

VILNIAUS UNIVERSITETAS

Darius Saikevičius

**SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ RINKOS
NAUJOSIOSE EUROPOS SAJUNGOS NARĖSE
VERTINIMO MODELIS**

D a k t a r o d i s e r t a c i j a

Socialiniai mokslai, ekonomika (04S)

Vilnius, 2014

Disertacija rengta 2009 – 2014 metais Vilniaus universitete

Mokslinis vadovas:

doc. dr. Egidijus Bikas (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai,
ekonomika – 04 S)

TURINYS

LENTELIŲ SAŖAŠAS	4
PAVEIKSLŲ SAŖAŠAS.....	6
PRIEDŲ SAŖAŠAS.....	8
SANTRUMPŲ SAŖAŠAS.....	9
ĮVADAS	10
1. TEORINIAI SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ ASPEKTAI	24
1.1. Susijungimų ir įsigijimų samprata ir pagrindiniai elementai	24
1.2. Susijungimų ir įsigijimų formos bei sandorius skatinantys motyvai	32
1.3. Įmonių susijungimų ir įsigijimų raida	45
1.4. Mokslinių tyrimų kryptys įmonių susijungimų ir įsigijimų srityje	52
1.5. Įmonių susijungimai ir įsigijimai naujosiose Europos Sąjungos narėse	60
2. SUSIJUNGIMUOSE IR ĮSIGIJIMUOSE KURIAMOS VERTĖS TYRIMŲ BEI METODŲ ANALIZĖ	68
2.1. Įvykių tyrimo metodologija ir tyrimų rezultatai	73
2.2. Finansinių rodiklių lyginamosios analizės metodologija ir tyrimų rezultatai	90
2.3. Susijungimų ir įsigijimų sandorių charakteristikų tyrimai	100
2.4. Teorinis susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis	104
3. ĮMONIŲ SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ RINKOS NAUJOSIOSE EUROPOS SĄJUNGOS NARĖSE VERTINIMAS	108
3.1. Tyrimo metodologija	108
3.2. ES-10 indekso formavimas	121
3.3. Trumpo laikotarpio įvykių tyrimas	124
3.4. Ilgojo laikotarpio tyrimas: netipinės akcijų išlaikymo grąžos analizė	135
3.5. Finansinių rodiklių lyginamoji analizė	139
3.6. Powell ir Stark pokyčių modelis	145
3.7. Sandorių charakteristikų analizė	149
3.8. Empirinis susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis	168
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI	173
LITERATŪRA IR ŠALTINIAI	181
PRIEDAI.....	195

LENTELIŲ SĄRAŠAS

- 1 lentelė. Pagrindinės įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos bangų charakteristikos
- 2 lentelė. Lietuvos mokslininkų tyrimai įmonių susijungimų ir įsigijimų srityje
- 3 lentelė. Tyrimo strategijų, taikomų nustatyti susijungimų ir įsigijimų sandorių kuriamai vertei, palyginimas
- 4 lentelė. Įvykių tyrimo metodo taikymo veiksmų seka
- 5 lentelė. Pagrindiniai statistiniai testai naudojami hipotezių apie netipinę grąžą testavimui
- 6 lentelė. Įmonių susijungimų bei įsigijimų sandorių bangų palyginimas remiantis įvykių tyrimo metodu atliktų studijų rezultatais
- 7 lentelė. Rodikliai, naudojami įmonių netipiniams veiklos rezultatų pokyčiams įvertinti
- 8 lentelė. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių įtakos bendrovių finansiniams rodikliams analizė
- 9 lentelė. Plačiausiai analizuojamos įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių charakteristikos
- 10 lentelė. Tyrimo imtis
- 11 lentelė. Tyrimo imties pasiskirstymas pagal valstybes
- 12 lentelė. Trumpo laikotarpio įvykių tyrimui taikyti langai
- 13 lentelė. Gražos laikotarpiai taikant netipinės akcijų išlaikymo gražos metodą
- 14 lentelė. Kriterijai atrinkti palyginamosios bazės įmonės finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodo skaičiavimams
- 15 lentelė. Pagrindiniai tyrime panaudotos informacijos šaltiniai
- 16 lentelė. ES-10 indeksą sudarančių indeksų sąrašas bei jų svoriai bendrame indekse nurodytomis datomis
- 17 lentelė. CAAR rodikliai remiantis pastovaus vidurkio tikėtinos gražos modeliu
- 18 lentelė. CAAR rodikliai apskaičiuoti baziniu indeksu laikant ES-10 indeksą
- 19 lentelė. CAAR rodikliai apskaičiuoti baziniu indeksu laikant MSELEXRN indeksą
- 20 lentelė. CAAR rodikliai apskaičiuoti taikant palyginamųjų indeksų metodą

- 21 lentelė. Koreliacijos ir determinacijos koeficientai parodantys ryšį tarp atitinkamų indeksų ir imtį sudarančių įmonių
- 22 lentelė. Metodika, remiantis kuria finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodo skaičiavimams atrenkamos palyginamosios bazės įmonės
- 23 lentelė. Turto pelningumo rodiklio analizė laikotarpiu prieš ir po įsigijimų
- 24 lentelė. Pajamų pelningumo rodiklio analizė laikotarpiu prieš ir po įsigijimų
- 25 lentelė. Powell ir Stark regresijos modelis turto pelningumo rodikliui (CAAR netipinė grąža)
- 26 lentelė. Powell ir Stark regresijos modelis pajamų pelningumo rodikliui (CAAR netipinė grąža)
- 27 lentelė. Powell ir Stark regresijos modelis turto pelningumo rodikliui (BHAR netipinė grąža)
- 28 lentelė. Powell ir Stark regresijos modelis pajamų pelningumo rodikliui (BHAR netipinė grąža)
- 29 lentelė. Imties sandorių pasiskirstymas pagal investuotojo kilmės šalį
- 30 lentelė. Netipinės grąžos statistinis reikšmingumas pagal sandorių grupes
- 31 lentelė. Imtis pagal šalis bei šalių grupes
- 32 lentelė. Netipinės grąžos statistinis reikšmingumas pagal šalį arba šalių grupę
- 33 lentelė. Imtis pagal įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos ciklo fazę
- 34 lentelė. Netipinės grąžos statistinis reikšmingumas pagal ciklo fazę
- 35 lentelė. Imtis pagal sandorių tipus
- 36 lentelė. Netipinės grąžos statistinis reikšmingumas pagal sandorio šalių veiklos rūšies tipą
- 37 lentelė. Tyrimo imties pasiskirstymas pagal atsiskaitymo būdą sandorio metu
- 38 lentelė. Netipinės grąžos statistinis reikšmingumas pagal sandorio atsiskaitymo būdą

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

- 1 pav. Disertacijos loginė struktūra
- 2 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių tipai
- 3 pav. Su įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriais susiję subjektai
- 4 pav. Teoriniai ir verslo motyvai lemiantys sandorių vyksmą
- 5 pav. Susijungimų ir įsigijimų tipai
- 6 pav. Tiesioginių užsienio investicijų struktūra
- 7 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių skaičius JAV, 1887 – 2005
- 8 pav. Pirmosios – penktosios bangų ciklai
- 9 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičius regionuose, 1985 – 2005 m.
- 10 pav. Sandorių vertė Centrinės ir Rytų Europos regione, 2008 – 2013 m. (mlrd. JAV dolerių)
- 11 pav. Tiesioginių užsienio investicijų į ES-15 ir ES-10 blokus augimo dinamika
- 12 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičius 2004 – 2013 m. (tūkst.)
- 13 pav. Reakcija į paskelbtą įvykį esant skirtingoms rinkos efektyvumo formoms
- 14 pav. Bendra svertinė pirkėjo bei perkamos įmonės akcininkams tenkanti netipinė grąža (1962 – 2011)
- 15 pav. Bendra svertinė perkančios ir perkamos įmonės grąža paskelbus apie sandorį 1997 – 2011 m. laikotarpiu (%)
- 16 pav. Bendros svertinės perkančios ir perkamos įmonės grąžos pasiskirstymas 1997 – 2011 m. laikotarpiu, % nuo visos imties
- 17 pav. Supaprastinta netipinių įmonės veiklos pokyčių nustatymo schema, remiantis finansinių rodiklių palyginamąja analize
- 18 pav. Teorinis susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis
- 19 pav. Loginė disertacijos tyrimo schema
- 20 pav. Tyrimo imties pasiskirstymas pagal sandorio dydį (510 sandorių imtis)
- 21 pav. ES-10 indekso bei atskirų bloko valstybių indeksų dinamika 2003 – 2014 m.

- 22 pav. Suformuoto ES-10 indekso bei MSELEXRN indekso dinamika 2003 – 2014 m.
- 23 pav. AAR bei CAAR rodikliai apskaičiuoti remiantis pastovaus vidurkio tikėtinos gražos modeliu
- 24 pav. Nominalūs sukaupti imties įmonių ir palyginamųjų ES-10 bei MSELEXRN indeksų prieaugiai tyrimo lango periodu
- 25 pav. AAR bei CAAR rodikliai apskaičiuoti baziniu indeksu laikant ES-10 indeksą
- 26 pav. AAR bei CAAR rodikliai apskaičiuoti baziniu indeksu laikant MSELEXRN indeksą
- 27 pav. CAAR rodiklių, gautų taikant skirtingus indeksus kaip palyginamąją bazę, palyginimas
- 28 pav. BHAR rodiklio skaičiavimai penkių metų laikotarpiu po sandorio bei statistinio reikšmingumo informacija
- 29 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių netipinės gražos dinamikos palyginimas 61 d. lango periodu
- 30 pav. Netipinės gražos pasiskirstymas trijų langų periodais pagal investuotojo kilmę
- 31 pav. Netipinės gražos pasiskirstymas trijų langų periodais pagal šalį arba šalių grupę
- 32 pav. Skirtingų ciklo fazių sandorių netipinės gražos dinamikos palyginimas 61 d. lango periodu
- 33 pav. Netipinės gražos pasiskirstymas trijų langų periodais pagal ciklo fazę
- 34 pav. Netipinės gražos pasiskirstymas trijų langų periodais pagal sandorio tipą
- 35 pav. Netipinės gražos palyginimas esant skirtingiems atsiskaitymo sandorio metu variantams
- 36 pav. Rekomenduojamas susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis

PRIEDŲ SĄRAŠAS

Priedas Nr. 1. Tyrimo imties įmonės bei sandorių datos.....	195
Priedas Nr. 2. ES-10 akcijų rinkų indekso skaičiavimo duomenys.....	200

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS

- AR Su konkrečiu nagrinėjamu įvykiu susijusi vertybinio popieriaus grąža konkrečiu momentu (angl. *abnormal return*)
- AAR Su konkrečiu nagrinėjamu įvykiu susijusi vidutinė vertybinių popierių grupės grąža konkrečiu momentu (angl. *average abnormal return*)
- BHAR Su konkrečiu nagrinėjamu įvykiu susijusi netipinė akcijų išlaikymo grąža (angl. *buy and hold abnormal return*)
- CAAR Sukaupta vidutinė vertybinių popierių grupės netipinė grąža (angl. *cumulative average abnormal return*) įvykio periodo metu
- CAR Sukaupta netipinė vertybinio popieriaus grąža (angl. *cumulative abnormal return*) įvykio periodo metu
- ES-10 Santrumpa žyminti 2004 m. į Europos Sąjungą priimtas naujas ES nares (angl. *EU-10*); ES-10 bloką sudaro šios šalys: Baltijos šalys, Lenkija, Čekija, Slovakija, Vengrija, Slovėnija, Kipras, Malta
- ES-15 Santrumpa žyminti iki 2004 m. Europos Sąjungai priklausiusias valstybes (angl. *EU-10*): Vokietija, Italija, Prancūzija, Belgija, Liuksemburgas, Olandija, Ispanija, Portugalija, Graikija, Didžioji Britanija, Airija, Švedija, Danija, Suomija, Austrija
- IPO Pirminis viešas akcijų siūlymas (angl. *Initial Public Offer*)
- LBO Svertinis išpirkimas arba paskolomis finansuojamas įmonių akcijų išpirkimas (angl. *leveraged buyout*)
- M&A Įmonių susijungimų įsigijimų sandoriai (angl. *Mergers and Acquisitions*)
- MBO Įmonės akcijų pardavimas įmonės vadovams (angl. *Management Buyout*)
- SVV Smulkusis ir vidutinis verslas

IVADAS

Disertacijos temos aktualumas. Įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos aktyvumas pasauliniu mastu smarkiai augo pastaruosius penkiasdešimt metų. Ypač spartūs šios rinkos augimo mastai buvo stebimi pirmąjį XXI a. dešimtmetį, kai šeštosios įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos bangos metu buvo pasiekti rekordiniai sandorių skaičiaus ir vertės lygmenys (Mergermarket..., 2014). Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai tapo itin svarbiu kapitalo pasiskirstymo mechanizmu, o šio tipo sandorių rinka bendrai – reikšminga kapitalo rinkos dalimi (Fabozzi ir Paterson Drake, 2009; Gilson ir Whitehead, 2008).

Šių sparčių pokyčių kontekste pastaraisiais dešimtmečiais įmonių susijungimų ir įsigijimų rinka, atskiri jos sandoriai ar tam tikri bendri ar konkretaus sandorio aspektai tapo įvairių mokslo šakų tyrimo objektu. Ekonomikos, vadybos, teisės ir sociologijos sričių ir jų atskirų disciplinų mokslininkai plačiai tyrinėja įmonių susijungimų ir įsigijimų aspektus. Dėl reikšmingos įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių įtakos ekonominei veiklai analizuojamo tipo sandorių aspektai nemažiau aktualūs ir praktikams.

Vertinimai viešoje erdvėje dažnai yra susiję su susijungimų ir įsigijimų rinkoje vykstančių sandorių įtaka konkrečioms industrijos sritims, regionų plėtra bei nedarbo lygmeniu (Mergers and unemployment, 2010), tad, analizuojant šia prizme susijungimų ir įsigijimų rinka turi ir socialinį aspektą, kuris pastaraisiais dešimtmečiais buvo itin ryškus Centrinės ir Rytų Europos regione. Nepaisant to, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkoje vyrauja privačių subjektų atliekami sandoriai, visgi šios rinkos vertinimo negalima atsieti ir nuo privatizacijos procesų, kai įmonių akcijos ir valdymas iš valstybės pereina į privačias rankas. Ypač tai svarbu tapo pastaraisiais dešimtmečiais, kai įsigijimų sandoriai yra ta forma, kuri dažnai pasirenkama privatizacijos procesams vykdyti (Niemec ir Niemec, 2007).

Tarptautiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai sudaro dominuojančią tiesioginių užsienio investicijų dalį: anot Brakman et al. (2006) šio tipo sandoriai sudaro 78% visų tiesioginių užsienio investicijų. Tad įmonių susijungimų ir įsigijimų svarba pasireiškia ne tik valstybių vidinėje kapitalo rinkoje, bet iš esmės formuoja ir tarptautinius kapitalo srautus. Visgi, šiuos sandorius analizuojanti literatūra pateikia nevienareikšmių įrodymų, kurie neleidžia teigti, kad tarptautiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai kuria aiškia vertę atskiriems privatiems subjektams ar valstybėms. Dažniau sutinkami neigiami rezultatai atliekant šių sandorių ir kitos tiesioginių užsienio investicijų sudedamosios dalies – plyno lauko investicijų – lyginamąją analizę: Jungtinių Tautų organizacijos investicijų ataskaitoje (UNCTAD, 2000) teigiama, kad užsienio investuotojo atliekamas įmonės įsigijimas yra mažiau teigiamų efektų sukeliantis (o kartais lemiantis neigiamus veiklos poslinkius) palyginti su plyno lauko investicijomis. Todėl nenuostabu, kad viešajame diskurse ir vyriausybės veiksmuose matomas žymiai didesnis prielankumas plyno lauko investicijoms – pastarosios skatinamos mokestiniais ir kitais būdais, tuo tarpu susijungimų ir įsigijimų sandoriai dažnai sutinkami skeptiškai, jiems galioja teisiniai apribojimai.

Įmonių susijungimų ir įsigijimų rinka funkcionuoja daugiau nei šimtmetį (Steger ir Kummer, 2007), o tokio tipo sandoriai jau daugiau nei penkiasdešimt metų yra įprastinė rinkos ekonomikos sandorių dalis Šiaurės Amerikos ir Vakarų Europos rinkose. Tačiau naujosiose Europos Sąjungos narėse¹ tokio tipo sandoriai su itin retomis išimtimis tapo įprastine ekonomikos dalimi tik paskutiniame XX a. dešimtmetyje, regiono šalims perėjus nuo reguliuojamos ekonomikos ir pradėjus formuoti rinkos santykiais pagrįstą ekonominę sistemą. Tad įmonių susijungimų ir įsigijimų rinka naujosiose Europos Sąjungos narėse skaičiuoja tik trečiąjį

¹ Naujosios Europos Sąjungos narės disertacijoje apima dešimt valstybių, kurios 2004 m. prisijungė prie Europos Sąjungos (toliau disertacijoje žymint šias valstybes naudojamas ir ES-10 trumpinys). Plačiau naujųjų Europos Sąjungos narių pasirinkimas disertacijos tyrimui aptariamas 1.5. skyriuje.

dešimtmetį ir tiek viešajame diskurse, tiek akademinio pasaulio diskusijose ir tyrimuose nestokoja dviprasmiškų vertinimų. Be to, analizuojamo regiono valstybių ekonomikų plėtros tempai yra labai priklausomi nuo išorės kapitalo srautų (Bakker, 2011), kurie esant menkai išvystytoms akcijų rinkoms, dažnu atveju analizuojamą ES-10 regioną pasiekia susijungimų ir įsigijimų sandorių forma.

Centrinės ir Rytų Europos regionas, kurio branduolį sudaro disertacijoje nagrinėjamos naujosios Europos Sąjungos narės, 2013 m. pasaulyje buvo ketvirtas pagal susijungimų ir įsigijimų rinkos apimtį (tiek pagal sandorių skaičių, tiek vertę), atsilikdamas tik nuo Šiaurės Amerikos, Vakarų Europos ir Pietryčių Azijos (Zephyr annual..., 2014). Vis dėlto mokslininkai pastebi, kad nepaisant smarkiai išaugusio ES-10 įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos aktyvumo, nagrinėjamame regione vyraujantys įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos ypatumai ženkliai skiriasi nuo kituose regionuose stebimų tendencijų (Kazmierska, 2014). Tad kitų regionų empirinių duomenų pagrindu suformuotų teorijų *a priori* taikymas naujųjų Europos Sąjungos narių įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkai vertinti nebūtų korektiškas ir yra būtina empiriškai analizuoti ES-10 regiono įmonių susijungimų ir įsigijimų rinką bei pateikti šios rinkos vertinimą regione ir palyginimą su kituose regionuose atliktomis studijomis.

Didelės susijungimų ir įsigijimų rinkos apimtys regione, skirtingų vertinimų gausa, sparti regiono valstybių plėtra bei aukšta priklausomybė nuo išorinio kapitalo finansavimo ir žemas įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos mokslinio ištyrimo lygis yra tie faktoriai, kurie paskatino disertacijos tyrimą nukreipti naujųjų Europos Sąjungos narių link bei liudija analizuojamos temos aktualumą analizei pasirinktame regione.

Mokslinė problema ir jos ištyrimo lygis Lietuvoje ir pasaulyje. Apžvelgtame kontekste akademinės studijos, tiriančios įmonių susijungimų ir įsigijimų rinką, nestokoja aktualumo, siekiant remiantis ekonomikos mokslo žiniomis įvertinti šios rinkos funkcionavimo bei analizuojamo tipo sandorių

kuriamos vertės problemą. Tačiau studijų, analizuojančių įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių, vykusių tiek Lietuvoje, tiek analizuojamame ES-10 regione, skaičius nėra didelis, o ir pačios akademinės diskusijos šia tema nėra toli pažengusios, iš dalies dėl sąlyginai jauno rinkos amžiaus ir iš to išplaukiančio empirinių duomenų trūkumo. Akademinį įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos problemos ištyrimo lygį regione galima palyginti su septintojo XX a. dešimtmečio diskusijomis šios rinkos tema JAV.

Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka – nauja ir mažai analizuota tema Lietuvoje. Didžioji dalis lietuvių autorių publikacijų įmonių susijungimų ir įsigijimų tema buvo išleistos 2007 m. ir vėliau. Apžvelgtų lietuvių autorių darbuose vyrauja teorinių įmonių susijungimų ir įsigijimų srities pagrindų tematika, taip pat analizuojami tokio tipo sandorius skatinantys motyvai. Tarp Lietuvos autorių darbų pažymėtinos Novickytės (2013), Burkšaitienės (2010) bei Miečinskienės (2007) publikacijos.

Disertacijoje nagrinėjamo naujųjų Europos Sąjungos narių regiono atveju tyrimai įmonių susijungimų ir įsigijimų srityje laikytini fragmentiškais – publikacijose detaliau nagrinėjamas susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių vaidmuo užsienio investicijų kontekste (Bakker, 2012; Niemiec ir Niemiec, 2007), atskirose regiono šalyse vykstančių sandorių aspektai (Jacoby, 2014; Nowinsky, 2006) bei bendros susijungimų ir įsigijimų rinkos tendencijos (Croitoru ir Rusu, 2014; Korbasova, 2014; Sakali, 2012). Be to, plačiai nagrinėjama finansų sektoriuje vykstančių susijungimų ir įsigijimų sandorių problematika (Fritsch et al., 2007; Eller et al., 2007). Vis dėlto, susisteminius naujųjų Europos Sąjungos narių regione atliekamus įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos tyrimus pastebimas faktas, kad trūksta tyrimų, kuriuose būtų nagrinėjami visam regionui *in corpore* bendri ypatumai, taip pat disertantui nepavyko aptikti tyrimų, kuriuose būtų nagrinėjama ES-10 valstybėse vykusių sandorių įtaka įsigytų įmonių vertei. Tad disertacijoje pateikiamas tyrimas užpildo reikšmingą spragą įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos mokslinių tyrimų srityje.

Globaliu mastu įmonių susijungimų ir įsigijimų tyrimai skaičiuoja penktąjį dešimtmetį, tačiau tai galioja tik JAV ir Didžiojoje Britanijoje vykdytiems tyrimams. Kontinentinėje Europoje, tokio tipo tyrimų istorija daug trumpesnė ir aktyviai įmonių susijungimų ir įsigijimų fenomenas pradėtas akademinės bendruomenės tirti tik paskutiniame praėjusio amžiaus dešimtmetyje. Globaliu mastu išskirtini šių mokslininkų darbai įmonės vertės pokyčių susijungimų ir įsigijimų sandorių metu tematikos srityje: Mitchell ir Stafford (2000), Andrade et al. (2001), Harford (2003), Moeller et al. (2005), Powell ir Stark (2005), Martynova et al. (2007), Langevoort (2010), Moeller (2011). Šiose publikacijose suformuotas fundamentas tolimesniems įmonės vertės pokyčių susijungimų ir įsigijimų sandorių metu tyrimams. Metodologiniu požiūriu itin didelę reikšmę turi sekančių autorių studijos: Lyon et al. (1999), Kothari ir Warner (2006), Kolari ir Pynnonen (2009). Svarbias bendresnio pobūdžio studijas, kuriose nagrinėjama įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos raida bei esama struktūra publikavo šie autoriai: Martynova ir Renneboog (2005), Golubov et al. (2006), Steger ir Kummer (2007), Brakman et al. (2007) ir Gregoriou ir Renneboog (2007),

Tyrimo objektas - susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių, 2004 – 2013 m. laikotarpiu vykusių naujosiose Europos Sąjungos narėse, sukurta vertė.

Tyrimo tikslas – suformuoti modelį, skirtą vertinti susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkai naujosiose Europos Sąjungos narėse.

Darbo tikslui pasiekti keliami tokie **uždaviniai**:

1. Išanalizuoti bei susisteminti teorinius įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos aspektus Lietuvos bei užsienio autorių darbuose.
2. Atlikti mokslinių bei statistinių šaltinių, kuriuose nagrinėjama įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse problematika, analizę.

3. Išnagrinėti įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių generuojamos vertės tyrimus bei išnagrinėti ir suklasifikuoti metodus, naudojamus įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių metu sukuriamai vertei įvertinti.
4. Atsižvelgiant į regiono specifiką, atrinkti tinkamiausius metodus naujų Europos Sąjungos narių įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos analizei bei atlikti šių metodų korekcijas, siekiant kuo tikslesnio jų taikymo nagrinėjamame regione.
5. Įvertinti įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių 2004 – 2013 m. laikotarpiu vykusių naujosiose Europos Sąjungos narėse sukurtą vertę.
6. Nustatyti skirtingų įmonių susijungimų ir įsigijimų charakteristikų reikšmę sandorių metu sukuriamai vertei.
7. Suformuoti modelį, kuris leistų įvertinti susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką naujosiose Europos Sąjungos narėse.

Tyrimo metodai ir šaltiniai. Numatytam tikslui ir suformuotiems uždaviniams išspręsti buvo naudoti užsienio ir Lietuvos autorių mokslinės literatūros šaltinių grupavimo bei sisteminimo, apibendrinimo ir lyginamosios bei loginės analizės metodai.

Autoriaus atliktas tyrimas susideda iš šių dalių (kiekviena kurių remiasi atskiru tyrimo metodu):

1. Įvykių tyrimo metodu pagrįsta analizė. Taikant įvykių tyrimo metodą buvo skaičiuojama dviejų rodiklių pagalba įvertinta netipinė su įvykiu susijusi grąža: ilgojo laikotarpio rodiklis (BHAR) buvo skaičiuojamas penkiems laikotarpiais, trumpojo laikotarpio rodiklis (CAR) buvo apskaičiuotas aštuoniems skirtingiems langams remiantis keturiais baziniais indeksais (pastovaus vidurkio, rinkos modelio pagal ES-10

indeksą, rinkos modelio pagal MSELEXRN indeksą bei palyginamųjų indeksų).

2. Finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodas. Šio tipo analizė buvo vykdoma nagrinėjant turto bei pajamų pelningumo rodiklių dinamiką.
3. Powell Stark pokyčių modelis. Šio modelio regresinės lygtys pasitelktos validuoti pirmų dviejų metodų rezultatus.
4. Sandorio charakteristikų analizė. Šis tyrimo etapas buvo vykdomas pasitelkiant įvykių tyrimo metodą sumažintu langų kiekiu ir remiantis palyginamųjų indeksų baziniais pokyčiais.

Atliekant tyrimą remiamasi gausiais antriniais informacijos šaltiniais. Visus šaltinius galima suskirstyti į tris grupes pagal tyrimo etapus:

1. Su įvykių tyrimu susijusi informacija buvo gauta pasitelkiant ES-10 bloko šalių vertybinių popierių biržų, Bloomberg rinkų informacijos sistemos bei Zephyr duomenų bazės (sandorių datos) informaciją;
2. Finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodo taikymui reikalingi finansiniai duomenys buvo renkami Creditinfo, Registrų centro, Amadeus duomenų bazėse bei ES-10 bloko šalių biržų puslapiuose internete.
3. Kitiems rodikliams apskaičiuoti būtina informacija buvo gauta Creditinfo, Registrų centro, Amadeus duomenų bazėse bei biržų puslapiuose internete bei kai kurių į tyrimo imtį patekusių įmonių atveju - konkrečių įmonių puslapiuose internete.

Ginamieji disertacijos teiginiai:

1. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių, vykusių 2004 – 2013 m. laikotarpiu naujosiose Europos Sąjungos narėse, pasekoje buvo sukurta reikšminga teigiama vertė.

2. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkoje sukuriama vertės dydis ir reikšmingumo lygmuo ES-10 bloke nėra vienodas ir ženkliai skiriasi atskirose regiono valstybėse.
3. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių, vykusių 2004 – 2013 m. laikotarpiu naujosiose Europos Sąjungos narėse, atveju užsienio investicijos yra sandorio sėkmę lemiantis veiksnys, užsienio investuotojus rinkos dalyviai laiko preferenciniais.
4. Sandorių charakteristikos (atsiskaitymo būdas sandorio metu, sandorio sudarymo laikas susijungimų ir įsigijimų ciklo atžvilgiu) turi reikšmingą įtaką sandorio sėkmei.

