ir kt. Įmonės vertės skaičiavimai sudėtingėja, atsižvelgiant, jog yra daugybė skirtingų rinkų su savais unikaliais bruožais ir surasti tikslų vieną metodą, pagal kurį būtų galima vertinti visas įmones, yra beveik neįmanoma. Vis tik atsižvelgus į sunkumus, aukštesnio lygmens įmonių vertinimai galimi ir pagal įprastas tipologijas, padedantys geriau susiorientuoti. Šioje dalyje yra analizuojama, kaip yra suprantama ir skaičiuojama įmonių vertė.

Kalbant apie vertę, svarbu pabrėžti, jog gali skirtis ne tik būdai, kaip yra apskaičiuojama vertė, tačiau pats vertės suvokimas. Pasak Hood ir Lee (2011) priklausomai nuo turto savininko pozicijos yra skirtingai suvokiama vertė įmonių jungimosi metu. Autoriai išskiria vertės

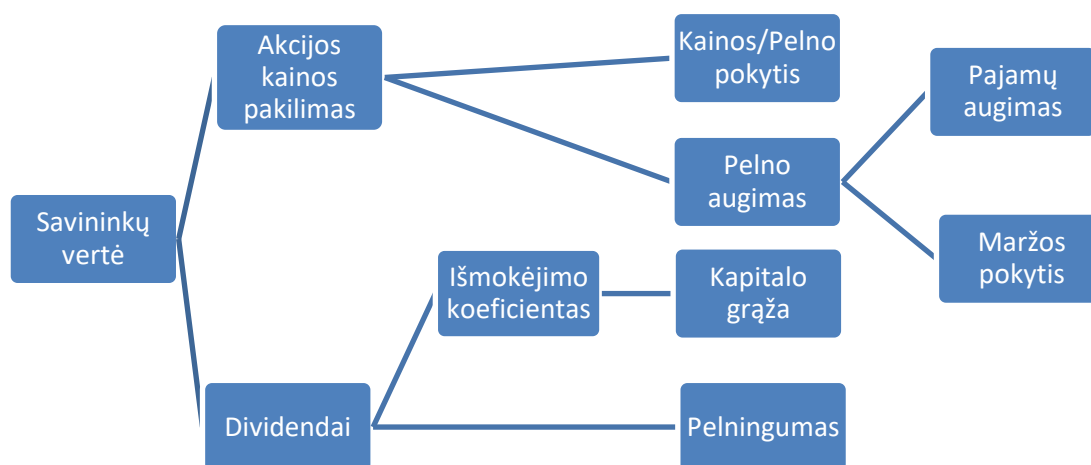
suvokimo priklausimo grupės, atsižvelgiant į jų individualius interesus, bet ir pažymi, jog savininkai tarp šių išskiriamų segmentų gali maišytis ir priklausyti daugiau negu vienam, priklausomai nuo valdomo turto ir užimamos pozicijos:

Strateginė kontrolinė vertė - ši vertė nurodo įmonės vertę, kalbant apie įmonę kaip visumą, ir skaičiuojant įtraukiant strateginius lūkesčius, kurie gali motyvuoti tam tikrus pirkėjus – tikėtina sinergija dėl vykdomos verslo veiklos ar finansinė sinergija.

Finansinė kontrolinė vertė - šis vertės tipas nurodo įmonės vertę, atimant bet kokią vertę, kurią tikėtusi gauti strateginės kontrolinės vertės ieškotojas – tai reiškia jog iš aukščiau minėtosios vertės yra atimami strateginiai lūkesčiai, sinergijos skaičiavimai. Ši vertė yra aktuali iš finansinio pirkėjo perspektyvos, kuris rikdamasis įmonę tikisi naudoti iš įmonės pinigų srautų ir jų efektyvinimo, tačiau ne iš sinergijos galimai atsirasiančių veiksnių.

Parduodančiosios mažumos vertė - kalbant apie šios vertės tipą nurodoma, jog ji referuoja į mažumos interesus, kuri neturi kontrolinių galių daryti pakeitimus, tačiau gali savo nuožiūra likvidžiai disponuoti verte su ja elgiantis tarsi laisvoje rinkoje.

Neparduodančiosios mažumos vertė - paskutinis tipas nurodo vertę, kuri yra atpažįstama mažumos interesuose, tačiau kuri neturi nei galios, nei likvidumo. Šiame lygmenyje vertė apskaitoma remiantis tikėtinais ateities pinigų srautais, kurie bus pasiekiami smulkiesiems akcininkams, diskontuoti.



3 pav. Savininkų vertės kelio modelis. Sudaryta autoriaus pagal Koller ir kt. (2015).

Vertės, kaip naudos sukūrimas jos akcininkams, kelias įmonėje yra netiesmukas. Vertė gali savininkus pasiekti skirtingais keliais ir priklausomai nuo jų suvaldymo, savininkai gaus atitinkamą naudą. 1 paveiksle yra pateikiamas vertės kelias ilguoju laikotarpiu iki įmonės savininko sudarytas pagal Koller ir kt. (2015). Iš modelio matyti, jog savininkų vertė yra

sudedama iš akcijos kainos kitimo bei dividendų. Akcijos kainos pakilimas skaičiuojamas vertinant akcijos kainos ir pelno pokytį bei patį pelno augimą. Pastarasis vertinamas atsižvelgiant į pajamų augimą ir pelno maržos pokyčius. Dividendų pusėje vertė susideda iš pelningumo (pelno, tenkančio vienai akcijai) ir išmokėjimo koeficiento nuo kapitalo grąžos. Šis modelis puikiai atskleidžia, kaip pakoreguojant bet kuriame savininkų vertės kelio etape koeficientus, galima pakeisti ir galutinę naudą, kurią gaus įmonės savininkai.

Suprantant, kokiai interesų grupei yra apskaičiuojama ir vertinama vertė, bei kaip ji pasiekia įmonės savininką, galima atidžiau rinktis metodus, kaip ji bus skaičiuojama. Pagal tipus, Fieldman (2005) skiria tris vertinimo metodikas:

1. Turto vertinimo metodai. Šiuo vertinimu yra skaičiuojamas įmonės materialusis ir nematerialusis turtas, kuris yra susumuojamas ir yra laikomas įmonės verte.
2. Pajamų tipo metodai. Šio tipo skaičiavimai bando nuspėti įmonės ateities pinigų srautus per tam tikrą periodą. Gautos sumos yra diskontuojamos sužinant jų vertę šiandienai ir srautai yra sudedami gaunant įmonės vertę pagal pajamas.
3. Atitinkamų įmonių metodai. Pirmiausia yra nustatoma grupė įmonių, kurios yra panašios ir tinka palyginimui su vertinamąja įmone. Tada kiekvienai parinktai įmonei yra apskaičiuojamas jos rinkos vertės ir pajamų ar pelno santykis ir šio dydžio vidurkis yra lyginamas su vertinamąja įmone.

Metodų, bei jų skirstymų, kaip galima bandyti analizuoti įmonės vertę yra itin įvairių. Priklausomai nuo analizuojamos įmonės ir analizės tikslo, galima rinktis skirtingus metodus, geriausiai atitinkančius ieškomų atsakymų. Žemiau yra pateikiami literatūroje dažniausiai sutikti įmonės vertės skaičiavimo metodai.

Rinkos kapitalizacija. Vertinant įmonę pagal jos rinkos kapitalizacijos lygį galima itin greitai gauti informaciją apie įmonės dydį, jos „svorį“ rinkoje. Rinkos kapitalizacija yra skaičiuojama tam tikru laiku dauginant to meto akcijos rinkos kainą iš paprastųjų akcijų skaičiaus. Kol tai yra labai paprastas ir staigus vertės pamatavimas, jis gali sudaryti šiek tiek iškreiptą vaizdą, nes rinkos kapitalizaciją labiau nurodo įmonės kainą, kuria reiktų mokėti perkant įmonę – t.y. ir turtą, ir visus įsipareigojimus. Rinkos kapitalizacijos vertinimo metu nėra atkreipiama dėmesio į pačią įmonės verslo veiklą, kuri generuoja daug vertės (Weert 2010).

Pajamų multiplikavimas. Šiuo metodu yra atsižvelgiama į per tam tikrą laikotarpį gautų pajamų srautus ir, priklausomai nuo įmonės veiklos, industrijos ir aplinkos, šis dydis yra padauginamas iš multiplikatoriaus. Panašiai kaip ir su atitinkamų įmonių metodu (Fieldman, 2005) yra išrenkamos panašios įmonės rinkoje ir nustatoma jų vertė atsižvelgiant į pajamas. Tad

jeigu atitinkamos srities įmonės vertė yra 2 periodų gaunamos pajamos, galima vertinti, jog ir vertinamosios įmonės pajamos turės multiplikatorių 2 (Marks ir kt., 2012). Pastebėtina, jog multiplikatorius gali viršyti vienetą pažangiose srityse kaip kad technologijų įmonės, arba gali būti mažiau vieneto, tačiau neneigiamas paprastesnių įmonių kontekste.

Pelno multiplikavimas. Šis metodas veikia taip pat, kaip pajamų multiplikatoriuje, ir dažnesniu atveju pakeičią jį. Taip nutinka, kadangi įmonės pelnas palyginime geriau atspindi įmonės realią situaciją, negu imant vertinti rodiklius susijusius su įmonės pajamomis – pirminiu skaičiumi nuo kurio dar bus atimama didelė dalis.

Diskontuotų pinigų srautai. Vienas populiariesnių modelių, naudojamų įmonės vertei skaičiuoti, yra diskontuojamų pinigų srautų. Įprastai šiuo metodu yra sukonstruojama ganėtinai detali tikėtinų pinigų srautų projekcija, kuri yra diskontuojama, jog būtų galima įvertinti jos šiandieninę vertę. Kol tai yra efektyvesnis skaičiavimas lyginant su aukščiau minėtais pajamų ir pelno multiplikatorių metodais, šis būdas yra irgi ganėtinai subjektyvus ir reikalaujantis gerai numatyti scenarijus, bandant apskaičiuoti ateities pinigų srautus (Thomas ir Gup, 2009).

Buhalterinė vertė. Skaičiuojant įmonės buhalterinę vertę yra susumuojami visi įmonės įsipareigojimai ir atimami iš viso turto, gaunamas realus kapitalas. Tačiau Risius (2007) pastebi, jog buhalterinė vertė gali dažnai nuvertinti įmonę vien dėl neatsižvelgimo į nematerialųjį turtą, kuris ganėtinai dažnu atveju gali likti teisingai neatspindėtas įmonės balanse, tačiau būti reikšmingas įmonės vertės sudarymo kontekste.

Likvidavimo vertė. Ši vertė nurodo grynųjų pinigų sumą, jeigu jos turtas bus likviduotas ir bus išmokami įsipareigojimai. Poborsky (2015) nurodo, jog šis metodas, nors atrodo ganėtinai paprastas, vis tik yra menkai aprašytas ir ištirtas. Autorius pagal Wollny (2010) teigia, jog likvidumo vertės metodą skaičiavimams reikia taikyti, jeigu likvidumo vertė yra aukštesnė negu pajamų srautų, jeigu verslo modelis yra limituotos ilgaamžiškumo (kasyklos, naftos išgavimo įmonės ir pan.), taip pat esant laikiniams įmonės vadovams, jei žinoma, jog jie greitai metu turės keistis. Pažymima, jog skaičiuojant šiuo metodu reikia nepamiršti atimti išlaidų, kurios bus patiriamos likviduojant turtą – jį parduodant, taip pat ir mokėtinų mokesčių.

Apibendrinant, galima vertinti, jog įmonės vertės įvardinimas yra labai platus laukas su daug skirtingų metodų tai atlikti. Atsižvelgiant į tikslus, siekiant įvertinti įmonės vertę galima rinktis skirtingus apskaičiavimo variantus ir bandyti juos kombinuoti. Metodų spektro platumo dėka, galima susikonstruoti unikalų modelį pagal asmeninius individualius pageidavimus siekiant nustatyti įmonės vertę. Tad įvertinus sudėtingą vertės nustatymo apibrėžtumą, galima šią vietą atsverti vertinimo nustatymo metodikų turtingumu.

1.3 Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sukuriama vertės veiksniai

Dažnai susijungimai ir įsigijimai yra įvardinami komentuojant didelių rinkos žaidėjų strateginius manevrus, siekiant įgyti didesnę galią rinkoje. Vis tik studijuojant motyvus, lemiančius įmones rinktis tokį vystymosi būdą, galima atkreipti dėmesį, jog įmonių sprendimas įgyvendinti susijungimų ir įsigijimų procesus gali būti vedinas didelio kiekio skirtingų priežasčių – nuo rizikos mažinimo, technologinės pažangos, noro augti, vadovų asmeninių ambicijų ir kt. Pasak Duksaitės ir Tamošiūnienės (2009), visi motyvai susijungimams ir įsigijimams gali būti skiriami į dvi grupes – pirminius ir antrinius. Pasak autorių, pirminis motyvas yra augimas, o antriniais motyvais yra įvardinami visi kiti – sinergija, diversifikacija, horizontalus ar vertikalus plėtimasis ir kt. Žemiau yra pateikiami studijuotoje literatūroje dažniausiai sutinkami motyvai, dėl kurių įmonės gali nuspręsti siekti vykdyti susijungimus ir įsigijimus.

Sinergija – vienas dažniausiai sutinkamų motyvų ir tuo pačiu viena svarbiausiu siekiamybių jungiant įmones. Sinergija yra daugiau, nei tik vertė, realizuojama iš atsiradusio papildomo grynujų pinigų srauto sujungus įmones. Kalbant apie sinergiją yra minima operacinė ir finansinė sinergijos (DePamphilis, 2019). Operacinei sinergijai būdinga ekonomija dėl masto, ekonomija dėl veiklos pločio bei techninio turto ir įgūdžių išaugimas. Ekonomija dėl masto dažniausiu atveju reiškia vidutinių kaštų sumažėjimą firmai gaminant produkto vienetą dėl vidutinių fiksuotų kaštų kritimo augant produkcijos dydžiui. Reikšmingas kaštų sumažėjimas įmonių susijungimo metu atsiranda dėl persidengiančių darbų mažinimo, kaip kad darbuotojų mažinimas žmogiškųjų išteklių, apskaitos, informacinių technologijų ar kituose aptarnavimo skyriuose (Aggarwal ir kt., 2016). Ekonomija dėl veiklos pločio atsiranda ilguoju laikotarpiu sumažėjant vidutiniams ir ribiniams įmonės kaštams dėl susijusių produktų ar paslaugų gamavimo. Sinergija dėl techninių šaltinių – turtas ir įgūdžiai – leidžia įmonei panaudoti techniką bei patirtį gaunamą iš kitos įmonės, taip efektyvinant gamybą ar užpildant proceso spragas. Įmonėms jungiantis ir kombinuojant susijusios veiklos turtą, procesus, patirtį sukuriama naujos kompetencijos ir žinios, panaudojamos kuriant produktus ar žengiant į naujas rinkas (Junni ir kt. 2019). Finansinė sinergija atsiranda iš geresnio kapitalo panaudojimo, kaip kad atsiradus galimybei mažinti skolinimosi kainai, mažėjant nuosavo kapitalo kainai, sumažinant įmonės mokesčius, turimos didesnės pinigų srautų lėšos (Creighton, 2013). Veikiant finansinei sinergijai įmonė turės tam tikrą pranašumą finansų rinkose skolinantis žemesnėmis palūkanomis, lengviau pritraukdama naują kapitalą ir turėdama aukštesnę pasitikėjimą rinkoje dėl tikimai mažesnių svyravimo amplitudžių (Gaughan 2014).

Diversifikacija – vykdant susijungimą ar įsigijimą tarp įmonių, kurios užsiima skirtinga verslo veikla yra praplečiamos įmonės pajamų šaltinių ribos. Diversifikuojant taip pat gali būti ir

sukuriamą finansinę sinergiją, mažinant kapitalo kainą. Diversifikacija leidžia įmonei paskirstyti savo resursus gaminant alternatyvų produktą, turintį potencialą augimui (DePamphilis 2019). Galima pasirinkti diversifikuoti įsigyjant artimos įmonei produkcijos įmonę arba visiškai nesusijusio produkto įmonę. Pastaruoju atveju nors ir būtų didesnė diversifikacija, galima tikėtis daug mažesnės sinergijos įsigijimo metu dėl per daug skirtingų prekių ir skirtingų jų aptarnavimo (Creighton 2013). Susijungimo metu diversifikuojant pagal skirtingų prekių segmentus galima padėti įmonei išlyginti nepastovias pajamas, leisti įmonei pasiekti stabilesnį augimo lygį ilguoju laikotarpiu (Aggarwal ir kt. 2016). Taip pat yra atkreiptinas dėmesys, jog kalbant apie įmonių grupių įsigijimus, diversifikacijos dėka, motininės įmonės apibendrinamos veiklą konsoliduoja rezultatus ir metinėje ataskaitoje vienos srities nuostoliai gali būti atsverti pelno iš kitos veiklos taip stabilizuojant bendrą įmonės vaizdą (Septian ir kt., 2019).

Kartu su diversifikacijos motyvais yra išskiriamos ir potencialios problemos, sukeltos diversifikacijos – padidėjusios kontrolės ir koordinavimo išlaidos, suaktyvėję derybų nesutarimai įmonėje, išaugęs biurokratinis mechanizmas, informacijos asimetrija, produkcijos nepakankamumas, augantys profesiniai reikalavimai aukštesnio lygmens vadovams (McCarthy ir kt., 2013). Ginčijama, jog priklausomai nuo diversifikacijos kritiškumo neretu atveju dėl išvardintų barjerų sukuriamą naudą gali būti atsverta atsiradusių naujų sunkumų ir kliūčių.

Strateginis persigrupavimas – įmonės gali naudoti susijungimus ir įsigijimus kaip įrankį, siekiant prisitaikyti prie išorės veiksnių, kaip kad reguliaciniai pasikeitimai ar technologinės inovacijos. Reguliacinės aplinkos silpninimas atveria vartus didesnei konkurencinei erdvei tarp įmonių, kas nulemia didesnę kiekį susijungimų ir įsigijimų sumažėjusios reguliacijos verslo segmente. (DePamphilis 2019). Technologinės inovacijos sukuria naujus produktus, industrijas ir verčia įmones radikaliai restruktūrizuotis iš esamos būsenos.

Rinkos mastas – įmonės motyvuoja susijungimus ir įsigijimus siekdamas padidinti savo turimą rinkos dalį ir įgyti didesnę kontrolę dėl produkto kainos (DePamphilis, 2019). Didėjanti rinkos galia susijungimų ir įsigijimų dėka leidžia perkančiajai įmonei išgauti daugiau vertės iš savo klientų kontroliuojant kainą, kiekį ar kokybę, kuria produkcija yra parduodama (Junni, 2019). Kalbant apie masto didinimą yra įvardinami horizontalusis ir vertikalusis integracijos metodai ir jų gaunama nauda (Creighton, 2013).

- Pasak horizontalaus plėtimosi, įmonės įsigyja ar susijungia su kitomis įmonėmis, praplečiančiomis jų produkcijos geografines ribas ar vietines įmones, kurios užsiima papildančiojo produkto gamyba, taip nenutolstant, bet praplečiant prekių asortimentą.

Šiuo integracijos būdu įmonė išlieka prie savo pagrindinės veiklos praplėsdama geografines ribas arba produkto pasirinkimą – padengia didesnę pasiūlos plotą.

- Remiantis vertikaliuoju integracijos metodu, įmonė plečia savo veiklos sritį savo tiekimo grandinės ribose. Tai galima padaryti praplečiant veiklą iki produkcijos resursų išgavimo veiklos, rūpinimosi visa produkcijos logistika ar kt. Taip yra atsisakoma tarpininkų produkcijos vertės kūrimo grandinėje ir įgaunama kainų kontrolė resursų tiekimo, distribucijos etapams. Ši integracija leidžia įmonei gauti kuo didesnę produkto vertės kūrimo valdymo lygmenį.

Taip pat, renkantis įmonės augimo strategiją, galima rinktis tarp vidinio augimo arba išorinio. Augimas pagrįstas pokyčiais įmonės viduje dažnai yra sudėtingas ir ilgas procesas, rezultatus pateikiantis ganėtinai lėtai. Įprasta, jog daugumoje produkcijos linijų produktyvumas bus didesnis ir kaštai bus žemesni įmonei, kuri labiau specializuojasi į vieno produkto gamybą (Peck ir kt., 2002). Tuo tarpu naudojantis išorės veiksniais, kaip kad susijungimai ir įsigijimai, įmonės gali patirti ženkliai greitesnį augimo procesą, ir tai atspindinčius rezultatus nuo pat ankstyvųjų metų (Gaughan 2014).

Vis tik šiam motyvui yra ir oponuojančių nuomonių. Pasak Brouwers (2012), vertinama, jog nuo tam tikro įmonių dydžio sujungimo efektyvumas dėl masto didinimo nesuteikia tokios naudos, kaip galima būtų tikėtis. Tai nulemia reikšmingai padidėjęs įmonės vadovavimo ir kontrolės kompleksškumas dėl didžiulio masto, kas nulemia klaidas, neteisingus strateginius sprendimus ir kitus sunkumus.

Įmonių vertinimas – svarbus momentas vykdant bet kurį susijungimą ar įsigijimą, yra įmonių vertinimai. Sėkmingai identifikuojus, jog perkamosios įmonės turtas yra vertinamas per žemai, galima išlošti įsigyjant įmone sąlyginai mažesne kaina. Tai yra ypač pastebima, kada perkančioji įmonė identifikuoja, jog naujos įrangos, turto pirkimas įmonei atsieitų daugiau, negu gaunant juos įsigyjant ar susijungiant kartu su kita įmone (Aggarwal ir kt., 2016). Rinkoje galima sutikti daug privataus kapitalo investicinių įmonių, kurių siekis yra pirkti nuvertintas įmones, jas „sutvarkyti“ ir po kelerių metų parduoti (Kaplan ir kt., 2009). Vis tik DePamphilis pastebi, jog susijungimai ir įsigijimai gali įvykti ir dėl priešingos priežasties – neteisingai įvertinus įmones. Teisingas įmonės vertinimas yra labai sudėtinga užduotis dėl nepilnos pasiekiamos informacijos apie jos būklę, todėl yra ganėtinai lengva padaryti klaidą vertinant turtą ar įmonės supratimą rinkoje. Kalbant apie susijungimus ir įsigijimus įmonių aukciono kontekste, dažnai yra įvardinimas „laimėtojo prakeikimas“ – vykstant deryboms dėl įmonės įsigijimo didžiausią kainą pasiūlęs pirkėjas bus linkęs permokėti už perkamą įmonę (Gaughan, 2014).

Žmogiškosios ambicijos - galiausiai, literatūroje yra paminimas žmogiškasis faktorius – sėkmingai įvykdytas įmonių susijungimas ir įsigijimas yra itin garbingas trofėjus bet kuriam įmonės vyriausiajam vykdančiajam vadovui, todėl neatmetama, jog vienas iš motyvų inicijuojant susijungimus ir įsigijimus gali būti vadovų ambicijos (DePamphilis 2019). Vadovai, pradėdantys įmonių sujungimo ir įsigijimo projektus yra motyvuoti sukurti vertę sinergijos dėka. Tačiau pastebėtina, jog tokie įmonių jungimai ir įsigijimai yra itin kompleksiški procesai ir neretai pasibaigia nesėkme – pernelyg savimi pasitikintys vadovai negeba suvaldyti pradėto proceso ir projektas tampa nuostoliu (Cui ir kt., 2019). Atkreiptinas dėmesys, jog kartu su šia žmogiškąja ambicija gali būti pametamas racionalumas – vadovų oportunistiniai motyvai, kaip kad siekis iš įmonės pastatyti imperiją, gali versti vadovus siekti susijungimų ir įsigijimų, kurių sąlygos korporacijai būtų visai nenaudingos ar net žalingos.

Įvertinus įmonės motyvus siekiant susijungimo ar įsigijimo sandorio galima pradėti ieškoti optimalių pasirinkimų, atitinkančių įmonės lūkesčius ir nesipriešinančių jos strategijai. Dažniausi motyvai yra ganėtinai paprasti ir pasikartojantys, tačiau jų išgryninimas ir suvokimas leidžia geriau orientuotis viso jungimosi proceso eigoje.

1.4 Veiksniai nulemiantys susijungimų ir įsigijimų sandorių teigiamą įgyvendinimą

Susipažinus su susijungimų ir įsigijimų proceso eiga matoma, jog nors procesas ir yra ganėtinai aiškus ir apibrėžtas, jo sėkmingas įgyvendinimas reikalauja kruopštaus prižiūrėjimo ir nuolatinio palaikymo viso pokyčio metu. Čiegis ir Andriuškevičius (2016) analizuodami ryšį tarp susijungimo ir įsigijimo sandorių ir šalies ekonomikos vertina, jog egzistuoja abipusis teigiamas ryšys – aukštesnės šalies ekonomikos sąlygos nulemia aktyvesnį jungimosi sandorių skaičių, o pastarieji teigiamai prisideda prie šalies BVP augimo, nedarbo mažinimo, ekonominio ciklo suvaldymo. Ne toks optimistinis yra jungimosi sandorių sėkmės kriterijus - pasak Bergamin ir Braun (2018), pusė visų susijungimų ir įsigijimų sandorių yra nesėkmingi ir nesukuria papildomos vertės įmonėms. Todėl labai svarbu dėti visas pastangas, jog galimybės būtų maksimizuojamos, o rizikos minimizuojamos, siekiant sėkmingo įmonių jungimosi. Šiame skyriuje bus analizuojama literatūroje randami kriterijai, veiksmai, nulemiantys jungimosi sandorių sėkmę.

Bergamin ir Braun (2018), patys dalyvavę ir vykdę ne vieną jungimosi sandorį, pabrėžia, jog kiekvienas sandoriais yra skirtingas ir jo įgyvendinimas reikalauja specifinių kompetencijų tvarkantis su skirtingomis įmonių kultūromis, procedūromis ir bandant sąžiningai naviguoti komunikacijoje tarp abiejų sandorio pusių. Autoriai pabrėžia, jog ypatingas dėmesys turi būti skirtas pirmajai proceso pusei – tyrimui ir vertinimui, bei pabaigai – integracijai. Pasak autorių, pats dokumentų pasirašymas ir sandorio sudarymas yra mažiausiai rizikos su savimi nešantis

dėmuo. Pabrėžiama, jog dažnu atveju vadovų įsitraukimas į jungimosi sandorį yra matomas iki dokumentų pasirašymo – prasidėjus integracijai sumažėja vadovų skiriamas dėmesys, kontrolė integracijos klausimams tęsti ir įgyvendinimas ima strigti. Autoriai nurodo svarbiausius momentus, vykdant griežtą integracijos procesą:

- Privalu suvokti, jog integracijos etapas tik prasideda sudarius jungimosi sandorį. Vertė, numatyta atliekant vertinimą prieš jungimąsi, turi būti išsaugoma priimant staigius sprendimus. Veikiant greitai jungimosi potencialas atneša didžiausią naudą.
- Integracijos atsakomybė, kaip nekintant užduotis, turi būti prioretizuojama įmonės struktūroje. Jei net smulkus ir vidutinis verslas neturi pakankamai resursų sukurti papildomų darbo vietų rūpintis ir tik sujungimo klausimais, orientuotas esamų vadovų požiūris į integracijos klausimą taip pat atneša naudą įmonei.
- Siekiant sėkmingos integracijos, privalomi aiškūs planai, išmatuojami pagrindiniai veiklos rodikliai ir nuolatinė jų kontrolė.

Įmonės vykdydamos susijungimų ir įsigijimų operacijas visada siekia sukurti papildomą vertę, sustiprinti įmonę ir augti. Šie sandoriai niekada nėra vykdomi, norint sumažinti pajamas, pelną padidinti kaštus, tačiau, kad ir kaip tai skambėtų prieš-intuityviai, neretu atveju net gerai planuoti sandoriai kaip tik taip ir padaro. Žinant, kas yra siekiamybė susijungimų ir įsigijimų metu, norint sėkmingo sandorio, derėtų pažinti ir dažniausias klaidas, kurias įmonės daro vykdydamos šiuos sandorius. Halibozek ir Kovacich (2005) pateikia populiariausias vietas, kuriose yra klystama jungimosi metu.

- Problemos vadovybės viršutiniame lygmenyje. Ruošiantis jungimuisi daug energijos yra išliejama vadovų lygmenyje planuojant ir ruošiantis jungimuisi. Ši energija ne visada būna teigiama – vyksta konfliktai, nesutarimai kurie laiku neišspręsti užsitęsia į ilgalaikį priešišumą, lydintį sandorį iki pat integracijos galo. Tokie konfliktai gali sukurti situaciją, kuomet daugiau laiko ir energijos yra skiriama jiems, negu patiems jungimosi planams įgyvendinti. Vadovybės konfliktai gali nulemti nesėkmę integracijos metu prastai tvarkantis su proceso užbaigimu.
- Negebėjimas greitai integruoti veiklos jungimosi metu. Vos tik yra sudaromas jungimosi sandoris, svarbu jį užbaigti integracijos etape greitai ir pilnai. Užsitęsęs integracijos procesas, lėtas tvarkymasis su prijungta įmone neigiamai paveikia tikėtą kaštų mažinimą trumpuoju ir ilguoju laikotarpiais. Lėtumas integracijos pradžioje nubraukia visus ankstyvuosius lūkesčius. Ypač žalinga, jeigu po jungimosi įmonių veikla vis tiek

paliekama ganėtinai individuali – tai panaikina pranašumą eliminuoti pasikartojantį darbą, optimizuoti procesus, kurti sinergiją.

- Sinergijos pervertinimas. Skaičiuojant jungimosi sinergijos mastą ir kaštų sumažinimo dydžius pernelyg optimistiški skaičiavimai gali nulemti nerealių lūkesčių sukūrimą. Klaidingas laukiamų naudų apskaičiavimas yra ganėtinai būdinga vieta suklysti ir šių duomenų dėka gali būti priimami neefektyvūs sprendimai, kurie suvokiami tik vykdant integraciją.
- Permokėjimas. Perteklinis optimizmas gali kilti ne tik vertinant sinergijos naudą, tačiau ir įsijungus vadovybės ambicijoms bet kuria kaina siekti jungimosi, net jei už tai tektų ir sumokėti daugiau, negu optimalu. Permokėjimas taip pat gali atsirasti bijant, jog konkurentai gali taip pat siekti jungimosi su taikine įmone, dėl to siekiant užtikrinti jungimąsi yra siūlomos realią vertę viršijančios sąlygos.
- Neatsižvelgimas į kultūrinius skirtumus. Jungiant dvi skirtingas įmones, kurių kiekviena turi savitą darbo kultūrą, tad privalu pasiryžti formuoti naują, bendrą kultūrą. Kuriant naują kultūrą derėtų maksimaliai įtraukti gerąsias savybes, paveldimas iš buvusių organizacijų, bei stengtis minimizuoti apribojimus, prieš tai egzistavusius įmonėse. Kultūriniai darbo vykdymo, planavimo, kokybės neatitikimai gali būti reikšmingu neigiamu veiksniumi jungimosi metu.

Analizuojant jungimosi sandorių sėkmę ilgalaikiu laikotarpiu Renneboog ir Vansteenkiste (2019) apibendrina, jog sprendžiant šį klausimą turi būti iškeliami pagrindiniai trys momentai:

- Įmonės gebėjimas vykdyti jungimus mažėja su kiekvienu sandoriu, kuris daro pačią įmonę objektu būti prijungtai/įsigytai. Taip nutinka dėl vadovybės gebėjimų stokos sukontroliuoti naujai prijungtas įmones, naujai sukurtas organizacinis kūnas yra neefektyvus, neoptimaliai organizuotas ir tampa jauku kiekvienai kitai įmonei, kuri taip pat yra paieškose išgauti naudos. Todėl su kiekvienu įvykdytu neefektyviu jungimusi, įmonės patrauklumas kitų „medžiotojų“ akyse didėja.
- Susijusių įmonių jungimai yra našesni už diversifikacijos tipo (vertikalius, konglomeratinius) jungimus. Tai yra pastebima, kadangi susijusių įmonių sujungimuose dalyvaujančios šalys turės patirties ir įgūdžių naviguojant įmonių procesuose siekiant pilnos integracijos. Pabrėžiama, jog šiam veiksmui išpildyti, įmonės nebūtinai turi užsiimti ta pačia produkcija – tam gali pakakti ir susijusios rinkos, geografinės zonos, tiekimo grandinės ar kt.

- Galiausiai, jungimosi sandorių sėkmę nulemia vadovų, savininkų, akcininkų įsikišimas ir aktyvus pasisakymas sprendžiant įmonės strateginius klausimus. Itin svarbi yra ilgojo laikotarpio investuotojų nuomonė.

Dažnai užmiršamas, ar sąmoningai į pakraštį nustumiamas momentas susijungimų ir įsigijimų proceso metu, yra darbuotojų kultūros ir motyvacijos palaikymas integracijos metu. Sarala ir kt. (2019) įvardina neigiamą poveikį darbuotojams turintį įmonių „susijungimo sindromą“, kuomet į tokius įmonių sandorius yra pažvelgiama koncentruojantis tik į grynus finansinius rodiklius. Autorių yra įvardinama, jog yra būtina atkreipti dėmesį į įmonės darbuotojų reakciją, palaikyti komunikaciją ir skaidrumą, atsižvelgti ir suprasti skirtingų grupių interesus, baimes ir iš esmės stengtis sušvelninti pokyčius. Chmielecki ir Sulkowski (2016) tirdami organizacinės kultūros suvaldymą susijungimų ir įsigijimų metu konstatuoja, jog būtent šis etapas yra vienas iš dažniausiai ignoruojamų procesų, galinčių lemti net ir visišką sandorio nepavykimą. Autoriai teigia, jog jungimosi metu darbuotojams tenka didesnis krūvis ir stresas negu įprastai, stengiantis ribotame integracijos laike įgyvendinti iškeltus tikslus įmonės tikslus, todėl šiuo metu yra būtina išlaikyti aukštą darbuotojų moralę ir naudoti įvairias skatinančias priemones.

Galiausiai vertinant įmonių jungimosi proceso sėkmę, svarbu atkreipti dėmesį į strateginį įmonių tinkamumą. Itin išsamus Tanna ir kt. (2019) atliktas įmonių susijungimų ir įsigijimų tyrimas, apimantis virš 45,000 sandorių, konstatuoja, jog į tą pačią verslo veiklą fokusuoti sandoriai turi didesnę tikimybę būti sėkmingais, negu diversifikuojantys jungimai. Autoriai teigia, jog diversifikuojantys sandoriai yra ženkliai brangesni ir daugiau komplikuoti, todėl jų pasisekimas yra mažesnis. Ne tik ta pati produkto bazė ar dalinamasis rinka gali būti pakankamu faktoriumi jungtis – reikia įvertinti, jog tarp įmonių nesant pakankam tinkamumo lygiui, gali tekti itin daug resursų ir pajėgumų investuoti į išlyginimą, kas gali atsverti visą jungimosi naudą. Gleich (2017) nurodo, jog kuo stipresnis strateginis tinkamumas bus tarp besijungiančių įmonių, tuo didesnę našumą bus galima pasiekti po jungimosi įgyvendinimo. Vertinant strateginį tinkamumą reiktų galvoti apie įmonių turto suderinamumą, technologijų jungimą, skirtingas įmonių funkcijas, organizacijos kultūrinius klausimus. Kuo lengviau šie klausimai bus suderinami tarp besijungiančių šalių, tuo geresnio ir efektyvesnio susijungimo galima tikėtis ateityje.

Aiškinantis, kas susijungimų ir įsigijimų metu prisideda prie efektyvaus rezultato kūrimo Driessen, Faelten ir Moeller (2016) pateikia gana paprastą, tačiau aiškų, proceso eigą nulemiančių faktorių suskirstymą, kurie padengia aukščiau įvardintus momentus. Autoriai išskiria tris grupes:

- Planavimas. Šią dalį apima įmonės aiškios strategijos turėjimas, racionalių lūkesčių jungimuisi išsikėlimas, detalus veiksmų numatymas ir kontrolė proceso metu. Planas turi atitikti įmonės strategiją ir realizuoti lūkesčius.
- Komunikacija. Efektyvi komunikacija yra tarsi atspindys pasirengimo lygmens planavimo fazėje. Kiekvienam įmonės struktūriniam vienetui žinant savo vietą ir funkciją jungimosi proceso metu galima išvengti daug procesinių neatitikimų, klaidų ir efektyviau naviguoti sujungimo įgyvendinime. Tai galima pasiekti turint aiškią ir savalaikę komunikaciją visos įmonės lygiu.
- Žmonės. Dažnu atveju į susijungimus ir įsigijimus žvelgiant tik iš skaičių, finansinės perspektyvos, pamirštama įvertinti, jog didelis nenuspėjamumas jungimosi metu gali būti įmonėje dirbantys žmonės – tiek aukštose valdymo pozicijose, tiek kasdieniai operaciniai darbuotojai. Vykdam didesnius įmonės pokyčius, ypač kaip kad sujungimus, būtina įvertinti kokį tai poveikį turės įmonės darbuotojams, ką reiktų padaryti, jog prieš pokyčius nebūtų nusiteikęs įmonės personalas.

Taigi, pasiryžus vykdyti jungimosi sandorius įmonė turi itin gerai pasiruošti ir pasimokyti iš kitų patirties, išstudijuojant gerąją praktiką kaip pavyzdį, ką reikia daryti siekiant sėkmingo sandorio, bet taip pat atkreipti į dėmesį blogąją praktiką ir klaidas, norint sužinoti, ko galima tikėtis ir kur derėtų pasisaugoti. Neatmetama, jog net ir detaliosio plano parengimas ir kruopštus pasiruošimas negali garantuoti įmonei jungimosi periodo be jokių trikdžių, tačiau peržvelgus literatūrą galima daryti išvadą, jog kuo didesnės pastangos bus dedamos pasiruošimui ir proceso palaikymui, tuo mažesnės rizikos galima tikėtis įgyvendinant įmonių jungimą.

1.5 Veiksniai lemiantys susijungimų ir įsigijimų sandorių teigiamą įtaką bankų veiklos efektyvumui

Skyrus dėmesį nagrinėjant susijungimų ir įsigijimų teorinius aspektus galima pradėti vertinti šių sandorių sėkmingo įgyvendinimo veiksnius bankiniame sektoriuje. Finansinės institucijos nėra atsparios pasaulinėms tendencijoms ir kaip vieną iš konkurencijos mechanizmų naudoja jungimosi sandorius. Bankams užimama rinkos dalis yra itin svarbus klausimas, turint omenyje šiuolaikines tendencijas kaip itin žemas palūkanas rinkose ir sudėtingesnes sąlygas integruotis į rinką. Šiame skyriuje yra nagrinėjami klausimai, svarbūs nusprendžiant bankų efektyvumo pokyčius susijungimų ir įsigijimų sandorių metu.

Kalbant apie bankų efektyvumo vertinimą, reikia atkreipti dėmesį, jog efektyvumą galima vertinti skirtingais aspektais, priklausomai nuo efektyvumo interpretacijos. Lietuvos bankas 2019 metų Bankų veiklos apžvalgoje (Lietuvos bankas, 2019) vertindamas veiklos efektyvumą naudoja bankų efektyvumo rodiklį, kuris yra sudaromas analizuojant santykį tarp veiklos

sąnaudų ir pajamų. Taip pat apžvalgoje šalia efektyvumo sąvokos bankų veiklos vertinimui yra naudojamas ir pelningumo vertinimas. Pastarasis yra matuojamas dvejais rodikliais – turto grąža bei nuosavybės grąža. Barthwal (2010) išskiria ekonominio efektyvumo sampratą, aiškindamas, jog ekonomikos sistema yra efektyvi jeigu ji yra techniškai efektyvi (mažiausia resursų - darbo ir kapitalo - kombinacija gamina tam tikrą produkcijos lygį) ir geba išdalinti savo ribotus resursus bei ribotus šių resursų produktus pačiu rinkai geidžiamiausiu būdu. Baliukonis ir Čiarnienė (2014) tirdami efektyvumo suvokimą apibendrina, jog jį apibendrina tokie aspektai, kaip kad tikslų pasiekimas, optimalus resursų panaudojimas ir veiklos bei rezultatų kokybė. Pasak autorių, vertinant įmonių veiklos efektyvumą reikia atsižvelgti į esminius veiklos rodiklius, nurodančius veiksmingumą siekiant tikslų, produktyvumą, kokybę, ekonomišką resursų panaudojimą, naujovių diegimą, pelningumą ir vartotojų poreikių išpildymą. Apibendrinant, literatūroje sutinkamas dažniausiai efektyvumo apibrėžimas nurodo dažniausiai santykį tarp minimalių gamybinių resursų ir maksimalaus produkto.

Paskutiniaisiais dešimtmečiais dauguma pasaulio šalių lengvino sąlygas bankų konsolidacijai ir efektyvumo siekimui, supaprastindamos teisinės atitikties klausimus – teisės aktus ir įstatymus (Kumar, 2012). Finansinių institucijų konsolidacija atveria kelia kaštų mažinimui ir pajamų didinimui per įvairius sinergijos šaltinius. Kumar (2012) analizuodamas bankų jungimosi sinergijos kilmę, pateikia suskirstymą į tris grupes pagal kilmę: klientų bazė, geografija, produktai. Sinergija dėl klientų atsiranda kuomet finansų įstaiga, aptarnaujanti tam tikrą klientų segmentą, prisijungus kitą įstaigą, suteiks paslaugas naujiems klientams ar esamiems efektyviau. Geografinė sinergija išskiriama, kada institucija po jungimosi geba teikti paslaugas klientų grupei, kuri seniau pasilikdavo už paslaugų tiekimo ribų. Produktų sinergija gimsta sujungiant teikiamų produktų krepšelius ir suefektyvinant technologiją juos pateikiant. Šie segmentai, nors orientuoti komentuojant bankus, yra panašūs į įprastų įmonių jungimosi sinergijos šaltinius.

Net ir po 2007 – 2008 metų finansų krizės, nors ir buvo griežtinama priežiūra bankams keliant reikalavimus kredito standartams, likvidumui užtikrinti, nebūtų galima pasakyti, jog buvo siekiama užkirsti kelia ir apriboti bankų jungimosi sandorius. Analizuodami bankų jungimosi tendencijas, L. Warter ir I. Warter (2015) išskiria keturias kategorijas, į kurias galima suskirstyti finansinių institucijų jungimosi strategijas:

- Naujos verslo veiklos įgijimas – su šia strategija jungiantis yra siekiama žengti į naują verslo segmentą. Tokiu pavyzdžiu galėtų būti privačia bankininkyste užsiimantis bankas jungiasi su banku, koncentruojančiu savo veiklą į įmonių finansavimą, faktoringą ir kt.

- Smulkiųjų bankų įsigijimai – šių sandorių vykdymas yra siekis perimti taikinio banko klientų segmentą ir išplėsti savąjį aptarnaujamų paslaugų segmente.
- Pilnas banko įgijimas – su šia strategija siekiama perimti taikinio banko klientų bazę ir taikinio banko siūlomas paslaugas, produktus.
- Susijungimai tarpusavyje lygiaverčių bankų – šios strategijos tikslas yra nutaikytas į panašiai išvystytų finansinių institucijų sujungimus, kuomet yra bendrinama ne tik klientų bazė ir produktai, bet ir visas banko operacinis mechanizmas, sistemos, personalas.

Warter ir Warter (2015) pabrėžia, jog kol bankų jungimosi operacijos seka tą patį modelį, kaip ir įprastos įmonės – tyrimas, vertinimas, derybos ir pirkimas, integracija – vis tik pasiekti sėkmę jungimosi metu bankams gali būti sudėtingiau, dėl bankų sistemai įgimtų iššūkių, kaip kad skirtumai sudėtingose reguliacinėse erdvėse, apskaitoje, bankų sistemose, o taip pat ir kultūriniai skirtumai. Pabrėžiama, jog finansinių institucijų segmente darbo kultūra yra jautresnis klausimas ir besiskiriantis dviejų besijungiančių organizacijų kultūros klimatas gali veikti kaip pranašumas, bet dažnu atveju pasirodyti kaip iššūkis ir kliūtis. Ypač problematiškos situacijos vertinant darbuotojų moralę ir motyvaciją gali kilti vykdant darbuotojų skaičiaus mažinimą tvarkant naujai sujungto banko kaštus ir optimizuojant resursus. Ši problema yra skaudesnė bankiniame sektoriuje, kuriame jungimosi metu yra dažniausiai kalbama apie atleidimus. Tačiau autoriai apibendrina, jog siekiant įgyvendinti bankų savininkų – akcininkų – įgeidžius, ir toliau ateityje bankams teks siekti tobulinti operacijų efektyvinimo politiką, kas nulems tolimesnį darbuotojų skaičiaus mažinimą, todėl tai yra neišvengiama realybė su kuria turės susidurti visi konkuruojantys bankai.

Motyvų siekti susijungimų ir įsigijimų bankiniame sektoriuje gali būti įvairių. Be paties populiariausio, pirminio motyvo augti, Deloitte (2018) vykdyta apklausa išskiria kitus populiariausius stimulus vykdant bankų jungimo politiką. Penktadalis apklaustųjų nurodė, jog svarbiausias tikslas jungimosi sandorio metu yra naujos technologijos sistemos įsigijimas. Pradedant nuo pagrindinių banko sistemų, mokėjimų vykdymo, baigiant kiekviena individualia skyriaus programa – banko IT sistemų masto didinimas yra didelė problema šiandienos bankams, kurių kūrimui reikia investuoti didelius finansinius resursus, todėl bankai jungimosi metu ieško įmonių su gerai išvystyta IT platforma. 19 % apklaustųjų nurodė, jog svarbiausia jungimosi metu yra naujų klientų parėmimas rinkoje, 16 % įvardino produktų ir paslaugų spektro plėtimą ir diversifikaciją kaip esminį kriterijų vykdant jungimąsi. 12 % teigė, jog jungimosi svarba slypi tiekiamų paslaugų skaitmenizacijoje, 11 % nurodė norą plėstis į naujas geografines zonas, o 9 % įvardino susijungimus ir įsigijimus, kaip galimybę bankui įgyti talentingą

personala. Apibendrinant apklausos rezultatus matyti, jog dabartinėse ambicijose jungtis pirmąją noras taisyti techninės skolos klausimą – dėl IT sistemų nepasiruošimo ir resursų taupymo, sistemos tampa neefektyvios, negebančios prisitaikyti prie augimo, jų kūrimas banko viduje nuo nulio reikalautų didelių investicijų, tad vertinama, jog optimalus variantas būtų įgyti kitą įmonę su gerai paruoštu IT profiliu. Toliau sekę motyvai apklausoje primena vadovėlinius atvejus – plėsti klientų bazę, produktų spektrą, geografines zonas.

Novickytė (2014) tirdama veiksnius, nulemiančius sprendimą vykdyti bankų jungimosi sandorius juos skirsto į dvi grupes – makro-veiksnius ir mikro-veiksnius. Pasak autorės, į makro-veiksnius yra įtraukiamas šalyje esančių bankų dydis, valstybės BVP pokyčių tendencijos, koncentracijos lygis finansinių institucijų sektoriuje, realioji palūkanų norma, indėlių apdraudimo specifiška valstybėje, įėjimo į finansinių institucijų rinką sudėtingumas bei bankų priežiūros griežtumas. Vertinant mikro-veiksnius yra įvardinami standartiniai finansinių institucijų veiklos rodikliai – bankų efektyvumas, pelningumas, institucijos dydis, paskolų portfelio dydis, palūkanų marža ir banko kapitalą komentuojantys rodikliai. Pasak autorės, įvertinus šiuos mikro ir makro veiksnius finansinės institucijos gali priimti pagrįstą sprendimą vykdyti/nevykdyti jungimosi.