Darbo mokslinis naujumas ir teorinė reikšmė. Mokslinį disertacijos naujumą patvirtina tai, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių tematika Lietuvoje yra negausiai nagrinėta, o disertacijos tyrimo metodologija suformuota remiantis atskirų ekonomikos mokslo pripažintų metodų sinteze ir iki šiol nebuvo naudota analogiško tipo tyrimuose. Taip pat pastebėtina, kad iki disertacijos tyrimo, nebuvo aptikta kryptingų mokslinių pastangų suformuoti bei mokslininkų bendruomenei pateikti išsamų įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos vertinimo modelį naujųjų Europos Sąjungos narių regionui. Tad atliktas tyrimas pasižymi teoriniu reikšmingumu ir yra naudingas Lietuvos ekonomikos mokslo raidai.

Disertanto atliktas tyrimas ekonomikos mokslo plėtrai reikšmingas tokiais aspektais:

- Išanalizavus Lietuvos bei užsienio mokslininkų tyrimus įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos tema, apibrėžta susijungimų ir įsigijimų rinkos samprata bei susistemintos susijungimų ir įsigijimų formos.
- Remiantis teorinių šaltinių analize atrinkti teoriniai ir verslo motyvai, skatinantys įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos vyksmą. Papildant

išnagrinėtų šaltinių išvadas institucionalizmo teorija išskirta kaip reikšmingas teorinis pagrindas įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandoriams.

- Išanalizuotos bei sistemiškai pateiktos pagrindinės publikacijos, kuriose nagrinėjama analizuojamo tipo sandorių metu sukuriamos vertės problematika.
- Disertacijoje pateikiama sisteminė metodų, taikomų įvertinti įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių metu sukuriamai vertei, analizė bei atskleidžiami šių metodų privalumai bei apribojimai.
- Tyrimo metu buvo matuojama tik perkamos įmonės akcininkams tenkanti vertė bei atitinkamai vertinami perkamų įmonių, kurių buveinė yra naujosiose Europos Sąjungos narėse, vertės arba finansinių rodiklių pokyčiai. Šiuo požiūriu disertacijoje pateikiamas tyrimas yra vienas iš retų pavyzdžių, nes literatūroje dažniau taikomi bendro (įsigyjančios ir įsigyjamos) įmonės vertės pokyčio skaičiavimai.
- Tyrimo metu remiantis pagrindiniais mokslininkų išskirtais metodais buvo įvertinta įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių 2004 – 2013 m. laikotarpiu vykusių naujosiose Europos Sąjungos narėse sukurta vertė.
- Buvo nustatyta skirtingų įmonių susijungimų ir įsigijimų charakteristikų reikšmė sandorių naujosiose Europos Sąjungos narėse metu sukuriamai vertei.
- Atsižvelgiant į naujųjų Europos Sąjungos narių specifiką, buvo suformuotas įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos vertinimo modelis.

Praktinė darbo reikšmė:

- Disertacijoje pateikiama medžiaga naudinga mokslininkams, vykdančiams tyrimus įmonių susijungimų ir įsigijimų srityje.

- Suformuotas modelis gali būti pasitelktas vykdant įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos tyrimus tiek Lietuvoje, tiek bet kurioje kitoje ES-10 valstybėje.
- Tyrimo metu suformuotas ES-10 indeksas gali būti pritaikytas ne tik įvykių tyrimo metodo studijose. Tokio tipo indeksas gali būti panaudotas platesniame finansų mokslo kontekste.
- Sandorių charakteristikų analizė pateikia reikšmingų išvadų ne tik mokslininkams, jos įžvalgos taip pat sėkmingai pritaikomos ir sandorius atliekančių įmonių bei susijungimų ir įsigijimų konsultantų veikloje.
- Disertacijos medžiaga taip pat gali būti naudinga kontroliuojančioms tarnyboms (konkurencijos ir kt.) bei investicijas skatinančioms institucijoms.

Atlikto tyrimo apribojimai:

- Tyrimo metu buvo matuojama tik perkančios įmonės akcininkams tenkanti vertė bei atitinkamai vertinami perkamų įmonių, kurių buveinė yra ES-10 regione, finansiniai rezultatai. Darbo autorius, siekdamas įvertinti būtent ES-10 regiono valstybėse esančių įmonių vertės pokyčius, atsiribojo nuo perkančios įmonės vertės pokyčių (nepriklausomai nuo jos buveinės). Tokiu būdu disertanto tyrimas skiriasi nuo dalies panašių tyrimų atliktų JAV arba Europoje, nes jų metu dažniausiai vertinamas bendras (įsigyjančios ir įsigyjamos) įmonės vertės pokytis.
- Vieno pagrindinių darbe naudojamų metodų – trumpo laikotarpio įvykių tyrimo – rezultatai smarkiai priklauso nuo akcijų rinkų efektyvumo prielaidos, kurios nevykdant gali būti gauti neobjektyvūs rezultatai. Siekiant šios problemos išvengti, darbe buvo derinami keturi skirtingi įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių vertinimo metodai,

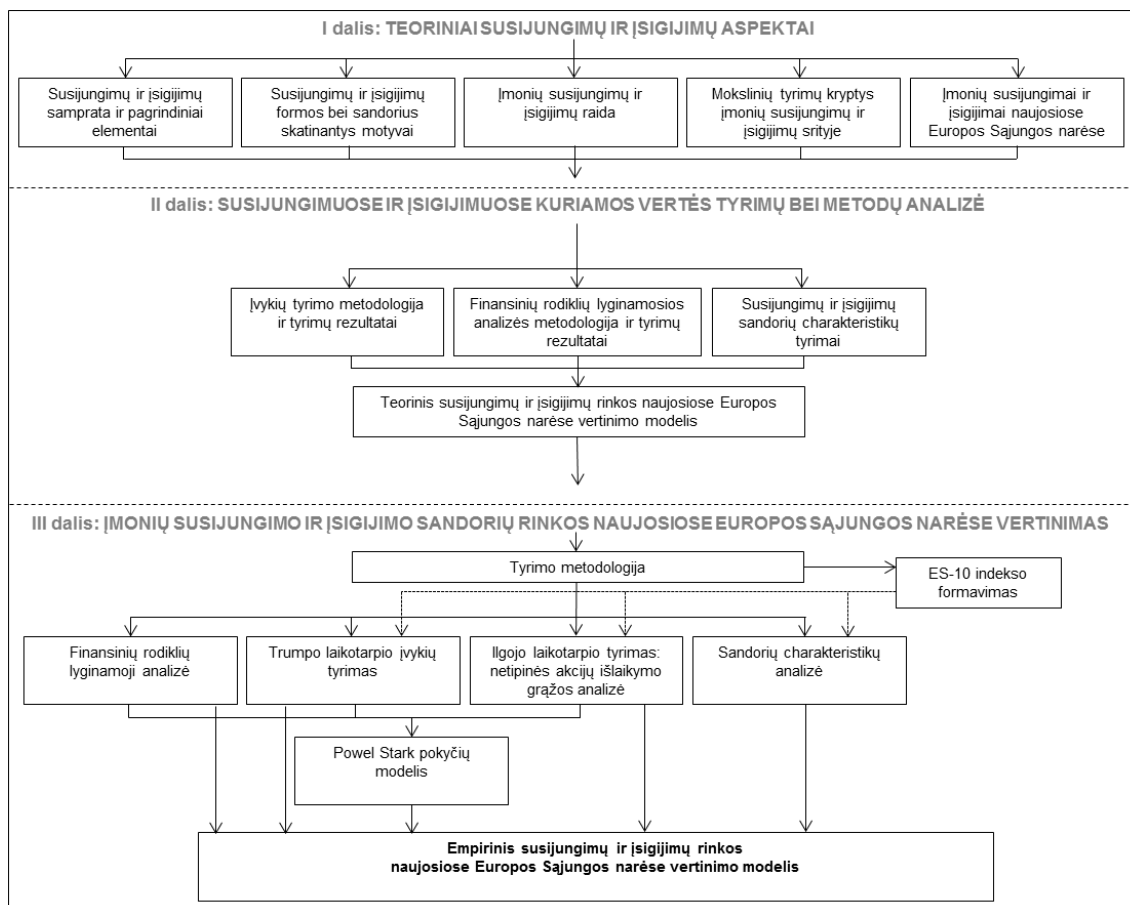
tačiau sandorių charakteristikų vertinimas dėl ribotos sandorių imties pagrįstas tik trumpo laikotarpio įvykių tyrimo metodo rezultatais.

- Įmonių susijungimų ir įsigijimų rinka nagrinėjamame regione turi tik dviejų dešimtmečių istoriją, o platesnis statistinių duomenų srautas prieinamas tik nuo 2002 – 2004 m. Sąlyginai trumpas laikotarpis, kurio duomenys atspindimi tyrime, gali lemti didelę konjunktūros svyravimų įtaką tyrimo rezultatams.

Darbo struktūra ir apimtis. Disertaciją sudaro įvadas, trys dalys, išvados ir pasiūlymai tolimesniems tyrimams, literatūros ir šaltinių sąrašas bei priedai. Disertacijos apimtis – 200 puslapių, joje pateikiamos 38 lentelės, 36 paveikslai bei 2 priedai.

Pirmojoje darbo dalyje susisteminti įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos teoriniai aspektai bei pateikiami šios rinkos raidos etapai, taip pat nagrinėjamos pagrindinės susijungimų ir įsigijimų mokslinių tyrimų kryptys. Antroji disertacijos dalis skirta įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių metu kuriamos vertės tyrimų bei metodų analizei. Antroje darbo dalyje pateikiamas teorinis įmonių susijungimo ir įsigijimo rinkoje sukurtos vertės naujosiose Europos Sąjungos narėse modelis. Trečiojoje darbo dalyje pristatomas įmonių susijungimo ir įsigijimo rinkoje sukurtos vertės naujosiose Europos Sąjungos narėse tyrimas, kurio pabaigoje pateikiamas tyrimo metu pakoreguotas susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis.

Disertacijos tikslui pasiekti suformuotų uždavinių įgyvendinimo seka pateikiama 1 paveiksle atvaizduotoje disertacijos loginėje struktūroje.



I pav. Disertacijos loginė struktūra

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Mokslo tyrimo rezultatų aprobavimas ir sklaida. Disertantas doktorantūros studijų metu paskelbė 5 mokslinius straipsnius recenzuojamuose periodiniuose leidiniuose. Doktorantūros studijų tyrimų teiginiai ir rezultatai buvo pristatyti 4 tarptautinėse ir 1 vietinėje mokslinėse konferencijose.

Autoriaus publikacijos:

1. Saikevičius D. (2014). Comparative analysis of mergers and acquisitions in the new member states of European Union. *Intellectual economics*, 8(2). 2014 nr. 2. ISSN 1822-8038.

2. Novickytė L., Saikevičius, D. (2013). Susijungimų ir įsigijimų sandorių globalioje rinkoje analizė. *Homo-societas-technologiae*. 2013, nr. 2, p. 63-71. ISSN 2029-9737.
3. Saikevičius D. (2013). Mergers and acquisitions: revisiting the issue of value creation in the new member states of European Union. *ACRN Journal of Entrepreneurship Perspectives*. 2013 Vol. 1, Issue 1, p. 1-13. ISSN 2224-9729.
4. Kavaliauskė M., Urbonavičius, S., Bikas E., Saikevičius D. (2012). Innovative and traditional companies: the main definitions and comparisons. *Business and management 2012: 7th International Scientific Conference*, p. 380-385. ISBN 9786094571169.
5. Bikas E., Saikevičius D. (2010). The reform of value-added tax in Lithuania: productivity and collection efficiency. *Business and management 2010 : the 6th international scientific conference*. Vol. I. p. 15-21. ISBN 9786094571169.

Autoriaus pranešimai mokslinėse konferencijose

1. 2013 m. lapkričio mėn. tarptautinėje mokslinėje konferencijoje „Apskaita, auditas, finansai: mokslo ir studijų problemos bei perspektyvos“ Marijampolėje (Lietuva) skaitytas mokslinis pranešimas lietuvių kalba „Susijungimų ir įsigijimų sandorių globalioje rinkoje analizė“.
2. 2012 m. spalio mėn. tarptautinėje mokslinėje konferencijoje „5th Annual EuroMed Conference of the EuroMed Academy of Business“ Glione (Šveicarijoje) pristatytas mokslinis pranešimas anglų kalba tema „Mergers and acquisitions: revisiting the issue of value creation for target companies from new european union member states“ (angl. „Susijungimai ir įsigijimai: vertės kūrimo klausimo analizė sandorių taikinių Naujosiose ES narėse atveju“).

3. 2012 m. liepos mėn. tarptautinėje mokslinėje konferencijoje “International Conference on Finance Perspectives” Steyre (Austrija) pristatytas mokslinis pranešimas anglų kalba tema „Mergers and Acquisitions: Revisiting the issue of value creation in the New Member States of European Union“ (angl. „Susijungimai ir įsigijimai: persvarstant vertės kūrimo klausimą Naujosiose ES narėse“).
4. 2012 m. gegužės mėn. tarptautinėje mokslinėje konferencijoje „Business and management 2012: 7th International Scientific Conference“ Vilniuje pristatytas mokslinis pranešimas anglų kalba tema „Innovative and traditional companies: the main definitions and comparisons“ (angl. „Inovatyvios ir tradicinės įmonės: apibrėžimai ir palyginimai“).
5. 2010 m. gegužės mėn. tarptautinėje mokslinėje konferencijoje „Business and management 2010: 6th International Scientific Conference“ Vilniuje pristatytas mokslinis pranešimas anglų kalba tema „The reform of value-added tax in Lithuania: productivity and collection efficiency“ (angl. „PVM mokesčio reforma Lietuvoje: mokesčio produktyvumo ir surinkimo efektyvumo rodiklių analizė“).

1. TEORINIAI SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ ASPEKTAI

1.1. Susijungimų ir įsigijimų samprata ir pagrindiniai elementai

Įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos teorinės analizės pagrindus padėjo JAV mokslininkas H. G. Manne (Manne, 1965) savo praėjusio amžiaus septintajame dešimtmetyje išleistame veikalė „Susijungimai ir įmonių valdymo rinka“ susistemines iki tol buvusias tokios rinkos analizės užuomazgas bei suformavęs pagrindus teorinei įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos vaidmens analizei. Anot Manne (1965), egzistuoja teigiamas koreliacinis ryšys tarp įmonės valdymo efektyvumo ir įmonės akcijų kainos. Todėl praktikoje neefektyviai valdomos įmonės turi žemą akcijų rinkos kainą, kuri savo ruožtu turi dvigubą reikšmę. Viena vertus, ši kaina atspindi įmonę valdančių akcininkų darbo rezultatus ir generuoja jiems atitinkamo dydžio grąžą. Kita vertus, tokia „pigi“ įmonė tampa patraukli kitiems akcininkams, kurie gali efektyviau valdyti įmonę ir todėl joje mato didesnę vertę. To pasekoje susiformuoja prielaidos vykti įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriams. Šią rinką Manne pavadino įmonių valdymo rinka (angl. *Market for corporate control*, pažodžiui verčiant – įmonių kontrolės rinka).

Egzistuoja akademinė diskusija, kas sudaro įmonių valdymo (kontrolės) turinį. Plačiąja prasme jis susideda iš dviejų elementų – 1) įmonių akcinio kapitalo nuosavybės ir iš šios nuosavybės teisės išplaukiančio 2) įmonės veiklos valdymo. Kai kurie mokslininkai polemizuoja (Kershaw, 2010), ar abu šie elementai yra būtini apibrėžiant įmonių valdymo (kontrolės) turinį ir todėl netapatina įmonių susijungimų ir įsigijimų bei įmonių valdymo rinkų, tačiau disertacijoje laikomasi nuomonės, kad anksčiau paminėti elementai yra susieti, o dviejų analizuojamų rinkų koncepcijos yra ekvivalenčios. Tokią poziciją leidžia pagrįsti ir Macey darbų analizė (Macey, 2014; Macey, 1990).

Kitas svarbus aspektas analizuojant įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos funkcionavimą yra šios rinkos vieta rinkos ekonomikoje. Atlikta Scharfstein (1987) tyrinėjimų analizė leidžia teigti, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų rinka yra kapitalo rinkos, kaip vienos iš trijų pagrindinių rinkų (šalia prekių ir paslaugų bei darbo), dalis. Kiek kitokį išskyrimą taiko Kershaw (2010), kuris įmonių valdymo rinką nurodo esant lygiagrečią kapitalo rinkai, analogiškai išskiriama ir įmonių valdymo paslaugų rinka, kaip kitokio tipo darbo rinkos atmaina.

Disertacijoje toliau laikomasi Scharfstein (1987) požiūrio teigiančio, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų rinka yra kapitalo rinkos dalis. Siekiant apibrėžti, kokie sandoriai vykdomi analizuojamoje rinkoje, toliau nagrinėjamos įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių turinį apibūdinančios sąvokos.

Įmonių susijungimų ir įsigijimų sąvoka yra plačiai naudojama tiek praktikų, tiek akademikų bei turi keletą dimensijų, todėl tikslinga plačiau aptarti šią sąvoką bei ją sudarančių elementų apibrėžimus. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sąvokos apibrėžimo klausimas yra svarbus dviem aspektais:

1. Pastaraisiais dešimtmečiais, smarkiai išaugus tarptautinės akademinės bendruomenės dėmesiui įmonių susijungimų ir įsigijimų fenomenui, įmonių susijungimų ir įsigijimų koncepcija tapo plačiai vartojama įvairių ekonominių disciplinų tyrimuose bei tapo daugiaprasme (Vogel, 2002), todėl disertacijos tyrimo kontekste yra svarbu apibrėžti įmonių susijungimų ir įsigijimų sąvoką;
2. Išsamus susijungimų ir įsigijimų sąvokos aptarimas svarbus dar ir kitu aspektu – pirmą kartą šis terminas buvo pavartotas JAV XIX a. pabaigoje, o pati terminija susiformavo JAV XX a. antroje pusėje. Kaip pastebi Vogel (2002), netgi Vakarų Europos šalyse tyrimų M&A srityje pagausėjo tik XX a. aštuntame – devintame dešimtmečiuose, o terminijos klausimai buvo ir yra plačiai analizuojami iki šių dienų. Tad tuo labiau yra svarbu apibrėžti su įmonių susijungimų ir įsigijimų sąvoka susijusią terminiją Lietuvos

akademines bendruomenes kontekste, kur šios srities tyrimai tik pradeda skaičiuoti antrąjį dešimtmetį.

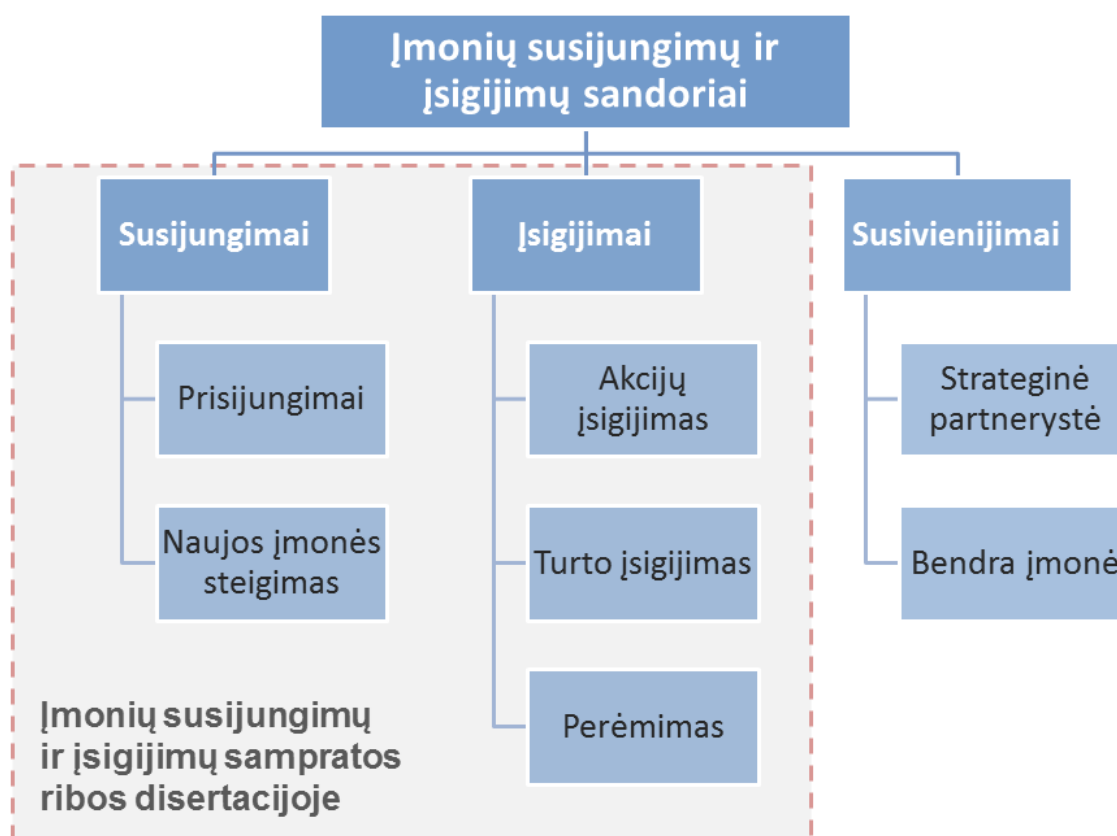
Įmonių susijungimų ir įsigijimų sąvoka lietuvių kalboje yra angliškojo „Mergers and acquisitions“ (dažnai mokslinėje ir praktinėje literatūroje trumpinamo „M&A“ santrumpa) termino atitikmuo. Pastarasis mokslinėje literatūroje vartojamas plačiai ir atskiri apibrėžimai neretai skiriasi. Atliekant mokslinių šaltinių analizę buvo identifikuota daugiau nei dešimt skirtingų autorių pateikiamų įmonių susijungimų ir įsigijimų sąvokos apibrėžimų. Remiantis šia analize, galima išskirti įmonių susijungimų ir įsigijimų sąvoką siaurąja ir plačiąja prasmėmis. Siaurąja prasme ši sąvoka dažniausiai naudojama apibūdinti dviejų tipų sandoriams – įmonių susijungimams bei įsigijimams. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sąvoka siaurąja prasme atitinka Europos Komisijos reglamente Nr. 4064/89 įtvirtintą koncentracijos apibrėžimą (EC, 1989), kuriame nurodoma, kad koncentracija vykdoma tada, kai:

- a) susijungia dvi ar daugiau anksčiau buvusios savarankiškos įmonės, arba
- b) vienas arba daugiau asmenų, jau kontroliuojančių bent vieną įmonę, arba - viena ar daugiau įmonių, pirkdamos vertybinius popierius arba turtą, pagal sutartis arba kitokiais būdais įgyja tiesioginę ar netiesioginę visos arba dalies dar vienos ar daugiau įmonių kontrolę.

Tuo tarpu, plačiąja prasme įmonių susijungimų ir įsigijimų terminas apima daug platesnę sritį – juo apibūdinama didžioji dalis įmonės sandorių, sprendimų ir veiksmų, susijusių su įmonės plėtra, jos akcinio kapitalo bei akcininkų struktūros, įmonių grupės struktūros pokyčiais (Copeland ir Weston, 1988).

Galima išskirti ir tarpinį požiūrį, kurio laikosi dalis tyrėjų, analizuojančių įmonių susijungimų ir įsigijimų sritį: šiam fenomenai priskiriami ir tiesiogiai teisiškai tokio tipo sandoriams nepriskiriami susivienijimai – strateginė partnerystė bei bendrų įmonių kūrimas (Vogel, 2002). Strateginė partnerystė (angl. *strategic alliances*) - tai dviejų juridinių vienetų sutartinių santykių pagrindu sudarytas

susitarimas suvienyti savo veiklą vienoje iš savo veiklos šakų siekiant efektyvumo ir/ar sinerginių efektų – taip *de facto* įvyksta susijungimas. Bendrų įmonių kūrimo (angl. *joint venture*) atveju vėlgi *de facto* įvyksta susijungimas, tačiau kaip ir strateginė partnerystė, jis gali apimti tik vieną sritį arba vieną geografinį regioną. Ši tarpinė įmonių susijungimų ir įsigijimų samprata pavaizduota 2 paveiksle.



2 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių tipai

Šaltinis: sudaryta autoriaus remiantis Vogel (2002)

2 paveiksle paryškinta samprata apimanti įsigijimų bei susijungimų tipų sandorius pasirinkta empirinio tyrimo analizės objektu. Toliau šiame darbe tiek teorinėje apžvalgoje, tiek tyrimo dalyje įmonių susijungimų ir įsigijimų samprata

bus suprantama siaurąja prasme (nebent atskirai būtų išskirta ir paminėta taikytina kitokia sąvokos sudėtis).

Tarp Lietuvos mokslininkų, Novickytė ir Šileika plačiai nagrinėjo atskirų įmonių susijungimų ir įsigijimų koncepcijos sudedamųjų dalių apibrėžimus bei plačiau apžvelgė lietuviškus angliškos terminologijos atitikmenis, naudotinus moksliniuose tyrimuose (Novickytė ir Šileika, 2010). Pasak Novickytės, įsigijimas yra bendresnė sąvoka, kuri naudojama apibūdinti nuosavybės perdavimą arba pasikeitimą (Novickytė, 2013). Tuo tarpu susijungimas yra siauresnė sąvoka, naudojama apibūdinti teisinį sandorio aspektą, kai viena įmonė yra sujungiama su kita ir ji nustoja egzistavusi kaip juridinis asmuo. Šalia įsigijimų, susijungimų bei prisijungimų (sandorių kuomet didesnė arba rinkoje dominuojanti įmonė prisijungia vieną arba kelias įmones, ko pasekoje prijungta įmonė netenka savo savarankiškumo ir nutraukia veiklą) Novickytė išskiria ir perėmimus kaip atskirą susijungimų ir įsigijimų tipą, kuris žymi kontrolinio akcijų paketo įsigijimą. Minima mokslininkė taip pat pažymi, kad perėmimo sąvoka dažnai yra naudojama vykdant priešiškus įsigijimus. Kaip įsigijimų sąvokos sinonimą Novickytė paraleliai naudoja pirkimų terminą (Novickytė, 2013).

Rengiant disertaciją pastebėta, kad Lietuvos teisėje įtvirtinta susijungimo sąvokos samprata ir lietuvių mokslininkų darbuose naudojama susijungimo sąvoka turi tam tikrų skirtumų. Remiantis LR civilinio kodekso 2.97 straipsniu, „juridinių asmenų sujungimas – tai dviejų ar daugiau juridinių asmenų susivienijimas į naują juridinį asmenį, kuriam pereina visos reorganizuotų juridinių asmenų teisės ir pareigos“ (LR Civilinis kodeksas, 2014). Tuo tarpu pasak Miečinskienės (2010), verslo jungimai – tai procesas, kurio metu atskiros įmonės sujungiamos į naują ekonominį vienetą arba viena įmonė prijungiama prie kitos. Pastebėtina, kad Miečinskienės (2010) atstovaujamas požiūris yra modernusis ir paplitęs užsienio autorių darbuose (pvz., Vogel, 2002).