Analizuojant susijungimus ir įsigijimus finansiniame sektoriuje gali kilti klausimų dėl balanso tarp sveikos konkurencijos išlaikymo ir bankų stabilumo palaikymo. Natūralu, jog konsolidacija bankų sektoriuje pasireiškė ne tik mažėjančiu bankų skaičiumi, tačiau ir didėjančiu bankų turtu. Vykdamas jungimosi sandorius smulkūs bankai yra jungimosi taikinyje – silpni, prastai vadovaujami bankai yra prijungiami prie stiprių, griežtai organizuojamų bankų (Sarika ir Vasantha, 2018). Susijungimai ir įsigijimai yra įvardinami kaip pirminė priežastis, nulemianti bankų skaičiaus mažėjimą rinkoje. Kowalik ir kt. (2015) analizuodami bankų, kurių turtas siekia iki 1 milijardo JAV dolerių jungimus 2011 – 2014 metais pritaria, jog dažniausiu objektu bankų jungimuisi yra smulkesni, mažiau pelningi ir ne tokie efektyvūs bankai, kaip jų konkurentai rinkoje. Tyrimo metu prieinama išvada, jog susijungimai ir įsigijimai bankiniame sektoriuje nulemia efektyvesnės ir saugesnės bankų sistemos kūrimą, kas leidžia geresnes kreditavimo sąlygas mažesnėmis kainomis. Vis tik autoriai taip pat atkreipia dėmesį į galimą dažnų jungimūsi problemą finansų sektoriuje – didelis tokių sandorių kiekis gali neigiamai paveikti vietinę konkurenciją, tačiau įvardinama, jog šia riziką turi valdyti vietos valdžia. Novickytė ir Pedroja (2015) pritaria, jog konsolidacija bankiniame sektoriuje yra tinkama priemonė norint užtikrinti tvarų vietinės finansų sistemos vystymąsi, tačiau kaip didelio lygmens konsolidacijos riziką išskiria konglomeratinio tipo jungimąsi, kuris gali neigiamai paveikti banko stabilumą dėl savo plataus pakeitimų lauko ir banko negebėjimo suvaldyti tokio tipo pokyčius.

Kalbant apie geografinį aspektą bankų plėtimosi strategijoje, pastebėtina, jog bankai yra linkę plėsti savo ribas žengdami į tarptautines rinkas. Pasak Pozzolo (2008) tokie bankai dažniausiai bus didelės finansinės institucijos, tačiau jų rezultatai užsienio šalyje vidutiniškai vis tiek bus prastesni negu namų šalyje. Rinkdamos plėtimosi kryptį finansinės institucijos dažniausiai atsižvelgs į savo aptarnaujamų klientų geografinį išsidėstymą ir stengsis sekti klientų profilio diktuojamą tendenciją, bandydamos išlaikyti savo klientus ir už namų sienų ribų. Taip pat svarbus momentas teikiant finansines paslaugas užsienyje, yra pasirinkimas steigti filialą ar savarankišką juridinį vienetą. Kol filialo atidarymas yra greitesnis ir paprasčiau reguliuojamas veiksmas, jis taip pat ir limituoja institucija nuo tam tikrų paslaugų teikimo klientams. Norint teikti pilnavertes paslaugas svečioje šalyje, tenka steigti dukterines įmones – tai atsieina daug brangiau, tačiau yra praplečiamas paslaugų, o tuo pačiu ir potencialių klientų spektras.

Apibendrinant susijungimų ir įsigijimų efektyvumo bankų sektoriuje literatūros analizę, galima įvardinti, jog proceso eiga ir esmė yra labai panaši į įprastų įmonių jungimosi eigą. Pastebėtina, jog finansinių institucijų segmentas pasižymi sudėtingesniu įėjimu į rinką, griežtesniu reguliavimu – tačiau jame netrūksta ambicijų konkuruoti rinkoje su kitais vykdant jungimosi strategiją. Susipažinus su jungimosi praktika finansinėse institucijose galima matyti, jog čia vykdomi jungimosi procesai siekiant efektyvaus sandorio įgyvendinimo reikalauja išskirtinių žinių ir kompetencijų.

2. BANKŲ SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ POVEIKIO BANKŲ VEIKLOS EFEKTYVUMUI IR JŲ VERTEI VERTINIMO METODOLOGIJA

Įmonių susijungimo ir įsigijimo klausimai yra aktualūs ir ganėtinai dažnai paliečiami mokslinėje literatūroje nagrinėjant jų siekius ir efektą. Kol pasauliniu lygiu galima rasti nemažai tyrimų, orientuotų į skirtingus pasaulio regionus – Šiaurės Ameriką, Aziją, Vakarų Europą – mažesnis kiekis tyrimų randama nagrinėjant Centrinėje ir Rytų Europoje vykstančius sandorius, o rezultatų kiekis dar labiau sumažėja ieškant tyrimų apie jungimusis bankų sektoriuje. Fritsch ir kt. (2007) savo darbe apie bankų jungimosi sandorius tyrė Centrinės ir Rytų Europos rinką ir juose vykusius 56 sandorius 1990 – 2005 metais. Tyrimas vertino bankų akcijų vertės pokyčius ir galiausiai apibendrino, jog reikšmingi pokyčiai nėra nustatyti, tačiau matoma tam tikra tendencija, jog labiau pavykę sandoriai yra tie, kur perkamasis bankas buvo silpniau išsivysčiusioje šalyje, o perkantysis – stipresnėje šalyje. Dar vienas Fritsch (2007) darbas orientavosi į Centrinės ir Rytų Europos bankų jungimosi sandorių efektą ilgoju laikotarpiu, vertinant jų finansinio efektyvumo pokyčius. Darbe įvertinta, jog ilgoju laikotarpiu po bankų jungimosi sandorių jokio pokyčio nėra pastebima bankų pelningumui, tačiau teigiami efektai nustatyti bankų išlaidų ir pelno santykyje bei padidėjusiame paskolų portfelyje. Tarp mokslinių darbų galima rasti ir kitų tyrimų, analizuojančių bankų jungimosi sandorius Centrinės ir Rytų Europos šalyse nagrinėjant individualius bankus arba tik vienos šalies sandorių specifikas – Long (2014) analizuoja keturių Čekijos bankų jungimosi sandorių prieš ir po jungimosi finansinius našumo rezultatus ir apibendrina, jog kol ir yra matomas minimalus pagerėjimas po jungimosi sandorio, apskritai reikšmingas teigiamas efektas nėra nustatytas. Šiame rašto darbe siekiant atsakyti į tiriamosios temos klausimus – kokią įtaką bankų veiklos efektyvumui ir vertei daro susijungimų ir įsigijimų sandoriai - toliau yra detaliau analizuojami šiuos klausimus siekiantys atsakyti metodiniai būdai sutikti įvairioje mokslinėje literatūroje, tiriamuosiuose darbuose. Šis darbas siekia įvertinti bankų susijungimo ir įsigijimo sandorių poveikį bankų efektyvumui ir vertei. Todėl toliau šiems klausimams nagrinėti yra pateikiamos dvi atskiros dalys, empiriškai vertinančios efektyvumo ir vertės pokyčių problematiką. Galiausiai yra apibendrinama susisteminant visą tyrimo eigą ir detalizuojant tyrimo duomenis.

2.1 Bankų veiklos efektyvumo pokyčio empiriniai tyrimai ir metodai

Literatūroje galima rasti įvairių metodų, tiriančių finansinių institucijų efektyvumą. Analizuodamas Eurosistemos centrinių bankų efektyvumą Ihaddaden (2019) naudoja duomenų aplinkos analizės metodą (angl. Data Envelopment Analysis, trump. – DEA) kurio tikslas yra išrinkti analizuojamo subjektų, šiuo atveju centrinių bankų, imtį, kurie savo parametrais yra tarpusavyje panašūs. Tuomet tarp imties subjektų yra vykdoma lyginamoji analizė (angl.

benchmarking) aiškinantis, su kokiomis sąnaudomis kiekvienas iš imties dalyvių sukuria tam tikrą produkcijos lygį. Tuo tarpu Huljak ir kt. (2019) analizuoti euro zonos bankų efektyvumą renkami per kaštų efektyvumo prizmę naudojant bendro gamybos veiksnių produktyvumo (BGVP) metodą. Į BGVP modelį yra įtraukiami tokie veiksniai: techninis efektyvumas, technologinis progresas, masto efektas, nuosavo kapitalo efektas. Sukombinavus šias duomenų grupes į BGVP modelį laiko periode galima matyti, kaip keitėsi bankų efektyvumas tirtuoju periodu.

Vertinti finansinį poveikį bankų jungimosi sandoriams Abdulwahab ir Ganguli (2017) naudoja CAMEL modelį. CAMEL modelis susidaro iš sekančių rodiklių nustatymo:

- Kapitalo pakankamumas (Capital Adequacy (C)). Šis rodiklis nurodo banko kapitalo lygį ir jo stabilumą.
- Turto kokybė (Assets Quality (A)). Bankuose vertinant turto kokybę yra analizuojamas paskolų portfelis ir jo rizikos pasiskirstymas.
- Vadybos kokybė (Management Quality (M)). Šio rodiklio vertinimas yra sudėtingas, nes neturi aiškių parametrų, kaip kad finansiniai rodikliai, tačiau jį įvertinti bandoma matuojant personalo kokybę, vadybos kontrolės sistemą, organizacinę discipliną.
- Pelno kokybė (Earnings Quality (E)). Šiuo rodikliu bandoma nustatyti, ar bankas sugeba reguliariai ir stabiliai uždirbti pelną iš veiklos.
- Likvidumo pozicija (Liquidity Position (L)). Likvidumas atskleidžia, kaip gerai bankas yra pasiruošęs vykdyti savo finansinius įsipareigojimus trumpuoju laikotarpiu.

Analizėje iš skirtingų bankų apskaičiuotų išvardintų CAMEL rodiklių yra lyginama grupuotos imties T-testo pagalba, vertinant kaip bankams sekėsi prieš ir po jungimosi sandorių.

Mokslinėje literatūroje randami įvairūs metodai tirti susijungimų ir įsigijimų pokyčius efektyvumui. Rehan ir kt. (2018) tirdami jungimosi sandorius bankiniame sektoriuje koncentruojasi į pokyčius pelningume. Tyrime analizuojami tokie rodikliai kaip skolos ir kapitalo santykis, naudojamo kapitalo grąža, grynojo pelno norma, bendrojo pelno norma, veiklos pelno norma ir kapitalo grąža. Pasirinktų analizuoti bankų imtyje yra skaičiuojami šie veiklos rodikliai prieš ir po sandorio ir naudojant grupuotos imties T-testą yra įvertinama, kokią pokytį nulėmė jungimosi sandoris veiklos rodikliams.

2 lentelė. Dažniausiai tyrėjų naudojami finansiniai rodikliai vertinant jungimosi sandorių efektyvumą. Sudaryta autoriaus.

	Sujud ir Hachem (2018)	Jacoub ir kt. (2020)	Abbas ir kt. (2014)	Jallow ir kt. (2017)	Long (2015)	Kyriazopoulos ir Drymbetas (2015)	Shah ir Khan (2017)	Kemal (2011)	Shrestha ir kt. (2017)	Mugo (2017)
Kapitalo grąža	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Turto grąža	+		+	+	+	+	+	+	+	+
Pelnas tenkantis vienai akcijai	+		+	+				+	+	
Grynoji pelno marža				+	+	+		+	+	
Kapitalo pakankamumas		+				+	+		+	+
Grynųjų pinigų ir grynųjų pinigų ekvivalentų santykis su turtu			+				+	+	+	
Grynoji palūkanų marža		+	+				+			
Neveiksnios paskolos		+							+	
Veiklos išlaidų ir pajamų santykis		+								
Paskolų ir indėlių santykis		+								
Paskolų ir turto santykis					+	+				
Palūkanų pajamų ir išlaidų santykis		+	+							
Įsiskolinimo ir kapitalo santykis								+		+

Vertinant komercinių bankų veiklos efektyvumą itin parankus būdas įvertinti buvusią ir esamą banko būklę yra įvairių finansinių rodiklių analizė. Margolina (2016) sudarydama komercinio banko finansinės būklės vertinimo sistemą renkasi grupuoti įvairius, iš bankų balanso ir pelno ir nuostolio ataskaitų galimus apskaičiuoti rodiklius, siekiant nustatyti jų vertes ir palyginti skirtingus tyrimo subjektus. Analizuojant panašaus pobūdžio mokslinius darbus, labiau orientuotus į efektyvumo vertinimą jungimosi sandorio kontekste, galima apibendrinti, jog vienas dažniausiai naudojamų metodų norint įvertinti bankų efektyvumo pokyčius, nulemtus jungimosi sandorių, yra finansinių rodiklių pokyčio analizė naudojantis grupuotos imties T-testu. Autoriai Sujud ir Hachem (2018) nagrinėdami šalies bankų jungimosi sandorių efektą naudoja tris finansinius rodiklius – turto grąžą (angl. – return on assets), kapitalo grąžą (angl. - return on equity), pelną tenkanti akcijai (angl. – earnings per share). Šie rodikliai prieš ir po susijungimo

sandorio yra palyginami naudojant grupuotos imties T-testą. Aukščiau yra pateikiama autoriaus sudaryta lentelė pagal įvairius nagrinėtus mokslinius tiriamuosius darbus ir juose analizuotus finansinius rodiklius, vertinant įmonės veiklos efektyvumą prieš ir po jungimosi sandorio sudarymo. Lentelėje yra pateikiami dažniausiai pasikartojantys finansiniai rodikliai analizuoti mokslo darbuose. Devyniuose iš dešimties darbų buvo analizuoti bankų jungimosi sandoriai ir tik viename darbe (Jallow ir kt. 2017) nagrinėti įvairių sektorių įmonių finansiniai rodikliai vertinant jungimosi sandorius, tačiau įskaitant ir bankų sektoriaus įmones.

Nuosavo kapitalo grąža. Šis rodiklis buvo sutiktas kiekviename analizuotame moksliniame darbe. Nuosavo kapitalo grąža yra santykinis dydis, rodantis santykį tarp įmonės grynujų pajamų ir nuosavo kapitalo. Šis matmuo parodo, kaip efektyviai yra panaudojamas įmonės savininkų kapitalas – atkleidžia nuosavybės grąžą.

Turto grąža. Šis rodiklis buvo naudojamas 9-uose iš 10-ies nagrinėtų darbų. Turto grąža yra santykinis dydis, rodantis santykį tarp įmonės grynujų pajamų ir turto. Šis matmuo parodo, kaip gerai įmonė panaudoja savo turtą generuojant pajamas.

Pelnas tenkantis vienai akcijai. Šis rodiklis buvo pasirinktas pusėje analizuotų darbų. Šis dydis yra lygus pelno daliai, kuri yra padalinta iš vidutinio skaičiaus paprastųjų akcijų. Gautas skaičius yra įmonės pelningumo rodiklis.

Grynojo pelno marža. Šis rodiklis buvo pasirinktas pusėje analizuotų darbų. Grynojo pelno marža apskaičiuojama lyginant grynojo pelno dalį su įmonės pajamomis. Šis santykinis rodiklis yra taip pat orientuotas į pelningumo atspindėjimą.

Kapitalo pakankamumas. Šis rodiklis buvo pasirinktas pusėje nagrinėtų darbų. Kapitalo pakankamumo rodiklis yra apskaičiuojamas dalijant banko kapitalą iš banko balanso turto (įvertinto pagal rizikos laipsnį) ir banko nebalansinių straipsnių (įvertintų pagal rizikos laipsnį) sumos.

Grynujų pinigų ir grynujų pinigų ekvivalentų santykis su turtu. Šis rodiklis buvo sutiktas 4-uose nagrinėtuose darbuose. Tai yra rodiklis skirtas įvertinti banko likvidumą, apskaičiuojamas grynuosius pinigus ir grynujų pinigų ekvivalentus dalinant iš turto.

Taip pat darbuose buvo sutikti rečiau naudojami rodikliai. *Grynoji palūkanų marža* – rodiklis sutiktas trijuose darbuose, nusakantis santykinį dydį tarp gaunamų pajamų už palūkanas (paskolos, kreditai) ir mokamų palūkanų (indėliai). Toliau aprašomi rodikliai nagrinėtuose darbuose buvo sutikti po du kartus. *Neveiksnios paskolos* – santykinis dydis tarp banko neveiksnių paskolų ir bendro paskolų dydžio. *Veiklos išlaidų ir pajamų santykis* – santykinis

dydis tarp įmonės veiklai užtikrinti reikalingų išlaidų ir gaunamų pajamų. *Paskolų ir indėlių santykis* – santykinis dydis tarp banko suteiktų paskolų ir turimų indėlių, pažymintis banko likvidumo situaciją. *Paskolų ir turto santykis* – santykinis dydis tarp banko išduotų paskolų ir turimo turto. *Įsiskolinimo ir kapitalo santykis* – santykinis dydis tarp įmonės įsipareigojimų ir nuosavo kapitalo, nurodantis koku lygiu įmonė finansuoja savo veiklą nuosavu kapitalu ir įsipareigojimais.

Susipažinus su moksliniuose darbuose analizuojamais finansiniais rodikliais siekiant įvertinti įmonių jungimosi efektyvumą, toliau yra pasirenkami populiariausi 6 rodikliai, kurie buvo dažniausiai sutinkami darbuose. Vykiant darbų analizę pastebėta, jog dažnu atveju nagrinėjami rodikliai pagal savo atspindimą turinį yra grupuojami į tris grupes - pelningumo, kapitalo pakankamumo ir likvidumo rodiklius (Shah ir Khan (2017), Abbas ir kt. (2014)). Tyrimui parinkti rodikliai taip pat atspindi šias grupes – pelningumo (1 – 4), kapitalo pakankamumo (5), likvidumo (6).

1. Nuosavo kapitalo grąža (toliau - NKG) skaičiuojama pagal formulę:

$$NKG = \frac{\text{Grynosios pajamos}}{\text{Nuosavas kapitalas}} \times 100 \quad (1)$$

2. Turto grąža (toliau – TG) skaičiuojama pagal formulę:

$$TG = \frac{\text{Grynosios pajamos}}{\text{Turtas}} \times 100 \quad (2)$$

3. Pelnas tenkantis vienai akcijai (toliau – PTVA) skaičiuojamas pagal formulę:

$$PTVA = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Paprastųjų akcijų skaičius}} \quad (3)$$

4. Grynojo pelno marža (toliau – GPM) skaičiuojama pagal formulę:

$$GPM = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pajamos}} \times 100 \quad (4)$$

5. Kapitalo pakankamumas (toliau – KP) apskaičiuojamas pagal formulę:

$$KP = \frac{\text{I lygio kapitalas} + \text{II lygio kapitalas}}{\text{Pagal riziką įvertintas turtas}} \quad (5)$$

6. Grynujų pinigų ir grynujų pinigų ekvivalentų santykis su turtu (toliau GPET) apskaičiuojamas pagal formulę:

$$GPET = \frac{\text{Grynieji pinigai} + \text{grynųjų pinigų ekvivalentai}}{\text{Turtas}} \quad (6)$$

Identifikuoti šeši dažniausiai sutinkami rodikliai, vertinant įmonių jungimosi sandorių efektyvumo pokyčius, naudojami analizuojant Centrinės ir Rytų Europos bankų jungimosi sandorių efektyvumo pokyčius. Tyrimo pradžioje yra nustatoma pradinė rodiklių reikšmė – t.y. apskaičiuojami rodikliai, buvę iki jungimosi sandorio. Toliau yra apskaičiuojami po jungimosi sandorio pasikeitę rodikliai ir vertinamas skirtumas tarp jų pokyčio prieš ir po sandorio.

Papildomai šalia identifikuotų dažniausiai vertinime naudojamų rodiklių, autoriaus nuomone, reikalingas ir banko mokumo pokyčio vertinimas, kuris yra panašus į likvidumo rodiklį, tačiau vertinama labiau ilguoju laikotarpiu. Todėl papildomai yra pasirenkamas mokumo rodiklis, rodantis santykį tarp savininkų lėšų ir turto:

7. Mokumo rodiklis (toliau MR), skaičiuojamas pagal formulę:

$$MR = \frac{\text{Savininkų lėšos}}{\text{Turtas}} \times 100 \quad (7)$$

Vertinti dviejų rodiklių grupių pokyčius (prieš ir po sandorio) yra naudojamas grupuotos imties T-testas (angl. - paired sample T-test). Grupuotos imties T-testas naudojamas palyginti dvi populiacijos reikšmes, kai turimos dvi imtys, kuriose vienos imties stebėjimai gali būti suporuoti su kitos imties stebėjimais. Vertinimui, ar daroma įtaka yra teigiama, ar ne, yra imamas dvipusis pasiklovimo intervalas.

2.2 Bankų vertės pokyčio empiriniai tyrimai ir metodai

Analizuojant jungimosi sandorių poveikį įmonės vertei taip pat galima rasti skirtingų metodologijų mokslinėje literatūroje. Teorinėje dalyje apibendrinus vertės suvokimą šiame tiriamajame darbe yra renkama vertinti vertės pokyčius per įmonės savininkų vertės suvokimo prizmę, vertinant savininkų turto – akcijų – pokyčius. Vertinant susijungimus ir įsigijimus draudimo įmonių rinkoje Ma ir Ukhov (2011) naudoja Gordonio augimo modelį, kurio pagalba galima nustatyti akcijų tikrąją, rinkos neiškreiptą, vertę, remiantis ateities tikėtinais dividendais, augančiais pastoviu greičiu. Šiuo modeliu apskaičiuojama tikroji akcijos vertė (P) dalinant sekančių metų planuojamus dividendus (D) iš reikalaujamojo pelningumo (r) ir planuojamų pastovaus dividendų augimo (g) skirtumo.

$$P = \frac{D}{r - g}$$

(8)

Rahman ir kt. (2018), Liargovas ir Repousis (2011), Kyriazopoulou ir Drymbetas (2015), Perepeczo (2007) tirdami susijungimų ir išsigijimų įtaką vertei renkasi įvykio tyrimų metodą, vertindami akcijos pokyčius įvykio metu. Tam yra pritaikomas akcijos dviejų laikotarpių neįprastos gražos (angl. cumulative abnormal return – CAR) metodas. Apskaičiuota pirminė akcijos graža CAR_1 iki sandorio sudarymo ir antroji akcijos neįprastoji graža CAR_2 parodo, kaip skiriasi akcijos graža prieš ir po sandorio ir taip leidžia palyginti sukurtą vertę. Nagrinėtuose darbuose pastebima, jog dviejų laikotarpių gražos skaičiavimo metodas yra bene populiariausias vertinant įmonės vertės pokyčius, nulemtus specifinio įvykio.

Pasak Chhetri ir Baral (2018) įvykio tyrimo (angl. – event study) metodas yra bene geriausias prieinamas instrumentas šiuo metu norint išmatuoti tam tikro įvykio ar fenomeno įtaką įmonės vertės pokyčiui. Bet kuriuo metu akcijos kainos pokytis gali būti nulemtas didelio kiekio atsitiktinių įvykių ir naujos informacijos. Tiriamuoju atveju įvykis yra jungimosi sandorio viešasis paskelbimas. Skirtinguose darbuose galima rasti skirtingai pasirenkamą periodą tyrimui iki ir po jungimosi naujienos paskelbimo. Chhetri ir Baral renka 15 dienų prieš ir 15 dienų [-15; 15] po paskelbimo periodą atsižvelgiant į ganėtinai mažą kiekį informacijos rinkoje apie tyrimo nagrinėtas įmones. Krishnakumar ir Sethi (2012) apibendrinami įvairius įvykio metodo tyrimo panaudojimus kituose darbuose nurodo, jog dažniausiai sutiktas įvykio lango nagrinėjamas periodas yra trumpas – [-5; 5], tačiau, nors ir rečiau, vis tik galima surasti ilgesnių periodų – [-50; 50] ar net [-100; 100]. Remiantis Perepeczo (2007) ir Kyriazopoulou ir Drymbetas (2015) darbuose aprašytais analizės periodais, šiam empiriniam tyrimui atlikti yra parenkami keturi periodai vertinant gražos pokyčius – [-1; 1], [-5; 5], [-10; 10] ir [-30; 30].