Analizuojant susijungimų termino vartojimą akademikų darbuose, verta pastebėti, kad šiuo terminu ankstyvuosiuose darbuose (pvz., Manne, 1965)

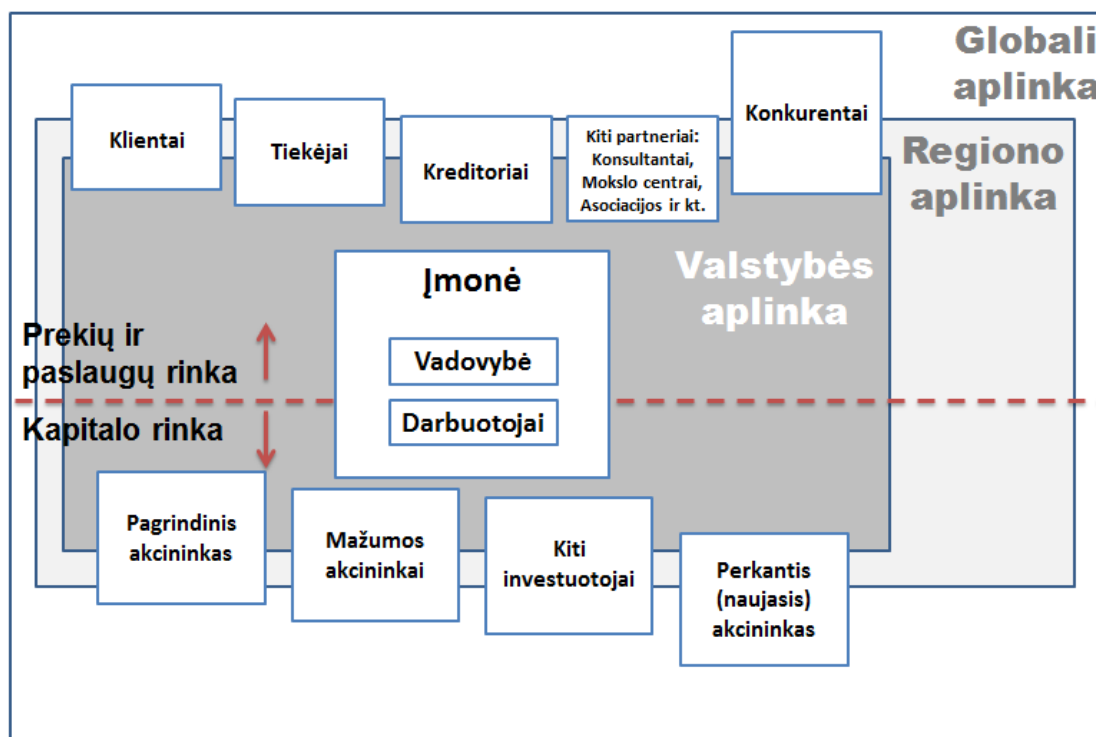
supaprastinant buvo vadinami abiejų nagrinėjamų tipų – susijungimų ir įsigijimų - sandoriai. Tokia tradicija išliko iki šių dienų ir dažnai sutinkama anglosaksų šalių mokslininkų darbuose bei specialiojoje literatūroje (pvz., A Dictionary of finance, 2014).

Su įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriais susiję subjektai

Metodologinės literatūros analizė (Arbnor ir Bjerke, 2009) leidžia teigti, kad mokslinėje plotmėje objektyvų analizuojamo objekto pažinimą palengvina su juo susijusių subjektų - praktinės veiklos veikėjų – analizė. Todėl disertacijos rengimo metu, nagrinėjant teorines įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių tematikos publikacijas, buvo susisteminti skirtinguose šaltiniuose įvardijami veikėjai, susijusę su analizuojamu objektu (pav. 3).

Darbo autorius visus veikėjus siūlo skirstyti pagal tai kokioje rinkoje su jais sąveikauja įmonė, dalyvaujanti susijungimų ir įsigijimų sandoryje – kapitalo arba prekių. Tuo tarpu darbo kaip gamybos veiksnio rinka atskirai schemeje neišskirta, nors darbuotojai (įskaitant vadovus) yra svarbus sandorio veikėjas (Stahl et al., 2003).

Prekių ir paslaugų rinkos pusėje didelė tyrimų dalis skirta konkurencijos aspektams, susijusiems su įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos funkcionavimu (pvz., Funke et al., 2008). Tačiau analizuojami ir kitokio tipo ryšiai - Oberg ir Holtstrom (2006) nustatė, kad susijungimų ir įsigijimų rinkos aktyvumas ir žaidėjų konsolidacija vertės grandinės klientų tarpe veda prie analogiškų žingsnių tiekėjų tarpe ir atvirkščiai. Tiriant įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių įtaką platesniam ratui su sandorio šalimis susijusių įmonių pasitelkiama ir tinklų koncepcija (Oberg et al., 2007). Tiekėjai, kaip srities tyrimuose analizuojamo veikėjo veiksnys, tampa itin svarbus analizuojant vertikalaus tipo susijungimus ir įsigijimus (Fan, 2006).



3 pav. Su įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriais susiję subjektai

Šaltinis: sudaryta autoriaus remiantis Oberg et al. (2007), Vogel (2002)

Pastaruosiu metu vis daugiau dėmesio sulaukia ir kreditorių klausimas įmonėms vykdant susijungimų ir įsigijimų sandorius. Kreditorių aspektas analizuojamas dviem dimensijomis – pirmoji yra skolinto kapitalo vaidmuo sandorių aktyvumui ir sėkmei: teigiama, kad laisvesnis priėjimas prie skolinto kapitalo buvo viena esminių ketvirtosios įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos priežasčių (Martynova ir Renneboog, 2005). Kita dimensija – kaip kinta kreditorių gerbūvis vykstant įmonių įsigijimams ir susijungimams (Renneboog ir Szilagyi, 2007). Be paminėtų, vis dažniau pasirodo tyrimų, kuriuose svarbiu sandorių veikėju laikomi kiti žaidėjai – mokslo centrai, konsultantai (Langevoort, 2011). Kaip teigia Oberg et al. (2007), įmonių susijungimus ir įsigijimus analizuodami per tinklų (angl. *networks*) perspektyvą, sandorių pasekoje kardinaliai pasikeičia visas įmonės išorės partnerių tinklas, tad galime teigti, kad

nagrinėjamo tipo sandoriai daro reikšmingą įtaką įmonė supančių subjektų struktūrai.

Visgi, kapitalo rinkos pusė moksliniuose šaltiniuose analizuojama dažniausiai ir tam skiriama daugiausiai dėmesio (Golubov et al., 2007) – tyrimuose daugiausiai koncentruojamasi į esamų ir po sandorio atsirandančių naujų akcininkų interesus (pvz., Andrade et al., 2001). Šiame kontekste ne išimtinu laikomas ir disertacijoje pateikiamas tyrimas – pagrindinės tyrimo išvados formuluojamos remiantis akcininkams tenkančios vertės pokyčiais vykstant įmonių įsigijimams ir susijungimams.

Atskiro dėmesio verta aplinkos analizė: aplinka darbo autoriaus suprantama kaip aplinkos veiksnių (kultūrinių, reguliacinių, ekonominių ir kitų) rinkinys, atspindintis tas sąlygas, kuriose veikia įmonė. Ši aplinka skiriama į vietinę (valstybės), regiono ar regionų kuriems priskiriama įmonė ir globalią. Visuose aplinkos lygiuose nusistovėjusios normos daro reikšmingą įtaką įmonių įsigijimams ir susijungimams (akivaizdžiausias pavyzdys – konkurencijos priežiūros institucijų sandoriams taikomi apribojimai), kartu sandoriai, ypač jų visuma ir besiformuojantys įmonių susijungimų ir įsigijimų ciklai ženkliai įtakoja visus aplinkos lygmenis (Oberg et al., 2007).

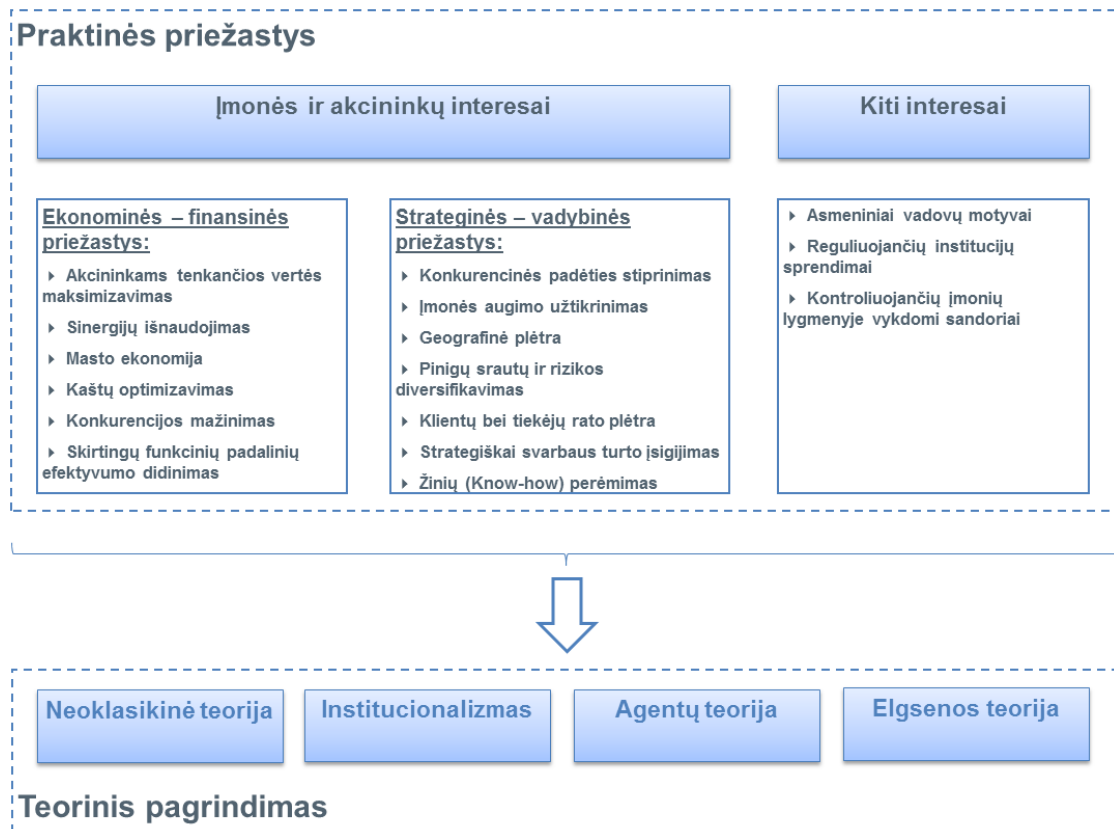
Remiantis šios analizės rezultatais, darytina išvada, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai yra sudėtingas ekonominis reiškinys, turintis tiesioginių ir netiesioginių sąsajų su skirtingose aplinkose veikiančiais subjektais (Alam et al., 2014). Disertacijoje siekiant apriboti tyrimą koncentruojamasi į akcininkams sukurtos vertės rodiklių analizę. Geografiškai tyrimas apima ES-10 naujųjų ES narių bloką, todėl šiuo aspektu svarbus ne tik valstybės, bet ir regiono aplinkos klausimas, daug dėmesio skiriama analizei ES bei ES-10 blokų mastu.

1.2. Susijungimų ir įsigijimų formos bei sandorius skatinantys motyvai

Teoriniai bei praktiniai motyvai, skatinantys vyksmą įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkoje

Mokslinėje literatūroje pateikiamas didelis skaičius motyvų, lemiančių įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos vyksmą. Vieni iš jų autoriaus nuomone yra labiau praktiniai, suponuoti mikroekonominių priežasčių (pvz., masto ekonomijos efektas, kaštų optimizavimas), kitus autorius priskiria fundamentaliems teoriniams motyvams. Remdamasis šiuo pastebėjimu autorius visus motyvus suskirstė į dvi grupes. Pirmojo tipo motyvai autoriaus apibrėžti kaip praktinės priežastys skatinančios įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius, antrojo tipo motyvai apibūdinami kaip teorinis vyksmo sandorių rinkoje pagrindimas. Iš esmės šios dvi motyvų grupės persidengia ir kiekviena praktinė priežastis priskirtina konkrečiai teorijai. Schematiškai pagrindiniai motyvai atvaizduoti 4 paveiksle.

Atlikta teorinė analizė leido susisteminti mokslinėje literatūroje sutinkamus motyvus, kuriuos autoriai išskiria kaip pagrindinius, lemiančius analizuojamo tipo sandorių vyksmą rinkoje. Visose išnagrinėtose publikacijose pateikiamos priežastys sandoriams vykti buvo sugrupuotos į įmonės bei akcininkų interesus atstovaujančias bei kitų interesų suformuotas priežastis. Remiantis King et al. (2004), pastarųjų motyvų išskyrimas labai svarbus siekiant iširti, kodėl ne visi sandoriai rinkoje sukuria vertės prieaugį. Nagrinėjant įmonės bei akcininkų interesų suformuotus motyvus, sąlygojančius įmonių susijungimų ir įsigijimų vyksmą, buvo pastebėta, kad pastarieji gali būti sugrupuoti į ekonominius – finansinius bei strateginius – vadybinius.



4 pav. Teoriniai ir verslo motyvai lemiantys sandorių vyksmą

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Harford (2011), DePamphilis (2011)

Visų motyvų priskyrimą trims plačioms ekonominėms teorijoms (neoklasikinei, agentų ir elgsenos), kurios savo ruožtu apima siauresnes ir konkrečiai su kiekvienu išvardintu motyvu susijusias teorijas ir koncepcijas, pasiūlė Harford (2011). Visgi, remdamasis atlikta teorine analize, autorius mano esant reikalinga pridėti ir ketvirtąją teoriją – institucionalizmą. Institucionalizmas su įmonių susijungimais ir įsigijimais siejasi per šio tipo sandorių kaip atsako į institucinės aplinkos pokyčius aspektą (Faulkner, 2012). Be to, įmonės gyvavimo ciklo teorija, kuri autorių darbuose siejama su įmonių susijungimais ir įsigijimais (Owen ir Yawson, 2009), taip pat yra iškilusi neoklasikinės ir institucionalizmo teorijų sandūroje. Ekonomikos Nobelio premijos laureatas Williamson, kurio

nemaža dalis darbų yra glaudžiai susiję su ekonomikos institucinės struktūros analize, konstatuoja, kad įmonių susijungimai ir įsigijimai yra ekonominės veiklos organizavimo priemonė (Williamson, 1996).

Visgi, didžioji dalis schemeje atspindėtų verslo motyvų priskirtini neoklasikinei teorijai: visos schemeje atspindėtos ekonominės – finansinės priežastys, lemiančios nagrinėjamų sandorių vyksmą bei dalis strateginių – vadybinių motyvų (konkurencinis pranašumas, diversifikacija) pagrindžiamos būtent neoklasikinės teorijos koncepcijomis. Tuo tarpu asmeniniai vadovų motyvai bei konsultantų vaidmuo sandoriuose dažnai aiškinamas ekonominės elgsenos (Langevoort, 2011) arba agentų teorijomis (Harford, 2011).

Įmonių vadovai dažnai įmonių susijungimus ir įsigijimus susieja su įmonės plėtros strategija (Macmillan ir Tampoe, 2000). Įmonių augimo ir plėtros motyvai atsispindi įmonės gyvavimo ciklo teorijoje (institucionalizmo ir neoklasikinės teorijos sintezė) bei „išvystyk arba nusipirk“ koncepcijoje (angl. *make-or-buy*), kuri priskirtina neoklasikinei teorijai ir atspindi laiko bei ekonominių kaštų sutaupymo aspektą, vykdant įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius (Beckett, 1986). Kaip teigia Beckett (1986), gamybinių pajėgumų trūkumas visuomet jaučiamas verslo ciklo pakilimo fazėje ir tuo metu greičiausias bei efektyviausias sprendimas yra pasinaudoti įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos galimybėmis, o ne investuoti patiems.

Pastaraisiais dešimtmečiais iškilo naujos verslo priežastys, lemiančios įmonių susijungimų ir įsigijimų aktyvumą – sandoriai vykdomi siekiant perimti turimas žinias, know-how ar kitą nematerialųjį turtą (patentus, licencijas ir pan.), tačiau ir šie sąlyginai nauji motyvai, atspindintys konkurenciją dėl naujų XXI amžiui būdingų išteklių, kurie sukuria konkurencinį pranašumą, priskirtini neoklasikinei teorijai.

Įmonių susijungimų ir įsigijimų tipai ir formos

Išnagrinėjus pagrindinius motyvus, lemiančius analizuojamo tipo sandorių vyksmą, verta pastebėti, kad priklausomai nuo pateiktų motyvų bei kitų sandorių charakteristikų egzistuoja skirtingi sandorių tipai. Be to, svarbu išskirti atskirus sandorių tipus pagal skirtingas charakteristikas, nes sandorio charakteristikų analizė planuojamo tyrimo sudėtyje sudarys reikšmingą dalį.

Mokslinėje literatūroje išskiriamas didelis skaičius (daugiau nei dvidešimt) įmonių susijungimų ir įsigijimų formų, pasižyminčių skirtingomis charakteristikomis. Labiausiai paplitęs įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių skirstymas paremtas įmonių dalyvaujančių sandoryje tarpusavio santykiu. Gaughan (2010) susistemintai pateikė tris tokių sandorių tipus:

- Horizontalus įmonių susijungimas arba įsigijimas – tai dviejų tiesioginių konkurenčių įmonių, priklausančių tai pačiai veiklos sričiai, susijungimas arba įsigijimas. Naujai įkurta arba įsigijimą įgyvendinusi įmonė turi didesnę rinkos dalį, o tai jai suteikia konkurencinį pranašumą rinkoje. Novickytė ir Šileika (2010) išskiria tokius įmonių horizontalaus jungimosi tikslus: rinkos tam tikroje geografinėje vietovėje konsolidavimas, siekis įgyti naujus produktus, paslaugas, technologijas bei gauti prieigą prie papildomų paskirstymo grandinės kanalų. Pasak Gregoriou ir Renneboog (2007) beveik pusė visų tarptautinių susijungimų ir įsigijimų sandorių yra horizontalaus tipo.
- Vertikalus įmonių sandoris vyksta tuomet, kai viena kitą įsigyja arba jungiasi verslo ryšiais susijusios įmonės, pavyzdžiui, pirkėjas ir tiekėjas (Novickytė, Šileika, 2010), veikiantys toje pačioje vertės grandinėje. Įmonės imasi šios strategijos, siekdamos verslo grandinės kontrolės, nes vertikali integracija priartina įmonę prie galutinio pirkėjo arba prie reikiamų išteklių tiekėjų. Vertikalus įmonių susijungimas užtikrina mažesnes įmonės sandorių sąnaudas, geresnę informacijos sklaidą ir kooperaciją. Vienas iš

pagrindinių vertikalios integracijos privalumų yra tai, kad ji leidžia užsitikrinti tiekimo kainas, gaminių kokybės bei tiekimo laiku kontrolę.

- Trečioji įmonių susijungimų ir įsigijimų rūšis – konglomeracija. Tai įmonių, priklausančių skirtingoms veiklos sritims ir neturinčių tiesioginių saitų, įsigijimas. Konglomeracijų aktyvumą daugiausia skatina diversifikacijos siekis, taip pat rizikos ribojimas, sezoniškumą išvengimas, siekis užtikrinti efektyvesnę išteklių panaudojimą. Tokio tipo sandoriai turi susijusių rizikų, nes yra tikimybė, kad dėl patirties trūkumo naujame verslo sektoriuje sandoris nesukurs prognozuotos vertės (King et al., 2004).
- Rečiausiai pasitaikantys ir kai kurių autorių neišskiriami į atskirą tipą yra koncentriniai (angl. *concentric*) sandoriai, kurių metu jėgas suvienija dvi to pačio sektoriaus įmonės, kurių veikla susijusi, tačiau jos tiesiogiai nekonkuruoja, taip pat neturi pirkėjo ir pardavėjo arba kliento ir tiekėjo ryšio. Tokie įmonių susijungimai ir įsigijimai apibūdinami kaip susijusios diversifikacijos sandoriai. Tokio sandorio pavyzdžiu gali būti gyvybės ir negyvybės draudimo kompanijų susijungimas (Moles ir Terry, 2005).

Įmonių susijungimai ir įsigijimai skirstomi ir pagal investuotojo tipą (Martynova ir Renneboog, 2005):

- Strateginių (toje pačioje šakoje veikiančių bendrovių) investuotojų vykdomi įmonių įsigijimai paprastai vertinami geriausiai, nes pastarųjų sandorių pasekoje įmonė atsiduria šaką išmanančių savininkų rankose. Laikoma, kad pastarojo tipo investuotojas įsigydamas įmonę turi strateginių tikslų ir nebūtinai tikisi greitos grąžos ir itin didelio pelningumo. Tačiau toks įsivaizdavimas nebūtinai yra teisingas. Ketvirtosios ir penktosios susijungimų ir įsigijimų bangų atveju pasitaikydavo ir tokių sandorių, kai strateginiai investuotojai įsigijimus vykdydavo norėdami sumažinti konkurenciją rinkoje, kurioje jie veikia. Tokie įsigijimai neretai baigdavosi nupirktos įmonės veiklos apimčių sumažinimu ar net uždarymu.

- Finansinių (dažniausiai – privataus kapitalo fondų) investuotojų vykdomi įsigijimai ilgą laiką buvo laikomi mažiau patraukliais ir net pavojingais, nes ketvirtosios bangos metu privataus kapitalo bendrovės dažnai įsitraukdavo į ir/ arba finansuodavo priešiškus perėmimus. Tačiau pastaraisiais metais finansinių investuotojų vykdomi sandoriai vis dažniau laikomi pageidaujama, nes tokio tipo investicijos užpildo investicijų stygių augančių ir didesnės rizikos verslų atveju.
- Kaip atskirą įsigijimų tipą reikia išskirti ir vadovybės inicijuojamus bei vykdomus įsigijimus (angl. *management buy-out*) – šiuo atveju įmonės vadovybė superka įmonės akcijų kontrolinį paketą iš buvusių įmonės akcininkų (Moles ir Terry, 2005). Tokio tipo sandoriuose esminis yra finansavimo momentas, nes tyrimai rodo, kad retu atveju įmonių vadovybė turi resursų finansuoti reikšmingą dalį sandorio vertės (dažniausiai vadovybė finansuoja iki 10% tokių sandorių vertės, dažni atvejai, kai vadovybė prisideda tik savo verslo išmanymu ir tik organizuoja verslo išpirkimą ar dalyvauja jame, o didžioji dalis finansavimo būna skolintos ir/ ar privataus kapitalo fondų lėšos).

Tad sandorio finansavimas yra kitas labai svarbus aspektas. Pagal sandorio finansavimo struktūrą įmonių susijungimai ir įsigijimai gali būti skirstomi į keletą kategorijų (Gaughan, 2010):

- Sandoriai, kurie finansuojami perkančiosios įmonės akcijomis. Šiuo atveju parduodamos arba susijungime dalyvaujančios įmonės akcininkams už jų turimas akcijas atlyginama naujai išleidžiamomis perkančiosios įmonės akcijomis, arba esamų akcininkų turimomis akcijomis. Tokio tipo sandoriai dažniausiai pasitaiko, kai perkanti bendrovė arba abi – tiek perkanti, tiek parduodanti bendrovės – yra listinguojamos įmonės. Tokiu atveju kyla mažiau ginčų ir abejonių dėl įmonių akcijų kainų, nes jos nustatomos remiantis akcijų rinkos kaina.

Akcijomis finansuotiems sandoriams priešingi yra pinigėmis lėšomis finansuojami sandoriai, šie gali būti kelių tipų (Gaughan, 2010):

- Finansuojami įmonės pinigėmis lėšomis, kurios susidaro iš vidinių rezervų (t.y. įmonės generuojamo pinigų srauto) arba akcininkų įnašų įsigijimui finansuoti.
- Piniginių lėšų, reikiamų įsigijimui, perkanti įmonė gali pasiskolinti iš kredito institucijų arba išleisdama skolos vertybinius popierius. Pastarojo tipo finansavimo būdas iškilo trečiosios bangos metu ir itin populiarus buvo ketvirtosios susijungimų ir įsigijimų bangos, vykusios devintajame XX a. dešimtmetyje, metu. Šios bangos metu įmonių įsigijimus finansuojant skolintomis lėšomis netgi susiformavo atskiras įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių tipas – skolintomis lėšomis finansuojami sandoriai, kurie pasižymėjo itin dideliu finansinio svarto lygmeniu ir kreditoriams siūloma aukšta palūkanų norma.
- Svertinis išpirkimas arba paskolomis finansuojamas įmonių akcijų išpirkimas (angl. *leveraged buyout*) – tai įmonių įsigijimai, kuomet didžioji dalis pinigų, skirtų įmonės įsigijimui, yra skolintos lėšos.

Pagal faktą, kurios sandorio pusės iniciatyva (pirkėjo ar pardavėjo) vykdomi įsigijimo ir susijungimo sandoriai, jie gali būti klasifikuojami į aktyviai arba pasyviai vykdomus sandorius (Thomas, 1995):

- Tuo atveju, kai pirkėjai, siekdami strateginių tikslų, aktyviai ieško potencialių „taikinių” laikoma, jog tai aktyviai vykdomas įsigijimas. Aktyvaus įsigijimo atveju pirkėjas dažniausiai samdo konsultantus, kad jie įvertintų įsigijimo galimybes ir galimus taikinius arba pasikliauja įmonės vidiniais resursais. Itin didelės įmonės netgi turi atskirus už tai atsakingus padalinius, kurie nuolat stebi konkurencinę aplinką bei ieško galimų taikinių.

- Tuo tarpu, kai potencialius pirkėjus suranda norintys parduoti verslą įmonės akcininkai ar jų pasamdyti konsultantai, tuomet laikoma, kad įsigijimas vykdomas pasyviai.

Susijusi klasifikacija, kuria remiantis išskiriami draugiški ir priešiški sandoriai (Gaughan, 2010).

- Sandoris laikomas draugišku, kai įsigyjamos įmonės akcininkai bei vadovybė žino ir pritaria vykdomam sandoriui. Tokiu atveju vykdomos derybos ir, kai abi pusės pasiekia konsensumą, sandoris laikomas įvykdytu.
- Priešiško tipo sandoriai vadinami perėmimais. Ketvirtoji įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos banga pasižymėjo priešišku perėmimų gausa, kurių daugelis buvo finansuojami skolintomis lėšomis. Reikiama prielaida priešiškam sandoriui vykdyti – įmonės listingavimas biržoje (itin retais atvejais priešiškas įsigijimas gali būti įvykdytas privačių sandorių rinkoje), kai atsiranda galimybė supirkti kontrolės teisę suteikiantį akcijų paketą be vadovybės ir/ arba didžiausio akcininko žinios.

Pagal integracijos laipsnį po sandorio, įsigijimai gali būti skirstomi į du tipus (Galpin ir Herndon, 2007):

- Sandoriai, kurių pasekoje įsigijama įmonė integruojama į esamą pirkėjo juridinę ir verslo struktūrą. Tokiu atveju dažniausiai siekiama įsigyti parduodamos įmonės gamybinius pajėgumus, verslo „know-how“, patentus ar pan.
- Kito tipo sandoriai, kuriems įvykus pasikeičia tik akcininkų struktūra, o perkama įmonė dirba jai įprastu režimu – tiek jos veikloje, tiek struktūroje esminių pokyčių nevyksta. Šiuo atveju, pirkėjas įsigijimu siekia ne tik įsigyti įmonės pajėgumus ir klientų ratą, bet greičiausiai yra suinteresuotas ir jos istorijos, įvaizdžio, prekinio ženklo ir turimų licencijų bei sertifikatų išlaikymu.

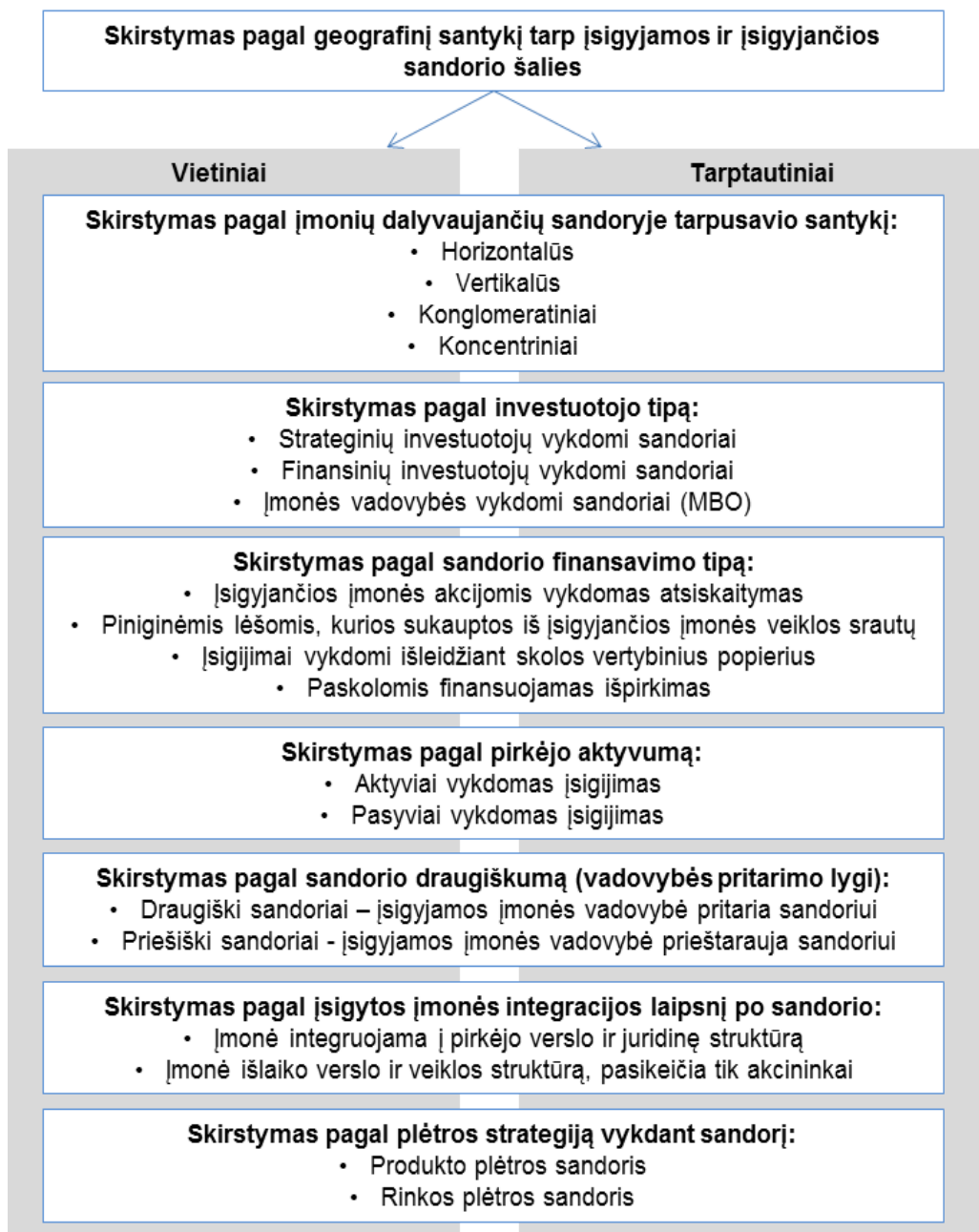
Mokslininkų publikacijų analizė rodo, kad taip pat išskiriami produkto plėtros ir rinkos plėtros sandoriai (Galpin ir Herndon, 2007):

- Produkto plėtros įsigijimas arba susijungimas – tai sandoris tarp įmonių, kurios prekiauja vienas kitą papildančiais produktais toje pačioje rinkoje. Tokiu atveju įmonė išplečia savo asortimentą ir „know-how“ (DePamphilis, 2011).
- Rinkos plėtros sandoris – tai įsigijimas arba susijungimas tarp bendrovių, kurios prekiauja tais pačiais produktais skirtingose rinkose. Tokiu atveju įsigyjanti įmonė išplečia savo veiklos geografiją.

Su aukščiau aptartais sandorių tipais glaudžiai susijęs sandorių skirstymas pagal geografinę įsigyjamos ir įsigyjamos ar besijungiančių įmonių santykį (Vogel, 2002):

1. Vietiniais (angl. *domestic transaction*) sandoriais apibrėžiami tokio tipo susijungimai ir įsigijimai, kurie įgyvendinami tarp tos pačios šalies bendrovių.
2. Tarptautiniame sandoryje (angl. *cross-border transaction*) dalyvauja skirtingų šalių bendrovės.

Vietinių – tarptautinių sandorių problematikos klausimas didelę reikšmę įgavo penktosios įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos bangos metu, kai išsivysčiusių šalių įmonės, siekdamos prisitaikyti prie globalizacijos procesų, smarkiai plėtėsi į užsienio jurisdikcijas, o dažna tokios plėtros forma tapo įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai (Martynova ir Renneboog, 2005). Būtent šiame kontekste, pastarųjų sandorių tipų – vietinių bei tarptautinių susijungimų ir įsigijimų – svarba, o kartu ir mokslinės analizės srautas, smarkiai išaugo pastarąjį dešimtmetį. Atliktos teorinių šaltinių analizės pagrindu galima teigti, kad būtent šio tipo sandorių analizė vyrauja mokslinėse publikacijose.



5 pav. Susijungimų ir įsigijimų tipai

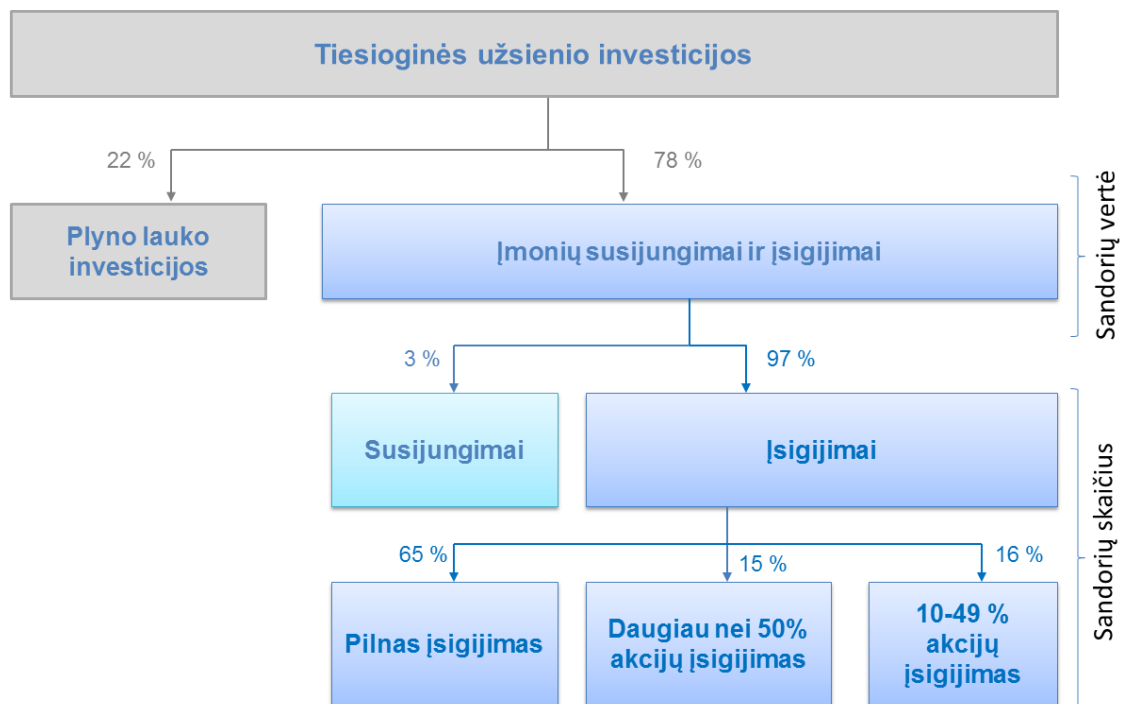
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Gaughan (2010), Galpin ir Herndon (2007), DePamphilis (2011)

Vis dėlto, autoriaus nuomone, svarbu akcentuoti tą faktą, kad atskiras sandoris dažniausiai turi daugelio aprašytų klasifikacijų savybių ir gali būti nagrinėjamas skirtingais pjūviais (DePamphilis, 2011). Tai pavaizduota ir pateiktame 5 paveiksle. Remiantis literatūroje vyraujančia tendencija, paveiksle pirmiausia išskirti tarptautinių bei vietinių tipų sandoriai. Tarptautinių sandorių savybės bei vietinių – tarptautinių sandorių skirtumai itin svarbūs ir disertacijos tyrimui atliekamam ES-10 šalių pagrindu, todėl toliau pateikiama detalesnė tarptautinių susijungimų ir įsigijimų analizė.

Tarptautiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai kaip pagrindinė tiesioginių užsienio investicijų srauto sudedamoji dalis

Remiantis Loayza et al. (2004), paskutiniame XX a. dešimtmetyje tiesioginės užsienio investicijos tapo pagrindiniu pasaulio valstybių išorinio finansavimo šaltiniu. Todėl neturėtų stebinti faktas, kad tiesioginių užsienio investicijų tematika, inspiruota pastarųjų trijų dešimtmečių spartaus užsienio investicijų augimo, sulaukia itin gausaus teoretikų dėmesio.

Mokslinėje literatūroje vyrauja nuomonė, kad egzistuoja teigiamas ryšys tarp tiesioginių užsienio investicijų ir ekonominio augimo (pvz., Tintin, 2012). Tiesioginės užsienio investicijos mokslininkų dažnai lyginamos su kito tipo užsienio investicijomis – portfelinėmis užsienio investicijomis (investicija, kurią sudaro mažesnio nei 10% akcijų paketo įsigijimas). Šiuo atveju mokslininkai išskiria tiesiogines užsienio investicijas kaip palankesnes jas priimančiai šaliai, nes didesnio paketo turėjimas indikuoja ilgalaikį investuotojo interesą. To pasekoje tiesioginių užsienio investicijų srautai yra stabilesni ir pasižymi mažesne svyravimų amplitude (Goldstein ir Razin, 2005).



6 pav. Tiesioginių užsienio investicijų struktūra

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Brakman et al. (2006)

Disertacijoje nagrinėjamos temos kontekste svarbus faktas išryškėja analizuojant tiesioginių užsienio investicijų struktūrą (6 paveikslas): tarptautiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai sudaro 78% visų tiesioginių užsienio investicijų (Brakman et al., 2006). Tad, taikant dedukcinį mastymą, būtų logiška daryti prielaidą, kad visi aukščiau išvardinti mokslškai pagrįsti tiesioginėms užsienio investicijoms būdingi teigiami aspektai turėtų būti teisingi tarptautiniams susijungimų ir įsigijimų sandoriams. Visgi, šiuos sandorius analizuojanti literatūra pateikia nevienareikšmių įrodymų, kurie neleidžia teigti, kad tarptautiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai kurią aiškia vertę atskiriems privatiems subjektams ar valstybėms. Dažniau sutinkami neigiami rezultatai atliekant šių sandorių ir kitos tiesioginių užsienio investicijų sudedamosios dalies – plyno lauko investicijų – lyginamąją analizę: teigiama, kad plyno lauko investicijos kuria

didesnę vertę (Szalucka, 2010). Griežta formuluotė naudojama Jungtinių Tautų organizacijos investicijų ataskaitoje (UNCTAD, 2000), kurioje teigiama, kad užsienio investuotojo atliekamas įmonės įsigijimas yra mažiau teigiamų efektų sukeliantis (o kartais lemiantis neigiamus veiklos poslinkius) palyginti su plyno lauko investicijomis. Be to, pažymima, kad įsigijimų pasekoje neretai seka darbuotojų atleidimai ir dalies veiklų pertvarka. Todėl nenuostabu, kad viešajame diskurse ir vyriausybių veiksmuose matomas žymiai didesnis prielankumas plyno lauko investicijoms – pastarosios skatinamos mokestiniais ir kitais būdais, tuo tarpu susijungimų ir įsigijimų sandoriai dažnai sutinkami skeptiškai, jiems galioja teisiniai apribojimai.

Visgi, nepaisant skepticizmo, kuris būdingas vertinant (ypač už mokslinių tyrimų ribų – viešojoje erdvėje ir politikų tarpe) tarptautinius susijungimų ir įsigijimų sandorius, pastarieji yra vyraujanti dedamoji dalis tiesioginių užsienio investicijų struktūroje, o tokia aukšta darbe analizuojamo tipo sandorių dalis užsienio investicijų srautuose tik patvirtina šio tipo sandorių svarbą bei būtinybę juos detaliau išnagrinėti. Kaip pastebi JAV Nacionalinio ekonominių tyrimų biuro mokslininkai Nocke ir Yaple (2004), moksliniai tyrimai didžiausią dėmesį skyrė tiesioginių užsienio investicijų srautams bendrai analizuoti ir ženkliai per mažai pastangų buvo sutelkta atskirų rūšių analizei. Autoriaus nuomone, ši mokslinių tyrimų informacijos spraga ypač akivaizdi tiek Lietuvos, tiek ES-10 regiono kontekste, kuris smarkiai priklausomas nuo išorinio kapitalo srautų. Disertacijoje siekiama užpildyti šią spragą analizuojant susijungimų ir įsigijimų sandorius ES-10 šalyse bei ypatingą dėmesį skiriant regione vykstančių tarptautinių susijungimų ir įsigijimų sandorių problematikai.

Išnagrinėjus susijungimų ir įsigijimų rinkoje vyraujančių sandorių formų įvairovę, svarbu apžvelgti nagrinėjamos rinkos raidą. Sekančiame poskyryje apžvelgiama susijungimų ir įsigijimų rinkos raida bei išskiriami atskirų bangų metu vyravę sandorių tipai.

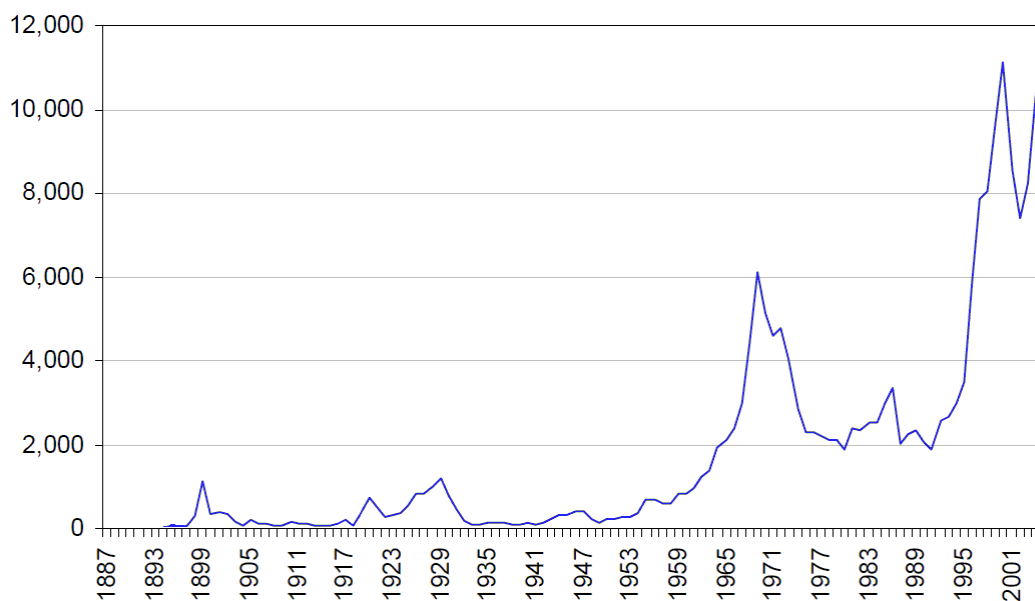
1.3. Įmonių susijungimų ir įsigijimų raida

Istorinė perspektyva svarbi nagrinėjamos temos analizei, nes leidžia atskleisti ne tik atskiro laikotarpio ar atskirų sandorių motyvus bei rezultatus, tačiau taip pat suponuoja galimybes atidžiau išnagrinėti įmonių susijungimų ir įsigijimų rinką *in corpore*. Savo ruožtu, globalus istorinis požiūris leidžia identifikuoti šioje rinkoje vyraujančias tendencijas, sandorius lemiančias priežastis bei sudaro prielaidas prognozuoti nagrinėjamos rinkos ateities scenarijus.

Vienas esminių įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos bruožų – cikliškumai, kurie mokslinėje literatūroje dažniau vadinami bangomis (angl. *M&A waves*). Ciklų arba bangų fenomeną įmonių susijungimų ir įsigijimų srityje analizavo daug mokslininkų, o didesnis dėmesys šiems ciklams mokslinės bendruomenės pradėtas skirti aštuntajame XX a. dešimtmetyje. Kaip ir kitų tyrimų įmonių susijungimų ir įsigijimų srityje atveju, didžioji dalis bangas nagrinėjančių tyrimų pirmiausia pasirodė JAV. Tačiau per pastaruosius dešimt metų buvo publikuota ir nemažai solidžių europiečių mokslininkų darbų, kuriuose išsamiai analizuojama įmonių susijungimų ir įsigijimų rinka per ciklų bei istorinės raidos prizmę. Iš tokių darbų išskirtini Martynova ir Renneboog (2005), Steger ir Kummer (2007), Brakman et al. (2007) ir Gregoriou ir Renneboog (2007) darbai.

Kaip galima matyti paveiksle 7, pirmoji įmonių susijungimų ir įsigijimų banga siekia dar XIX a., tačiau verta pabrėžti, kad 7 paveiksle pavaizduotas skirstymas galioja tik JAV, nes anot mokslininkų (Martynova ir Renneboog, 2005) kontinentinės Europos atveju iki pat XX a. devintojo dešimtmečio pradžios neturima patikimų šaltinių duomenų apie įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius. Kita vertus, mokslininkai teigia (Martynova ir Renneboog, 2005), kad duomenų nebuvimas nereiškia rinkos neegzistavimo ir daro prielaidą, kad Europos atveju cikliškumo tendencijos yra panašios į JAV, tik sandorių skaičius ženkliai mažesnis. Disertanto nuomone, tokią prielaidą patvirtina ir faktas, kad paskutinių

trijų bangų metu, skirtumai laike tarp pagrindinių pasaulio regionų buvo nedideli, todėl JAV duomenys pagrįstai laikytini tinkamu globalios įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos raidos atspindžiu.



**7 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių skaičius
JAV, 1887 – 2005**

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Steger ir Kummer (2007)

Iki šiol mokslininkai identifikavo įvykusias šešias įsigijimų bangas ir diskutuojama (Marinari, 2011), kad po pasaulinės finansinės krizės jau yra prasidėjęs septintasis įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos ciklas.

Pirmoji banga (1895–1904 m.) pasižymėjo sandoriais, kurių metu pradėjo formotis monopolijos. Susijungimų metu buvo siekiama specializuotis vienoje šakoje ir ją monopolizuoti, pagrindiniai sektoriai – tekstilės ir sunkioji pramonė. Pirmoji banga, kuri simbolizuoja ir visos įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos pradžią, buvo nulemta itin reikšmingų ir iki tol nematytu tempu vykusių technologinių pokyčių. Nauji gamybos būdai ir inovacijos, tobulėjanti teisinė

sistema ir JAV itin sparčiai besiplečiančios akcijų rinkos suformavo sąlygas itin sparčiai augti sandorių skaičiui ir vystytis horizontaliai integracijai.

Antrosios bangos metu (1918–1932 m.) vyko susijungimai, kurių metu stipriausi rinkos žaidėjai konsolidavo rinką ir formavo oligopolijas, kartu įmonės atkreipė dėmesį į tiekimą ir paskirstymo paslaugas, vyko vertikalios integracijos užuomazgos. Kartu antroji banga laikytina reakcija į pirmosios bangos rezultatus, nes susiformavus monopolijoms likusieji rinkos žaidėjai turėjo ieškoti naujų būdų išgyventi.

Trečioji banga (1955–1975 m.) pasižymėjo kaip konglomeratų laikotarpis, kai įmonės siekiančios plėtros pradėjo formuoti savo veiklą, kaip mažai susijusių įmonių struktūras. Pagrindinės to priežastys buvo verslo ciklų įtakos minimizavimas investuojant į skirtingų sektorių įmones ir tokiu būdu tikintis „išlyginti“ finansų srautus.

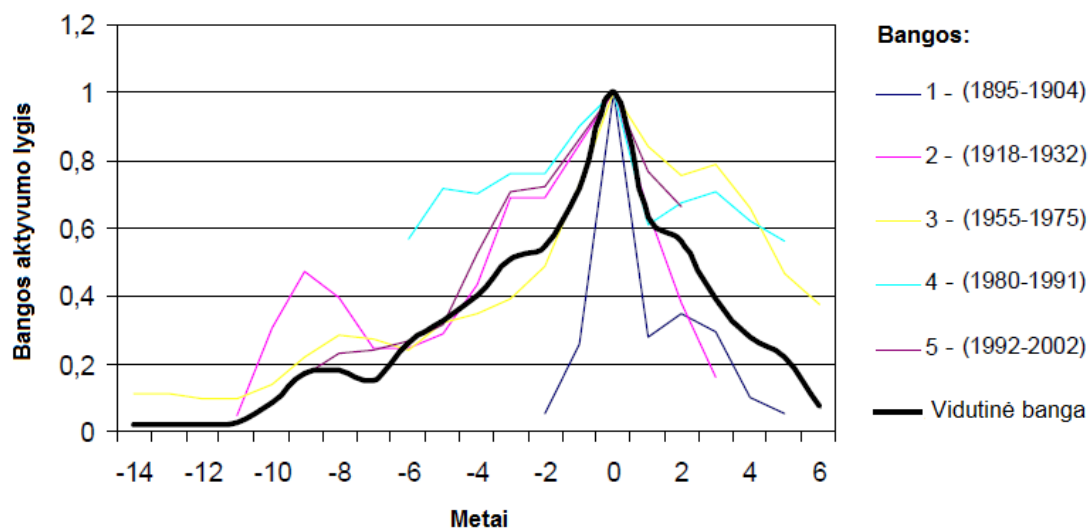
Ketvirtoji banga (1980-1991 m.) pasižymi tuo, kad jei pirmųjų bangų metu įmonės buvo nuolat stambinamos ir formuojamos vis didesnės struktūros, paremtos masto ekonomijos efektu, tai šiuo atveju dažnai vyko atvirkštinis procesas – išformuojami konglomeratai, įmonės įsigydavo privatūs investuotojai siekė efektyvumo, kuris pasižymėjo įmonės išskirtinumais, efektyviu valdymu ir specializacija, nebūtinai masto efektu; ši banga pasižymėjo ir priešišku perėmimų gausa.

Penktoji banga (1992–2002 m.) apibūdinama kaip itin didelių sandorių laikotarpis, kai pasauliniai rinkos lyderiai perimdavo savo konkurentų kontrolę. Tai taip pat pirmasis laikotarpis, kai itin paplito tarptautiniai sandoriai.

Šeštoji banga (2003–2009 m.) prasidėjo 2003 m. ir turėjo globalų pobūdį, o 2005 – 2007 m. kasmet buvo fiksuojamas rekordinis skaičius sandorių. Kaip ir penktoje bangoje, toliau sparčiai augo tarptautinių skaičius sandorių. Šios bangos saulėlydis sutapo su pasauline finansine krize.

Laikomasi nuomonės, kad šiuo metu yra prasidėjusi septintoji įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos banga (nuo 2010 m.), kuri dar tik įsibėgėja, tačiau

greičiausiai vėl pasižymės dideliu kiekiu tarptautinių sandorių ir dėmesiu technologiniams verslams, kur sandorio objektu bus žinios, patentai ir kitas nematerialus turtas (Marinari, 2011).



8 pav. Pirmosios – penktosios bangų ciklai

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Steger ir Kummer (2007)

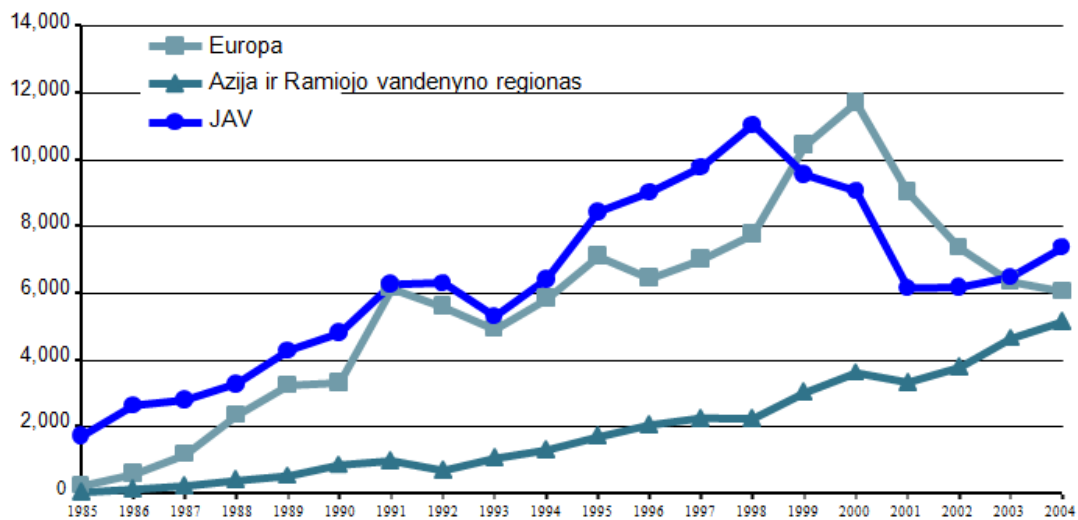
Visos įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos bangos turi ir kitiems ekonomikos mokslo srityje stebimiems ciklams būdingas fazes (kaip pavaizduota 6 paveiksle) ir trunka nuo 10 iki 20 metų. Verta pastebėti, kad bangų aktyvumo lygis ženkliai skiriasi. Kartu, kaip pastebi Martynova ir Renneboog (2005), skiriasi ir nemaža dalis kitų, su kiekviena įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos banga susijusių charakteristikų, kurios susistemintai pateikiamos 1 lefelėje.

**1 lentelė. Pagrindinės įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos
bangų charakteristikos**

Banga	Pirmoji	Antroji	Trečioji	Ketvirtoji	Penktoji	Šeštoji
Laikotarpis	1895 - 1904	1918 - 1932	1955 – 1975	1980 - 1991	1992 - 2002	2003 - 2009
Geografinis regionas	JAV	JAV	JAV, Europa	JAV, Europa, Azija	JAV, Europa, Azija	JAV, Europa, Azija
Bangos metu siekiami rezultatai	Monopolijų susiformavimas	Oligopolijų susiformavimas	Augimas per diversifikaciją	Neefektyvumų eliminavimas	Prisitaikymas prie globalizacijos iššūkių	Globali plėtra
Vyraujantys sandorių tipai	Horizontalūs	Horizontalūs, Vertikalūs	Konglomeratai	Horizontalūs, Vertikalūs, Priešiški, Vadovybės	Horizontalūs, Vertikalūs, Tarptautiniai, Strateginių investuotojų	Horizontalūs, Vertikalūs, Tarptautiniai, Finansinių investuotojų
Vyraujantys sektoriai	Geležies gavyba, tekstilės pramonė	Geležinkeliai, garo variklių gamyba, plieno pramonė	Elektros gamyba, chemijos pramonė ir	Naftos pramonė, aviacija, elektronikos	Komunikacijos ir informacinės technologijos	Informacinės technologijos, Kitos paslaugos
Sandorių finansavimo būdai	Piniginės lėšos	Akcijos	Akcijos	Skolintos lėšos ir piniginės lėšos	Akcijos	Skolintos ir piniginės lėšos
Tarptautiniai sandoriai	Nėra	Nėra	Nėra	Nedidelis skaičius	Augantis skaičius	Itin daug
Kitos sandorių savybės				Sandoriai panaudojant perkamos įmonės lėšas (LBO)	Itin dideli sandoriai	Didelė dalis privataus kapitalo fondų atliekamų sandorių

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Gaughan (2010), Martynova ir Renneboog (2005)

Sudarsanam (2010) teigia, kad tikrai ketvirtoji ir vėlesnės bangos buvo tikrai tarptautinės, tuo tarpu ankstesnės atspindi tik JAV ir, iš dalies, Didžiosios Britanijos rinkas. Kaip remiantis Martynova ir Renneboog (2005) atvaizduota 9 paveiksle, 20 metų laikotarpiu tarp 1985 m. ir 2005 m. Europoje vyravo tie patys įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos trendai kaip ir JAV (su 1 – 2 m. atsilikimu), o prasidedant šeštajai bangai (2004 m.) trys pagrindiniai įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos regionai fiksavo itin panašų rinkos aktyvumo lygmenį.