Taip pat, norint įvertinti įvykio paskelbimo sukeltus akcijos nukrypimus, yra būtina identifikuoti įprastą akcijos gražą neutraliu periodu. Autoriai Krishnakumar ir Sethi (2012) nurodo, jog tipiška darbuose randami nagrinėjamo neutralaus periodo rėžiai siekia nuo 250 dienų iki 50 dienų – šio periodo graža yra lyginama su įvykio meto graža ir nustatoma, ar yra reikšmingų nukrypimų. Atsižvelgiant į tokius dažniausiai randamus įvykio metodo tyrimui naudojamus rėžius norint nustatyti įprastą akcijų gražą, šiame tyrimo yra naudojamas ilgesnis periodo variantas – **250 dienų**.

Siekiant nustatyti tikėtiną įmonės gražą periodu t , galima naudoti skirtingus modelius – vidurkių modelį, rinkos modelį, rinkos koreguotą modelį. Šiame tiriamajame darbe

yra pasirinkta naudoti rinkos modelį, kadangi numatant tikėtiną grąžą modelis atsižvelgia į bendrus rinkos svyravimus. Pastarąjį moksliniame darbe yra aprašiusi autorė Perepeczo (2007):

$$E(R_t) = \alpha_i + \beta_i R_{Mt}, \quad (9)$$

kur:

- R_{Mt} – rinkos indekso grąža periodu t ,
- α_i – sankirtos (angl. – intersection) koeficientas rinkos modeliui;
- β_i – rizikos koeficientas akcijai i .

Neįprastoji grąža įmonei laikotarpiu t yra apskaičiuojama pagal formulę:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (10)$$

kur:

- AR_{it} – neįprastoji grąža įmonei periodu t ;
- R_{it} – įmonės faktinė grąža periodu t ;
- $E(R_{it})$ – tikėtasi įmonės grąža periodu t ;
- t – diena, kuriai yra nagrinėjama neįprastoji grąža.

Jei neįprastoji grąža (AR_{it}) nagrinėjamoju periodu t yra didesnė negu 0, vadinasi jungimosi sandoris sukūrė papildomą vertę įmonės akcijų savininkams. Jeigu neįprastoji grąža yra lygi nuliui, vadinasi jungimosi sandorio įvykis neturi įtakos įmonės akcijų savininkams. Apskaičiuota neigiama neįprastoji grąža reikštų nuostolį įmonės akcijų savininkams nagrinėjamo periodu t .

Skaičiuojant neįprastąją grąžą reikia sumuoti tiriamo periodo individualių dienų ar mėnesių skaičius (t) norint gauti agreguotą neįprastąją grąžą visu tiriamuoju periodu (T).

$$CAR_{iT} = \sum_{t=1}^T AR_{it} \quad (11)$$

kur:

- CAR_{iT} – agreguota neįprastosios grąžos suma visu tiriamuoju periodu T ;
- T – bendras tiriamasis periodas, matuojamas dienomis ar mėnesiais;
- AR_{it} – neįprastoji grąža įmonei periodu t .

Galiausiai yra nustatomas agreguotos neįprastosios grąžos vidurkis. Pastarąjį galima apskaičiuoti dviem būdais – skirtumas tarp jų yra aritmetikos žingsnių atlikimo tvarka. Pirmuoju

atveju agreguotos neįprastos gražos vidurkis apskaičiuojamas sudedant visų įmonių agreguotas neįprastąsias gražas ir tada dalinant iš įmonių skaičiaus pagal formulę:

$$ACAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{iT} \quad (12)$$

kur:

- $ACAR$ – agreguotų neįprastųjų gražų vidurkis;
- N – stebėtų įmonių skaičius;
- CAR_{iT} – agreguota neįprastosios gražos suma tiriamuoju periodu T .

Antrasis metodas agreguotų neįprastųjų gražų vidurkio skaičiavimui pirmiausiai reikalauja apskaičiuoti vidutinę neįprastąją gražą įmonei:

$$AAR_{it} = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it} \quad (13)$$

kur:

- AAR_{it} – vidurkis neįprastųjų įmonės akcijų gražų periodu t ;
- N_t – įmonių skaičius tiriamuoju periodu t ;
- AR_{it} – neįprastoji graža įmonei periodu t .

Galiausiai, yra sudedami atskirų įmonių akcijų gražų vidurkiai tiriamuoju periodu:

$$CAAR_{t_1}^T = \sum_{t=t_1}^T AAR_{it} \quad (14)$$

kur:

- $CAAR_{t_1}^{t_2}$ – agreguotų neįprastųjų gražų vidurkis;
- t_1 – tiriamojo laikotarpio pirma diena;
- T – tiriamojo laikotarpio paskutinė diena;
- AAR_{it} – vidurkis neįprastųjų įmonės akcijų gražų periodu t .

Gavus agreguotą neiįprastąją graųą (CAR_{iT}) ir agreguotos neiįprastosios graųos vidurkius abejais metodais ($ACAR$ ir $CAAR$), norint nustatyti duomenų statistinį reikšmingumą, bus naudojamas t kriterijus. Pastarasis bus apskaičiuojamas visiems dydžiams atitinkamai pagal formules:

$$t_{CAR} = \frac{CAR_t}{\sigma_{CAR_t} / \sqrt{N}}$$

(15)

kur:

- t_{CAR} – agreguotos neiįprastosios graųos t kriterijus;
- σ_{CAR_t} – agreguotos neiįprastosios graųos standartinis nuokrypis;
- N – stebinių skaičius imtyje.

$$t_{ACAR} = \frac{ACAR_t}{\sigma_{ACAR_t} / \sqrt{N}}, t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sigma_{CAAR_t} / \sqrt{N}}$$

(16)

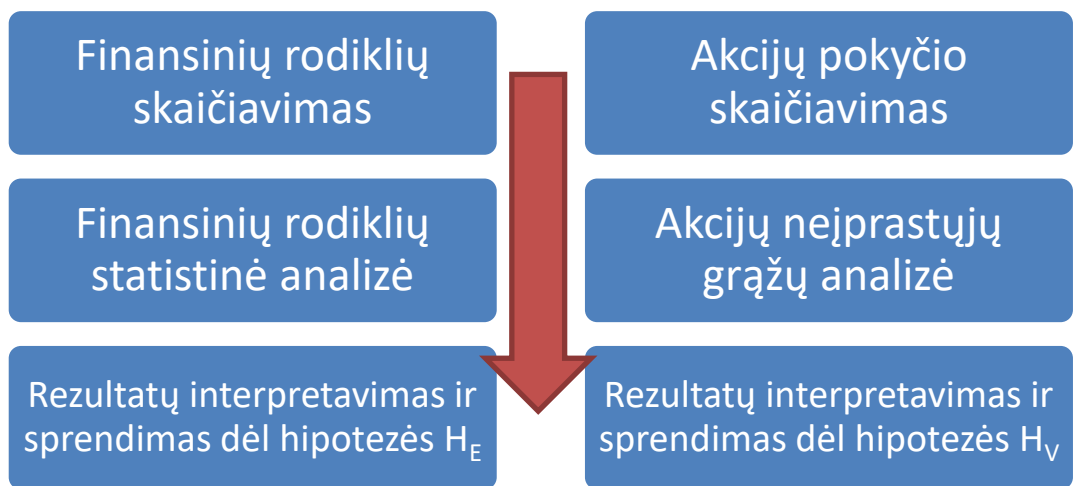
kur:

- t_{ACAR}, t_{CAAR} – agreguotos neiįprastosios graųos vidurkio t kriterijus;
- $\sigma_{ACAR_t}, \sigma_{CAAR_t}$ – agreguotos neiįprastosios graųos vidurkio standartinis nuokrypis;
- N – įmonių skaičius imtyje.

Naudojantis šia aprašyta akcijų neiįprastųjų graųų skaičiavimo metodologija tiriamajame darbe yra vertinamas poveikis bankų akcijų vertės pokyčiams susijungimo ir įsigijimo sandorių metu.

2.3 Empirinio tyrimo duomenys ir eiga

Šio empirinio tyrimo tikslas yra apskaičiuoti ir įvertinti pokyčius prieš ir po susijungimo ar įsigijimo sandorio bankų veiklos efektyvumui ir bankų vertei. 4-tame paveiksle yra pateikta vykdomo tyrimo eigos schema.



4 pav. Atliekamo tyrimo eiga. Sudaryta autoriaus.

Finansinių rodiklių skaičiavimas.

Analizė pradedama tiriant, kokią poveikį susijungimo ir įsigijimo sandoriai daro bankų efektyvumo rodikliams. Nagrinėtoje mokslinėje literatūroje atkreiptinas dėmesys, jog vertinant finansinius rodiklius yra vidutiniškai imami 3 – 5 metų duomenų aritmetiniai vidurkiai prieš ir po sandorio įvykdymo (Shah ir Khan (2017), Jallow ir kt. (2017), Mugo (2017),). Atsižvelgiant į tai, bei į sąlyginai neseniai vykusius sandorių datas, duomenys pasirinkti tyrimui yra 3 metų aritmetiniai vidurkiai iki sandorio sudarymo datos ir 3 metų aritmetiniai vidurkiai praėjus nuo sandorio sudarymo. Verta pastebėti, jog imtyje yra keletas sandorių įgyvendintų 2018 metais, todėl jų duomenų periodas vertinimui po sandorio įgyvendinimo yra trumpesnis. Analizei atlikti yra pasirinkti 2.1 skyriuje išvardinti septyni rodikliai - nuosavo kapitalo grąža, turto grąža, pelnas tenkantis vienai akcijai, grynojo pelno marža, kapitalo pakankamumas, grynujų pinigų ir grynujų pinigų ekvivalentų santykis su turto, mokumo rodiklis.

Finansinių rodiklių statistinė analizė.

Siekiant atsakyti į klausimą, ar bankų jungimosi sandoriai vykę Centrinėje ir Rytų Europoje turėjo lemiamos teigiamos įtakos bankų veiklos efektyvumui yra keliami hipotezė:

H_E : Susijungimo ir įsigijimo sandoriai daro teigiamą įtaką bankų veiklos efektyvumui.

T-testas. Siekiant statistiškai įvertinti ir atmesti ar priimti išsikeltą hipotezę, tyrimo analitinėje dalyje yra naudojamas grupuotos imties T-testas.

Akcijų pokyčio skaičiavimas ir neįprastų grąžų analizė.

Vertinant su bankų vertės pokyčiais susijusius klausimus yra vykdomas stebimų įmonių akcijų pokyčių skaičiavimas. Įvertinant jungimosi sandorio nulemtus pokyčius akcijų vertei yra

naudojamas 2.2 skyriuje aprašytas akcijų neįprastosios gražos analizės metodas. Siekiant atsakyti į klausimą, ar bankų jungimosi sandoriai vykę Centrinėje ir Rytų Europoje turėjo lemiamos teigiamos įtakos bankų vertei yra keliami hipotezė:

H_v: Susijungimo ir įsigijimo sandoriai daro teigiamą įtaką bankų akcijų vertės pokyčiams.

T-testas. Siekiant statistiškai įvertinti ir atmesti ar priimti išsikeltą hipotezę, tyrimo analitinėje dalyje yra naudojamas T-testas.

Rezultatų interpretavimas

Efektyvumo ir vertės pokyčio tiriamosios dalys yra užbaigiamos rezultatų interpretavimu ir hipotezių priėmimu/atmetimu. Apibendrinamas gautas galutinis rezultatas ir įvertinama, kaip keitėsi bankų efektyvumas ir generuojama vertė susijungimo sandorių dėka.

Tyrimo duomenys. Tyrimas atliekamas tiriant duomenis apie susijungimus ir įsigijimus Centrinės ir Rytų Europos šalyse 2015–2018 metais. Šio regiono šalys yra pasirinktos todėl, kadangi siekiama įvertinti sandorių įtaką Lietuvos ir Lietuvos rinkai giminingų šalių kontekste. Taip pat analizuojant Centrinės ir Rytų Europos bankų jungimosi sandorius galima surasti pakankamą kiekį įvykusių tokio tipo transakcijų, kol tuo tarpu Lietuvos rinkoje ar net praplėtus iki Baltijos rinkos ribų šių sandorių skaičius yra sąlyginai mažas ir nepakankamas analizei atlikti. Tuo pačiu, atskiriant tik tam tikrais bruožais susijusias šalis – geografinė padėtis, priklausomybė Europos Sąjungai - siekiama turėti aiškesnius duomenis, analizuojant savitą rinką ir užkertant kelią duomenų skirtumui, paremtam stambesniais kultūriniais regionų neatitikimais. Tiriami komercinių bankų įsigijimo sandoriai. Analizei atlikti pasirinktas sandorių periodas yra 2015-2018 metai, nes: 1) jo metu galima rasti pakankamą jungimosi sandorių skaičių Centrinės ir Rytų Europos šalyse; 2) analizės metu yra įvertinamas sandorių efektas ilgesniu laikotarpiu, vertinant įmonių padėtį prieš ir po sandorio įvykdymo, 3) analizuojamas laiko periodas yra naujas ir aktualus, nagrinėjami sandoriai įvykę neseniai.

Tyrimui atlikti yra atrenkami tik tam tikras sąlygas atitinkantys bankų susijungimų ir įsigijimų sandoriai. Šios sąlygos yra:

1. Bankas-taikinys įsikūręs Centrinės arba Rytų Europos šalyje.
2. Perkantysis bankas, arba jo tolimesnė motininė įmonė, yra įsikūręs Europoje.
3. Perkančioji įmonė yra taip pat bankines paslaugas teikianti institucija.
4. Sandorio metu yra įsigyjama ne mažiau negu pusė taikinio banko dalies.
5. Perkančiojo banko, arba jo tolimesnės motininės įmonės, akcijos yra listinguojamos rinkoje.

3. CENTRINĖS IR RYTŲ EUROPOS BANKŲ SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ POVEIKIO EFEKTYVUMUI IR VERTEI TYRIMAS

Analizuojant 2015 – 2018 metų bankų jungimosi sandorius, vykusius Centrinėje ir Rytų Europoje yra atsirenkama 12 įsigyjamų bankų transakcijų. Žemiau lentelėje pateikiami tyrimo dalyje nagrinėjami bankų jungimosi sandoriai, nurodant perkamąjį banką (bankas – taikiny), perkantįjį banką (bankas – pirkėjas), sandorio datą ir šalį.

3 lentelė. *Tiriami Centrinės ir Rytų Europos bankų jungimosi sandoriai.* Sudaryta autoriaus.

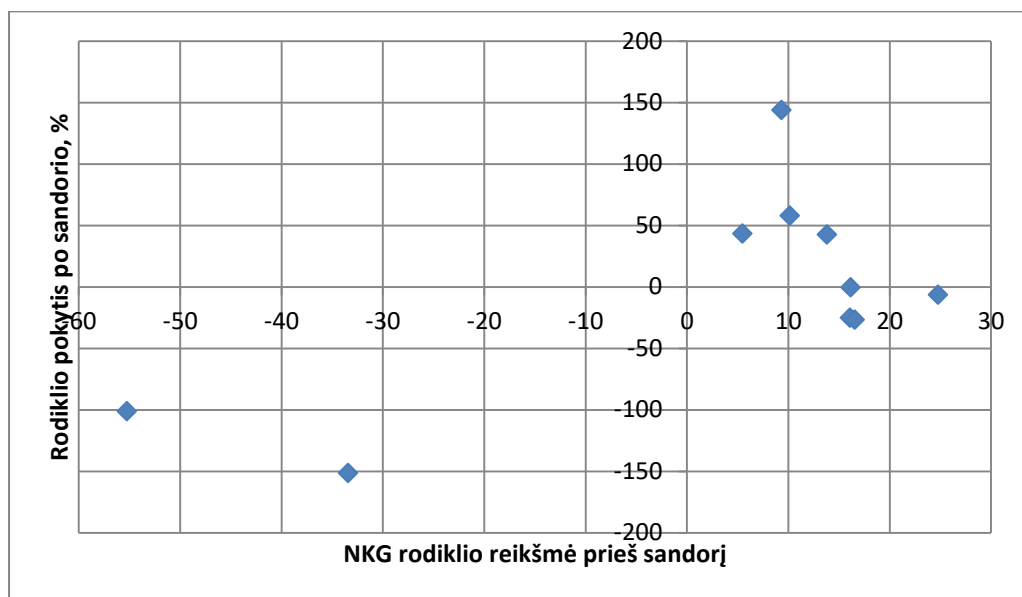
Nr.	Data	Bankas - taikiny	Bankas - pirkėjas	Sandorio šalis
1	2015	SKOK Wesola	PKO Bank Polski SA	Lenkija
2	2015	Citibank retail business	Erste Bank Hungary Zrt	Vengrija
3	2015	Alpha Bank Bulgaria A.E.	Eurobank Bulgaria AD	Bulgarija
4	2015	Finasta Bank AB	Siauliu Bankas AB	Lietuva
5	2015	Volksbank Romania S.A.	Banca Transilvania S.A.	Rumunija
6	2016	Citi Europe PLC	Raiffeisenbank A.S.	Čekija
7	2016	AXA Bank Hungary	OTP Bank PLC	Vengrija
8	2017	United Bulgarian Bank AD	KBC Groep NV/ KBC Groupe S.A.	Bulgarija
9	2017	Banca Comerciala Carpatica S.A.	Patria Bank S.A.	Rumunija
10	2018	Raiffeisen Bank Polska S.A.	BGŻ BNP Paribas S.A.	Lenkija
11	2018	Deutsche Bank Polska SA	Bank Zachodni WBK S.A.	Lenkija
12	2018	S.C. Bancpost S.A.	Banca Transilvania S.A.	Rumunija

5 bankų jungimosi sandoriai vyko 2015 metais, 2 sandoriai 2016 metais, 2 sandoriai 2017 metais ir 3 sandoriai 2018 metais. Daugiausiai tiriamų sandorių Lenkijoje ir Rumunijoje – po tris. Po du bankų sandorius analizuojama Bulgarijoje ir Vengrijoje. Po vieną sandorį analizuojama iš Lietuvos ir Čekijos.

3.1 Bankų sandorių efektyvumo pokyčių analizė

Bankų veiklos efektyvumas analizuojamas pasitelkiant bankų pirkėjų finansinių rodiklių duomenis prieš sandorį ir po sandorio įgyvendinimo. Vertinant koks įvyko pokytis, vertinimui pasitelkiamas grupuotos imties T-testas. Pirmasis nagrinėjamas rodiklis yra nuosavo kapitalo grąža (NKG), parodantis, kaip efektyviai yra naudojamas banko kapitalas uždirbti grynąsias pajamas. Lentelėje žemiau yra pateikta taškinė diagrama, kurios X ašyje nurodoma buvusi rodiklio reikšmė iki sandorio jungimosi, o Y ašyje nurodomas rodiklio procentinis pokytis po sandorio įgyvendinimo. Sudarant šią lentelę nėra įtraukiami dviejų bankų duomenys, siekiant neiškraipyti matmenų. Neįtraukiami bankai yra Eurobank Bulgaria AD, pademonstravęs teigiamą apytikriai 1225 % prieaugį (reikšmė iki sandorio artima vienetai), bei OTP BANK PLC

su apytikriai 3690% teigiamai išaugusiu rodikliu (reikšmė iki sandorio buvo stipriai neigiama - 55,245).



5 pav. Bankų jungimosi sandorių nuosavo kapitalo grąžos rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus.

Iš 5-tame paveiksle pateiktų duomenų matyti, jog didžioji dauguma sandorių pagerino NKG rodiklio reikšmę – viso iš 12 sandorių teigiamas pokytis matomas 8 bankų rodikliuose. Neįtraukiant stipriai nukrypusių Eurobank Bulgaria AD ir OTP Bank PLC duomenų, teigiamas procentinis pokytis svyravo režiuose nuo apytikriai 43,15 % iki 151,55 %. Vienas bankas parodė nežymų neigiamą NKG pokytį – apie -0,5 % KBC Groep NV/ KBC Groupe S.A. Trys bankai parodė kiek didesnius neigiamus nuosavo kapitalo grąžos pokyčius režiuose nuo apytikriai -6,56 % iki -26,84 %.

4 lentelė. Bankų NKG rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkis	Imtis	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis
Prieš	1,99988	12	23,237734	6,708156
Po	14,99583	12	6,42727	1,855393

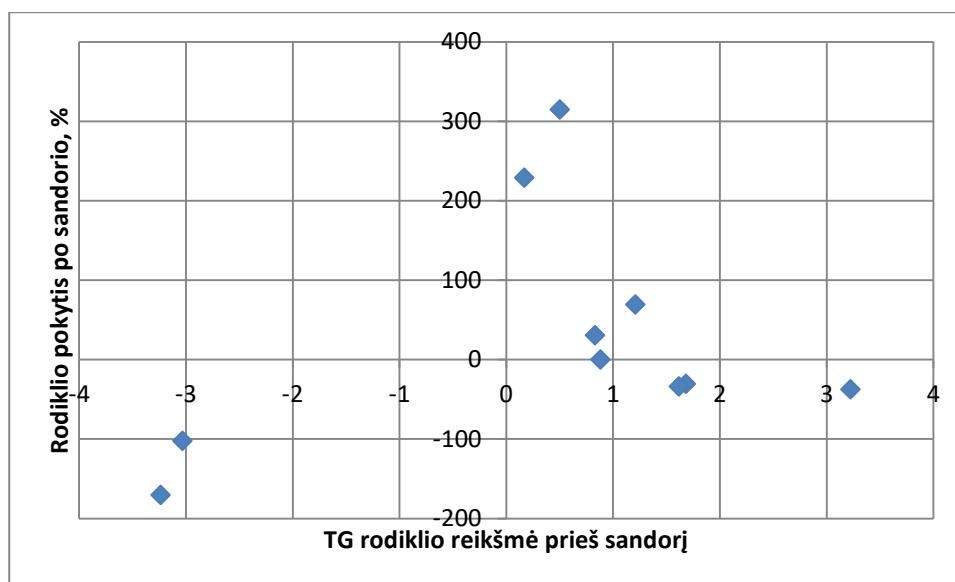
5 lentelė. Bankų NKG rodiklio pokyčio grupuotos imties T-testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkių sk.	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis	Apatinis intervalas	Viršutinis intervalas	t	df	p
Prieš ir po	-12,99595	20,269161	5,851203	-25,8744	-0,11755	-2,221	11	0,048

4-toje lentelėje matyti nuosavo kapitalo grąžos visų bankų rodiklių grupuotos imties statistika. Žiūrint į bankų rodiklio vidurkį prieš ir po sandorio matyti jo padidėjimas. Tai pat po

sandorio rodiklyje matomas sumažėjęs standartinis nuokrypis ir standartinės paklaidos vidurkis. 5-tos lentelės NKG rodiklio grupuotos imties duomenys parodo, jog esant 11 laisvės laipsnių p reikšmė yra 0,048, kas yra mažiau už pasirinktą α reikšmės ribą 0,05, todėl galime priimti, jog NKG rodiklio pokytis yra statistiškai reikšmingas.

Kitas nagrinėjamas rodiklis yra banko turto graža. Šio rodiklio esmė – parodyti kaip sėkmingai sekasi bankui panaudoti turtą siekiant uždirbti pajamas. Žemiau 6 paveiksle yra pateikiamos nagrinėjamų bankų turto gražos rodiklių reikšmės iki sandorio sudarymo (X ašis) ir rodiklio procentinis pokytis po sandorio (Y ašis). Šioje lentelėje vėl nėra įtraukiami dviejų bankų rodikliai dėl stipriai nukrypstančių reikšmių – Eurobank Bulgaria AD su 1124 % teigiamu pokyčiu (iki sandorio sudarymo šio banko turto gražos rodiklis buvo artimas nuliui – 0,15) ir OTB Bank PLC su apytikriai 2205 % teigiamu pokyčiu (iki sandorio sudarymo šio banko turto gražos rodiklis buvo artimas nuliui – 0,092).