9 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičius regionuose, 1985 - 2005 m.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Martynova ir Renneboog (2005)

Analizuojant priežastis, kurios sudaro prielaidas kilti įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos bangoms, galima režiuruoti, kad sandorių bangų pradžios sutampa su ekonominio augimo metais. Kartu stebimas ryšys tarp kapitalo ir kreditų rinkų plėtimosi ir įmonių susijungimų ir įsigijimų skaičiaus augimo. Mokslininkų nuomone, nemažiau svarbūs įmonių susijungimų ir įsigijimų bangoms kilti yra ir reguliaciniai pokyčiai: anot Martynova ir Renneboog (2005), ketvirtoji banga buvo nemaža dalimi nulemta akcijų rinkų liberaliesnio reguliavimo, kas leido sparčiai išplisti priešiškiems perėmimams. Teisiniai niuansai turėjo įtakos ir kitoms bangoms – pirmųjų trijų bangų atveju svarbūs buvo konkurencijos ribojimai (arba jų nebuvimas), penktosios ir šeštosios bangų atveju – tarptautinių kapitalo judėjimo apribojimų mažinimas, kas prisidėjo prie ženklaus tarptautinių sandorių skaičiaus išaugimo. Apžvelgiant veiksnius, kurie daro įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos bangų susidarymui, labai svarbu nepamiršti

fundamentalaus faktoriaus, kuris pastebimas tik iš didesnio laiko atstumo – ekonominių šokų. Šokų argumentas aiškinant įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos bangas atspindi neoklasikinės mokyklos požiūrį ir buvo išsamiai apibendrintas Harford (2003). Anot autoriaus, visos įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkoje stebėtos bangos buvo pažymėtos ekonominių, teisinių ar technologinių šokų. Pirmosios trys bangos buvo smarkiai įtakotos tuo metu vykusių pokyčių pramoninėje gamyboje, iškilusiose naujose pramonės šakose (pvz., chemijos pramonė), taip pat penktoji banga yra geras pavyzdys – nemaža dalis sandorių vyko telekomunikacijų ir informacinių technologijų sektoriuje, tame tarpe ir visų laikų didžiausias susijungimų sandoris, kai Vokietijos mobilaus ryšio operatorius Mannesmann AG buvo už rekordinius 203 mlrd. JAV dolerių įsigytas Didžiosios Britanijos mobilaus ryšio operatoriaus Vodafone AirTouch PLC (Gaughan, 2010). Ketvirtosios bangos metu daug sandorių vyko su naftos pramone susijusiose įmonėse. Šiuo atveju dera prisiminti faktą, kad septintajame dešimtmetyje, ketvirtosios bangos vykusios 1980 – 1991 m. išvakarėse, vyko vadinamoji naftos krizė. Atsižvelgus į šiuos faktus, disertanto nuomone galima prognozuoti ir septintosios bangos kryptis – viena iš jų galėtų būti sparčiai besivystančių mobiliųjų technologijų bendrovių sandoriai, tą iš dalies patvirtina ir vėliausi moksliniai šaltiniai (Marinari, 2011).

Šio darbo kontekste labai svarbus įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos ciklų aspektas yra skirtingų ciklų bei skirtingų ciklo fazių metu atliekamų sandorių generuojama vertė. Kaip pastebi Harford (2003), ciklo augimo fazėje atliekami sandoriai sukuria didesnę vertę palyginus su kitų fazių metu vykdomais sandoriais. Panašias išvadas pateikia ir Moeller et al. (2005) – penktosios bangos metu atliktas tyrimas rodo, kad didžiausias vertės praradimais pasižymėjo antroje ciklo pusėje įvykdyti įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai. Kadangi šis aspektas tiesiogiai siejasi su disertacijoje nagrinėjama tema, prie sandorių kuriamos vertės analizės dar bus grįžta antroje disertacijos dalyje.

1.4. Mokslinių tyrimų kryptys įmonių susijungimų ir įsigijimų srityje

Pastaraisiais dešimtmečiais nuolat augo mokslinių publikacijų skaičius, kurių objektas yra įmonių susijungimų ir įsigijimų rinka, kartu plečiasi ir tyrimo sritis – nagrinėjami vis nauji šios rinkos aspektai, šios temos analizei būdingas tarpdiscipliniškumas (Cartwright ir Schoenberg, 2006). Ne tik ekonomikos, bet ir vadybos, teisės ir sociologijos sričių ir jų atskirų disciplinų mokslininkai plačiai tyrinėja įmonių susijungimų ir įsigijimų aspektus.

Šiame skyriuje nagrinėjamos globaliu mastu vyraujančios ekonominio (kai kurių publikacijų atveju ekonominio-vadybinio) tipo tyrimų kryptys bei analizuojami negausūs Lietuvos mokslininkų darbai šioje tematikos srityje. Disertacijoje pateikiamo tyrimo perspektyvoje ypač svarbi šio skyriaus pabaigoje pateikiama ES-10 regioną nagrinėjančių tyrimų bei pagrindinės, su įmonių susijungimų ir įsigijimų rinka regione susijusios statistinės informacijos, analizė.

Globalios įmonių susijungimų ir įsigijimų tematikos tyrimų kryptys

Globaliu mastu įmonių susijungimų ir įsigijimų tyrimai skaičiuoja penktąjį dešimtmetį, tačiau tai galioja tik JAV ir Didžiojoje Britanijoje vykdytiems tyrimams, kurie šiandien sudaro teorinę pagrindą įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos mokslinei analizei (pvz., Manne, 1965; Fama et al., 1969; Dodd, 1980; Travlos, 1987; Lubatkin ir O'Neill, 1987). Kituose regionuose tokio tipo tyrimų istorija daug trumpesnė. Kontinentinėje Europoje aktyviau įmonių susijungimų ir įsigijimų fenomenas pradėtas akademinės bendruomenės tirti tik paskutiniame praėjusio amžiaus dešimtmetyje (Vogel, 2002). Tuo labiau Centrinės ir Rytų Europos regione, kuriam priklauso šiame darbe nagrinėjamo ES-10 bloko valstybės, analizuojamo tipo sandoriai ir jų rinka pasižymi negausiais moksliniais šaltiniais – vyrauja fragmentiški tyrimai, o pats fenomenas pradėtas plačiau nagrinėti pastarąjį dešimtmetį.

Golubov et al. (2007) išskiria dvi priežastis dėl tokio tyrimų skaičiaus poliariškumo, kai stebimi ryškūs skirtumai tarp JAV ir Didžiojoje Britanijoje vykdytų tyrimų skaičiaus bei likusio pasaulio: pirma, šios valstybės yra didžiausios įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos pasaulyje; antra, šiose rinkose vykusių sandorių informacija yra aukštos kokybės ir lengvai prieinama, todėl akademinė visuomenė gali lengvai disponuoti tyrimams reikalingais duomenimis. Disertantas mano esant reikalinga pabrėžti ir dar vieną momentą, kuris laikytis esminiu ir lemia tokį tyrimų paplitimą: JAV ir Didžiojoje Britanijoje kapitalo rinka yra žymiai toliau pažengusi nei likusiame pasaulyje, todėl tuo paaiškinamas tiek rinkos aktyvumas, tiek aukštas informacijos prieinamumas - nemaža dalis įmonių dalyvaujančių sandoriuose yra listinguojamos ir atskleidžia visą informaciją, tuo tarpu kontinentinėje Europoje ir kaip parodė autoriaus tyrimas nagrinėjamosiose ES-10 šalyse, daugumą sudaro privačių kompanijų sandoriai (Zephyr, 2014 b).

Atliekant mokslinių šaltinių analizę pastebėta, kad literatūroje siekiant pateikti susistemintą įmonių susijungimų ir įsigijimų tyrimų visumos vaizdą, dažnai cituojami mokslininkai R. Larsson ir S. Finkelstein (1999), kurie įmonių susijungimų ir įsigijimų tematikos tyrimus suskirstė pagal konkrečiam problematikos aspektui priskirtiną discipliną. Tokiu būdu įmonių įsigijimai ir susijungimai analizuojami šių disciplinų ribose:

1. Strateginio valdymo: nagrinėjami motyvai ir skirtingi sandorių tipai;
2. Mikroekonomikos: pasitelkiant apskaitos duomenis nagrinėjami kaštų optimizavimo, masto ir aprėpties ekonomijos, rinkos galios klausimai;
3. Finansų: akcininkų atstovavimo, įmonės vertės problematika;
4. Organizacijų tyrimai: nagrinėjami sandorio įgyvendinimo bei integracijos procesai, akcentuojama įmonių kultūros atitikimo problema;

5. Žmogiškųjų išteklių vadyba: analizuojami vadovybės ir kitų darbuotojų motyvavimo, bei informavimo sandorio kontekste aspektai.

Visgi, ne visos tyrimų kryptys yra vienodai skaitlingos: Golubov et al. (2007) savo publikacijoje, kaip pagrindines išskiria tris tematikas: pagrindinių motyvų vykdyti sandorius tyrimai, įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių raidą analizuojančios publikacijos bei vertės kūrimo įmonių susijungimų ir įsigijimų procese studijos. Visgi, būtent pastarojo tipo studijos ne tik pasižymi skaitlingumu, bet ir generuoja prieštaringiausius rezultatus (Golubov et al., 2007; Cartwright ir Schoenberg, 2006).

Nagrinėjant praktinius motyvus, paaiškinančius vyksmą įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkoje, daugiausia dėmesio sulaukia sinergijų klausimas. Jį apžvelgė Larsson ir Finkelstein (1999), išskyrę keturių tipų sinergijas – veiklos, rinkos ir pirkimo galios, valdymo bei finansines. Sinergijų klausimą savo publikacijose plačiai ir išsamiai nagrinėja mokslininkas Damodaran (2005).

Analizuojant įmonių susijungimų ir įsigijimų temos mokslinius šaltinius sutinkama nemažai straipsnių, kuriuose nagrinėjama įmonės vertinimo sandorio metu specifika: kaip objektyviai įvertinti tikslinę įmonę (Bioye ir Abdul, 2005); kokie metodai efektyvesni vertei nustatyti (Aluko ir Amidu, 2010; Pettit ir Ferris, 2013). Šalia tradicinių vertinimo metodų (diskontuotų pinigų srautų, palyginamosios ir atstatomosios vertės) daugėja tyrimų, kuriuose siekiama įvertinti kokią įtaką įmonių įvertinimui turi nefinansiniai faktoriai. Dažniausiai literatūroje aptinkami nefinansiniai faktoriai yra perkančios įmonės vadovų perdėtas pasitikėjimas (angl. *manager hubris hypothesis*) bei perkančios įmonės turimi gausūs finansiniai resursai – laisvo pinigų srauto hipotezė (angl. *free cash flow hypothesis*), suformuluota Jensen (Jensen, 1986). Marks ir Mirvis (2001) įvardija, kad dažnai vadovų perdėtas pasitikėjimas gali pasireikšti pasiryžimu permokėti už sandorį. Analogišką rezultatą suponuoja ir įmonės turimi gausūs finansiniai resursai (Jensen, 1986).

Konkrečių sandorių, kaip sėkmingų ir nesėkmingų atvejų analizė yra kitas reikšmingas tyrimų segmentas. Dažniausiai analizuojami didžiausi ir garsiausi sandoriai, pvz., rekordinis Vodafone PLC. atliktas Mannesmann AG įsigijimas Vokietijoje, kurio vertė siekė 203 mlrd. JAV dolerių (Gaughan, 2010). Tokio tipo sandoriai analizuojami įvairiais pjūviais, ypač daug dėmesio skiriant sandorio vykdymo procesui ir ieškant sėkmę lemiančių veiksnių. Viena iš nesėkmės priežasčių, išskiriamų mokslinėse publikacijose, yra perdėtas pasitikėjimas finansų srityje dirbančių specialistų nuomone ir gamybos bei rinkodaros sričių argumentų ignoravimas (Marks ir Mirvis, 2011).

Larsson ir Finkelstein (1999) nurodo, kad viena iš spragų analizuojamo fenomeno tyrimuose yra faktas, kad mokslininkų tarpe akcentuojant strateginius, ekonominius ir finansinius aspektus, tyrimuose neskiriama pakankamai dėmesio organizaciniam aspektui ir žmogiškiesiems ištekliams, o tai yra vienas svarbiausių veiksnių siekiant sėkmingo įmonių susijungimo ar įsigijimo integracijos proceso. Vazirani (2013) taip pat nurodo, kad žmogiškųjų išteklių valdymas integracijos po susijungimo fazėje yra ypač aktualus akademinis klausimas stokojantis mokslininkų dėmesio. Kita vertus, Cartwright ir Schoenberg (2006) pastebi, kad būtent tokio tipo publikacijų skaičius ėmė sparčiai augti ir ši spraga sparčiai pildoma naujų tyrimų duomenimis.

Pastarojo meto mokslinės studijos įmonių susijungimų ir įsigijimų srityje žengia į naujas sritis ir nagrinėja šių sričių sąsajas su įmonių susijungimų ir įsigijimų reiškiniu. Pavyzdžiu gali būti mokslininkų išvados teigiančios, kad egzistuoja tiesioginis ryšys tarp inovacijų ir įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos aktyvumo: Phillips ir Zhdanov (2012) plačiau nagrinėjo būtent šį reiškinį ir teigia, kad susijungimų ir įsigijimų rinka skatina įmonių investicijas į tyrimus ir plėtrą, visų pirma tai galioja mažoms bendrovėms. Nurodoma, kad didelės įmonės daugiau naudos išvelgia išgydamos mažas inovatyvias bendroves, tuo tarpu pastarųjų atliekami sėkmingi tyrimų ir plėtros projektai jas paverčia pageidaujama taikiniai (Phillips ir Zhdanov, 2012). Tokiu būdu susiformuoja

sąlygos vystytis inovacijų ekosistemai, kurioje įsigijimai įgauna katalizatoriaus vaidmenį.

Prie naujų tyrimo krypčių priskirtini tyrimai, kuriuose nagrinėjama įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių įtaka platesniam ratui su sandorio šalimis susijusių įmonių, dažnai juose pasitelkiama ir tinklų koncepcija (pvz., Oberg et al., 2007).

Naujausios tyrimų tendencijos rodo (Golubov et al., 2007), kad įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos informacijos pagrindu testuojamas vis gausnis kiekis ekonomikos ir finansų teorijų koncepcijų. Remiantis šaltinių metaanalize manytina, kad tokios tendencijos nulemtos pastaruoju metu išaugusio įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos informacijos kiekio bei tobulėjančių tyrimų metodų. Ryšium su tuo, įmonių įsigijimai ir susijungimai tampa tyrimų sritimi, kurios metodai ir informacijos prieinamumas leidžia nagrinėti ir už šių sandorių ribų esančius ekonominius reiškinius.

Lietuvos autorių tyrimai įmonių susijungimų ir įsigijimų srityje

Atliekant teorinę analizę buvo rasta ir išnagrinėta dešimt lietuvių autorių mokslinių publikacijų įmonių susijungimų ir įsigijimų tema, kurios publikuotos 2002 - 2013 m. laikotarpiu, tačiau didžioji šių darbų dalis (aštuoni) publikuoti 2007 m. ir vėliau. Tad galima reziumuoti, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų tema lietuvių autorių darbuose yra pakankamai nauja. Autoriaus nuomone, to priežastimi galima įvardinti faktą, jog Lietuvoje įmonių susijungimų rinka nėra smarkiai išvystyta, trūksta tiek praktinio pagrindo šią sritį analizuoti, tiek empirinių duomenų išsamiai analizei atlikti. Tik 2011m. Lietuvos finansų analitikų asociacija (Finansų analitikų..., 2011) ėmėsi iniciatyvos rinkti ir publikuoti metinius sandorių sąrašus. Šiuo metu prieinami duomenys neleidžia suformuoti reprezentatyvios statistinės imties, kuri sudarytų sąlygas tinkamai atspindėti visą populiaciją. Tai paaiškina dažnesnį šią sritį tyrinėjančių mokslininkų pasirinkimą susijungimų ir įsigijimų sandorių analizei taikyti teorinę analizę.

Išnagrinuose darbuose vyrauja teorinių įmonių susijungimų ir įsigijimų srities pagrindų tematika, taip pat analizuojami tokio tipo sandorius skatinantys motyvai (Duksaitė ir Tamošiūnienė, 2009).

Visus išnagrinėtus lietuvių autorių darbus galima skaidyti į dvi plačias grupes. Pirmąją grupę sudaro teoriniai – aprašomojo tipo darbai, kuriuose autoriai savo tyrimus grindžia arba kitų autorių tyrimų rezultatų sinteze, arba naudoja mažiau sudėtingus metodus, analizė grindžiama nesudėtingais statistiniais skaičiavimais. Teorinio pobūdžio darbams priskirtini ir tie darbai, kuriuose apžvelgiama vietinės Lietuvos rinkos situacija, konstruojami tik teoriniai modeliai arba apsiribojama aprašomojo tipo analize. Antrojo tipo tyrimai pasižymi sudėtingesniais autoriniais tyrimais. Pažymėtina, kad išnagrinėjus šiuos tiriamuosius darbus matoma empirinių duomenų (ypač – duomenų eilučių) stokos įtaka. To pasekoje vyraujantys tyrimo metodai yra apklausos, interviu bei atvejo analizė.

Visi darbai susistemintai pateikiami 2 lentelėje bei susistemintai pagal priskirtą darbo tipą aptariami žemiau.

Teoriniams – aprašomiesiems darbams priskirtini šių lietuvių mokslininkų darbai: Pikčiūno ir Žukausko (2002), Šliburytės (2005), Duksaitės ir Tamošiūnienės (2009), Burkšaitienės (2010) bei Novickytės ir Šileikos (2010) publikacijos.

Pikčiūnas ir Žukauskas (2002) analizavo įmonių identiteto problematikos aspektus įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių metu. Autoriai pateikė Lietuvos įmonių pavyzdžius bei suformulavo pasiūlymus, kuriais remiantis sandoriai gali būti efektyvesni.

Šliburytės (2005) darbe analizuojama nacionalinių kultūrų poveikis įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriams. Autorė atkreipia dėmesį į sunkumus, su kuriais susiduria tyrėjas nagrinėjamo tipo tyrimuose dėl objekto (šalies kultūros) neapčiuopiamumo.

2 lentelė. Lietuvos mokslininkų įmonių susijungimų ir įsigijimų srities tyrimai

Autorius	Tematika	Tyrimo tipas
Pikčiūnas ir Žukauskas (2002)	Įmonių identiteto problematikos aspektai įmonių susijungimų ir įsigijimo sandorių metu (Lietuvos įmonių pavyzdžiu)	Teorinis
Šliburytė (2005)	Nacionalinių kultūrų poveikis įmonių susijungimams ir kylančios problemos	Teorinis
Deltuvaitė et al. (2007)	Koncentracijos įtaka Lietuvos bankininkystės sektoriaus konkurencijai ir efektyvumui	Autorinis tyrimas
Ginevičius et al. (2008)	Veiklos diversifikacija įmonės gyvavimo ciklo kontekste kaip įmonių susijungimų ir įsigijimo sandorius lemiantis veiksnys	Autorinis tyrimas
Levišauskienė (2008)	Konfliktų valdymo modelis, pritaikomas besijungiančioms įmonėms	Autorinis tyrimas
Duksaitė ir Tamošiūnienė (2009)	Organinio augimo bei įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių alternatyvų analizė	Teorinis
Stukas ir Miečinskienė (2009)	Sandorių kainas nulemiantys veiksniai. Verslo vertės nustatymo metodų parinkimas	Autorinis tyrimas
Burkšaitienė (2010)	Tarptautinių sandorių tendencijos. Finansų krizės įtaka sandorių vyksmui	Teorinis
Novickytė ir Šileika (2010)	Teorinius įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių pagrindai, motyvai ir pasekmės	Teorinis
Novickytė (2013)	Susijungimai bei įsigijimai bankų sektoriuje ir jų poveikis šalies finansų sistemai	Autorinis tyrimas

Šaltinis: sudaryta autoriaus remiantis nurodytomis publikacijomis

Duksaitė ir Tamošiūnienė (2009) nagrinėja dvi įmonės plėtros alternatyvas: organinį augimą bei įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorius. Nagrinėjami teoriniai aspektai. Konstatuojama, kad jei kompanija turi naują verslo plėtros galimybę, egzistuojančią tik ribotą laiko tarpą, lėtas vidinis augimas trunka per ilgai, prarandamas konkurencinis pranašumas, tad įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandoriai laikytini preferenciniu plėtros pasirinkimu.

Burkšaitienė (2010) analizuoja tarptautinius įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius. Autorė siekia nustatyti pagrindines tokio tipo sandorių tendencijas ir

jiems įtaką darančius veiksniai. Mokslininkė remiasi antriniais šaltiniais ir kitų autorių rezultatų sinteze. Režiumuojama, jog finansinė krizė, prasidėjusi 2007 m. pabaigoje neigiamai paveikė nagrinėjamų sandorių rinką.

Novickytė ir Šileika (2010) analizuoja teorinius įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių pagrindus bei motyvus ir pasekmes. Autoriai režiumuoja, kad analizuojami sandoriai kompanijoms naudingi tuo, kad sudaro sąlygas bendrovėms populiarinti prekės ženklą, įgyvendinti sinerginius tikslus bei siekti masto ekonomijos, taip pat didinti rinkos galią.

Išsamesnius autorinius tyrimus įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių tema tarp lietuvių autorių yra publikavę: Deltuvaitė et al. (2007), Ginevičius et al. (2008), Levišauskienė (2008), Stukas ir Miečinskienė (2009), L. Novickytė (2013).

Ginevičius et al. (2008) nagrinėja veiklos diversifikacijos įmonės gyvavimo ciklo kontekste problemą, kur diversifikacija laikoma esminiu veiksniumi skatinančiu įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius. Apibendrinami savo darbą autoriai teigia, kad įmonės diversifikacija remiantis Lietuvos įmonių tyrimu generuoja teigiamus rezultatus.

Deltuvaitė et al. (2007) nagrinėja koncentracijos įtaka Lietuvos bankininkystės sektoriaus konkurencijai ir efektyvumui. Šalia literatūros apžvalgos, autoriai atliko ir empirinį bankų sektoriaus konkurencingumo tyrimą pasitelkdami Panzar-Rose modelį. Atlikto tyrimo išvada – auganti koncentracija mažina konkurenciją, o pastaroji lemia mažesnę efektyvumą.

Levišauskienė (2008) pateikė konfliktų valdymo modelį, kuris pritaikomas besijungiančioms įmonėms. Autorė suformavo konceptualų modelį, kuris pagrįstas tarptautinių farmacijos bendrovių padalinių Lietuvoje susijungimo pavyzdžiais. Tyrime naudojami interviu bei anketų metodais surinkti duomenys.

Stukas ir Miečinskienė (2009) nagrinėja mikro- ir makroaplinkos reikšmę įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių vertėms. Pagrindinis tyrimo metodas - apklausa anketavimo būdu. Tyrimo rezultatai parodė, jog didžiausią įtaką įmonių

susijungimų ir įsigijimų vertėms turi įmonės finansinė padėtis, augimo potencialas bei pardavimų pelningumas.

L. Novickytė (2013) išnagrinėjo susijungimus bei įsigijimus bankų sektoriuje ir ištyrė kokį poveikį jie turi šalies finansų sistemai. Autorė tyrimui pasitelkė atvejo ir ekspertinio vertinimo metodus. Novickytės sukurtas modelis leidžia iš anksto nustatyti planuojamo sandorio finansų sektoriuje vertę.

Reziumuojant išnagrinėtus darbus galima pažymėti, kad lietuvių autorių publikacijų analizės metu buvo patvirtinta tyrimui pasirinkta įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių kuriamos vertės tema, kaip aktuali ir nenagrinėta lietuvių autorių darbuose.

Pusę Lietuvos mokslininkų įmonių susijungimų ir įsigijimų srities publikacijų sudaro bendrojo pobūdžio teoriniai darbai. Tokia Lietuvos autorių darbų specifika susijusi su aptarta empirinės informacijos stygiaus problema, kuri savo ruožtu nulemta trumpos tokio tipo sandorių istorijos Lietuvoje bei sąlyginai neaktyvios įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos. Į šią problemą buvo atsižvelgta ir disertantui sudarant tyrimo struktūrą – dėl informacijos stokos analizuojama ne Lietuvos, o didesnio ES-10 regiono, kuriam priskiriama ir Lietuva, įmonių susijungimų ir įsigijimų rinka.

1.5. Įmonių susijungimai ir įsigijimai naujosiose Europos Sąjungos narėse

Aštuoniose iš dešimties analizuojamų naujųjų Europos Sąjungos narių, įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandoriai su itin retomis išimtimis tapo įprastine ekonomikos dalimi tik paskutiniame XX a. dešimtmetyje, regiono šalims perėjus nuo reguliuojamos ekonomikos ir pradėjus formuoti rinkos santykiais pagrįstą ekonominę sistemą. Tad įmonių susijungimų ir įsigijimų rinka ES-10 bloke skaičiuoja tik trečiąjį dešimtmetį ir tiek viešajame diskurse, tiek akademinio pasaulio diskusijose ir tyrimuose nestokoja dviprasmiškų vertinimų (pvz., Jacoby,

2014; Niemec ir Niemec, 2007). Dažnu atveju pasikeičiant įmonių savininkams keičiama įmonių struktūra, siekiama maksimizuoti efektyvumą, tame tarpe mažinant darbuotojų skaičių, tad susijungimų ir įsigijimų rinka turi ir socialinį aspektą, kuris pastaraisiais dešimtmečiais buvo itin ryškus analizuojamame ES-10 regione (Hake, 2009). Be to, įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos vertinimo regione negalima atsieti nuo privatizacijos procesų, kai įmonių akcijos ir valdymas iš valstybės pereina į privačias rankas (Korbasova, 2014; Tewes, 2001; Bortolotti et al., 2000). Paskutiniai dvidešimt metų buvo itin aktyvių privatizacijos procesų periodas regione. Privatizacijos procesai turi ne tik ekonominę, bet ir politinę dimensiją, kurioje nebuvo išvengta daug kontraversijos vertinant privatizacijos pasekmes. Turint mintyje tą faktą, kad didžioji dauguma privatizacijų Centrinės ir Rytų Europos regione buvo vykdoma būtent įmonių susijungimų ir įsigijimų forma (Niemec ir Niemec, 2007), privatizaciniams procesams regione būdinga kontraversija neaplenkė ir įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių vertinimą.

Apžvelgtoje situacijoje, moksliniai tyrimai analizuojantys įmonių susijungimų ir įsigijimų rinką ES-10 regione yra aktualūs. Tačiau tokių studijų analizuojančių įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius vykčius regione skaičius nėra didelis, o ir pačios akademinės diskusijos šia tema nėra toli pažengusios, iš dalies dėl sąlyginai jauno rinkos amžiaus ir iš to išplaukiančio empirinių duomenų trūkumo.

Atliktos mokslinių šaltinių analizės pagrindu galima išskirti tuos įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos apsektus, kurie yra plačiau nagrinėti naujų Europos Sąjungos narių regione (daugelio tyrimų objektu buvo platesnis Centrinės ir Rytų Europos regionas, tačiau ryšium su tuo, kad išskirtinai ES-10 regiono pagrindu atliekamų studijų nebuvo aptikta, laikoma, kad Centrinės ir Rytų Europos region tyrimų išvados yra taikytinos ir ES-10 regiono atveju): detaliau nagrinėjamas susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių vaidmuo užsienio investicijų kontekste; atskirose regiono šalyse vykstančių sandorių aspektai sulaukia tų valstybių akademinės visuomenės dėmesio, plačiai nagrinėjamos bendros

susijungimų ir įsigijimų rinkos tendencijos; taip pat nemažai darbų publikuota finansų sektoriuje vykstančių susijungimų ir įsigijimų tema.

Niemiec ir Niemiec (2007) konstatuoja, kad užsienio investicijų struktūroje susijungimų ir įsigijimų sandoriai sudaro didžiąją dalį, tačiau Havrylchuk ir Jurzyk (2007) pateikia įrodymų, kad analizuojame regione geresnius pelningumo rezultatus pasiekia plyno lauko investicijų formą pasirinkę investuotojai.

Tarp atskirų nagrinėjamų šalių, tyrimuose dominuoja Lenkijos, kaip didžiausios regiono susijungimų ir įsigijimų rinkos analizė (pvz., Nowinsky, 2006).

Nagrinėjant ES-10 regione vyraujančias tendencijas pastebimi ES-10 susijungimų ir įsigijimų rinkos ypatumų skirtumai lyginant su kitais pasaulio regionais (Kazmierska, 2014; Korbasova, 2014; Jacoby, 2014). Finansinės krizės akivaizduoje įvyko ženklūs pokyčiai analizuojamo tipo sandorių rinkoje (Croitoru ir Rusu, 2014; Sakali, 2012), tačiau kaip rodo statistinė informacija (Zephyr, 2014) minimi pokyčiai prisidėjo prie sandorių skaičiaus augimo.