6 pav. Bankų jungimosi sandorių turto gražos rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus.

Teigiami turto gražos pokyčiai pastebimi 8 iš 12 nagrinėtų bankų. Neįtraukiant stipriai nukrypstančių, anksčiau minėtų bankų, teigiami procentiniai pokyčiai svyruoja režiuose nuo apytikriai 30,49 % iki apytikriai 314,51 %. Neigiami turto gražos rodiklio pokyčiai fiksuojami 4 iš 8 bankų. Viename Bulgarijos bankų KBC Groep NV/ KBC Groupe S.A. neigiamas pokytis siekia apytikriai vos -0,22 %, tuo tarpu trijuose bankuose neigiamas pokytis svyruoja režiuose nuo -30,65 % iki -37,53 %. Žemiau 6 ir 7 lentelėse matomi turto gražos rodiklių grupuotų imčių statistika bei grupuotos imties T-testas. 6 lentelėje matyti, jog TG rodiklio vidurkis po sandorio padidėjo ir vertinant prieš ir po sandorio standartinius nuokrypius pastarasis sumažėjo. Tačiau, iš 7 lentelėje pateiktos grupuotos imties T statistikos matyti, jog p reikšmė yra didesnė nei

pasirinkta ($p = 0,067 > \alpha = 0,05$), todėl vertinant turto gražos rodiklį galima apibendrinti, jog pokytis nėra statistiškai reikšmingas.

6 lentelė. *Bankų TG rodiklio grupuotų imčių statistika.* Sudaryta naudojantis SPSS programa.

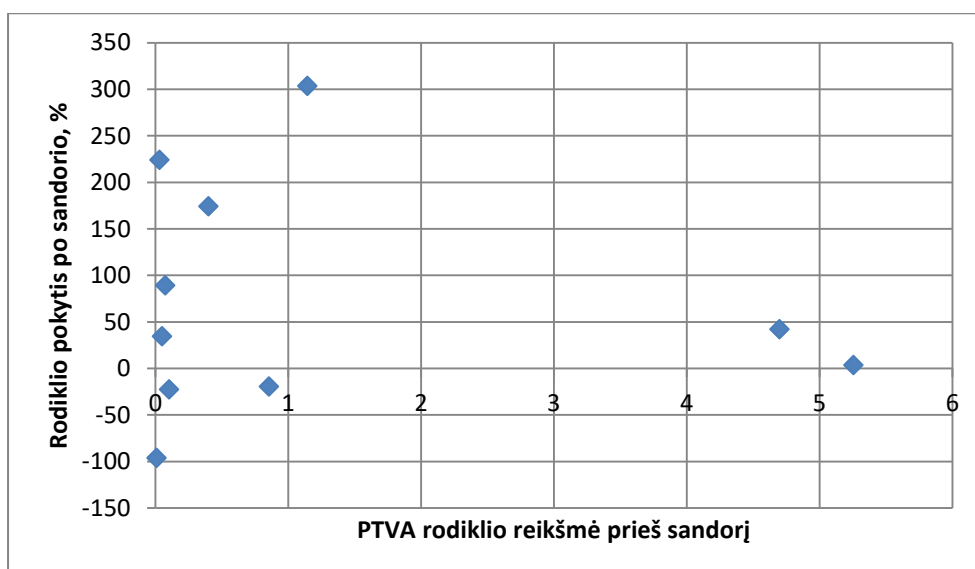
	Vidurkis	Imtis	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis
Prieš	0,34183	12	1,843119	0,532063
Po	1,4365	12	0,722096	0,208451

7 lentelė. *Bankų NKG rodiklio pokyčio grupuotos imties T-testas.* Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkių sk.	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis	Apatinis intervalas	Viršutinis intervalas	t	df	p
Prieš ir po	-1,094667	1,864194	0,538146	-2,27912	0,089786	-2,034	11	0,067

Toliau nagrinėjamas pelningumo rodiklis nurodantis pelną, tenkantį vienai akcijai (PTVA). Žemiau 7 paveiksle yra pateikiami PTVA rodiklio duomenys iki įsigijimo sandorio (X ašis) ir procentinis rodiklio pokytis (Y ašis). Iš 12 nagrinėjamų bankų matoma, jog 9 buvo matomi teigiami pokyčiai. Lentelėje nėra rodomi stipriai nukrypusių nuo vidutinių pokyčių bankų duomenys – Erste Bank Hungary Zrt (paaugo apytikriai 3942 %, prieš sandorį buvo artimas nuliui rodiklis -0,049) ir Eurobank Bulgaria AD (paaugo apytikriai 1633 %, prieš sandorį buvo artimas nuliui rodiklis 0,015).

Neįtraukiant stipriai nukrypusių bankų rodiklių, teigiami pelno tenkančios vienai akcijai, rodiklio pokyčiai svyravo režiuose nuo apytikriai 3,63 % iki 303,4 %. Trijuose bankuose šie rodikliai augo itin sparčiai - apytikriai 303,40 % OTP Bank PLC, 223,99 % Šiaulių Banke AB, 174,25 % BGZ BNP Paribas S.A. Tuo tarpu neigiami rodiklio pokyčiai pastebimi 3-juose bankuose, kur neigiamas rodiklio pokytis svyravo režiuose nuo apytikriai -19,36 % PKO Bank Polski S.A., -22,33 % Banca Transilvania S.A. (2018 metų sandoris), ir net iki -96,16 % Rumunijos Patria Bank S.A. 8 lentelėje matyti, jog imties vidurkis yra šiek tiek padidėjęs – nuo 1,04967 iki 1,75661, tačiau tuo pačiu išaugęs ir standartinis nuokrypis – nuo apytikriai 1,88 iki sandorio ir 2,41 po sandorio sudarymo.



7 pav. Bankų jungimosi sandorių pelno tenkančio vienai akcijai rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus.

8 lentelė. Bankų PTVA rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkis	Imtis	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis
Prieš	1,04967	12	1,876491	0,541696
Po	1,75661	12	2,41257	0,696449

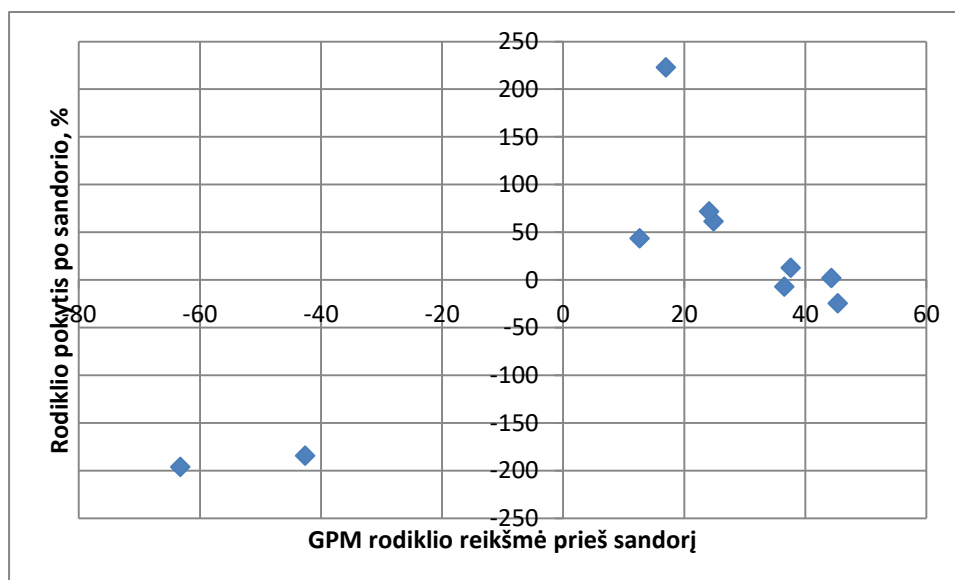
Vis tik, žvelgiant į pelno tenkančio vienai akcijai rodiklio grupuotos imties T-testą, matyti jog gautoji statistinio reikšmingumo p reikšmė yra 0,055, kuri yra didesnė už nustatytąją $\alpha = 0,05$. Todėl galima apibendrinti, jog pokytis pelno tenkančio vienai akcijai rodikliui nėra statistiškai reikšmingas, tačiau yra labai arti ribos.

9 lentelė. Bankų PTVA rodiklio pokyčio grupuotos imties T-testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkių sk.	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis	Apatinis intervalas	Viršutinis intervalas	t	df	p
Prieš ir po	-0,706937	1,143267	0,330033	-1,43333	0,01946	-2,142	11	0,055

Kitas nagrinėjamas pelningumo rodiklis yra grynoji pelno marža (GPM). 8 paveiksle matyti koks buvo šis rodiklis iki sandorio sudarymo (X ašis) ir koks procentinis pokytis buvo po jungimosi sandorio (Y ašis). Du bankai po jungimosi sandorio demonstruoja itin didelį procentinį pokytį – OTP Bank PLC (teigiamai augo apytikriai 10990%) ir Eurobank Bulgaria AD (teigiamai augo apytikriai 1219 %) – verta atkreipti dėmesį, jog tai nulemia iki jungimosi sandorio ganėtinai žemai buvusios rodiklių reikšmės. Šių dviejų bankų duomenys nėra

atvaizduojami taškinėje diagramoje, siekiant neiškraipyti diagramos. Iš 12 bankų net 10 demonstravo teigiamus pokyčius grynosios pelno maržos rodiklyje. Pastarojo procentiniai režiai, neįskaitant stipriai nukrypusių bankų, yra ribose nuo apytikriai 1,71 % iki 222,68 %. Tuo tarpu neigiami rodiklio pokyčiai pastebėti dviejuose Lenkijos bankuose ir svyruoja nuo apytikriai - 7,07 % (PKO Bank Polski S.A.) iki -24,77 % (Bank Zachodni WBK S.A.).



8 pav. Bankų jungimosi sandorių grynosios pelno maržos rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus.

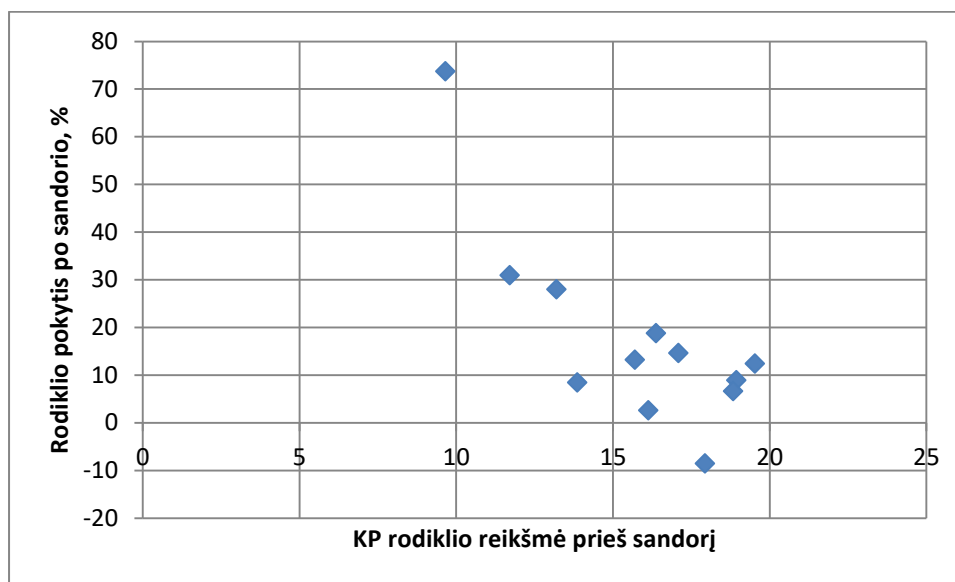
Toliau 10 lentelėje matomi grynosios pelno maržos rodiklių grupuotų imčių statistiniai duomenys. Galima atkreipti dėmesį besiskiriančius imties po ir prieš sandorio vidurkius - prieš sandorį GPM vidurkis tarp bankų siekė apytikriai 11,67, o po sandorio bankų GPM rodiklio vidurkis pakilo iki 40,31. Taip pat pastebėtina, jog po sandorio ženkliai sumažėjo rodiklio standartinis nuokrypis. 11 lentelėje matyti rodiklio grupuotos imties T-testo rezultatai. Iš lentelėje pateiktų duomenų, matyti jog statistinio reikšmingumo p reikšmė yra 0,027, kuri mažesnė už nustatytąją $\alpha = 0,05$ reikšmę, todėl galima apibendrinti, jog grynojo pelno maržos rodiklio pokytis yra statistiškai reikšmingas.

10 lentelė. Bankų GPM rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkis	Imtis	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis
Prieš	11,66642	12	33,861575	9,77495
Po	40,3125	12	10,722428	3,095298

11 lentelė. Bankų GPM rodiklio pokyčio grupuotos imties T-testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkių sk.	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis	Apatinis intervalas	Viršutinis intervalas	t	df	p
Prieš ir po	-28,64608	38,830744	11,20947	-53,318	-3,97421	-2,556	11	0,027



9 pav. Bankų jungimosi sandorių grynosios pelno maržos rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus.

Tolimesnis nagrinėjamas rodiklis koncentruojasi į tai, kaip gerai bankui sekasi palaikyti kapitalo išsipareigojimus. 9 paveiksle X ašyje matoma kapitalo pakankamumo rodiklio reikšmė iki jungimosi sandorio ir Y ašyje matomas procentinis rodiklio pokytis po jungimosi sandorio. Kapitalo pakankamumo rodiklis iš visų nagrinėjamų rodiklių parodė patį vienalytiškiausią pokytį – viso iš 12 bankų sandorių 11 rodiklių reikšmių po jungimosi sandorių didėjo į teigiamą pusę. Tik vieno Vengrijos banko – OTP Bank PLC – kapitalo pakankamumo rodiklis sumažėjo per apytikriai -8,55 % nuo 17,93 % iki 16,4 %. Tuo tarpu vienuolikoje bankų sandorių, po kurių kapitalo pakankamumo rodiklis augo, jis procentaliai kito nuo apytikriai 2,58 % iki 73,68 %. Didžiausią pokytį rodo Rumunijos bankas Patria Bank S.A. padidinęs kapitalo pakankamumo rodiklį nuo buvusio 9,653 % prieš jungimosi sandorį iki 16,765 % po jungimosi sandorio. Iš 12 lentelės duomenų matyti, jog duomenų vidurkis prieš ir po sandorio jungimosi yra šiek tiek pakilęs, o standartinis nuokrypis tarp bankų rodiklių po jungimosi sandorio dar sumažėjo. 13-oje lentelėje matoma kapitalo pakankamumo rodiklio prieš ir po sandorio grupuotos imties T-testo informacija, kuri, remiantis $p = 0,003 < \alpha = 0,05$ reikšme, nurodo, jog pokytis kapitalo pakankamumo rodikliui yra statiškai reikšmingas.

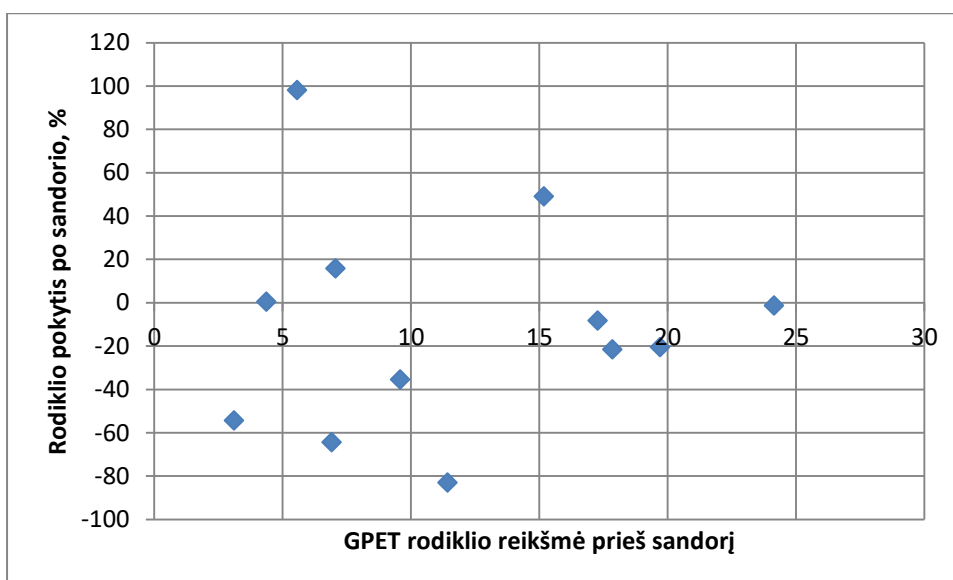
12 lentelė. Bankų KP rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkis	Imtis	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis
Prieš	15,74683	12	3,083541	0,890142
Po	18,03492	12	2,231741	0,644248

13 lentelė. Bankų KP rodiklio pokyčio grupuotos imties T-testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkių sk.	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis	Apatinis intervalas	Viršutinis intervalas	t	df	p
Prieš ir po	-2,288083	2,100703	0,606421	-3,62281	-0,95336	-3,773	11	0,003

Tolimesnis nagrinėjamas bankų veiklos efektyvumo finansinis rodiklis yra orientuotas į banko likvidumo pokyčius. Grynujų pinigų ir grynujų pinigų ekvivalentų santykio su turtu rodiklis rodo, koks yra banko likvidumo santykis – ryšį tarp grynujų pinigų, jų ekvivalentų ir banko turto. Iš visų nagrinėtų banko efektyvumo rodiklių, pastebėtina, jog būtent šis rodiklis po jungimosi sandorio dažniausiu atveju sumažėjo. Iš nagrinėtų 12 jungimosi sandorių neigiami rodiklio pokyčiai nustatyti net 8 atvejuose. Rodiklis procentaliai neigiamai kito režiuose nuo apytikriai -1,28 % iki -83,01 %. Dideli neigiami pokyčiai fiksuojami Vengrijos OTP Bank PLC (-83,01 %), Čekijos Raiffeisenbank A.S (-64,41 %) ir Vengrijos Erste Bank Hungary Zrt (-54,33 %). Lenkijos banke BGZ BNP Paribas S.A. fiksuojamas nežymus rodiklio teigiamas pasikeitimas apytikriai 0,52 %. Trijuose bankuose teigiamas trumpojo laikotarpio likvidumą atspindintis rodiklio procentinis pokytis pasiskirstęs režiuose nuo apytikriai 15,89 % iki 98,08 %. Žvelgiant į grynujų pinigų ir grynujų pinigų ekvivalento santykio su turto rodiklio grupuotų imčių statistiką matyti, jog po jungimosi sandorio rodiklio vidurkis yra šiek tiek sumažėjęs nuo apytikriai 11,85 iki 10,63, tačiau yra fiksuojamas standartinio nuokrypio tarp imčių padidėjimas, reiškiantis išaugusią sklaidą tarp rodiklio.



10 pav. Bankų jungimosi sandorių grynujų pinigų ir grynujų pinigų ekvivalentų santykio su turtu rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus.

14 lentelė. Bankų GPET rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkis	Imtis	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis
Prieš	11,84642	12	6,83608	1,973406
Po	10,63283	12	7,831012	2,260618

Galiausiai, vertinant grynujų pinigų ir grynujų pinigų santykio su turto pokyčius prieš ir po jungimosi sandorio grupuotos imties T-testas (15 lentelė) parodo, jog pokytis tarp dviejų imčių nėra statistiškai reikšmingas, kadangi gauta p reikšmė $p = 0,374$ yra didesnė už nustatytą $\alpha = 0,05$ ribą.

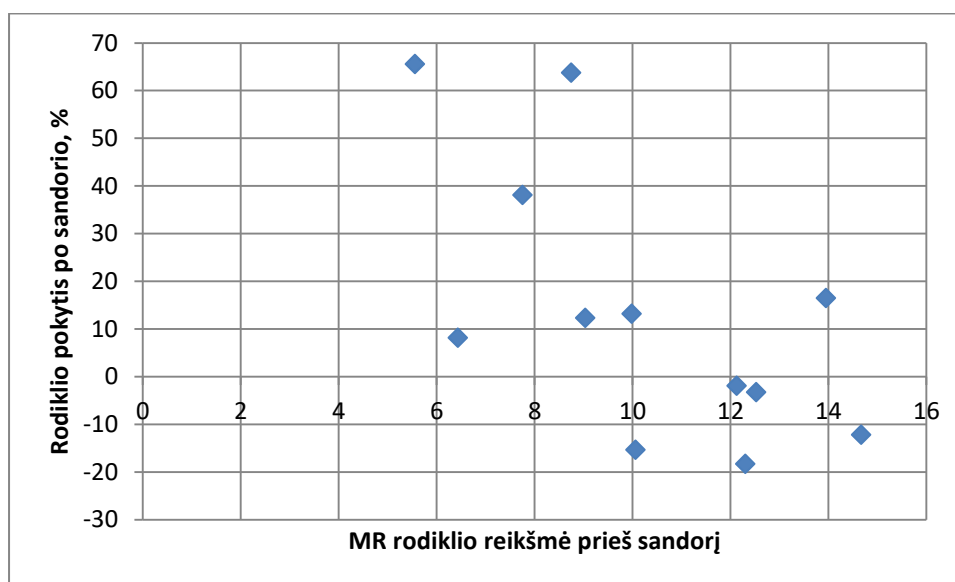
15 lentelė. Bankų GPET rodiklio pokyčio grupuotos imties T-testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkių sk.	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis	Apatinis intervalas	Viršutinis intervalas	t	df	p
Prieš ir po	1,213583	4,534428	1,308977	-1,66746	4,094621	0,927	11	0,374

Paskutinis bankų veiklos efektyvumui vertinti skirtas rodiklis yra dar vienas dydis, kreipiantis dėmesį į banko likvidumą – mokumo rodiklis. Skirtingai, negu aukščiau nagrinėtas grynujų pinigų ir jų ekvivalentų santykis su turtu, mokumo rodiklis yra orientuotas į banko mokumą ilgesniu laikotarpiu. Nagrinėjamuose bankų jungimosi sandoriuose mokumo rodiklio pokyčiai yra labiausiai išsibarstę vertinant visų likusių rodiklių kontekste – 7 bankų jungimosi

sandoriai demonstravo teigiamą rodiklio pokytį, kol likę 5 bankų jungimosi sandoriai nulėmė sumažėjusį rodiklio dydį. Didžiausi teigiami mokumo rodiklio pokyčiai matyti Rumunijos Patria Bank S.A. (apie 65,56 %) ir Vengrijos Erste Bank Hungary Zrt (apie 63,78 %).

Likę teigiami rodiklio pokyčiai procentaliai svyravo nuo apytikriai 8,16 % padidėjimo iki minėtojo 38,10 %. Tuo tarpu didžiausi neigiami pokyčiai matyti Rumunijos Banca Transilvania S.A. (2018 metų sandoryje apie -18,33 %), Čekijos Raiffeisenbank A.S. (apie -15,38 %) bei Lenkijos Bank Zachodni WBK S.A. (apie -12,21 %). Likę dviejų sandorių neigiami pokyčiai matomi režiuose nuo apytikriai -3,27 % (Vengrijos OTP Bank PLC) iki -1,95 % (Lenkijos PKO Bank Polski S.A.).



11 pav. Bankų jungimosi sandorių mokumo rodiklio pokytis. Sudaryta autoriaus.

16 lentelėje matoma bankų mokumo rodiklių prieš ir po sandorio grupuotų imčių statistika parodo, jog po sandorio imties vidurkis paaugo nuo apytikriai 10,26 % iki 11,20 %, tuo tarpu šiek tiek sumažėjo standartinės paklaidos nuokrypis nuo apytikriai 2,90 iki 2,55. 17 lentelėje matoma mokumo rodiklio grupuotos imties T-testo statistika ir joje esanti p reikšmė yra $p = 0,201$. Kadangi ši reikšmė yra didesnė už nustatytą ribą $\alpha = 0,05$, apibendrinama, jog mokumo rodiklio pokytis nėra statistiškai reikšmingas.

16 lentelė. Bankų MR rodiklio grupuotų imčių statistika. Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkis	Imtis	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis
Prieš	10,26208	12	2,903848	0,838269
Po	11,195	12	2,546041	0,734979

17 lentelė. Bankų MR rodiklio pokyčio grupuotos imties T-testas. Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	Vidurkių sk.	Std. nuokrypis	Std. paklaidos vidurkis	Apatinis intervalas	Viršutinis intervalas	t	df	p
Prieš ir po	-0,932917	2,37686	0,68614	-2,4431	0,577268	-1,36	11	0,201

Galiausiai, siekiant pažiūrėti į visų nagrinėtų susijungimų sandorių atvejus bendrai ir apibendrinti analizuotus pokyčius finansiniuose rodikliuose prieš ir po jungimosi sandorio, duomenys yra konsoliduojami į bendrą 18 lentelę. Šioje lentelėje yra pateikiamas visų bankų nagrinėtų kiekvieno finansinio rodiklio procentinis pokytis (žaliai pažymėti – teigiami, raudonai pažymėti – neigiami). Taip pat lentelėje yra pateikiami rezultatai dėl kiekvieno finansinio rodiklio pokyčio nagrinėto statistinio reikšmingumo – „+“ pažymėti rodiklių pokyčiai yra įvertinti kaip statistiškai reikšmingi, „-“ pažymėti rodiklių pokyčiai yra įvertinti kaip statistiškai nereikšmingi. Lentelėje rodiklių pokyčių dydžiai, pažymėti *kursyvu* turi itin didelį procentinį pokytį. Žvelgiant į juos reikia atkreipti dėmesį į tai, jog šių skaičių aukšti dydžiai yra nulemti prieš tai buvusios itin žemos reikšmės, todėl ir santykinai nedidelis absoliutinis skaičiaus pokytis nulemia didelį procentinį pokytį.

18 lentelė. Bankų finansinių rodiklių pokyčio procentas po jungimosi sandorio bei pokyčio statistinio reikšmingumo vertinimas. Sudaryta autoriaus.

	NKG	TG	PTVA	GPM	KP	GPET	MR
BGŻ BNP Paribas S.A.	43,15	228,82	174,25	43,64	8,39	0,53	12,33
Bank Zachodni WBK S.A.	-25,23	-30,66	3,63	-24,77	14,57	15,89	-12,21
PKO Bank Polski S.A.	-26,84	-33,97	-19,37	-7,07	27,95	49,12	-1,95
Raiffeisenbank A.S.	57,81	30,49	89,19	61,26	13,20	-64,41	-15,38
Erste Bank Hungary Zrt	151,55	170,73	3942,86	184,43	8,88	-54,33	63,78
Eurobank Bulgaria AD	1225,71	1124,00	1633,33	1219,23	12,39	-1,28	16,51
KBC Groep NV/ KBC Groupe S.A.	-0,50	-0,23	42,18	12,63	2,58	98,08	8,16
Siauliu Bankas AB	143,64	314,51	223,99	222,69	30,91	-35,41	38,10
Banca Transilvania S.A. (2018)	-6,56	-37,54	-22,33	1,72	6,63	-8,20	-18,33
Banca Transilvania S.A. (2015)	42,53	69,36	34,62	71,75	18,77	-20,47	13,17
OTP Bank PLC	3690,56	2205,43	303,40	10990,27	-8,55	-83,01	-3,27
Patria Bank S.A.	101,38	102,64	-96,17	196,28	73,68	-21,57	65,56
Statistinis reikšmingumas	+	-	-	+	+	-	-

Žvelgiant į lentelę dėmesį galima atkreipti į koreliaciją tarp dviejų rodiklių pokyčių krypties – nuosavo kapitalo gražos (NKG) ir turto gražos (TG) rodikliai bankuose turi tas pačias

tendencijas. Šie rodikliai yra ganėtinai stipriai susiję - nors vienas yra skaičiuojamas nuo nuosavo kapitalo, o kitas nuo turto, jiems abiem apskaičiuojant naudojamas santykis su grynosiomis pajamomis.

Vis tik skirtingai negu nuosavo kapitalo gražos pokyčiui, turto gražos rodiklio kaitai nėra matomas statistiškai reikšmingas pokytis. Pelno tenkančio vienai akcijai (PTVA) rodiklio pokytis po sandorio jungimo padidėjo 9-iems iš 12 bankų sandorių ir yra vertinamas statistiškai nereikšmingu, nors yra labai arti reikšmingumo ribos. Grynojo pelno maržos (GPM) rodiklio pokytis buvo teigiamas 10-čiai iš 12 bankų sandorių ir įvertinta, jog pokytis buvo statistiškai reikšmingas. Geriausiai pasirodęs rodiklis yra kapitalo pakankamumas (KP) – net 11-ai iš 12 bankų sandorių šio rodiklio pokytis po jungimosi sandorio buvo teigiamas ir statiškai buvo patvirtinta, jog pokytis yra reikšmingas. Prastesnė situacija su banko likvidumo rodikliais – po jungimosi sandorio net 8-iems iš 12 bankų sandorių buvo apskaičiuotas neigiamas grynujų pinigų ir jų ekvivalentų santykio su turtu pokytis (GPET), statistiškai šis pokytis įvertintas nereikšmingu. Taip pat ilgesniojo laikotarpio banko likvidumą orientuotas rodiklis – mokumo rodiklis (MR) – teigiamas 7-iems jungimosi sandoriams ir įvertintas statistiškai nereikšmingu pokyčiu. Apibendrinant rodiklių statistiką, matoma ganėtinai aiški tendencija, jog jungimosi sandoriai teigiamai veikia bankų kapitalo pakankamumą (KP) ir labiau neigiamai veikia bankų likvidumą (GPET) trumpuoju laikotarpiu. Ilgojo laikotarpio mokumo rodiklio pokyčiai tarp bankų nenurodo aiškios tendencijos, tačiau ir tarp šių rodiklių galima surasti sąlyginai nemažai neigiamų pokyčių. Tuo tarpu į pelningumą orientuoti rodikliai – NKG, TG, PTVA, GPM – yra daugiau linkę rodyti teigiamą pokytį po jungimosi sandorio.

Žvelgiant atskirai į bankų finansinių rodiklių pokyčius vien teigiami rodiklių pasikeitimai matomi banke BGZ BNP Paribas S.A. Šis Lenkijos bankas yra vienintelis iš nagrinėtų bankų, kuris turi visus teigiamus rodiklių procentinius pokyčius. Toliau analizė parodo, jog keturi bankai turi visus teigiamus finansinių rodiklių pokyčius išskyrus sumažėjusį trumpojo laikotarpio likvidumo rodiklį GPET. Šie bankai yra Vengrijos Erste Bank Hungary Zrt, Bulgarijos Eurobank Bulgaria AD, Lietuvos Šiaulių Bankas AB ir Rumunijos Banca Transilvania (2015 metų sandoris). Toliau analizė parodo, jog trys bankai po jungimosi sandorio turėjo teigiamus pokyčius 5-iuose finansiniuose rodikliuose iš 7 – Čekijos Raiffeisenbank A.S., Bulgarijos KBC Groep NV/ KBC Groupe S.A. ir Rumunijos Patria Bank S.A. Tyrimė matoma, jog vienas bankas po jungimosi sandorio turi 4 teigiamus rodiklių pokyčius iš 7 – Vengrijos OTP Bank PLC. Viename Lenkijos bankų Bank Zachodni WBK S.A. galima matyti 3 teigiamus rodiklių pokyčius iš 7 po jungimosi sandorio. Du bankų jungimosi sandoriai pagal neigiamų finansinių rodiklių pokyčių skaičių analizės metu pasirodė prasčiausiai – Lenkijos PKO Bank

Polski S.A. ir Rumunijos Banca Transilvania S.A. (2018 metų sandoris) surinko net po 5 neigiamus pokyčius finansiniuose rodikliuose po jungimosi sandorio.

Norint priimti arba atmesti tyrimui iškeltą hipotezę, jog bankų jungimosi sandoriai nulemia teigiamus efektyvumo pokyčius, 18 lentelės duomenys leidžia susidaryti aiškų atsakymą, jog bankų jungimosi sandoriai nesukuria vienareikšmiškai teigiamo pokyčio efektyvumui – hipotezė yra atmetama. Iš nagrinėtų finansinių rodiklių matyti, jog dauguma vykusių sandorių nulėmė pokyčius tiek į teigiamą, tiek į neigiamą pusę. Dėmesį verta atkreipti į statistiškai reikšmingą net 11 iš 12 sandorių kilusį kapitalo pakankamumo pokytį. Tačiau tuo pačiu metu, nors statistiškai reikšmingai ir neįvertinti, didelis kiekis likvidumo rodiklių GPET ir MR rodo neigiamą pokytį po įvykusio sandorio, kas indikuoja neigiamą jungimosi sandorių įtaką bankų likvidumui ir išaugusią riziką jų stabilumui.

3.2 Bankų sandorių vertės pokyčių analizė

Analizuojant Centrinės ir Rytų Europos bankų jungimosi sandorius antroji vertinimo dalis yra bankų vertės pokyčiai. Pastarieji yra analizuojami bankų galutinės naudos gavėjų vertės kontekste – bankų akcininkų vertės pokyčiai. Pokyčiai yra vertinami naudojant atvejo analizės metodą kurio metu yra vertinama įprasta akcijų graža neutraliu periodu ir lyginama su gražos pokyčiais nulemtais pranešimo apie bankų jungimosi sandorius rinkoje. Atvejo analizės metodas pateikia bendrą sumą neįprastųjų gražų tam tikru periodu ir leidžia nustatyti kokį poveikį paskelbimas apie jungimosi sandorį turėjo akcijų vertei.

Skaičiuojant akcijų neįprastąsias gražas yra naudojamas rinkos modelis. Pastarasis į skaičiavimus įtraukia ir bendrus rinkos svyravimo skaičiavimus, siekiant išgauti tikslesnę informaciją dėl akcijos gražos pokyčio nulemto tam tikro įvykio, tačiau ne bendrų rinkos tendencijų. Šiam rinkos skaičiavimo modeliui yra reikalingas bendras akcijų indeksas, kuris atspindėtų susijusios rinkos bendras akcijų pokyčio tendencijas. Tiriamajame darbe yra pasirinktas STOXX Rytų Europos rinkos indeksas (STOXX Eastern Europe TMI), kuris yra sudarytas iš įvairių šalių, įskaitant vertinamųjų Bulgarijos, Čekijos, Vengrijos, Lietuvos, Lenkijos, Rumunijos, įmonių akcijų indeksų. Šis indeksas yra artimai susijęs su tiriamųjų bankų rinka ir jo kaita atspindi bendrus rinkos svyravimus.

Taip pat reikalinga pažymėti, jog Eurobank Bulgaria AD jungimosi sandorio paskelbimo metu prekyba akcijomis rinkoje buvo sustabdyta mėnesio periodui, todėl šio jungimosi sandorio vertės analizė nėra atliekama. Likusieji nagrinėjami jungimosi sandoriai buvo paskelbti rinkoje nestabdant jų akcijų prekybos, todėl daugiau nukrypimų vykdant vertės pokyčio analizę nėra.

Žemiau esančioje 19 lentelėje yra pateikiami nagrinėtų 11—os jungimosi sandorių agreguotų neįprastųjų akcijų gražų vidurkiai skirtingais laiko periodais bei jų statistinio reikšmingumo vertinimo rodikliai. Lentelėje yra pateikiami duomenys apskaičiuojant agreguotų neįprastųjų gražų vidurkius dviem skirtingais būdais, anksčiau pristatytais metodologijoje – pirmuoju atveju yra sudedamos visų nagrinėtų sandorių sumuotos neįprastosios gražos ir tada skaičiuojamas jų vidurkis (ACAR), antruoju atveju yra skaičiuojama vidutinė neįprastoji graža jungimosi sandoriui ir tada yra sudedami atskirų sandorių akcijų gražų vidurkiai tiriamuoju periodu (CAAR). Atlikti skaičiavimai patvirtina, jog abejais atliktais metodais skirtumo nėra arba jis yra minimalus – tik -5, ir 30 dienų intervaluose yra pastebimi neženklius skirtumai tarp ACAR ir CAAR reikšmių.

19 lentelė. *Agreguotų neįprastųjų gražų vidurkiai ir jų statistinio reikšmingumo rodikliai. Sudaryta naudojantis SPSS programa.*

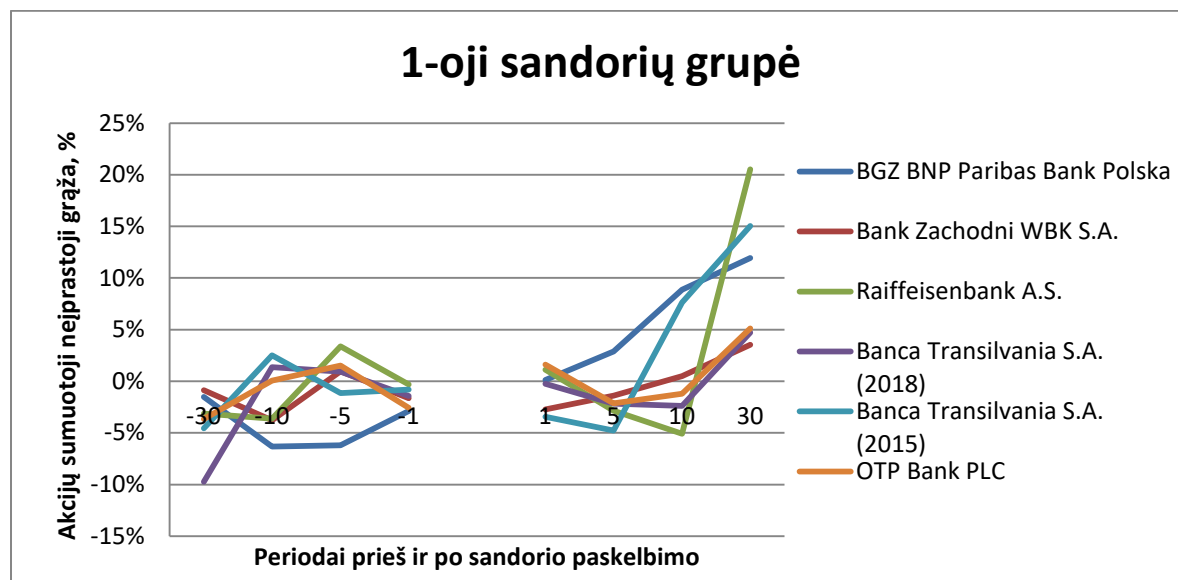
Periodas	ACAR	CAAR	t	p
-30	-4,23%	-4,23%	-1,979	0,962
-10	-1,61%	-1,61%	-1,088	0,849
-5	0,20%	0,44%	0,122	0,453
-1	-1,17%	-1,17%	-2,932	0,993
Paskelbimas apie vykdomą sandorį				
1	-0,01%	-0,01%	-0,013	0,505
5	0,04%	0,04%	0,045	0,482
10	0,57%	0,57%	0,436	0,336
30	5,26%	5,28%	2,120	0,030

Tiek ACAR, tiek CAAR rodiklio dinamikoje galima matyti, jog likus 30 dienų iki sandorio paskelbimo datos neįprastųjų gražų suma yra didžiausiame neigiamame dydyje -4,23 %. Žvelgiant į trumpesnę periodą likus dešimt dienų iki sandorio paskelbimo matyti, jog neįprastųjų gražų sumos vidurkis išlieka neigiamas, tačiau sumažėja iki -1,61 %. Itin įdomus atvejis pastebimas analizuojant neįprastųjų gražų vidurkį likus 5 iki sandorio paskelbimo datos – neįprastosios gražos persōka į teigiamą pusę – pagal ACAR 0,20 %, pagal CAAR skaičiavimą iki 0,44 %. Tačiau likus 1 dienai iki sandorio paskelbimo buvusi teigiama neįprastoji graža pranyksta ir krenta iki neigiamos -1,17 %. Žvelgiant bendrai į periodą prieš jungimosi sandorio paskelbimą matoma tendencija, jog neįprastosios akcijų gražos kyla iš neigiamo dydžio link teigiamo likus apie 5 dienas iki sandorio paskelbimo, tačiau sandorio išvakarėse vėl persisveria į neigiamą pusę. Tuo tarpu 1 diena po paskelbimo apie sandorį parodo arti nulio esančią neįprastąją gražą -0,01 %. Tolimesniais dienų intervalais graža didėja į teigiamą pusę – 5 dienų intervale po sandorio paskelbimo neįprastoji graža jau persisveria į teigiamus 0,04 %. Po 10 dienų nuo sandorio paskelbimo fiksuojama vidutiniškai 0,57 % esanti neįprastoji akcijų graža.

Galiausiai reikšmingiausias akcijų vertės pokytis matomas žvelgiant į 30 dienų periodo neįprastąsias grąžas – pagal ACAR skaičiavimą jis siekia 5,26 %, pagal CAAR – 5,28 %. Verta pabrėžti, jog šio dydžio vertė didesnė už 30 dienų iki sandorio buvusios grąžos absoliutinę vertę (-4,23 %). Kol ACAR ir CAAR skaičiavimai leidžia susidaryti įspūdį apie neįprastųjų grąžų tendencijas prieš ir po sandorio, taip pat reikalinga įvertinti ar nustatytos grąžos yra statistiškai reikšmingos. Tam atlikti yra naudojamas T-testas. 19 lentelėje žvelgiant į laikotarpį prieš sandorio sudarymo paskelbimą matyti, jog absoliutinės T reikšmės yra artimos ar viršija 1,96 dydį periodais -30 ($t = -1,979$) ir -10 ($t = -2,932$). Tačiau abejais atvejais gautosios p reikšmės (0,962 ir 0,993) yra ženkliai didesnė nei pageidautina $\alpha = 0.05$. Todėl, vertinant agreguotų neįprastųjų akcijų grąžų vidurkių dydžius iki sandorio paskelbimo dienos nei vienam periode nėra nustatomos statistiškai reikšmingos grąžos. Žvelgiant į agreguotų neįprastųjų akcijų grąžų vidurkius po sandorio paskelbimo dienos periodais 1, 5 ir 10 dienų po, matyti, jog visais trimis atvejais T statistikos dydis nesiekia 1,96. Tik paskutinam laiko periodui – praėjus trisdešimčiai dienų nuo sandorio paskelbimo T statistikos reikšmė yra 2,120. Taip pat patikrinus p reikšmę 0,030 matyti, jog ji yra žemesnė už pasirinktą $\alpha = 0,05$ reikšmingumo lygį. Tai leidžia patvirtinti, jog agreguotų neįprastųjų akcijų grąžų vidurkių dydis praėjus 30 dienų nuo jungimosi sandorio paskelbimo yra statistiškai reikšmingas.

Analizuojant nagrinėtus sandorius kartu yra matoma viena bendra tendencija, tačiau žvelgiant į pavienių sandorių duomenis galima išskirti tam tikrus tendencijų pogrupius. Žemiau yra pateikiami ir aprašomi trys grafikai, kuriuose yra išskirstyti nagrinėti sandoriai pagal tam tikrus sumuotųjų neįprastųjų grąžų bruožus periodais. Pirmoji sandorių grupė yra gausiausia – ją iš viso sudaro 6 vertinti jungimosi sandoriai. 12 paveiksle matomos sumuotos neįprastosios akcijų grąžos iki sandorio paskelbimo 30-ties dienų periodą pradeda su neigiamomis reikšmėmis. Pastarosios svyruoja ribose nuo -9,72 % (Banca Transilvania S.A. 2018 m.) iki -0,86 % (Bank Zachodni WBK S.A.). Skaičiuojant rodiklį likus 10 dienų iki sandorio paskelbimo dalis akcijų rodo teigiamas sumuotas neįprastąsias grąžas, tačiau tiek ties 5, tiek ties 1 dienos periodais iki sandorio paskelbimo galima apstebėti tolimesnius svyravimus aplink 0. Po sandorio paskelbimo dienos 1-oje sandorių grupėje galima matyti jog periodais 1, 5 ir 10 dienų dar dalyje sandorių grąžų galima sutikti neigiamus rodmenis. Tačiau žvelgiant į ilgesnįjį 30 dienų laikotarpį matyti, jog visus 6 nagrinėtus bankų jungimosi sandorius sekė teigiama sumuotoji neįprastoji akcijų grąža. Skaičiuojant 30 dienų periodo rodiklį pastarasis sutinkamas ribose nuo 3,53 % (Bank Zachodni WBK) net iki 20,54 % (Raiffeisen Bank A.S.). Ši, primoji nagrinėjamųjų sandorių grupė pasižymi, jog tolimiausiam periode iki sandorio paskelbimo visų akcijų sumuotos neįprastosios grąžos yra neigiamos, tačiau praėjus 30 dienų nuo sandorio paskelbimo sumuotos neįprastosios grąžos dydis yra teigiamas visiems sandoriams. Bandant

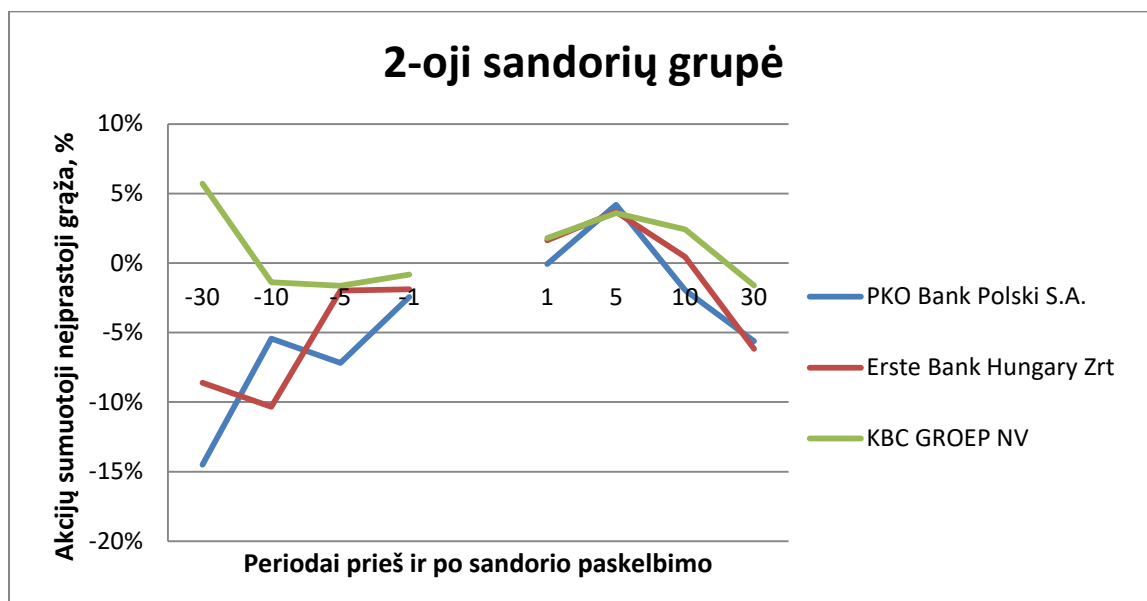
įvertinti šių periodų akcijų neįprastųjų grąžų statistinį reikšmingumą yra naudojamas T-testas. Pastarasis parodo, jog arti statistinio reikšmingo ribos balansuoja tik trijų bankų 30-ies dienų po sandorio paskelbimo periodai - BGŻ BNP Paribas S.A. ($t = 1,735$, $p = 0,048$), Raiffeisen Bank A.S. ($t = 1,433$, $p = 0,081$) ir Banca Transilvania S.A. (2015) ($t = 1,440$, $p = 0,080$).



12 pav. Pirmoji sandorių grupė pagal sumuotųjų neįprastųjų akcijų grąžų bruožus. Sudaryta autoriaus.