ES-10 regiono mastu plačiai nagrinėjama finansų sektoriuje vykstančių susijungimų ir įsigijimų sandorių problematika (Fritsch et al., 2007; Eller et al., 2007; Havrylchuk ir Jurzyk, 2008). Konstatuojama, kad susijungimų ir įsigijimų sandoriai vykę bankų sektoriuje naujosiose Europos Sąjungos narėse turėjo teigiamą įtaką įmonių bei valstybių ekonominiam augimui ir pačio bankų sektoriaus plėtrai.

Vis dėlto, susisteminius naujųjų Europos Sąjungos narių regione atliekamus įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos tyrimus pastebimas visam regionui *in corpore* bendrų tendencijų trūkumas, taip pat nepavyko aptikti tyrimų, kuriuose būtų nagrinėjama ES-10 valstybėse vykusių sandorių įtaka įsigytų įmonių vertei.

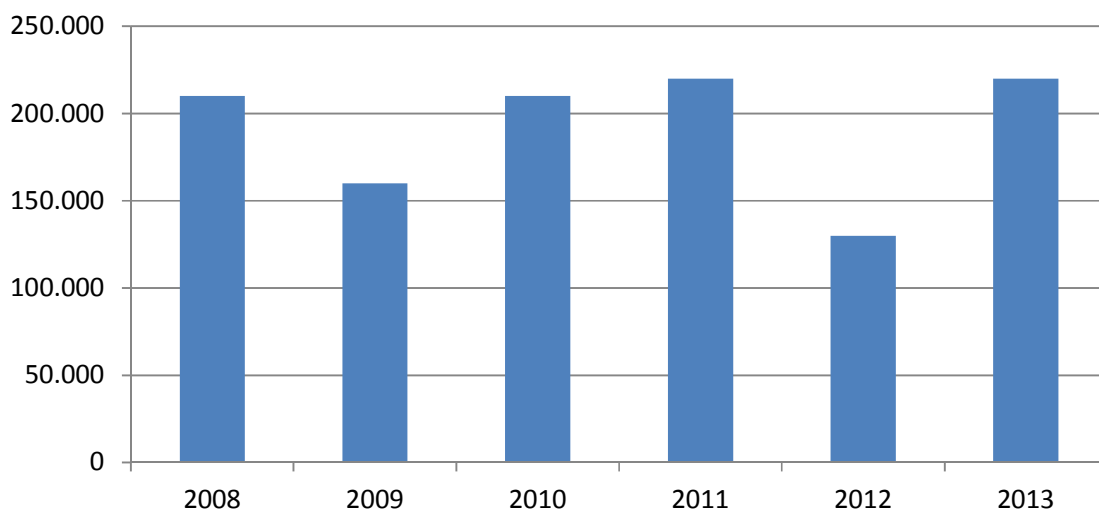
Tokiame kontekste akademinės studijos tiriančios įmonių susijungimų ir įsigijimų rinką nestokoja aktualumo, siekiant ekonomikos mokslo žiniomis įvertinti šios rinkos funkcionavimą regione bei analizuojamo tipo sandorių kuriamą vertę. Tuo labiau, kad remiantis atlikta tyrimų ES-10 regione analize (tiek tyrimų

skaičiumi, tiek ištyrimo lygiu) galima teigti, kad akademinį įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos problemos ištyrimo lygį regione galima palyginti su septintojo XX a. dešimtmečio diskusijomis šios rinkos tema JAV.

Kita iš akademinės pusės svari priežastis analizuoti įmonių susijungimų ir įsigijimų rinką būtent ES-10 regione yra per pastaruosius dešimt metų šio regiono valstybėse vykę itin spartūs ekonominiai pokyčiai.

Kaip rodo statistinių šaltinių analizė, Centrinės ir Rytų Europos regionas (tokio tipo statistiniai duomenys neprieinami ES-10 blokui) 2013 m. pasaulyje buvo ketvirtas pagal susijungimų ir įsigijimų rinkos apimtį tiek pagal sandorių skaičių, tiek vertę (Zephyr, 2014) atsilikdamas tik nuo Šiaurės Amerikos, Vakarų Europos ir Pietryčių Azijos.

Kaip pavaizduota 10 paveiksle, vidutinė metinė sandorių vertė 2008 – 2013 m. laikotarpiu regione sudarė 172 mlrd. JAV dolerių.



**10 pav. Sandorių vertė Centrinės ir Rytų Europos regione,
2008 – 2013 m. (mlrd. JAV dolerių)**

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Zephyr (2014)

Visgi Centrinės ir Rytų Europos regionas nėra vienalytis, jį sudaro skirtingo ekonominio išsivystymo valstybės, kartu skiriasi ir analizuojamos įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos plėtros tendencijos. Todėl tolimesniam disertacijos tyrimui iš Centrinės ir Rytų Europos regiono šalių grupės² buvo išskirtas ES-10 blokas³, kurio analizė akademinė prasme yra reikalaujanti mažiau prielaidų ir ribojimų: šis regionas priklauso vienam ekonominiam blokui, todėl visoms bloko šalims galioja vienodas ekonominis režimas, dėl harmonizuotos teisinės bazės (ES *acquis*) visame bloke galioja vienoda teisinė investuotojų apsauga, visos ES-10 valstybės vienu metu (2004 m.) prisijungė prie ES, todėl nėra su tuo susijusių duomenų iškraipymų, valstybių ekonomikas (išskyrus Maltos ir Kipro) sieja planinės ekonomikos praeitis – visos šalys iki XX a. paskutiniojo dešimtmečio priklausė Varšuvos pakto blokui.

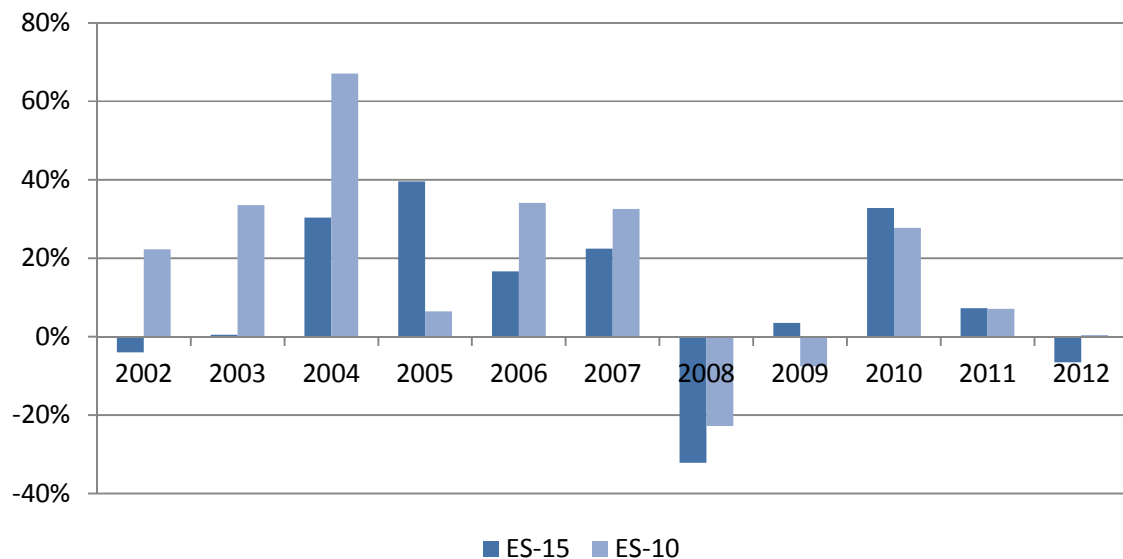
ES-10 regionas savo charakteristikomis yra unikalus, nes dėl priklausymo Europos Sąjungai šiame regione vyraujančių tendencijų negalime tiesiogiai lyginti su Centrinės ir Rytų Europos šalimis, kita vertus šis regionas turi didelių skirtumų su senosiomis Europos Sąjungos narėmis⁴, todėl ir pastarosioms būdingos tendencijos negali būti tiesiogiai taikomos ES-10 šalims (Korbasova, 2014). Tai

² Šaltiniuose egzistuoja tam tikri skirtumai apibrėžiant kurios šalys sudaro Centrinės ir Rytų Europos regioną. Pagal dažniausiai paplitusį apibrėžimą šios valstybės priskirtinos nagrinėjamam regionui: Baltijos šalys, Lenkija, Čekija, Slovakija, Vengrija, Slovėnija, Rumunija, Bulgarija, Kroatija, Serbija, Juodkalnija, Bosnija ir Hercegovina, Albanija, Moldova, Ukraina, Baltarusija, Rusija. Tokį apibrėžimą taiko ir Tarptautinis valiutos fondas savo apžvalgose (IMF..., 2014)

³ ES-10 (angl. *EU-10*) terminą plačiai vartoja ir Europos Komisija savo dokumentuose (pvz., European Commission ..., 2006), ypač nusakančiuose pereinamųjų ES teisės periodų naudojimą, kuris buvo plačiai taikomas naujai įstojusioms šalims. Šalia šio termino naudojamas ir ES-12 apibrėžimas, kuris apima ir 2007 m. įstojusias Bulgariją ir Rumuniją, bei ES-15 trumpinys apibrėžiantis senąsias ES nares, kurios sudarė Europos Sąjungą iki 2004 m. plėtros.

⁴ Žymint senąsias Europos Sąjungos nares Europos Komisija savo dokumentuose (pvz., European Commission ..., 2006) plačiai vartoja ES-10 (angl. *EU-10*) terminą

patvirtina ir 11 paveikslo informacija, kur atvaizduota tiesioginių užsienio investicijų srautų dinamika.



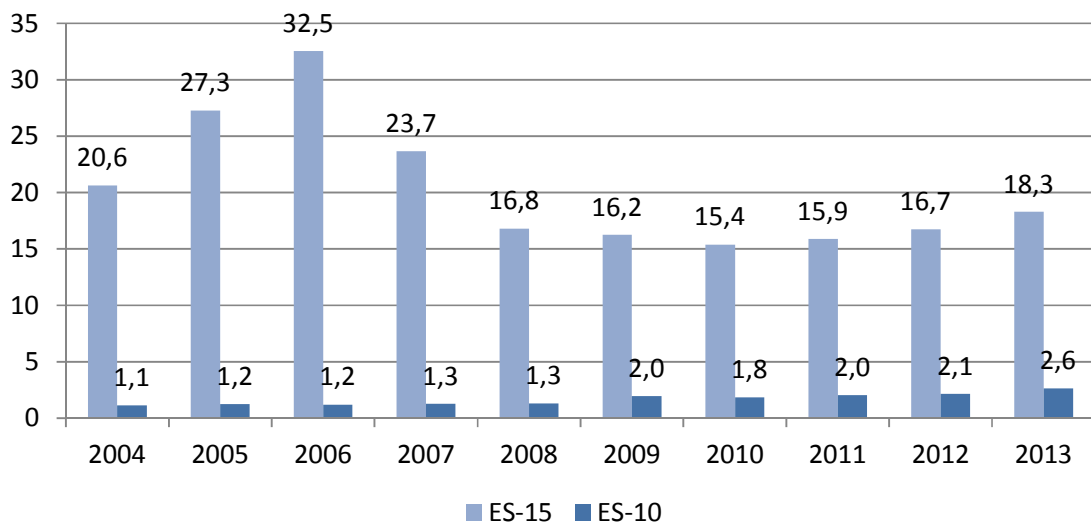
11 pav. Tiesioginių užsienio investicijų į ES-15 ir ES-10 blokus augimo dinamika

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Eurostat (2014a).

Kaip matoma iš 11 paveikslo, ES-10 bloko įplaukiančių tiesioginių užsienio investicijų dinamikos trendas yra artimas ES-15 blokui, tačiau pasižymi didesniais svyravimais (ES-10 standartinis kasmetinio augimo nuokrypis 2002 – 2013 m. sudarė 6%, ES-15 – 4%). Analizuojamu laikotarpiu vidutinis metinis tiesioginių užsienio investicijų augimo vidurkis ES-10 siekė 18% (ES-15 – 10%).

Dar ryškesni skirtumai tarp ES-10 ir ES-15 išryškėja analizuojant įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių statistinę informaciją. Kaip matoma 12 paveiksle, ES-15 atveju stebimas ryškus šeštosios sandorių bangos trendas ir septintosios bangos užuomazgos 2010 – 2013 m. laikotarpiu. Tuo tarpu ES-10 bloko sandoriai nepasižymi cikliškumu nagrinėjamu laikotarpiu ir netgi smarkiai išauga kriziniais

2009 m. Spartus sandorių skaičiaus augimas išsilaiko visu analizuojamu periodu, o vidutinis augimo tempas skaičiavimams taikant geometrinį vidurkį sudarė 10%.



**12 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičius
2004 – 2013 m. (tūkst.)**

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Zephyr (2014)

Tęsiant statistinių duomenų šaltinių, atspindinčių ES-10 regiono įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos situaciją, analizę buvo išnagrinėta Jungtinių tautų organizacijos prekybos ir investicijų tarybos publikuojama pasaulio investicijų ataskaita (World..., 2013) siekiant patikrinti, ar ES-10 bloko atveju galioja Brakman et al. (2006) nurodytas santykis tiesioginių užsienio investicijų struktūroje tarp įmonių susijungimų ir įsigijimų bei plyno lauko investicijų. Išnagrinėjus ataskaitą paaiškėjo, kad susijungimų ir įsigijimų sandoriai ES-10 sudaro tik 23% visų užsienio investicijų (remiantis 2011 – 2012 m. vidurkiu), kai tuo tarpu Brakman et al. (2006) užfiksavo 78% globalų lygmenį. Net jei šis lygmuo per laiko tarpą tarp Brakman et al. (2006) tyrimo ir disertanto atliktos analizės kito pasauliniu lygmeniu, vis dėlto užfiksuotas skirtumas yra tris kartus

didesnis ir indikuoja apie ženkliai mažesnę įmonių susijungimų ir įsigijimų svarbą tiesioginių užsienio investicijų struktūroje ES-10 regione.

Remiantis atlikta statistinių šaltinių analize (ypač 12 paveiksle pateikta informacija apie spartų sandorių skaičiaus augimą ES-10 regione), mokslininkų išvadomis apie įsigijimo sandorių teigiamą įtaką nagrinėjamo regiono įmonių augimui ir pelningumui (Havrylchuk ir Jurzyk, 2008) bei ekonominio augimo tempais, kurie pastarąjį dešimtmetį ES-10 regione buvo daugiau nei du kartus spartesni palyginti su ES-15 (Eurostat, 2014b), formuluojama hipotezė, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai tokiais rodikliais pasižyminčiame regione turėtų generuoti teigiamą gražą (ši hipotezė atspindima antrajame ginamajame teiginyje). Visgi, moksliniai tyrimai rodo (Bjorvatn, 2004), kad augančios regioninės integracijos įtaka yra neigiama įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių generuojamai gražai. Be to, Brakman et al. (2006) tyrimo skirtumai indikuoja, kad ES-10 yra specifinis regionas, kuriame galimai egzistuoja skirtingos nagrinėjamos rinkos tendencijos nei kituose regionuose, todėl suformuotos hipotezės patvirtinimas tampa rimtu iššūkiu, o tolimesnis disertacijos tyrimas įgyja dar didesnę aktualumą.

2. SUSIJUNGIMUOSE IR ĮSIGIJIMUOSE KURIAMOS VERTĖS TYRIMŲ BEI METODŲ ANALIZĖ

Nuo pat pirmųjų įmonių susijungimų ir įsigijimų mokslinių tyrimų buvo ieškoma tinkamos metrikos, kuri būtų priemonė vertinant įmonių susijungimus ir įsigijimus. Iki šių dienų, nemažai autorių vartoja įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių „sėkmės“ ir „nesėkmės“ sąvokas (pvz., Fritsch et al., 2007). Jei vadybinio tipo tyrimuose sėkmei vertinti yra pasitelkiamas didelis rodiklių ir sandorio parametrų skaičius (Galpin ir Herndon, 2007), tai ekonominiuose tyrimuose vyrauja sukuriama vertė arba kitos metrikos, kurios turi tiesioginį ryšį su verte, pvz., finansinių rodiklių pokyčiai sandorio pasekoje. Pažymėtina, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų efektyvumo ir vertės sąvokos įmonių susijungimų ir įsigijimų tematikoje susijusios, nes daugelis autorių (pvz., Chari et al., 2004) į klausimą, ar įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoris efektyvus atsakymo ieško skaičiuodami sandoryje dalyvaujančių bendrovių vertės pokyčius). Tiriant įmonių susijungimus ir įsigijimus svarbu apibrėžti vertės sąvoką, taip pat nustatyti metodus, kuriais gali būti matuojama įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorio metu sukurta vertė, nustatyti kaip pasiskirsto sukurta vertė bei kokios aplinkybės ir charakteristikos suponuoja sąlygas sukurti vertę įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriuose.

Bruner (2002) susistemino daugiau nei dviejų dešimtmečių įmonių susijungimų ir įsigijimų vertės tyrimų duomenis ir konstatavo, kad visi įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai gali būti suskirstyti į tris kategorijas:

1. Vertę išlaikantys sandoriai – šiuo atveju sandorio investicijos grąža atitinka reikalaujamą grąžos normą (apskaičiuojamą pagal palyginamojo indekso vertės pokytį arba analogiško rizikos lygmens investicijų sukurta vertę), o grynoji dabartinė investicijos vertė yra lygi nuliui;

2. Vertę kuriantys sandoriai – tokie, kuriems įvykus investicijos grąža viršija reikalaujamą grąžos normą, o grynoji dabartinė investicijos vertė yra didesnė nei nulis;
3. Vertę mažinantys sandoriai – investicijos grąža yra žemesnė, nei reikalaujama grąžos norma.

Bruner (2002) reziumuoja, kad sandoris laikytinas sėkmingu, jei jis nesumažina vertės, tad pirmų dviejų klasifikacijų sandoriai apibrėžiami kaip sėkmingi.

Tolesni analizės klausimai – sandorio „sėkmės“ išmatavimas bei susijęs aspektas – kam tenka toji sėkmė, kas yra naudos gavėjai. Analizuojant įmonių susijungimų ir įsigijimų kuriamą vertę reikia pabrėžti, kad tiek šio tipo sandoriuose, tiek įmonių kuriamos vertės skaičiavimuose modernių finansų moksle kaip pagrindinis kuriamos vertės rodiklis yra suprantama sukurta vertė akcininkams (Copeland et al., 2002). Todėl būtent per šią prizmę skaičiuojama vertė daugelyje autoriaus išnagrinėtų publikacijų. Didžiojoje dalyje (pvz., Andrade et al. (2001), Mitchell ir Stafford (2000)) atskirai išskiriama, kokia sandoriu sukuriama vertės dalis atitenka perkantiems ir parduodantiems akcininkams. Šis atskyrimas ypač paplitęs įvykių tyrimo metodą taikančių mokslininkų darbuose. Pastarieji, atskirdami atskirų sandorio šalių grąžą, dažnai pateikia ir svertinę abiejų šalių – įsigyjamą ir perkančiosios įmonės grąžą (pvz., Bhagat et al., 2004). Tokiu atveju svertinė grąža skaičiuojama atsižvelgiant į įmonių dydį.

Išnagrinėjus daugiau nei dvidešimt tyrimų įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių kuriamos vertės tema buvo susistemintos šiuose darbuose taikomos tyrimų strategijos į keturias grupes:

1. Įvykių tyrimo metodu paremti tyrimai;
2. Finansinių rodiklių palyginamąja analize paremti tyrimai;
3. Įvykių tyrimo bei finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodų derinimu pagrįsti tyrimai;

4. Sandorių charakteristikų analize paremti tyrimai.

Pabrėžtina, kad toks tyrimo strategijų grupavimas galioja tik ekonominio tipo studijoms, tuo tarpu vadybinės krypties mokslininkai pasitelkia didesnę skaičių tyrimo strategijų.

Išskirtos keturios įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių kuriamos vertės tyrimuose taikomos strategijos remiasi dviem Bruner (2002) išskirtais metodais, kuriuos pasitelkdami mokslininkai gali vertinti sandorio metu generuojamos vertės lygį – 1) įvykių tyrimu bei 2) finansinių rodiklių palyginamąja analize. Bruner (2002) taip pat išskyrė vadovų apklausos bei atvejo analizės metodus, kaip plačiai naudojamus įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių vertinimui, tačiau pastarieji pasitelkiami vadybinio tipo tyimuose.

Analizei taikoma įvykių tyrimo strategija leidžia nustatyti pasirinkto įvykio pasekoje susiformavusią netipinę grąžą. Įvykių tyrimo schema susideda iš dviejų tipų duomenų – aktyvo grąžos skaičiavimo ir palyginamojo indekso. Pirmu žingsniu išmatuojama aktyvo grąža per pasirinktą periodą, vėliau iš šios grąžos atimama palyginamojo indekso fiksuota grąža atitinkamu laikotarpiu, taip gaunant netipinę konkretaus aktyvo grąžą, generuotą pasirinktu periodu. Ši tyrimo strategija yra populiariausia tarp įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių metu kuriamą vertę nagrinėjančių mokslininkų (MacKinlay, 1997).

Finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodas įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sukurtą vertę leidžia vertinti pagal įmonės finansinių ataskaitų informaciją – paprastai atliekama 1 – 3 finansinių metų analizė prieš sandorį ir 1 – 3 finansinių metų analizė po sandorio. Dažniausiai lyginami pelningumo rodikliai siekiant nustatyti sandorio įtaką įmonės veiklai (Martynova et al., 2007).

3 lentelė. Tyrimo strategijų, taikomų nustatyti susijungimų ir įsigijimų sandorių kuriamai vertei, palyginimas

Tyrimo strategija	Stipriosios pusės	Silpnosios pusės ir apribojimai
Įvykių tyrimo metodu paremti tyrimai	<ul style="list-style-type: none"> • Tiesioginis akcininkams generuojamos gražos rodiklis; • Rodiklis, leidžiantis įvertinti būsimos veiklos rezultatus (teorijoje akcijų kainos laikytinos esamos vertės rodikliu, atspindinčiu būsimus pinigų srautus). 	<ul style="list-style-type: none"> • Tyrimai atliekami šiuo metodu saistomi didelio skaičiaus prielaidų susijusių su akcijų rinkos efektyvumu, racionalumu bei arbitražą apsunkinančių ribojimų nebuvimu; • Tyrimui atlikti reikalingos didelės imtys ir ilgos laiko eilutės.
Finansinių rodiklių palyginamąja analize paremti tyrimai	<ul style="list-style-type: none"> • Patikimumas: remiamasi finansinių ataskaitų informacija, kuri yra tvirtinama vadovybės ir auditorių; • Netiesioginis sukurtos ekonominės vertės rodiklis, kurį plačiai taiko investuotojai. 	<ul style="list-style-type: none"> • Finansiniai rodikliai atspindi praėjusio laikotarpio situaciją; • Rezultatus gali iškreipti infliacija, nematerialaus turto neapskaitymai, apskaitos standartų pokyčiai, nepakankamas skaidrumas įmonėje; • Tarptautinių tyrimų atvejais duomenų palyginamumą apriboja apskaitos standartų skirtumai.
Įvykių tyrimo bei finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodų derinimu pagrįsti tyrimai	<ul style="list-style-type: none"> • Derina stipriąsias įvykių tyrimo bei finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodų puses; • Aukštas gautų rezultatų patikimumas. 	<ul style="list-style-type: none"> • Neįmanoma taikyti esant mažoms imtims; • Taikymui būtina surinkti itin daug informacijos apie kiekvieną sandorį ir įmonę, todėl strategija imli laikui.
Sandorių charakteristikų analize paremti tyrimai	<ul style="list-style-type: none"> • Paaiškėja faktoriai, kurie lemia vertės pasikeitimus; • Imties skaidymas į grupes gali lemti aukštesnį statistinį tyrimo rezultatų patikimumą. 	<ul style="list-style-type: none"> • Reikalinga išsami sandorio informacija; • Tyrimui būtinos didelės imtys; • Rečiau pasitaikančių charakteristikų įtaka sunkiai ištiriama dėl duomenų trūkumo.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Bruner (2002), Powell ir Stark (2005)

Įvykių tyrimo bei finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodų derinimu pagrįsti tyrimai suteikia galimybę mokslininkams išvengti kiekvienam iš šių metodų atskirai būdingų apribojimų (Powell ir Stark; 2005).

Tyrimo strategija, kai nagrinėjamos sandorių charakteristikos, yra paremta įvykių tyrimo metodu bei, rečiau, finansinių rodiklių palyginamąja analize, tačiau šios tyrimo strategijos atveju ne tik konstatuojama, koks vertės pokytis įvyko po

nagrinėjamo sandorio, bet ir siekiama atskleisti veiksnius, kurie lėmė vertės pokyčius (Liodakis ir Pang, 2007).

Tyrimo strategijų, taikomų nustatyti susijungimų ir įsigijimų sandorių kuriamai vertei, palyginimas pateikiamas 3 lentelėje. Pabrėžtina, kad iš visų išskirtų tyrimo strategijų įvykių tyrimo bei finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodų derinimu pagrįsti tyrimai yra rečiau, jų rezultatai pateikiami žemiau. Tuo tarpu įvykių tyrimo metodu, finansinių rodiklių palyginamąja analize bei sandorių charakteristikų analize paremti tyrimai išsamiai nagrinėjami sekančiuose poskyriuose.

Mokslinių publikacijų analizės metu nustatyta, kad įvykių tyrimo bei finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodų derinimu pagrįstų tyrimų yra nedaug (išnagrinėti keturi tokio tipo tyrimai), išsamiausiai laikytinas Powell ir Stark (2005) publikacijoje pateiktas tyrimas. Ši publikacija remiasi Healy et al. (1990) pristatyto modelio, paremto regresijos skaičiavimais, patobulinimais. Powell ir Stark (2005) ištyrė, kad analizuojamos imties atveju įvykių tyrimo bei finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodais apskaičiuoti susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatai yra susiję statistiškai reikšmingu ryšiu. Nustatyta, kad po sandorių analizuojamos imties įmonių finansiniai rodikliai vidutiniškai fiksavo 0,8% – 3,1% prieaugius (priklausomai nuo analizei naudoto rodiklio).

Craninckx ir Huyghebaert (2011), pasitelkę pakoreguotą tyrimo struktūrą, prieina panašių išvadų kaip ir Powell ir Stark (2005) tyrimo atveju - įvykių tyrimo bei finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodais apskaičiuoti susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatai yra susiję statistiškai reikšmingu ryšiu. Analogišką išvadą pateikia ir Duso et al. (2010) savo studijoje, atliktoje derinant įvykių tyrimo bei finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodus.

Susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos kuriamos vertės tyrimų kontekste svarbios ne tik Powell ir Stark (2005) išvados, bet ir tai, kad autoriai pateikė modelį, remiantis kuriuo atliekami tyrimai integruojantys įvykių tyrimo bei finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodus. Powell ir Stark (2005)

modelio lygtys pasitelktos disertacijos tyrime, kaip sudėtinė disertacijoje pateikiamo modelio įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkai naujų Europos Sąjungos narių regione vertinti dalis. Kiti metodai, kuriais paremtas disertanto suformuotas modelis pateikiami sekančiuose skyriuose, o šios dalies pabaigoje pristatomas ir teorinis susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis.