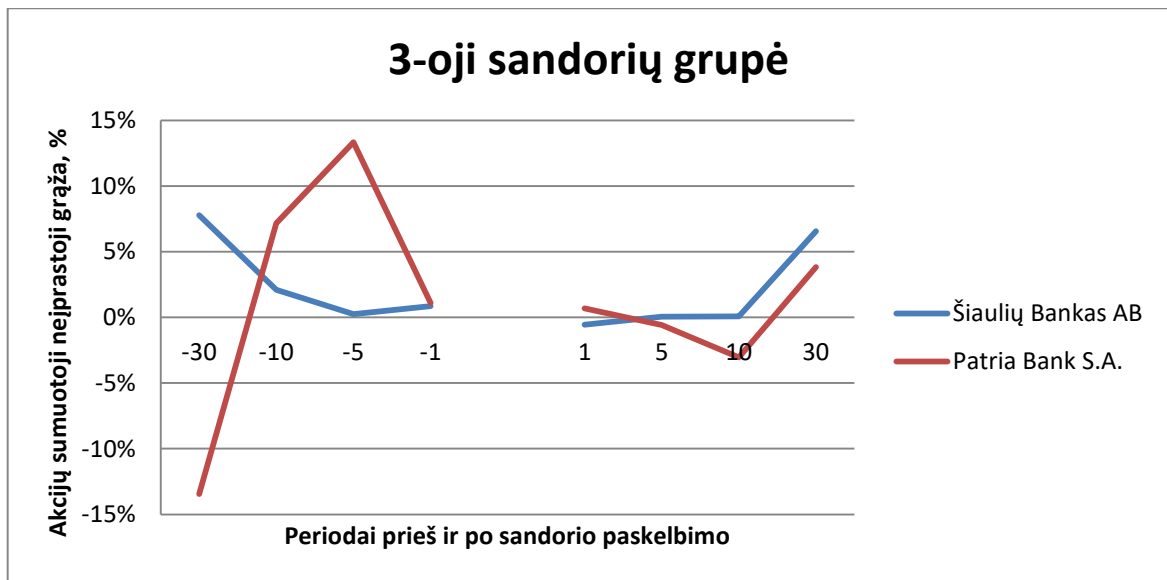
Antrąją sandorių grupę sudaro trys jungimosi sandoriai –PKO Bank Polski S.A., Erste Bank Hungary Zrt ir KBC Groep NV/ KBC Groupe S.A.. Pirmieji du bankai 30-ies dienų periodu iki sandorio paskelbimo datos pradeda neigiamoje sumuotų neįprastųjų akcijų grąžų pusėje, tuo tarpu KBC Groep NV/ KBC Groupe S.A. rodo teigiamą 5,70 % grąžą. Vis tik artėjant sandorio datai trumpesniais periodais šio sandorio neįprastoji grąža smunka ir kartu su kitais dviem sandoriais paskutinę dieną iki paskelbimo svyruoja ribose nuo -2,45 % (PKO Bank Polski S.A.) iki -0,83 % (KBC Groep NV/ KBC Groupe S.A). Po sandorio viešo paskelbimo pirmąją dieną neįprastosios akcijų grąžos pakyla ribose nuo -0,08 % iki 1,80 %. Tolimesniu periodu, praėjus penkioms dienoms nuo sandorio paskelbimo visų trijų nagrinėjamų sandorių neįprastosios grąžos pakyla iki teigiamo intervalo nuo 3,58 % iki 4,18 %. Tačiau likusiais 10-ies ir 30-ties dienų periodais visi bankai taip pat rodo ir bendrą kritimo tendenciją – ilgesniu trisdešimties dienų periodu galima matyti, jog akcijų sumuota neįprastoji grąža krenta iki neigiamo -6,18 % - -1,61 % intervalo. Ši nagrinėjama antroji sandorių grupė skiriasi nuo pirmosios, kurios atveju ilgesniu periodu galima buvo matyti teigiamas neįprastąsias grąžas, tačiau pagal 2-ąją grupę – grąžos pakyla iki 5 dienų periodo nuo sandorio paskelbimo ir ima kristi atgal į neigiamą grąžą. Vertinant neįprastųjų grąžų statistinį reikšmingumą tik vieno banko sandorio 5 dienų periodu po

paskelbimo datos T-testo rezultatai yra artimi reikšmingiems – PKO Bank Polski S.A. ($t = 1,422, p = 0,114$).



13 pav. Antroji sandorių grupė pagal sumuotųjų neiprastųjų akcijų grąžų bruožus. Sudaryta autoriaus.

Likusi paskutinė sandorių grupė, kurią sudaro du jungimosi sandoriai – Lietuvos Šiaulių Bankas AB ir Rumunijos Patria Bank S.A. Iki sandorio paskelbimo dienos žiūrint į Šiaulių Banko AB sandorio akcijų grąžą matyti, jog ji nuo buvusios teigiamos 7,77 % grąžos 30-ies dienų periodu krenta arti nulio 5-ių dienų periodu ir šiek tiek atsigauja iki 0,85 % likus dienos periodui iki sandorio paskelbimo. Tuo tarpu Patria Bank S.A. likus 30-ties dienų periodui turi iš visų nagrinėtų didžiausią neigiamą akcijų grąžą -13,44 %. Vis tik šis dydis greitai keičiasi ir 10-ties ir 5-ių dienų periodais atitinkamai kyla iki 7,16 % ir 13,32 %, tačiau sandorio išvakarėse nusileidžia iki 1,09 %. Po paskelbimo apie sandorį datos abiejų bankų akcijų grąžos demonstruoja ganėtinai panašias tendencijas 1-os, 5-ių ir 10-ties dienų periodais svyruoja nuo -3,04 % iki 0,70 %. Vis tik 30-ies dienų periode abiejų bankų akcijų neiprastosios grąžos pakyla iki teigiamų rodmenų – 3,83 % (Patria Bank S.A.) ir 6,55 % (Šiaulių Bankas AB). Ši paskutinė grupė išsiskiria ganėtinai smarkiais pokyčiais akcijų neiprastose grąžose iki sandorio paskelbimo ir pastebimu teigiamu rezultatu ilgesniu tiriamuoju 30 dienų periodu po sandorio sudarymo. Bandant nustatyti ar matomos neiprastosios akcijų grąžos yra statistiškai reikšmingos matyti, jog abiejų sandorių atvejais reikšmingumas pastebimas likus penkių dienų periodui iki sandorio paskelbimo – Šiaulių Bankas AB ($t = 1,789, p = 0,074$) ir Patria Bank S.A. ($t = 2,218, p = 0,045$).



14 pav. Trečioji sandorių grupė pagal sumuotųjų neiprastųjų akcijų grąžų bruožus. Sudaryta autoriaus.

Toliau analizėje siekiama šiek tiek detaliau atkreipti dėmesį į tai, kokios tendencijos vyravo kiekvieno banko neiprastųjų akcijų grąžose individualiai dienomis likus 10 dienų iki 10 dienų po sandorio paskelbimo rinkoje. Žemiau pateiktoje 20 lentelėje yra pateikiama dieninė neiprastoji akcijų grąža. Geltona spalva pažymėti langeliai nurodo, jog tikrinant statistinį patikimumą T-testu buvo identifikuotas reikšmingumas. Lentelės paskutiniame stulpelyje taip pat yra pateikiami sandorių dieninių grąžų vidurkiai, nuo šviesiai iki tamsiai žalios spalvos paryškinti langeliai atitinkamai reiškia suskirstymą nuo mažiausios teigiamos iki didžiausios teigiamos grąžos, tuo tarpu nuo tamsiai iki šviesiai raudono atspalvio langeliai atitinkamai pažymi suskirstymą nuo didžiausios iki mažiausios neigiamos akcijų grąžos.

Žvelgiant į lentelės duomenis matyti, jog daugiausiai statistiškai reikšmingų akcijų neiprastųjų grąžų galima surasti iki sandorio sudarymo dienos. Lenkijos BGZ BNP Paribas Bank Polska S.A. likus dviem dienoms iki sandorio akcijos grąža krenta iki neigiamos -5,05 % reikšmės. Tačiau jau praėjus 6 dienoms po šio sandorio matoma statistiškai reikšminga teigiama 4,38 % grąža. Kitas Lenkijos bankas PKO Bank Polski S.A. likus 6 dienoms rodo reikšmingą 3,24 % grąžos išaugimą, taip pat ir po sandorio paskelbimo praėjus 2 dienoms matomas statistiškai reikšmingas 2,79% akcijų grąžos prieaugis. Įdomūs statistiškai reikšmingi svyravimai matomi Vengrijos Erste Bank Hungary Zrt akcijų grąžose periodu nuo 9 iki 6 dienų iki sandorio – grąža tris dienas svyravusi ribose nuo -5,10 % iki -4,27 % likus šešioms dienoms šokteli iki teigiamų 5,66 %. Lietuvos Šiaulių Banko matomame periode galima išskirti 2,84 % teigiamą statistiškai reikšmingą grąžą likus 10-čiai dienų iki sandorio paskelbimo. Rumunijos Banca Transilvania S.A. vykdyto 2018 metų sandorio akcijų grąža statistiškai reikšminga 8 – 7 dienų

periode iki sandorio paskelbimo, kuomet per dieną grąža krenta nuo teigiamos 2,86 % reikšmės iki -2,20 %. Tuo tarpu šio banko kitas jungimosi sandoris vykęs 2015 metais nulemia, jog dieną po sandorio paskelbimo akcijos grąža krenta statistiškai reikšmingai per -3,45 %.

20 lentelė. *Bankų jungimosi sandorių neįprastosios akcijų grąžos 10 dienų prieš ir po sandorio paskelbimo.* Sudaryta autoriaus.

	BGZ BNP Paribas Bank Polska S.A.	Bank Zachodn i WBK S.A.	PKO Bank Polski S.A.	Raiffeisenb ank A.S.	Erste Bank Hungary Zrt	KBC Groep NV/ KBC Groupe S.A.	Šiaulių Bankas AB	Banca Transilvania S.A. 2018	Banca Transilvania S.A. 2015	OTP Bank PLC	Patria Bank S.A.	Vidurkis
-10	1,93%	-2,44%	-1,02%	-3,58%	-0,15%	2,25%	2,84%	-0,01%	0,41%	-2,07%	-0,56%	-0,22%
-9	-0,01%	-1,37%	-0,81%	-4,64%	-4,27%	-0,28%	0,65%	-0,23%	0,41%	0,48%	-8,14%	-1,65%
-8	2,78%	0,58%	0,39%	2,08%	-5,10%	-2,29%	-1,53%	2,86%	1,28%	0,96%	2,97%	0,45%
-7	-3,03%	0,25%	-0,06%	2,77%	-4,51%	0,65%	-2,06%	-2,20%	0,26%	-1,90%	-2,12%	-1,09%
-6	-1,80%	-1,78%	3,24%	-3,61%	5,66%	-0,06%	-0,70%	0,02%	1,29%	1,07%	1,69%	0,46%
-5	-0,05%	0,56%	-0,96%	0,38%	-1,82%	-0,29%	-0,56%	0,67%	0,96%	2,25%	3,26%	0,40%
-4	0,87%	0,46%	-1,25%	2,13%	3,01%	-0,26%	1,35%	1,77%	-0,79%	-0,67%	0,82%	0,68%
-3	0,91%	-0,65%	-1,01%	2,98%	-1,39%	0,11%	0,37%	-0,44%	0,94%	1,77%	7,13%	0,98%
-2	-5,05%	2,25%	-1,51%	-1,80%	0,10%	-0,38%	0,88%	0,33%	-1,47%	0,73%	1,03%	-0,44%
-1	-2,88%	-1,66%	-2,45%	-0,32%	-1,89%	-0,83%	0,85%	-1,42%	-0,80%	-2,57%	1,09%	-1,17%
Jungimosi sandorio paskelbimo diena												
1	0,11%	-2,73%	-0,08%	1,13%	1,62%	1,80%	-0,56%	-0,24%	-3,45%	1,62%	0,70%	-0,01%
2	0,30%	1,41%	2,79%	0,95%	-3,53%	2,75%	0,88%	1,09%	-1,19%	-0,06%	-1,11%	0,39%
3	-0,19%	-0,33%	-0,60%	-2,69%	1,78%	-0,31%	-0,03%	-0,67%	0,13%	-3,11%	0,03%	-0,55%
4	3,34%	-0,66%	1,28%	-3,51%	3,74%	-0,98%	-0,26%	-1,04%	0,07%	-2,29%	0,31%	0,00%
5	-0,68%	0,93%	0,79%	1,25%	0,07%	0,31%	0,03%	-1,30%	-0,33%	1,69%	-0,52%	0,20%
6	4,38%	0,97%	-2,28%	-1,88%	-1,13%	-1,87%	-0,84%	-1,44%	3,21%	-2,09%	-0,88%	-0,35%
7	1,35%	1,37%	-2,36%	0,77%	-1,48%	1,07%	0,34%	1,42%	5,64%	1,49%	-0,17%	0,86%
8	0,29%	-1,22%	1,23%	1,72%	-0,57%	-0,74%	-0,02%	1,12%	1,09%	2,18%	-0,33%	0,43%
9	0,01%	0,07%	-1,17%	1,95%	-0,06%	-1,85%	0,44%	-1,92%	1,49%	-1,11%	-0,53%	-0,25%
10	-0,04%	0,71%	-1,56%	-4,79%	0,01%	2,22%	0,10%	0,60%	0,95%	0,46%	-0,53%	-0,17%

20 lentelėje taip pat matomi visų vykusių sandorių dieninių grąžų vidurkiai. Žvelgiant į juos galima pastebėti įdomią tendenciją, jog iki sandorio paskelbimo dienos likus 6 – 3 dienoms akcijų grąžos yra teigiamos. Likus trimis dienoms iki sandorio paskelbimo viešai rinkoje vidutinė neįprastoji grąža tarp nagrinėtų sandorių yra pati didžiausia – 0,98 %. Toks pakilimas sandorio išvakarėse indikuoja apie galimai nutekėjusią informaciją apie bankų jungimosi sandorius ir šią informaciją gavusių asmenų lūkesčius ja pasinaudoti ir spėti įsigyti įmonės akcijų iki naujienos paskelbimo.

21 lentelė. *Sumuotų neįprastųjų akcijų grąžų rodikliai ir statistinio reikšmingumo vertinimas.* Sudaryta naudojantis SPSS programa.

	[-30; 30]	[-10; 10]	[-5; 5]	[-1; 1]
CAAR	1,05%	-1,04%	0,48%	-1,18%
t	0,214	0,000	0,069	-0,002
p	0,416	0,500	0,473	0,501

21 lentelė yra paskutinioji vertinant akcijų sumuotus neįprastųjų grąžų dydžius nagrinėjama periodais. Iš lentelės duomenų matoma, jog ilgiausiam 30 dienų prieš ir po periode sumuota akcijų grąža nagrinėtiems sandoriams buvo teigiama ir didžiausia iš visų likusių – 1,05 %. Vis tik šis dydis tikrinant T-testo pagalba nebuvo nustatytas kaip statistiškai reikšmingas. Siaurinant nagrinėjamą laikotarpį iki 10 dienų prieš ir po sandorio paskelbimo matoma, jog neįprastoji grąža tampa neigiama ir siekia -1,04 %, tačiau šis dydis taip pat įvertintas kaip statistiškai nereikšmingas. Sumažinus stebimą laikotarpį iki 5 dienų prieš ir po sandorio paskelbimo neįprastoji akcijų grąža yra teigiama ir siekia 0,48 %, bet nėra reikšminga. Galiausiai trumpiausiuoju periodu esant dienai prieš ir po sandorio neįprastoji akcijų grąža rodo didžiausią neigiamą dydį - -1,18%, tačiau ir pastarasis nėra vertinamas kaip statistiškai reikšmingas.

Apibendrinant nagrinėtus bankų jungimosi sandorių akcijų neįprastųjų grąžų pokyčius galiausiai sugrįžtama prie keltos hipotezės, jog susijungimo sandoriai daro teigiamą įtaką bankų akcijų vertės pokyčiams. Žvelgiant į paskutinę 20-ąją lentelę apimančią periodus [-30; 30], [-10; 10], [-5; 5] ir [-1; 1] matyti, jog nagrinėtais laikotarpiais neįprastoji akcijų grąža sandoriuose svyruoja nuo -1,18 % iki 1,05 %, tačiau nei vieno periodo rodiklio reikšmė nebuvo nustatyta kaip statistiškai reikšminga. Tuo tarpu anksčiau nagrinėtuose vienos krypties perioduose – 30, 10, 5, 1 dienos prieš ir 1, 5, 10, 30 dienų po sandorio paskelbimo (19 lentelė) matyti, jog sumuotoji neįprastoji akcijų grąža iki sandorio paskelbimo svyruoja nuo -4,23 % iki 0,20 %, tuo tarpu dienomis po sandorio sudarymo yra režiuose nuo -0,01 % iki 5,26 %. Vieninteliu periodu 30 dienų po sandorio paskelbimo yra nustatomas statistiškai reikšmingas rezultatas – teigiamą sumuotų neįprastųjų akcijų grąža – 5,26 %. Šis tyrimo atradimas rodo tendenciją, jog ilgesniu metu po sandorio paskelbimo rinkoje (praėjus 30-čiai dienų) galima nustatyti reikšmingą akcijų neįprastųjų grąžų augimą. Kadangi toks statistiškai reikšmingas teigiamas rezultatas yra gautas tik vienas iš visų nagrinėtų periodų, bendrai iškeltą hipotezę, jog bankų jungimosi sandoriai lemia teigiamą įtaką bankų akcijų vertės pokyčiams, tenka atmesti. Tačiau rezultatas dėl 30 dienų periodo po sandorio paskelbimo indikuoja, jog teigiami pokyčiai gali pasirodyti ilgesniu periodu.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

1. Analizuojant literatūrą dažniausiu atveju sutinkamas atskiras susijungimų ir įsigijimų sąvokų paaiškinimas. Autoriai susijungimus linkę įvardinti kaip naujos įmonės formavimą, kurio metu jungiasi dvi lygiavertės įmonės. Tuo tarpu įsigijime egzistuoja pirkėja įmonė ir taikinė įmonė, kurią visą arba jos dalį įgyja perkančioji įmonė. Tačiau galima sutikti ir nemažai atvejų, kada susijungimų ir įsigijimų sąvoka yra naudojama tapačiai, sąmoningai neišskiriant vieno ar kito sandorio tipo.
2. Vertinant jungimosi sandorių metodus pagrindiniais yra išskiriami horizontalus, vertikalus ir konglomeratinis. Horizontalaus jungimosi metu įmonės įgyvendina sandorius su įmonėmis, kurios užsiima tos pačios ar giminingos produkcijos gamyba, plėsdamos savo klientų segmentą, geografines ribas, produkcijos įvairovę. Vertikalaus jungimosi metu įmonės yra orientuotos į tiekimo grandžių segmentus ir gilesnį įsitvirtinimą rinkoje įsigyjant įmones, kurių veiklos susijusios su produkcijai reikalingų resursų išgavimu ar produkcijos tiekimo klientui keliu. Konglomeratinio jungimosi metu įmonė perima visai su pagrindine veikla nesusijusias naujas verslo veiklas.
3. Atliekant literatūros analizę įvertinta, jog esminis susijungimo ir įsigijimo sandorio vykdymo motyvas yra įmonės galios augimas. Kitas pagal populiarumą motyvas yra įvardinamas sinergijos siekis įvairiose įmonės veiklose ir jos tipai – operacinė, finansinė. Diversifikacijos siekiu mažinama rizika ir priklausomumas nuo vieno produkto. Išskirtini kiti populiarūs siekiai – strateginis įmonės persigrupavimas, rinkos masto siekis, įmonių vertinimai bei žmogiškosios ambicijos didinti korporacijas.
4. Analizuojant susijungimų ir įsigijimų sandorių proceso eigą, populiariausias išskyrimas į keturis žingsnius: tyrimas, vertinimas, derybos ir pirkimas, integracija. Visos šios dalys yra svarbios sandorio vykdymo metu ir kuo aukštesnis ir detalesnis pasiruošimas bus skirtas kiekvienam etapui įgyvendinti, tuo didesnė tikimybė, jog jungimosi sandoris bus sėkmingas.
5. Vertinant susijungimo ir įsigijimo sandorių įgyvendinimo sėkmės veiksnius, įvardinama, jog viso proceso eiga turi būti atidžiai apgalvota ir nuspręsta iš anksto. Pritariama, jog reikšmingas sandorio sėkmei žingsnis yra pilnas integracijos įgyvendinimas. Prie sandorio sėkmės prisideda komunikacija ir santykių palaikymas su personalu, aukščiausios vadovybės griežtas požiūris integracijos klausimais, realistiški ir pagrįsti lūkesčiai.
6. Atlikus literatūros analizę matoma, jog susijungimai ir įsigijimai finansinių institucijų sektoriuje – bankuose – savo motyvais, metodais, procesu yra labai panašūs į jungimus tarp paprastų įmonių. Nustatyta, jog šių sandorių vykdymui bankiniame sektoriuje reikalingos atskiros kompetencijos. Taip pat pripažįstama, jog kaip pasekmė bankų jungimosi sandoriai mažina bankų skaičių rinkoje ir taip gali prisidėti prie neigiamo efekto konkurencijai, tačiau

pabrėžiant teigiamą poveikį minima, jog šie sandoriai padeda kurti tvirtesnius, stabilesnius bankus rinkoje.

7. Vykdamas teorinę tyrimo dalį nustatyta, jog susijungimo ir įsigijimo sandorių vertinimui galima rasti skirtingų naudojamų metodologijų, bandant išmatuoti sandorių sėkmę. Nagrinėjant efektyvumo vertinimo klausimą buvo atlikta tiriamųjų darbų sintezė nustatant lyginamajai ir statistinei analizei pasirinktus vertinti įmonių finansinius rodiklius, kuriuos galima sugrupuoti į tris grupes – pelningumo, kapitalo pakankamumo ir likvidumo rodikliai. Susipažinus su tiriamaisiais darbais, vertinančiais įmonės vertės pokyčius, pasirinkta ir aprašyta metodologija vertės kaitos analizei atlikti naudojantis akcijų neįprastųjų grąžų pokyčių skaičiavimu.
8. Atlikus bankų sandorių nulemtą finansinių rodiklių pokyčių analizę nustatyta: nuosavo kapitalo grąža teigiamai kito 8 iš 12 sandorių, turto grąža teigiamai kito 8 iš 12 sandorių, pelno tenkančio vienai akcijai rodiklis teigiamai kito 9 iš 12 sandorių, grynojo pelno marža teigiamai kito 10 iš 12 sandorių, kapitalo pakankamumas teigiamai kito 11 iš 12 sandorių, grynujų pinigų ir jų ekvivalentų santykio su turtu rodiklis teigiamai kito 4 iš 12 bankų, mokumo rodiklis teigiamai kito 7 iš 12 bankų. Statistiškai reikšmingi rodiklių pokyčiai nustatyti nuosavo kapitalo grąžai, grynojo pelno maržai ir kapitalo pakankamumui. Remiantis gautais rezultatais kelta H_E hipotezė yra atmetama, kadangi atsižvelgus į apskaičiuotus pokyčius ir jų statistinį reikšmingumą nėra nustatyta, jog bankų jungimosi sandoriai nulemia teigiamus veiklos efektyvumo pokyčius vertinant finansinius rodiklius.
9. Dviejų iš keturių nagrinėtų į pelningumą orientuotų finansinių rodiklių pokyčiai buvo įvertinti statistiškai reikšmingi - 8 iš 12 sandorių teigiamai kitusi nuosavo kapitalo grąža ir 10 iš 12 teigiamai kitusi grynojo pelno marža. Likę pelningumo rodikliai, turto grąžą ir pelnas tenkantis vienai akcijai, atitinkamai rodo teigiamą pokytį 8 iš 12 ir 9 iš 12 tirtų sandorių, tačiau nėra įvertinti statistiškai reikšmingais. Bendrai apskaičiuoti pelningumo rodiklių pokyčiai rodo tendenciją judėti į teigiamą pusę demonstruodami pagerėjusius rezultatus po jungimosi sandorio, tačiau vis tik yra vertinami nepakankamais norint teigti, jog bankų jungimosi sandoriai nulemia vien teigiamą rodiklių kaitą.
10. Iš nagrinėtų finansinių rodiklių pokyčių vieną aiškiausių tendencijų atskleidžia kapitalo pakankamumo rodiklio pokytis, kuris taip pat buvo nustatytas statistiškai reikšmingu. Iš 12 analizuotų bankų jungimosi sandorių net vienuolikai buvo nustatytas teigiamas kapitalo pakankamumo pokytis. Teigiamas reikšmingas pokytis nustatytas apytiksliai 91,67 % nagrinėtų sandorių ir tai leidžia priimti išvadą, jog bankų jungimosi sandoriai yra daugiausiai linkę turėti teigiamą poveikį įmonės kapitalo pakankamumui.