2.1. Įvykių tyrimo metodologija ir tyrimų rezultatai

Įvykių tyrimo (*angl. event study*) metodas įgalina mokslininkus nustatyti pasirinkto įvykio (ar pasirinktos grupės įvykių) įtaką konkreto aktyvo (ar jų grupės), kurio vertybiniais popieriais prekiaujama vertybinių popierių biržoje, kainai. Šiuo metu taikoma metodo schema buvo suformuluota septintajame XX a. dešimtmetyje JAV mokslininkų (Fama et al., 1969), tačiau iki šiol įvykių tyrimo metodologija nėra nusistovėjusi. Diskutuojama dėl atskirų metodo dalių taikymo pagrįstumo bei patobulinimo: didžiausia akademinė diskusijų dalis tenka palyginamojo indekso (*angl. benchmark*) parinkimui bei statistinio reikšmingumo testavimo daliai (Brown ir Warner, 1985). Kita vertus, mokslininkai nuosekliai plečia šio universalaus metodo taikymo sritis (pvz., Renneboog ir Szilagyi, 2007), tad šį metodą galima pavadinti sparčiai populiarėjančiu. Augantis populiarumas greičiausiai susijęs ir su faktu, kad plečiantis bei įgaunant vis didesnę svarbą finansų rinkoms, vis daugiau ekonomikos mokslui aktualių reiškinių gali būti įvertinami būtent įvykių tyrimo metodu. Dėl įvairių apribojimų kartais šis metodas tampa vieninteliu mokslininkui prieinamu metodu konkreto ekonomikos pasaulio reiškinio analizei (Golubov et al., 2007).

Metodo esmė – matuojamas pasirinktų vertybinių popierių kainos pokytis įvykiu stebimam įvykiui (arba aplink jį). Svarbi pastaba – įvykiu šio metodo prasme laikomas ne pats įvykis, bet to įvykio paskelbimas (*angl. announcement*),

arba paskelbimas apie planuojamą vykdyti sandorį ar kitą veiksmą, kuris gali turėti įtakos akcijos kainai. Pasirenkamas tam tikras įvykio langas (angl. *event window*) – mokslinėse publikacijose dažniausiai jį sudaro 11 dienų, t.y. penkios dienos prieš įvykį (t-5), paskelbimo diena (t) ir 5 dienos po įvykio paskelbimo (t+5) – ir išmatuojamas nominalus vertybinio popieriaus kainos pokytis. Iš nominalaus pokyčio atėmus tikėtiną to periodo grąžą, apskaičiuotą remiantis palyginamojo indekso pokyčiu, gaunama netipinė grąža (angl. *abnormal return*) lango metu. Apskaičiuota grąža laikoma tiesiogine tiriamo įvykio pasekme.

Įvykių tyrimo metodas leidžia paskaičiuoti dviejų tipų netipinę grąžą priskirtiną konkrečiam įvykiui:

1. Netipinę grąžą įvykio lango metu (angl. *abnormal return*) – paprastai šie skaičiavimai apsiriboja įvykio paskelbimo diena bei iki trisdešimties dienų iki jo ir įvykiui pasibaigus, tad šio tipo skaičiavimai daugeliu atveju neviršija 61 dienos periodo;
2. Netipinę akcijų išlaikymo grąžą (angl. *buy and hold return*) – šio tipo grąža skaičiuojama ilgesniu periodu, t.y. modeliuojama situacija, kas būtų, jeigu nusipirtume akciją konkrečiam įvykiui dieną arba artimiausiomis dienomis prieš įvykį ir laikytume tą akciją savo portfelyje ilgesnį laikotarpį (dažniausiai šis laikotarpis siekia 3 – 48 mėnesius).

Šie du įvykių tyrimo metodo tipai remiasi tomis pat prielaidomis – skaičiavimai atliekami remiantis akcijų rinkos duomenimis, taikoma ne nominali akcijų grąža, bet siekiama lyginti grąžą su palyginamuoju indeksu. Kita vertus laikotarpio ilgis smarkiai skiriasi – pirmojo tipo įvykių tyrimo atveju pilnai remiamasi toliau disertacijoje pristatoma efektyvios rinkos hipoteze ir daroma prielaida, kad efektyvios rinkos prielaida užtikrina įvykio efekto įmonės vertei objektyvų nustatymą jau pirmomis dienomis po įvykio (profesionalūs investuotojai geba apskaičiuoti to įvykio įtaką dar neišaiškėjus faktiniams rezultatams), tuo tarpu

netipinės akcijų išlaikymo gražos skaičiavimų atveju skaičiuojami faktinės gražos rodikliai ilgalaikėje perspektyvoje (MacKinlay, 1997).

Esminį vaidmenį atliekant įvykių tyrimus vaidina efektyvios rinkos hipotezė, todėl toliau bus trumpai aptarti pagrindiniai šios hipotezės elementai.

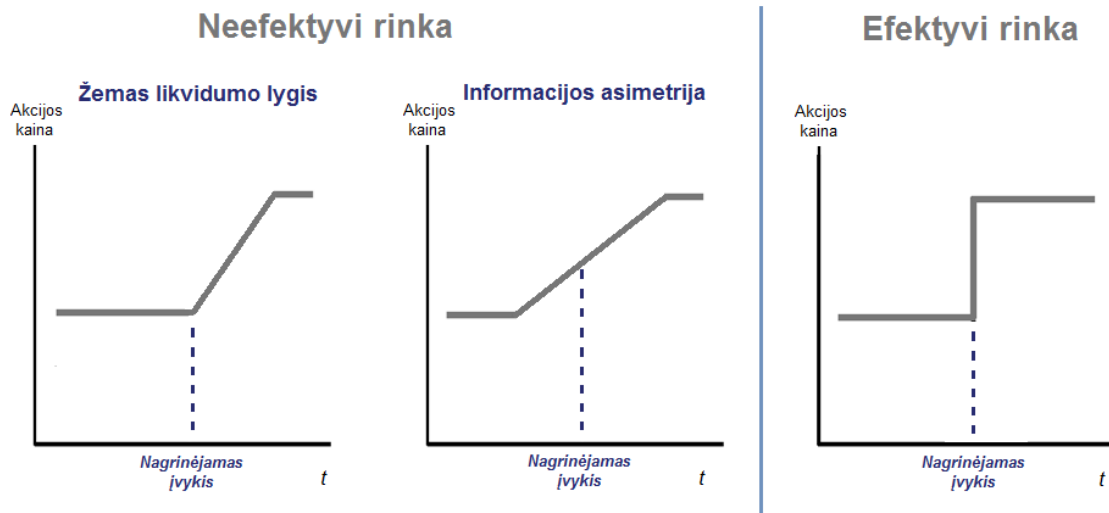
Efektyvios rinkos hipotezė

Įvykių tyrimo metodo pagrindimui ir paplitimui analizuojant finansų rinkos įvykius ir anomalijas itin svarbi JAV mokslininko, ekonomikos Nobelio premijos laureato Fama 1970 m. suformuluota efektyvios rinkos hipotezė (Fama, 1970). Anot Fama, akcijų ir kitų biržose prekiaujamų aktyvų kainos visuomet atspindi tikrąją tų aktyvų vertę, nes, esant efektyvioms rinkoms, akcijų kainos labai greitai reaguoja į kiekvieną informaciją apie konkretų listinguojamą aktyvą, ko pasekoje aktyvo kaina nedelsiant koreguojasi priklausomai nuo finansų rinkų dalyvių konkretaus įvykio vertinimų. Remiantis efektyvios rinkos hipoteze, tokia reakcija įmanoma dėl to, kad rinkoje investuoja itin didelis kiekis dalyvių (t.y. rinka yra likvidi), kurie geba nedelsdami objektyviai įvertinti konkretaus įvykio įtaką stebimo aktyvo kainai (Fama, 1970).

Įvykio tyrimo metodo prasme efektyvios rinkos hipotezė turi itin didelę reikšmę, nes iš esmės pagrindžia šį metodą. Efektyvios rinkos hipotezė nurodo, kad vos viešai paskelbus žinutę apie konkretų įvykį, aktyvo kainos pokytis nedelsiant atspindi tikrąją to įvykio įtaką pasirinkto aktyvo kainai (Fama, 1970).

E. Fama išskyrė tris rinkų efektyvumo formas – silpną, vidutinį ir stiprų rinkų efektyvumą. Remiantis Fama (1970), įvykių tyrimo metodas gali būti taikomas, kai rinkoje vyrauja vidutinis ir aukštesnio lygio efektyvumas. Visgi, praktikoje nemaža dalis rinkų yra silpnai efektyvios, arba jų efektyvumas kvestionuotinas dėl tokių aspektų kaip menkas likvidumas ar informacijos asimetrija (pvz., pasireiškia disponavimu ir naudojimu informacija, kuri dar nėra prieinama visiems rinkos dalyviams – angl. *insider trading*). Šios aplinkybės gali reikšmingai iškreipti įvykių tyrimo metodu gautus rezultatus (Bartholdy et al.,

2006). Akademikų siekis patikimai taikyti įvykių tyrimo metodą ir silpno efektyvumo rinkose yra viena pagrindinių įvykių tyrimo metodologijos tobulinimo kryptių (Amihud, 2002; Anderson, 2010).



13 pav. Reakcija į paskelbtą įvykį, esant skirtingoms rinkos efektyvumo formoms

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Fabozzi ir Peterson Drake (2009)

Kaip matoma 13 paveiksle, esant skirtingoms rinkos efektyvumo formoms, akcijų kainų reakcija gali smarkiai skirtis ir, taikant įvykių tyrimų metodą, iškreipti rezultatus. Siekiant to išvengti, paprasčiausias būdas yra taikyti skirtingus įvykio tyrimo langus: esant efektyviai rinkai užtenka ir 2 – 3 dienų lango, tuo tarpu vyraujant žemam likvidumui reikalingas ilgesnis langas, nes rinkos nebūtinai iškart sureaguos į įvykį. Mokslininkui susidūrus su informacijos asimetrijos problema, rekomenduotina lango skaičiavimus pradėti bent 10 – 20 d. prieš įvykio paskelbimą (Leemakdej, 2009).

Įvykių tyrimo metodologija

Įvykių tyrimo metodologijos taikymo istorija siekia tarpukarį, kai 1933 m. James Dolley savo darbe ištyrė JAV bendrovių akcijų kainų pokyčius po pranešimų apie akcijų padalijimus (angl. *stock split*). Tirdamas 95 atvejų imtį J. Dolley nustatė, kad po pranešimų apie akcijų padalijimą 57 kartus akcijų kainos padidėjo. Nepaisant to, kad J. Dolley tyrė nominalius akcijų kainų pokyčius ir jo atlikta studija šiandieniniame moksliniame įvykių studijų metodo taikymo kontekste neturi daugelio esminių tokiems tyrimams būtinų elementų, visgi J. Dolley atliktas tyrimas mokslo bendruomenei suteikė itin vertingą idėją, kaip panaudoti akcijų rinkų informaciją ekonomikos procesams analizuoti (MacKinlay, 1997).

Po J. Dolley straipsnio pasirodymo įvykių tyrimo metodologija buvo tobulinama. Esminis buvo akcijos kainos pokyčio po įvykio pranešimo išskaidymas į pokytį dėl pačio įvykio ir kainos pasikeitimo dalį dėl bendro akcijų rinkos svyravimo, kurį atliko Fama et al. (1969).

Fama et al. (1969) straipsnis, kuriame jie išnagrinėjo daugiau nei 900 Niujorko vertybinių popierių biržoje vykusių akcijų išskaidymų ir susistemintai pristatė įvykių tyrimo taikymo metodologijos pradmenis, laikytinas įvykių tyrimo taikymo ir tolesnių šios krypties studijų fundamentu, lėmusiu šio metodo spartų išpopuliarėjimą XX a. aštuntajame ir devintajame dešimtmečiais JAV.

Išskirtini Binder (1998), Cambell ir MacKinlay (1996) bei MacKinlay (1997) darbai, kuriuose buvo pateikti įvykių tyrimo metodo taikymo pagrindai. Konkreti veiksmų seka įvykio įtakai įmonės vertei nustatyti nėra griežtai nustatyta ir priklauso nuo tyrimo tikslų, tačiau, remiantis daugelio mokslininkų tyrimuose nusistovėjusia praktika (visų pirma tyrimus apibendrinančiu MacKinlay (1997) straipsniu), disertacijoje toliau pateikiama įvykių tyrimo veiksmų seka.

4 lentelė. Įvykių tyrimo metodo taikymo veiksmų seka.

Nr.	Veiksmas	Paaškinimas
1.	Apibrėžiamas įvykis, kurio įtaką įmonės vertei norima įvertinti	Labiausiai paplitę įvykiai, kurių įtaka vertinama įvykių studijų metodu, yra įmonių susijungimai ir išsigijimai, akcijų skaidymai (angl. <i>stock splits</i>) bei kiti tiesiogiai su įmone arba jos akciniu kapitalu susiję įvykiai, tačiau šiuo metodu yra testuojama ir išorės (netgi politinių) įvykių įtaka.
2.	Nustatomi įmonės atrankos kriterijai	Ne visos įmonės yra kotiruojamos, todėl įmonės akcijų listingavimas yra būtinas kriterijus, dažnai tyrime apibrėžiamas konkretus ekonomikos sektorius ar geografinis regionas.
3.	Parenkamas tikėtinos grąžos modelis ir palyginamasis indeksas	Modeliai, kuriais galima nustatyti vertybinio popieriaus tikėtiną grąžą skirstomi į statistinius ir ekonominius modelius. Indeksas gali būti tiek bendras biržos, kurioje kotiruojamos įmonės akcijos indeksas, tiek biržos subindeksas arba konkrečiam tyrimui apskaičiuotas indeksas, pvz., konkrečių įmonių krepšelis.
4.	Nustatomas periodas, kurio duomenys bus nagrinėjami - įvykio langas (angl. <i>event window</i>)	Įvykio periodas gali būti vienos dienos, tačiau dažniausiai jį sudaro bent diena prieš įvykį (t-1), paskelbimo diena (t) ir diena po įvykio paskelbimo (t+1) – viso 3 dienų periodas. Dažniausiai taikomas 11 dienų periodas, o paprastai trumpo laikotarpio studijose lango ilgis neviršija 61 dienos.
5.	Nustatomas laikotarpis, kurio duomenys bus analizuojami prieš įvykio langą – matavimų langas (angl. <i>estimation window</i>)	Matavimų laikotarpis neturi persidengti su įvykio periodu ir yra stebimas prieš įvykio periodą. Jei įvykio diena yra t, o įvykio periodas atspindimas režiuose [t-5;t+5], tai matavimų laikotarpis gali būti iki t-6 dienos. Dažniausiai matavimų laikotarpis trunka nuo 100 iki 365 dienų.
6.	Nustatoma su įvykiu susijusi netipinė grąža (angl. <i>abnormal return</i>)	Su įvykiu susijusi netipinė grąža yra vertybinio popieriaus grąža po paskelbimo apie įvykį, t.y. grąža įvykio lango metu minus įprastinė vertybinio popieriaus grąža įvykio lango metu.
7.	Tikrinamas statistinis reikšmingumas	Suformuluojama nulinė hipotezė gautiems skaičiavimams patikrinti. Nulinė hipotezė paprastai formuluojama taip: įvykis neturi jokios įtakos įmonės akcijų kainos pokyčiui.

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis MacKinlay (1997), Duso et al. (2010)

Netipinė ir nagrinėjamam įvykiui priskirtina konkrečios bendrovės akcijų grąža yra apskaičiuojama kaip faktinė grąža įvykio lango metu atėmus tikėtiną

vertybinio popieriaus grąžą įvykio lango metu. Tokiu atveju aktyvo i su įvykiu susijusi grąža lango t periodu yra lygi (MacKinlay, 1997):

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t) \quad (1)$$

kur:

AR_{it} – aktyvo i su įvykiu susijusi grąža lango t periodu

R_{it} – faktinė aktyvo i grąža lango t periodu

$E(R_{it}|X_t)$ – aktyvo i tikėtina grąža lango t periodu apskaičiuota pagal parinktą tikėtinos grąžos modelį

Jei vykdant įvykių tyrimus faktinė nagrinėjamo aktyvo grąža yra gaunama iš akcijų rinkų ir nekelia didelių sunkumų tyrėjui, tai tikėtinos grąžos modelio parinkimui egzistuoja daug alternatyvų. Visi modeliai skiriami į dvi grupes - statistinius ir ekonominius modelius.

Pirmojo tipo modeliai remiasi statistinėmis prielaidomis, kurių laikantis nagrinėjama turto grąža neatsižvelgiant į ekonominius argumentus. Šiai grupei priskiriamas pastovaus vidurkio modelis, kurį taikant daromos prielaidos, kad turto grąža yra pasiskirsčiusi normaliuoju skirstiniu su pastoviu vidurkiu ir dispersija, o koreliacija tarp turto gražų yra pastovi (MacKinlay, 1997).

Ekonominiai modeliai paremti ne tik statistinėmis prielaidomis, bet ir ekonominiais stebėjimais, todėl pasitelkus šio tipo modelius galima tiksliau nustatyti įvykio įtakai priskiriamą netipinę akcijos grąžą. Ekonominiais modeliais eliminuojama dalis dispersijos, kuri yra susijusi su ekonominių veiksnių sukeltais svyravimais akcijų rinkoje, dėl to sumažėja su įvykiu susijusios grąžos dispersija ir galima tiksliau nustatyti įvykio poveikį įmonės akcijų kainai (Binder, 1998).

Labiausiai tyrimuose paplitusi ekonominio modelio atmaina - rinkos modelis, kurio pagalba yra susiejama aktyvo grąža su rinkos indekso grąža (Duso, 2010):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

kur:

α_i β_i – modelio parametrai

R_{it} – faktinė aktyvo i grąža lango t periodu

R_{mt} – rinkos indekso grąža lango t periodu

ε_{it} – trikdžiai

Remiantis 1 ir 2 formulėmis galima išskaičiuoti netipinę vertybinio popieriaus grąžą tokia išraiška (Duso, 2010):

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt} \quad (3)$$

Šiuo atveju netipinė aktyvo grąža yra ne kas kita, kaip rinkos modelio trikdžiai, kurie, remiantis modelio statistinėmis prielaidomis, turėtų būti normaliai pasiskirstę, jei nėra netipinės grąžos elemento. Tad galima ištestuoti ir statistiškai patvirtinti arba paneigti, kad įvykis turėjo įtakos įmonės vertei. Nulinei hipotezei paprastai taikoma tokia formuluotė:

H_0 : įvykis neturi jokios įtakos aktyvo kainos pokyčiui (vidurkiui ir dispersijai).

Šia formuluote nulinė hipotezė dažniausiai tikrinama Stjudento t kriterijumi, pasirenkant skirtingus reikšmingumo lygmenis.

Taikant 3 formulę nustatius nagrinėjamam įvykiui priskirtiną konkretaus aktyvo grąžą lange t , tyrimuose toliau skaičiuojami dar keletas rodiklių, kurie apibendrina tyrimo rezultatus (Duso et al., 2010):

- Sukaupta netipinė aktyvo grąža – CAR (angl. *cumulative abnormal return*):

$$CAR_{i,m,n} = \sum_{\tau=-m}^{\tau=n} AR_{i,\tau} \quad (4)$$

- Sukaupta vidutinė netipinė aktyvų grupės grąža – CAAR (angl. – *cumulative average abnormal return*):

$$CAAR_{i,m,n} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{i,m,n} \quad (5)$$

Sukauptos netipinės grąžos ir sukauptos vidutinės netipinės grąžos rodikliai kiekvienas atitinkamai parodo įmonės arba analizuojamos įmonių grupės bendrą sukaupią netipinę grąžą priskirtiną konkrečiam įvykiui.

Netipinė akcijų išlaikymo grąža skaičiuojama pagal sekančią formulę (Barber ir Lyon, 1997):

$$BHAR_{i,t+K}^i = \prod_k (1+AR_{i,t+k}) \quad (6)$$

Vieni esminių teorinių darbų, kuriuose išsamiai išdėstyta netipinės akcijų išlaikymo grąžos rodiklis ir jo skaičiavimo būdai bei atliktas palyginimas su netipinės įvykio grąžos rodikliu – Barber ir Lyon straipsnis (Barber ir Lyon, 1997) bei vėlesnė Lyon et al. (1999) publikacija, kur išsamiai aptartas metodo taikymas ir apribojimai. Autoriai konstatuoja, kad trumpuoju laikotarpiu abiejų rodiklių

naudojimas generuoja panašius rezultatus, tuo tarpu ilgesniu laikotarpiu tikslesnis ir todėl naudotinas yra netipinės akcijų išlaikymo gražos metodas.

JAV akademiniuose finansų srities mokslininkų ratuose plačiai susipažinus su Fama et al. (1969) pasiūlyta įvykių tyrimo studijų metodologija buvo pradėta gilintis į jos statistinius aspektus. Vienas pagrindinių klausimų, kuris dar ir šiandien plačiai polemizuojamas yra statistinio reikšmingumo nustatymui naudojamų metodų parinkimas.

Vieni pirmųjų statistinio reikšmingumo nustatymui naudojamų metodų parinkimo klausimą plačiai ir sistemintai išnagrinėjo JAV mokslininkai Brown ir Warner savo 1980 m. (Brown ir Warner, 1980) ir 1985 m. (Brown ir Warner, 1985) pasirodžiusiuose straipsniuose. Šie straipsniai atspindi vieną svarbią savybę – įvykių tyrimo studijose naudojamų metodų rezultatų patikimumas reikšmingai skiriasi priklausomai nuo duomenų tipo – kokio laikotarpio gražos duomenys yra naudojami tyrimui: mėnesinių gražos duomenų atveju rinkos modelis ir tradiciniai statistinio reikšmingumo matavimo testai yra patikimesni (Brown ir Warner, 1980), tuo tarpu atliekant stebėjimus padieniu įvykių tyrimo metodų patikimumas buvo kvestionuojamas (Brown ir Warner, 1985). Tokias savo išvadas autoriai pagrindžia keletu faktų: 1) ankstesniu autorių pastebėjimu mėnesinės gražos rodikliai išlaiko normaliojo skirstinio bruožus, kai tuo tarpu kasdienio stebėjimo gražos rezultatai ženkliai nukrypsta nuo normaliojo skirstinio parametrų; 2) vadinamojo nesinchroniškos prekybos akcijų biržose fenomeno (angl. *non-synchronous trading*), kuris iš esmės reiškia faktą, kad į tuos pačius įvykius skirtingos akcijos gali reaguoti ne identišku metu arba akcijos (ypač mažiau likvidžios) gali pavėluotai atkartoti rinkos tendą.

Buvo prieita išvados, kad esminis momentas yra tinkamo statistinio testo parinkimas. Paskutiniai XX a. dešimtmečiai buvo produktyvūs – mokslininkai plačiai tyrė šią problemą ir įvykių tyrimo metodui pritaikė eilę statistinių testų, reikšmingiausi ir plačiausiai paplitę yra pateikiami 5 lentelėje.

**5 lentelė. Pagrindiniai statistiniai testai naudojami hipotezių apie netipinę
grąžą testavimui**

Testas	Testo tipas	Testo paranašumai ar trūkumai	Pavyzdinės publikacijos
T – testas	Parametrinis	Nuokrypių nuo normaliojo skirstinio sąlygotos problemos	Brown ir Warner (1980)
Patell t testas	Parametrinis	t – testo papildymas, kai likutiniai dydžiai pasiskirsto normaliuoju skirstiniu	Patell (1976)
BMP t testas	Parametrinis	T – testo papildymai, susiję su imties svyravimų sukeltų tiriamo įvykio eliminavimu	Boemer et al. (1991)
Corrado testas	Neparametrinis	Leidžia išvengti kraštutinių reikšmių perdėto efekto	Corrado (1989) Langmann (2007)
Ženklų testas	Neparametrinis	Papildo rangų testus esant nelikvidžiai rinkai	Cowan (1992)
Kolari – Pynnonen testas	Neparametrinis	Papildo rangų testus esant ilgiems matavimų langams	Kolari ir Pynnonen (2009)

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis lentelėje nurodytomis publikacijomis

Nepaisant kai kurių skirtingų testų savybių ir smulkių skirtumų, bendra išvada apžvelgus visus testus – tikslinga testuojant įvykių tyrimo metodu gautus duomenis šalia parametrinių testų naudoti neparametrinius testus. Dviejų tipų testų derinimas leidžia išvengti pirmojo tipo statistinės klaidos, kuri susidaro tuo atveju, kai atmetama nulinė hipotezė jai esant teisingai.

Pagrindinių tyrimų, atliktų remiantis įvykių tyrimo metodologija, rezultatai

Analizuojant mokslininkų darbus įmonių susijungimų ir įsigijimų generuojamos vertės tema pastebima, kad skirtingi trendai vyrauja šios vertės pasiskirstyme tarp perkamos ir perkančiosios įmonės, todėl įmonių susijungimų ir įsigijimų vertės temos mokslinių šaltinių analizėje atskirai pristatomi argumentai ir

tyrimai, lemiantys perkamos ir perkančiosios įmonės vertės pokyčius įvykus įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriui.

Pirkėjo atveju tyrimų rezultatai nėra vienareikšmiški. Jau ankstyvuosiuose analizuojamos temos darbuose (Langetieg, 1978; Dodd, 1980) pastebėta, kad pirkėjo įmonės vertė, paskelbus apie įsigijimą arba susijungimo sandorį, sumažėja. Vėlesniais metais panašius rezultatus užfiksavo ir kiti mokslininkai, pažymėtinos Chang (1998) bei Mitchell ir Stafford (2000) studijos. Kita vertus, kai kurie autoriai fiksuoja nežymius teigiamus pirkėjo akcijų kainų pokyčius po įvykusio sandorio - Asquith (1983) ir Eckbö (1983) nustatė atitinkamai 0.2% ir 0.1% teigiamus pokyčius.

6 lentelė. Įmonių susijungimų bei įsigijimų sandorių bangų palyginimas remiantis įvykių tyrimo metodu atliktų studijų rezultatais

Nagrinėtų studijų skaičius	Publikavimo laikotarpis	Valstybės įtrauktos į imtį	Tipinės gražos modelis (vyraujantis)	Netipinės gražos matavimo periodas (vyraujantis)	Vidutinė netipinė graža: perkamos/perkančios įmonės
Trečioji įmonių susijungimų bei įsigijimų sandorių banga: 1950 – 1973					
17	1977-1999	JAV - 13 studijų; Didžioji Britanija - 3; Prancūzija - 1.	Rinkos modelis	(0; +20)	20,10% / 2,30%
Ketvirtoji įmonių susijungimų bei įsigijimų sandorių banga: 1981 – 1989					
18	1987 - 2004	JAV - 13 studijų; Didžioji Britanija - 3; Švedija - 1; Japonija - 1.	Rinkos modelis	(-5; +5)	27,30% / -1,00%
Penktoji įmonių susijungimų bei įsigijimų sandorių banga: 1993 – 2001					
18	2000 - 2006	JAV - 8 studijų; Didžioji Britanija - 2; Vakarų Europa - 4; Švedija - 1; Pietų Korėja; Japonija - 1.	Rinkos modelis	(-2; +2)	16,40% / -0,20%

Šaltinis: parengta autoriaus, remiantis Martynova ir Renneboog (2005)

Tad vienareikšmiškai įvertinti įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių įtaką pirkėjo vertei sunku. Tą patvirtina ir mokslininkų Martynova ir Renneboog (2005) metaanalizė, kurią atlikdami autoriai apžvelgė pagrindinius pastarųjų trijų dešimtmečių darbus įmonių susijungimų ir įsigijimų generuojamos vertės tema (6 lentelė). Autoriai teigia, kad apžvelgti darbai beveik lygiomis dalimis pasiskirsto tarp fiksavusių neigiamus ir teigiamus pokyčius. Disertantui susisteminus Martynova ir Renneboog (2005) surinktą informaciją stebima, kad visu apžvelgiamu laikotarpiu pagrindiniu tikėtinos gražos modeliu buvo rinkos modelis, kurį dauguma mokslininkų taikė savo skaičiavimuose. Tačiau vyraujantis netipinės gražos matavimo periodas smarkiai kito – jei trečiosios bangos metu jis sudarė 21 dieną, tai penktosios bangos tyrimai dažniausiai paremti 5 dienų periodu. Galime daryti prielaidą, kad ši tendencija atspindi augantį akcijų rinkų likvidumą (per mažesnį laiko tarpą fiksuojamas akcijų kainų pokytis).

Analizuojant Martynova ir Renneboog (2005) surinktus vidutinius perkamos bei perkančios įmonės netipinės gražos duomenis matoma (6 lentelė), kad visų trijų bangų metu, perkamos įmonės atveju buvo fiksuojami reikšmingi dviženkliai vertės prieaugiai. Tuo tarpu perkančios įmonės atveju situacija kito, tačiau bendras efektas pirkėjui yra artimas nuliui.