11. Du nagrinėti į likvidumą orientuoti rodikliai – grynujų pinigų ir jų ekvivalentų santykis su turtu ir mokumo rodiklis – po jungimosi sandorio parodė didelį skaičių neigiamai pakitusių finansinių rodiklių. Nors pokyčiai ir nebuvo įvertinti statistiškai reikšmingais, verta atkreipti dėmesį jog ilgesniojo periodo likvidumo mokumo rodiklis buvo neigiamas 5 iš nagrinėtų 12 sandorių, tuo tarpu trumpuoju laikotarpiu likvidumą atspindintis grynujų pinigų ir jų ekvivalentų santykio su turtu rodiklis neigiamai kito net 8 nagrinėtų sandorių iš 12. Šie skaičiai leidžia susidaryti įspūdį, jog bankų jungimosi sandoriai kelia reikšmingą riziką bankų likvidumui tiek trumpuoju, tiek ilgesniu laikotarpiu. Pastarieji rodikliai yra svarbūs vertinant bankų stabilumą ir jų potencialiai nešamą pavojų visos valstybės ekonomikos tvarumo kontekste.
12. Analizuojant bankų jungimosi sandorių įtaką akcijų sumuotųjų neįprastųjų gražų pokyčiams nustatyta, jog vertinant skirtingais periodais graža yra nepastovi ir demonstruoja skirtingas tendencijas – periodu [-30; 30] graža siekia 1,05 %, periodu [-10; 10] graža krenta iki -1,04 %, periodu [-5; 5] ji pakyla iki teigiamų 0,48 %, tačiau trumpiausiu nagrinėtu laikotarpiu [-1; 1] krenta iki -1,18 %. Šiais nagrinėtais periodais akcijų sumuotųjų neįprastųjų gražų pokyčiai nebuvo nustatyti statistiškai reikšmingais.
13. Vertinant akcijų sumuotąsias neįprastąsias gražas periodais iki bankų jungimosi sandorio paskelbimo matoma, jog ilgiausiu periodu (30 dienų prieš) yra didžiausia neigiama graža - -4,23 %. Likus 10 dienų iki sandorio paskelbimo neigiama graža krenta iki -1,61 % iki kol likus 5 dienoms peržengia į teigiamą 0,20 %, tačiau likus dienai iki sandorio paskelbimo vėl atsiranda neigiamoje pusėje - -1,17 %. Šie pokyčiai nėra įvertinti statiškai reikšmingais. Po sandorio praėjus dienai neįprastoji graža yra minimaliai neigiama - -0,01 % ir tolimesniais 5, 10 ir 30 dienų periodais atitinkamai kyla iki 0,04 %, 0,57 % ir 5,26 %. Iš analizuotų akcijų gražų periodų po sandorio paskelbimo 30 dienų laikotarpio akcijų neįprastoji graža yra nustatyta kaip statistiškai reikšminga. Apibendrinant rezultatus gautus vertinant periodus prieš ir po kartu ir atskirai, tyrime keliami hipotezė H_v , sakanti jog bankų jungimosi sandoriai lemia teigiamą akcijų vertės pokyčiams, yra atmetama.
14. Nagrinėjant 10 dienų prieš ir po sandorio paskelbimo individualias neįprastąsias gražas atkreiptas dėmesys į sandorio paskelbimo išvakarėse keturias dienas iš eilės esančią teigiamą neįprastąją gražą. Šeštą, penktą, ketvirtą ir trečią dienomis iki jungimosi sandorio paskelbimo yra atitinkamai pastebimi teigiami neįprastųjų akcijų gražų vidurkiai – 0,46 %, 0,40 %, 0,68 % ir 0,98 %. Šios keturias dienas iš eilės teigiamos gražos indikuoja apie galimai nutekėjusią sandorio informaciją dar prieš jai pasiekiant viešumą ir tuo pasinaudojusių asmenų lūkesčius dėl kilsiančios akcijų kainos.

Atlikus Centrinės ir Rytų Europos bankų jungimosi sandorių efektyvumo ir vertės pokyčių analizę toliau yra teikiami šie siūlymai:

1. Įvertinus efektyvumo analizėje identifikuotas teigiamas tendencijas finansinių rodiklių kaitoje tolimesniems tyrimams yra siūloma atkreipti dėmesį į tai, kaip bankų jungimosi sandoriai gali paveikti bankų kapitalo pakankamumą. Gauti tyrimo rezultatai indikuoja apie pozityvų jungimosi sandorių poveikį bankų kapitalo pakankamumui, kuris prisideda prie bankų finansinio stabilumo formavimo.
2. Tyrimo metu nustatyti finansinių rodiklių pokyčio rezultatai signalizuoja apie potencialias bankų jungimosi sandorių metu kylančias rizikas susijusias su likvidumu. Šis bankų stabilumui itin svarbus kriterijus parodė pakankamai negatyvias tendencijas prastėjant vertinant trumpalaikį ir ilgesniojo laikotarpio likvidumą taip keldamas riziką tiek bankų gebėjimui laiku vykdyti skolinius įsipareigojimus, tiek valstybės ekonomikos stabilumui.
3. Tolimesniuose bankų jungimosi sandorių tyrimuose, kreipiančiuose dėmesį į akcijų vertės pokyčius, yra siūloma atsižvelgti į akcijų neįprastųjų grąžų pokyčius ilgesniuoju periodu po sandorio paskelbimo. Siūlymas teikiamas atsižvelgus į gautą statistiškai reikšmingą teigiamą rezultatą vertinant akcijų sumuotąją neįprastąją grąžą praėjus 30 dienų po sandorio paskelbimo dienos.
4. Rekomenduojama toliau tirti bankų akcijų neįprastąsias grąžas trumpuoju periodu iki jungimosi sandorio paskelbimo datos. Taip yra siūloma pastebėjus išsiskiriančią tendenciją likus 6-3 dienoms iki sandorio paskelbimo ir matant teigiamus akcijų neįprastųjų grąžų prieaugius keturias dienas iš eilės. Tyrimai galėtų siekti įvertinti, ar yra pasinaudojama dar neviešinta informacija apie sandorį siekiant manipuluoti rinka.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

- Abbas Q., Hunjra A.I., Saeed R., Hassan E.U., Ijaz M.S. (2014). *Analysis of Pre and Post Merger and Acquisition Financial Performance of Banks in Pakistan*. Information Management and Business Review.
- Abdulwahab B., Ganguli S. (2017). *The Impact of Mergers and Acquisitions on Financial Performance of Banks in Bahrain During 2004-15*. Information Management and Business Review. Aggarwal N., Budhlani G., Kohli R. (2016). *Mergers and Acquisitions*. International Research Journal of Management Sociology & Humanity, pp. 232.
- American Bar Association (2015). *Mergers and Acquisitions: Understanding the Antitrust Issue*, Fourth Edition, pp. 441.
- Baliukonis T., Čiarnienė R. (2014). *Efektyvumo didinimas mažinant nuostolius*. Mokslinių straipsnių rinkinys Visuomenės saugumas ir viešojo tvarka, pp. 34-38.
- Barthwal R.R. (2010). *Industrial Economics: An Introductory Textbook*. New Age International Publisher, pp. 13-15.
- Bergamin S., Braun M. (2018). *Mergers and Acquisitions: Integration and Transformation Management as the Gateway to Success*. Springer, pp. 1-2, 38.
- Berghe L.V.D., (2010). *Financial Conglomerates: New Rules for New Players?* Springer, pp. 22.
- Bragg S.M. (2008). *Mergers and Acquisitions: A Condensed Practitioner's Guide*. Wiley, pp. 194.
- Brouwers F. (2012). *Mergers and Acquisitions in the Financial Sector*. Tilburg University, pp. 7-8.
- Cagan M. (2016). *Stock Market 101: From Bull and Bear Markets to Dividends, Shares, and Margins*. Wiley-ISTE pp. 151 – 152.
- Casu B., Girardone C., Molyneux P. (2015). *Introduction to Banking*. Pearson, pp. 55.
- Cerassi V., Chizzolini B., Ivaldi M., (2011). *Impact of Mergers on the Degree of Competition: Application to the Banking Industry*. TSE Working Paper, pp. 19.
- Chalencon L. (2017). *Location Strategies and Value Creation of International Mergers and Acquisitions*. Wiley-ISTE pp. 16.
- Chhetri S.D., Baral R.P., (2018). *Event Study of Effect of Merger Announcement on Stock Price in Nepal*. The Journal of Business and Management, pp. 67 – 68.
- Chmielecki M., Sulkowski L., *Organizational Culture in Mergers and Acquisitions*. Journal of Intercultural Management, pp. 54-56.
- Čiegis R., Andriuškevičius K. (2016). *Tarpusavio ryšiai tarp susijungimų ir įsigijimų sandorių ir nacionalinių valstybių ekonomiky*. Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai, Kaunas, pp. 99-100.
- Creighton K. (2013). *Introduction to Mergers & Acquisitions*. 1st edition. Capital City Training, pp. 6-10.

- Cui H., Leung S., (2019). *The long-run performance of acquiring firms in mergers and acquisitions. Does managerial ability matter?* Journal of Contemporary Accounting & Economics, pp. 15-17.
- Dash A.P. (2010). *Mergers and Acquisitions*. I K International Publishing House, pp. 11.
- Dauksaitė E., Tamošiūnaitė R. (2009). Why Companies Decide to Participate in Mergers and Acquisitions Transactions. *Business in XXI Century*, pp. 25.
- DePamphilis D. M. (2019). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. 10th Edition. Academic Press, pp. 8-12.
- Djalilov K., Piesse J. (2019). *Bank regulation and efficiency: Evidence from transition countries*. International Review of Economics and Finance, pp. 318-319.
- Driessen M., Faelten A., Moeller S. (2016). *Why Deals Fail and How to Rescue Them: M&A lessons for business success*. Economist Books, pp. 11-14.
- Fieldman S.J., (2005). *Principles of Private Firm Valuation*. Wiley, pp. 45.
- Frankel M.E.S., Forman L.H., (2017). *Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of Acquisitions, Diversitures, And Invesetments*. Wiley, pp. 36-39.
- Fritsch M., (2007). *Long Term Effects of Bank Acquisitions in Central and Eastern Europe*, pp. 24 – 26.
- Fritsch M., Gleisner F., Holzhauser M., (2007). *Bank M&A in Central and Eastern Europe*, Working Paper Series, pp. 20 – 21.
- Galpin T.J. (2014). *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions: Process Tools to Support M&A Integration at Every Level*. Jossey-Bass, pp. 34-35.
- Gaughan P. A. (2014). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Fifth Edition. Wiley, pp. 13.
- Gleich R., Kierans G., Hasselbach T. (2017). *Value in Due Diligence. Contemporary Strategies for Merger and Acquisition Success*. Routledge, pp. 20-21.
- Gomes E., Weber ., Brown C., Tarba S. (2011). *Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances: Understanding the Process*. Palgrave, pp. 5.
- Gomez. C. (2011). *Banking and Finance: Theory, Law and Practice*. PHI Learning, pp. 13-14.
- Halibožek E., Kovacich G.L. (2005). *Mergers and Acquisitions Security: Corporate Restructuring and Security Management*, pp. 5-6, 16-20.
- Harrison C.S. (2016). *Make the Deal: Negotiating Mergers and Acquisitions*. Wiley, pp. 8-9.
- Heffernan S. (2005). *Modern Banking*. Wiley, pp. 29-36.
- Heukmes J., Guionnet B. (2018). Deloitte – *M&A benefits for the banking sector consolidation*. Part 03 – From corporate strategies & people perspectives.
- Hood L.P., Lee T.R. (2011). *A Reviewer's Handbook to Business Valuation: Practical Guidance to the Use and Abuse of a Business Appraisal*. Wiley, pp. 9-11.
- Howson P. (2003). *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*. Routledge, pp. 21.

- Huljak I., Martin R., Mocceri D. (2019). *The Cost-efficiency and Productivity Growth of Euro Area Banks*. European Central Bank.
- Ibrahimi M. (2018). *Mergers & Acquisitions: Theory, Strategy, Finance*. Wiley-ISTE, pp. IX, 4-8.
- Ihaddaden M.E.F. (2019). *Investigating Eurosystem Central Banking Efficiency: A Data Envelopment Analysis Approach*. Ecole Nationale Supérieure de Statistiques et d'Economie Appliquée, pp. 3-6.
- Jacoub Y., Hakim D. B., Hartoyo S., Santosa P. W., (2020). *Does Acquisition Improve Indonesian Bank Financial Performance?* International Journal of Business and Applied Science.
- Jallow M.S., Masazing M., Basit A., (2017). *The Effects of Mergers&Acquisitions on Financial Performance: Case Study of UK Companies*. International Journal of Accounting & Business Management.
- Junni P., Teerikangas S. (2019). *Mergers and Acquisitions*. Oxford Research Encyclopedia of Business and Management, pp. 2-3.
- Kaplan S. N., Stromberg P. (2009). *Leveraged Buyouts and Private Equity*. Journal of Economic Perspectives, pp. 123.
- Kemal M.U., (2011). *Post-Merger Profitability: A Case of Royal Bank of Scotland (RBS)*. International Journal of Business and Social Science.
- Kyriazopoulos G., Drymbetas E., (2015). *Do Domestic Banks Mergers and Acquisitions Still Create Value? Recent Evidence from Europe*. Journal of Finance and Bank Management.
- Koi-Akrofi G.Y. (2016). *Mergers and Acquisitions: Post-Merger and Acquisition Integration Strategies*. International Journal of Economics, Finance and Management, pp. 49-50.
- Koller T., Goedhart M., Wessels D. (2015). McKinsey & Company Inc. *Valuation + DCF Model: Measuring and Managing the Value of Companies*. Wiley, pp. 55.
- Kowalik M., Davig T., Morris C.S., Regehr K. (2015). *Bank Consolidation and Merger Activity Following the Crisis*. Economic Review Q I issue, pp. 6-7, 19.
- Krishnakumar D., Sethi M., (2012). *Methodologies Used to Determine Mergers and Acquisitions' Performance*. Academy of Accounting and Financial Studies Journal, pp. 4 – 5.
- Kumar B.R. (2012). *Mega Mergers and Acquisitions: Case Studies from Key Industries*. Palgrave Macmillan, pp. 182, 187-189.
- Liargovas P., Repousis S., (2011). *The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An event Study Approach*. International Journal of Economics and Finance, pp. 91 – 93.
- Lietuvos bankas. *Apie bankų sektorių*. Prieiga internetu: <https://www.lb.lt/lt/bankai> (žiūrėta 2020 birželio 10 d.)
- Lietuvos bankas (2019). *Bankų veiklos apžvalga*. Finansų rinkos dalyvių veikla. Pp. 11-13.
- Lietuvos Respublikos bankų įstatymas. Nr. IX-2085, 2 straipsnis.

- Long P. H., (2014). *An Analysis of Pre and Post-Acquisition Financial Performance of Target Czech Banks: A Comparative Analysis*. Journal of Eastern European and Central Asian Research, Vol 1 , No 2, pp. 1, 8.
- Long P.H., (2015). *Merger and Acquisitions in the Czech Banking. Sector-Impact of Bank Mergers on the Efficiency of Banks*. Journal of Advanced Management Science.
- Machiraju H.R. (2007). *Mergers Acquisitions and Takeovers*. New Age International (P) Ltd., Publisher, pp. 1-2.
- Ma Q., Uhkov A.D. (2011). *Valuation of takeover targets and the market for corporate control throughout business cycle*. Insurance Markets and Companies.
- Margolina N., (2016). *Komercinio banko finansinės būklės ir veiklos efektyvumo vertinimo sistema*. VU EF studentų mokslinės draugijos konferencijos straipsnių rinkinys., pp. 233, 235.
- Marks K.H., Slee R.T., Blees C.W., Nall M.R. (2012). *Middle Market M & A: Handbook for Investment Banking and Business Consulting*. Wiley, pp. 323.
- McCarthy K., Dolfsma W., (2013). *Understanding Mergers and Acquisitions in the 21st Century*. Palgrave Macmillan, pp. 112-114.
- Mehta B.K. (2000). *Principles of Money and Banking*. Jainendra Prakash Jain At Shri Jainendra Press, pp. 87.
- Miller E.L. (2008). *Mergers and Acquisitions: A Step-by-Step Legal and Practical Guide*. Wiley, pp. 11-12.
- Mugo A., (2017). *Effects of Merger and Acquisition on Financial Performane: Case Study of Commercial Banks*. International Journal of Business Management & Finance.
- Novickytė L. (2014). *Susijungimus ir išigijimus bankininkystės sektoriuje lemiančių veiksnių kompleksinis vertinimas*. Verslo sistemos ir ekonomika, pp. 177-178.
- Novickytė L., Pedroja G. (2015). *Assessment of Mergers and Acquisitions in Banking on Small Open Economy as Sustainable Deomestic Financial System Development*. Economics and Sociology, Vol. 8, pp. 83.
- Number & Value of M&A Worldwide*. Source: IMMA analysis. Prieiga internetu <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> (žiūrėta 2020 gegužės 15 d.)
- Peck S., Temple P., (2002). *Mergers and Acquisitions: Critical Perspectives on Business and Management*. Routledge, pp. 319.
- Perepeczo A. (2007). *Event Study in the Evaluation of Effects of Mergers and Acquisitions*. Folia Oeconomica Stetinensia, pp. 108 – 114.
- Poborsky F. (2015). *Fundamentals of the Liquidation Method of Business Valuation*. Procedia Economics and Finance 25, pp. 388, 393.
- Poniachek H.A. (2019). *Mergers & Acquisitions: A Practitioner's Guide to Successful Deals*. World Scientific Publishing Co., pp. 1-3.
- Pozzolo A.F. (2008). *Bank cross-border mergers and acquisitions. (Causes, consequences and recent trends)*. Economics & Statistics Discussion Paper No. 08/48, pp. 4-8.

- Rahman Z., Ali A., Jebran K. (2018). *The effects of mergers and acquisitions on stock price behavior in banking sector of Pakistan*. The Journal of Finance and Data Science.
- Renneboog L., Vansteenkiste C. (2019). *Failure and Success in Mergers and Acquisitions*. CentER, Center for Economic Research, Tilburg University, pp. 8-10.
- Rehan M., Khan M.I., Khan M.K. (2018). *Effects of Mergers and Acquisitions on the Profitability of Banks*. European Academic Research.
- Risius J.M. (2007). *Business Valuation– A Primer for the Legal Professional*. American Bar Association, pp. 23-24.
- Roberts A., Wallace W., Moles P. (2010). *Mergers and Acquisitions*. Edinburgh Business School, pp. 1/3.
- Sarala R.M., Vaara E., Junni P. (2019). *Beyond merger syndrome and cultural differences: New avenue for research on the “human side” of global mergers and acquisitions (M&As)*. Journal of World Business, pp. 318-319.
- Sarika P., Vasantha S. (2018). *Motives and Drivers of the Bank Merger*. International Journal of Pure and Applied Mathematics, pp. 171.
- Schade V. (2013). *Successful Management of Mergers & Acquisitions: Development of a Synergy Tracking Tool for the Post Merger Integration*. Anchor Academic Publishing, pp. 4.
- Schooner H.M., Taylor M.W. (2009). *Global Bank Regulation: Principles and Policies*. Academic Press, pp. 74-77.
- Septian S., Dharmastuti C.F., (2019). *Synergy, Diversification and Firm Performance in Mergers and Acquisitions*. Advances in Economics, Business and Management Research, Volume 100, pp. 2.
- Shah B.A., Khan N., (2017). *Impacts of Mergers and Acquisitions on Acquirer Banks' Performance*. Australian Accounting, Business and Finance Journal.
- Sherman A. J., Hart M. A. (2010). *Mergers & Acquisitions. From A to Z*. Second Edition. American Management Association, pp. 11.
- Shrestha M., Thapa R.K., Phuyal R.K., (2017). *A Comparative Study of Merger Effect on Financial Performance of Banking and Financial Institutions in Nepal*. Journal of Business and Social Sciences Research.
- Sudarsanam S. (2004). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Prentice Hall, pp. 105.
- Sujud H., Hachem B., (2018). *Effect of Mergers and Acquisitions on performance of Lebanese Banks*. International Research Journal of Finance and Economics, pp. 73 – 76.
- Tanna S., Yousef I., Nnadi M. (2019). *Probability of Mergers and Acquisitions Deal Failure*. Journal of Financial Economic Policy, pp. 14-15.
- Thakor A.V. (2019). *The Purpose of Banking: Transforming Banking for Stability and Economic Growth*. Oxford University Press, pp. 11.
- Thomas R., Gup B.E., (2009). *The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners*. Wiley, pp. 48.

- VanHoose D. (2010). *The Industrial Organization of Banking: Bank Behaviour, Market Structure, and Regulation*. Springer, pp. 7-13.
- Venzin M., Vizzaccaro M., Rutschmann F. (2018). *Making Mergers and Acquisitions Work: From Strategy and Target Selection to Post Merger Integration*. Emerald Publishing, pp. 176.
- Warter L., Warter I. (2015). *Can Mergers and Acquisitions Improve Banking Industry? Euro and the European Banking System: Evolutions and Challenges*, Editura Universitatii, pp. 380.
- Weert F.D. (2010). *Bank and Insurance Capital Management*. Wiley, pp. 187.
- Whitaker S.C. (2016). *Cross-Border Mergers and Acquisitions*. Wiley, pp. 296-298.

EVALUATION OF MERGERS AND ACQUISITIONS EFFECT ON BANK EFFICIENCY AND VALUE IN CENTRAL AND EASTERN EUROPE

Tomas Brunonas Lengvenis

Master thesis

State Economic Policy master study programme

Vinius University, Faculty of Economic Policy

Supervisor – PhD Arūnas Burinskas

Vilnius, 2021

SUMMARY

77 pages, 14 pictures, 21 charts, 97 references.

The main purpose of this master thesis is to evaluate bank mergers and acquisitions effect on changes of bank value and efficiency in Central and Eastern Europe countries.

Master thesis is comprised of three main sections – the analysis of scientific literature, the set up of the methodology, the research together with the results and conclusions, recommendations.

The literature research covered review of the theoretical side of mergers and acquisitions, their methods and process flow as well as the concepts of banking sector and value of company. An overview was done of mergers and acquisitions generated value and positive output towards the efficiency of banks, the elements contributing to implementation of mergers and acquisitions.

The methodology used for this master thesis empiric analysis consists of two workflows. Firstly, the evaluation of bank mergers and acquisitions effect on bank efficiency changes was conducted by selecting a set of financial indicators, calculating them and comparing the pre and post data using paired sample T-test. Secondly, the assessment of bank mergers and acquisitions effect on bank value changes was done by calculating the Cumulative Abnormal Returns of merged bank securities before and after the date of merger public announcement.

The research was conducted by analyzing 12 bank merger and acquisition events in Central and Eastern Europe countries during 2015 - 2018. The analysis of 7 financial indicators covering profitability, capital adequacy and liquidity aspects of bank did not provide an unified answer whether mergers and acquisitions have a positive effect on bank efficiency. However, the research does show statistical significant changes in return on equity, net profit margin and capital adequacy. The analysis on abnormal returns of bank securities in the event of public announcement of bank merger and acquisition did not provide a unified answer whether mergers and acquisitions positively contribute to bank value change. Although single reviewed period of 30 days after the public announcement has been evaluated as statistically significant with a positive change of 5,26 %.

The research conclusion and recommendation part summarizes the main points of literature review as well as the analysis part of the thesis. It is suggested that further research should look into merger and acquisition effects on bank capital adequacy and liquidity. The results of bank abnormal returns advocates for further research on positive long term value return as well as positive short term return just before the public announcement of the merger.