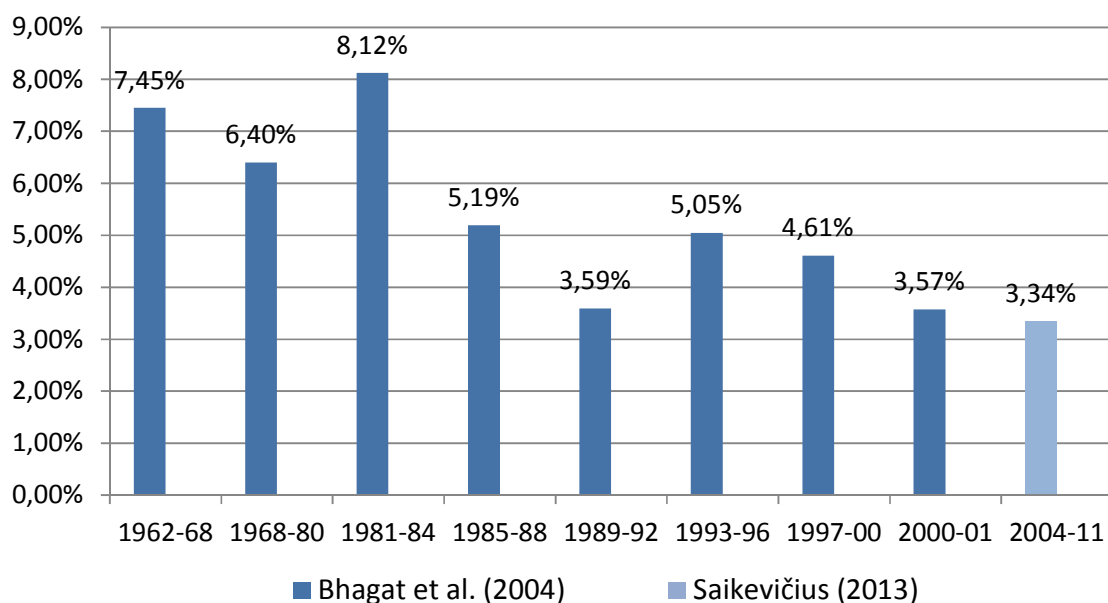
Andrade et al. (2001) išvada puikiai apibendrina pirkėjo vertės pokyčio po įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių tyrimus. Andrade et al. (2001) nutatė, kad pirkėjo teigiamų bei neigiamų vertės pokyčių atvejais dažniausiai rezultatai tyrimuose būna statistiškai nereikšmingi, kas reiškia, kad negalima daryti mokslinių apibendrinimų. Tokiu atveju, prasminga patyrinėti atskiro tipo pirkėjus ir skirtingus sandorius. Geras tokio tipo tyrimo pavyzdys Chari et al. (2004) atlikta studija, kurioje pastebima, kad sandoriuose, kuriuose išsivysčiusių industrinių šalių pirkėjai įsigyja augančios ekonomikos šalių (angl. *emerging markets*) įmonių kontrolinius paketus pastebimas statistiškai reikšmingas ir ženkliai teigiamas 2,4% įsigyjančios įmonės vertės pokytis. Analogiški rezultatai fiksuojami ir Saikevičiaus (2013) atliktame tyrime, kuriame nustatyta teigiama vidutinė netipinė graža,

fiksuojama išsivysčiusių (ES-15) valstybių įmonių įsigijimų atveju sparčiai augančios ekonomikos šalyse (ES-12 regione). Šis rezultatas ypač svarbus disertacijos tyrimo kontekste, nes darbe analizuojamo regiono šalys yra, arba analizės periodo pradžioje buvo, priskiriamos prie augančios ekonomikos šalių.

Perkamos įmonės atveju tyrimų rezultatai mažiau varijuoja. Absoliučioje daugumoje tyrimų fiksuojami statistiškai reikšmingi teigiami vertės pokyčiai po įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių. Martynova ir Renneboog (2005) metaanalizės rezultatai rodo, kad visų trijų analizuotų bangų metu buvo fiksuojami teigiami vertės pokyčiai. Taip pat ir kiti autoriai – tiek analizavę apibendrintus įvairių studijų rezultatus, tiek nepriklausomai atlikę įvykių tyrimo analizės metodu paremtas studijas priėjo išvados, kad perkamos įmonės vertė smarkiai išauga įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių pasekoje. Jensen ir Ruback (1983) išanalizavę 13 ankstyvųjų įvykių tyrimo analizės metodu atliktų studijų konstatavo, kad vertės prieaugis, sąlygotas paskelbimo apie sandorį, svyruoja 20% - 30% lygmenyje priklausomai nuo sandorio tipo ir kitų charakteristikų. Eckbö (1983) analizės rezultatai rodo, kad perkamos įmonės akcijų kaina smarkiai ir statistiškai reikšmingai išauga paskelbimo apie konkretų su įmone susijusį įvyki dieną bei sekančią prekybos dieną. Dodd ir Ruback (1977) tyrimas indikuoja analogiškus rezultatus, tik pastarųjų autorių įvykio periodas įtraukia ne tik įvykio dieną ir keletos dienų po jo, bet ir prieš įvykį vykstančią prekybą akcijomis. Analogiškai skaičiavimus atlieka ir Asquith ir Kim (1982) savo studijoje, kurioje taip pat fiksuojami statistiškai reikšmingi teigiami perkamos įmonės vertės pokyčiai.

Panašūs rezultatai pateikiami ir pastarojo dešimtmečio srities tyrimuose – perkamos įmonės akcininkams analizuojamo tipo sandoriai lemia teigiamų ir statistiškai reikšmingų vertės prieaugių susidarymą: Aktas et al. (2004) tyrimo atveju vertės augimas siekė 9,1%, Pauser et al. (2011) studijoje užfiksuotas 21% vertės išaugimas per 41 dienos langą, Saikevičius (2013) fiksavo 6,6% vidutinį perkamos įmonės akcijų kainos augimą per 11 dienų analizės langą.

Skaičiuojant bendrą svertinę perkančios ir perkamos įmonės grąžą, kuri generuojama įmonių susijungimo ir įsigijimo sandorių pasekoje daugelyje tyrimų fiksuojami vienženkliai teigiami rezultatai, pvz. Mitchell ir Stafford (2000), tačiau pastebimas trendas (Bhagat et al., 2004; Saikevičius 2013), kad bendra svertinė perkančios ir perkamos įmonės grąža ilgainiui mažėja.

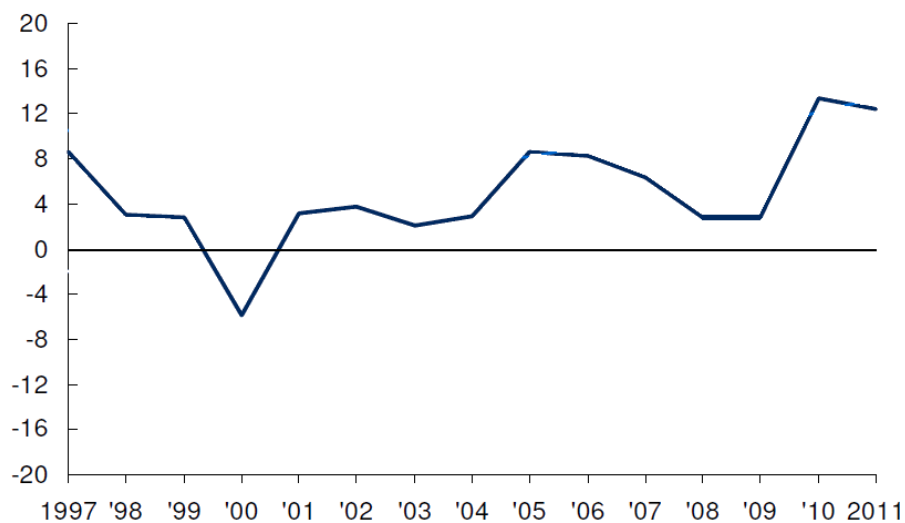


14 pav. Bendra svertinė pirkėjo bei perkamos įmonės akcininkams tenkanti netipinė grąža (1962 – 2011 m.)

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Bhagat et al. (2004), Saikevičius (2013)

Išanalizavus mokslininkų atliktus tyrimus, verta pasidomėti, kaip įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių kuriamos vertės aspektu pasisako praktikai. Tuo tikslu darbo autorius išnagrinėjo konsultacinės kompanijos McKinsey atliktą tyrimą, kuriame pristatomi kompanijos konsultantų atlikti tyrinėjimai (McKinsey, 2012). Nagrinėjamas tyrimas buvo atliktas remiantis įvykių tyrimo metodologija ir naudojant 5 dienų langą (dvi dienos prieš ir dvi dienos po pranešimo apie įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorį). Remiantis McKinsey (2012), vidutinis 1997 –

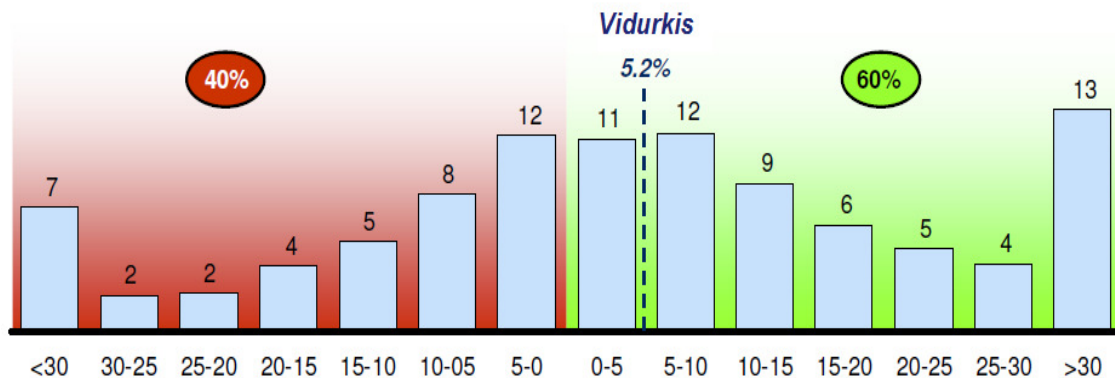
2011 m. laikotarpiu akcijų biržose kotiruojamų įmonių vertės priaugis (skaičiuojant bendrą svertinę perkančios ir perkamos įmonės grąžą), paskelbus apie įvykusį sandorį, sudarė 5,2%, tačiau ženkliai svyravo visu tyrimo laikotarpiu (15 paveikslas).



15 pav. Bendra svertinė perkančios ir perkamos įmonės grąža paskelbus apie sandorį 1997 – 2011 m. laikotarpiu (%)

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis McKinsey (2012)

Nemažiau įdomus McKinsey (2012) tyrimo rezultatas, parodantis kaip pasiskirsto bendra svertinė perkančios ir perkamos įmonės grąža: analizuojamu laikotarpiu 60% įmonių fiksavo teigiamus vertės priaugius, 40% atveju įmonių vertė sumažėjo paskelbus apie sandorį. Kartu pastebima, kad nemaža imties dalis teko ekstremumų reikšmėms – 20% įmonių vertės nuosmukis arba priaugis viršijo 30% ribą.



16 pav. Bendros svertinės perkančios ir perkamos įmonės gražos pasiskirstymas 1997 – 2011 m. laikotarpiu, % nuo visos imties

Šaltinis: parengta autoriaus, remiantis McKinsey (2012)

Reziumuojant mokslinių tyrimų analizės įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių kuriamos vertės tema rezultatus galima teigti, kad didžioji dalis nagrinėjamų sandorių pasekoje sukuriama vertė prieaugio tenka įsigyjamos įmonės akcininkams, itin išsamiai šis aspektas aptariamas Jensen ir Ruback (1983) bei Andrade et al. (2001) studijose. Tačiau reikia pastebėti, kad tam tikros sandorio charakteristikos gali lemti ir kitokį vertės pasiskirstymą. Kaip pastebi Chari et al., 2004, vietinių (angl. *domestic*) įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių metu, kai toje pačioje šalyje registruota perkančioji įmonė įsigyja toje pat šalyje veikiančią bendrovę, perkančios įmonės vertė ženkliai nepakinta arba, atskirais atvejais, sumažėja. Tuo tarpu tarptautinių sandorių (angl. *cross-border transactions*) atveju fiksuojamas teigiamas efektas ir pirkėjo vertei. Šis pastebėjimas atkreipia dėmesį į kitą svarbų ir daug teoretikų dėmesio sulaukiantį tyrimų įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių tema segmentą – tyrimus, kuriuose akademikai analizuoja skirtingas sandorių charakteristikas, siekdami apibrėžti, kokio tipo sandoriai galėtų užtikrinti maksimalią vertę jį sudarančioms šalims (šie tyrimai analizuojami 2.3. skyriuje).

2.2. Finansinių rodiklių lyginamosios analizės metodologija ir tyrimų rezultatai

Finansinių rodiklių lyginamosios analizės metodas įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sukurtą vertę leidžia vertinti pagal įmonės finansinių ataskaitų informaciją ir kai kurių užsienio autorių laikomas viena iš įvykių tyrimo metodo atmainų (Barber ir Lyon, 1996). Tačiau daugelis autorių (pvz, Duso et al., 2010; Bruner 2002) finansinių rodiklių analizę laiko atskiru metodu netipiniams įmonės veiklos rezultatams nustatyti. Finansiniai rodikliai atspindi praėjusio laikotarpio situaciją ir yra netiesioginis sukurtos ekonominės vertės rodiklis (analizės rezultate fiksuojamas ne vertės pokytis, o tik tam tikrų rodiklių pokyčiai, kurie tiesiogiai parodo tik įmonės veiklos rezultatus, bet ne sukurtą vertę). Ši aplinkybė riboja metodo taikymą. Vis dėl to, nepaisant akivaizdžių šio metodo trūkumų metodologine prasme egzistuoja ir akivaizdžių privalumų. Pastarieji susiję su tuo faktu, kad informacija, kuria remiamasi taikant šį metodą yra patikima bei patvirtinta vadovybės ir auditorių, be to, patys rodikliai, remiantis kuriais daromas vertinimas, yra metodiškai aiškūs ir ilgus metus taikomi finansų moksle (Bruner, 2002).

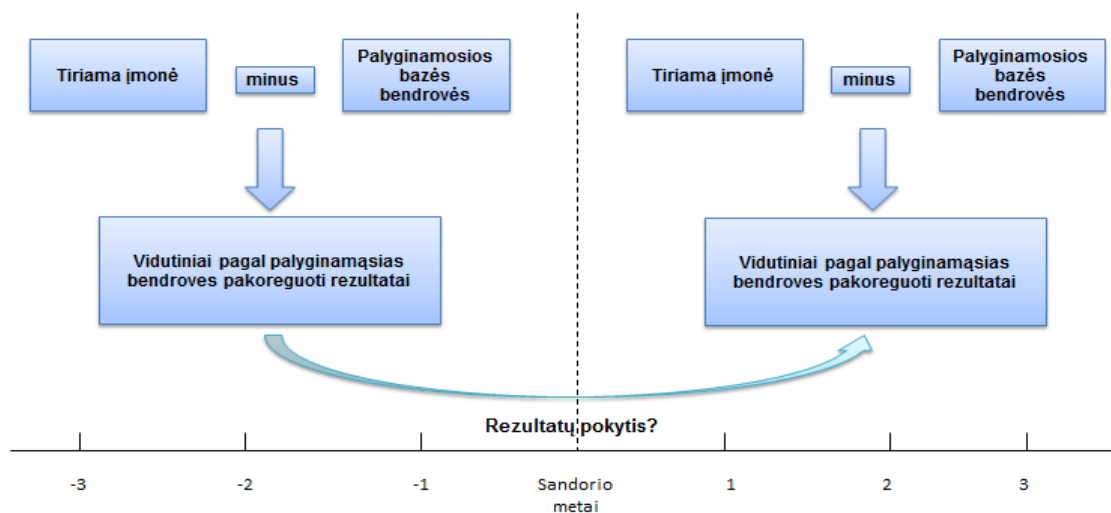
Finansinių rodiklių lyginamosios analizės metodologija

Kaip teigia Barber ir Lyon (1996), išsamiai ištyrę finansinių rodiklių analizės metodo taikymo problematiką, vertinant atskirų įvykių (tame tarpe ir įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių) įtaką įmonių vertei ir veiklos rodikliams, formuojant įmonės vertės ar veiklos rezultatų pokyčių tyrimo, pagrįsto finansinių rodiklių analize, metodologiją pagrindiniai žingsniai, kuriuos turi atlikti tyrėjas, yra šie:

1. Pasirinkti buhalterinį rodiklį ar rodiklių grupę, remiantis kuriais bus vertinama įmonės veikla.

2. Parinkti tinkamą palyginamąją bazę rodikliui, remiantis kuria iš nominaliųjų veiklos rodiklių pokyčių bus išskaičiuojami su konkrečiu įvykiu susiję netipiniai veiklos rezultatų pokyčiai.
3. Pritaikyti statistinius testus, statistiniam reikšmingumui nustatyti.

Vertinant įmonės veiklos pokyčius finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodu paprastai atliekama 1 – 3 finansinių metų analizė prieš sandorį ir 1 – 3 finansinių metų analizė po sandorio. Supaprastinta netipinių įmonės veiklos pokyčių nustatymo remiantis finansinių rodiklių palyginamąja analize schema pateikiama 17 paveiksle.



17 pav. Supaprastinta netipinių įmonės veiklos pokyčių nustatymo schema, sudaryta remiantis finansinių rodiklių palyginamąja analize

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Martynova et al. (2007)

Pažymėtina, kad priklausomai nuo pasirinkto tipo įvykio, kurio įtaką įmonės veiklos rodikliams ketinama testuoti, mokslinėje literatūroje vertinama vienos arba įmonių poros netipiniai veiklos rodiklių pokyčiai. Verta pabrėžti, kad tyrimuose, kuriuose siekiama nustatyti, kokią reikšmę įmonės veiklos rodikliams

turi paskelbimas apie vykstančius įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius, vyrauja požiūris testuoti ne vienos iš sandorio šalių, o vidutinius abiejų sandorio šalių veiklos rodiklių pokyčius. Tokiu būdu siekiama įvertinti bendrą sandorio įtaką įmonių veiklos rezultatams. Išnagrinėjus daugiau nei dešimtį tokio tipo studijų daroma išvada, kad nors bendros sandorio įtakos įmonių veiklos rezultatams įvertinimas ir yra objektyvesnis, nei tik vienos iš sandorių šalių veiklos rezultatų pokyčių analizė. Tačiau esant tam tikroms aplinkybėms, kai norima įvertinti tik vienos sandorio šalies veiklos rezultatų pokyčius arba kai dėl informacijos neprieinamumo negalima įvertinti vienos sandorio šalies veiklos rezultatų pokyčių, prasminga yra ir vienos iš sandorio šalių veiklos rezultatų analizė.

Išnagrinėtuose darbuose dažniausiai lyginami pelningumo rodikliai, siekiant nustatyti sandorio įtaką įmonės veiklai. Visų analizuotų autorių darbuose darant išvadas naudojami tik santykiniai rodikliai, absoliutūs pokyčių dydžiai pateikiami tik kaip aprašomosios statistikos dalis. Rodikliai, naudojami įmonių netipiniams veiklos rezultatų pokyčiams nustatyti, pateikiami 7 lentelėje.

Kaip matoma iš 7 lentelėje pateikiamų duomenų, dalyje studijų remiamasi tokiais rodikliais kaip grynasis pelnas ar pelnas prieš mokesčius (pvz., Duso et al., 2010) siekiant nustatyti įmonių netipinius veiklos rezultatų pokyčius, tačiau kitose studijose pelno (nuostolio) ataskaitos prasme „kylama į viršų“ (pvz., Martynova, 2007). Kaip pastebi Barber ir Lyon (1996) veiklos pelnas yra objektyvesnis ir „švaresnis“ (angl. *cleaner*) rodiklis, parodantis tikrąjį įmonės produktyvumą. Be to, Powell ir Stark (2005) pabrėžia, kad grynojo ar pelno prieš mokesčius rodikliais galima gana lengvai manipuliuoti, jiems įtaką daro ir netipiniai sandoriai (registruojami pagautės ir netekimų straipsniuose). Tuo tarpu pripažintuose tyrimuose vyrauja požiūris, kad siekiant nustatyti įmonių netipinius veiklos rezultatų pokyčius po tiriamų įvykių, objektyviausias būdas tai padaryti yra įmonės generuojamų pinigų srautų palyginimas prieš ir po įvykio.

7 lentelė. Rodikliai, naudojami įmonių netipiniams veiklos rezultatų pokyčiams įvertinti

Skaitiklyje naudojamas rodiklis bei autoriai, kurių tyrimuose naudotas toks rodiklis	Vardiklyje naudojami rodikliai
Pelnas prieš mokesčius, palūkanas ir nusidėvėjimo bei amortizacijos atskaitymus (Martynova, 2007) (Healy et al., 1990) (Powell ir Stark, 2005)	<ul style="list-style-type: none"> • Buhalterinė turto vertė • Turto rinkos vertė • Pajamos
Pelnas prieš mokesčius, palūkanas ir nusidėvėjimo bei amortizacijos atskaitymus pakoreguotas apyvartinio kapitalo pokyčiais (Martynova, 2007)	<ul style="list-style-type: none"> • Buhalterinė turto vertė • Pajamos
Veiklos pelnas (pelnas prieš mokesčius ir palūkanas) (Barber ir Lyon, 1996) (Yeh ir Hoshino, 2002)	<ul style="list-style-type: none"> • Buhalterinė turto vertė • Buhalterinė nuosavo kapitalo vertė • Pajamos
Veiklos pelnas pakoreguotas investicijomis į materialųjį turtą (Kaplan, 1989)	<ul style="list-style-type: none"> • Buhalterinė turto vertė • Pajamos
Pelnas prieš mokesčius (Dickerson et al., 1997) (Duso et al., 2010)	<ul style="list-style-type: none"> • Buhalterinė nuosavo kapitalo vertė • Pajamos
Grynasis pelnas (Mueller, 1980)	<ul style="list-style-type: none"> • Įmonės kapitalizacija

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis lentelėje nurodytomis publikacijomis

Grynajam pinigų srautui artimiausi rodikliai, plačiau naudojami finansų moksle, yra veiklos pelnas ir pelnas prieš mokesčius, palūkanas ir nusidėvėjimo bei amortizacijos atskaitymus⁵. Kaip teigia Martynova (2007), pelno prieš mokesčius, palūkanas ir nusidėvėjimo bei amortizacijos atskaitymus rodiklį pakoregavus apyvartinio kapitalo pokyčiais, gaunamas tikrasis pinigų srautas, objektyviai atspindintis įmonės generuojamus pinigų srautus ir parodantis, kokią

⁵ Tokį apibrėžimą pateikia Martynova et al. (2007), tačiau literatūroje (Healy et al., 1990) šis rodiklis apibrėžiamas ir kitaip – pinigų srautas gautas iš pajamų atėmus savikainą ir bendrąsias ir administracines sąnaudas bei pridėjus nusidėvėjimo bei amortizacijos atskaitymus; apibrėžimo pasirinkimas iš esmės nekeičia skaitinės rodiklio vertės.

grąžą įmonė yra pajėgi generuoti akcininkams. Sutikdamas su šia Martynova (2007) nuomone, šio darbo autorius pastebi, kad didesnės imties studijose, kurios atliekamos daugiau nei vienos valstybės įmonių pagrindu, dažnai yra sunku gauti išsamius finansinių ataskaitų duomenis, todėl laikosi nuomonės, kad veiklos pelnas yra optimalus rodiklis tokio tipo studijoms vykdyti.

Rodiklių, naudojamų kaip bazinis dydis vardiklyje įmonių netipiniams veiklos rezultatų pokyčiams įvertinti, įvairovė nėra didelė. Jei buhalterinės turto vertės, buhalterinės nuosavo kapitalo vertės ir pajamų rodikliai yra trivialūs ir dažnai naudojami, tai turto rinkos vertės rodiklio naudojimą reikėtų apžvelgti detaliau.

Remiantis Healy et al. (1990), turto rinkos vertė apskaičiuojama kaip nuosavo kapitalo vertė akcijų rinkoje pridėdant įmonės skolas. Nors mokslininkai sutinka, kad turto rinkos vertės naudojimas sudarytų sąlygas objektyvesniems rezultatams, visgi toks rodiklis įmanomas tik listinguojamų įmonių atveju ir standartinėse finansinėse ataskaitose nėra nurodomas, todėl režienuojama, kad buhalterinė turto vertė yra artimiausia ir tinkama alternatyva turto rinkos vertės bazei (Barber ir Lyon, 1996).

Apibendrinant 7 lentelės rezultatus ir remiantis Barber ir Lyon (1996) galime teigti, kad ankstyvosiose įmonių netipinius veiklos rezultatų pokyčius fiksavusiose studijose vyraujantis rodiklis buvo iš grynojo pelno išvedamas pelnas tenkantis vienai akcijai, tuo tarpu naujausiuose tyrimuose dažniausiai naudojamas veiklos pelno rodiklis, kuris dalinamas iš įvairių bazinių rodiklių siekiant nustatyti santykinio veiklos pelno pokyčius.

Kitas ne mažiau svarbus ir mokslinėje literatūroje dėmesio sulaukiantis aspektas – palyginamoji įmonių grupė, su kuria lyginami tyrime analizuojamos imties įmonių veiklos rezultatai. Kaip parodyta 17 paveiksle, esminis momentas siekiant išskirti netipinį veiklos rezultatą remiantis finansiniais rodikliais yra iš nominalaus analizuojamo periodo pokyčio išskirti pokytį, nulemtą konkrečiau įvykiu.

Barber ir Lyon (1996) teigia, kad tyrimuose palyginamosios kompanijos parenkamos remiantis vienu iš šių kriterijų:

1. Dviejų pirmųjų ekonominės veiklos rūšių klasifikatoriaus skaičių tikslumu⁶ – tokiu atveju parenkama ne konkreti veikla, bet platesnė veiklos sritis⁷.
2. Keturių EVRK skaičių tikslumu sudaroma palyginamoji grupė leidžia palyginti konkrečią įmonę su jos tiesioginiais konkurentais, tačiau turint siaurą palyginamąją imtį kartais nėra įmonių, deklaravusių tokią pat veiklos rūšį. Disertantas su šia problema susidūrė ir analizuodamas Centrinės ir Rytų Europos šalių akcijų rinkas, kurios nepasižymi dideliu skaičiumi listinguojamų bendrovių.
3. Dviejų pirmųjų EVRK skaičių tikslumu ir pagal įmonės dydį, kuris matuojamas kaip buhalterinė įmonės turto vertė.
4. Dviejų pirmųjų EVRK skaičių tikslumu ir pagal įmonės istorinę finansinę informaciją – dažniausiai parenkamos įmonės turinčios panašius pelningumo rodiklius (pvz., +/- 10% ir pan.).
5. Kiti autoriai (Powell ir Stark (2005)) išskiria ir pasisako už dar vieną kriterijų, kuriuo remiantis siūlo parinkti palyginamąsias įmones, argumentuodami šio kriterijaus tikslumu. Šiuo atveju taikomas trejopas filtras – įmonės parenkamos remiantis keturių EVRK skaičių tikslumu, bei taikant įmonės dydžio ir įmonės istorinės finansinės informacijos filtrus.

⁶ Trumpinys – EVRK; Barber ir Lyon (1996) savo straipsnyje referuoja į amerikietiškaį ekonominės veiklos rūšių klasifikatoriaus atitikmenį SIC.

⁷ Pvz., pagal ES šalyse taikomą antrąją EVRK redakciją 42 skirsnis žymi inžinerinių statinių statybos veiklos sritį, 42.1 punktas Kelių ir geležinkelių tiesimą, o 42.11 papunktis kelių ir automagistralių tiesimą. Šiuo atveju turėdami įmonę, kuri užsiima kelių ir automagistralių tiesimu, palyginamųjų įmonių ieškosime tarp visų įmonių, deklaravusių 42 skirsnio - inžinerinių statinių statybos - veiklos sritį. Logika, slypinti už tokio palyginamųjų įmonių parinkimo, remiasi tuo faktu, kad visoms inžinerinių statinių statybos įmonėms būdingi tie patys rinkos svyravimai, todėl yra objektyvu lyginti stambesnio skirsnio įmones.

Dėl griežtų kriterijų nerandant palyginamųjų įmonių kriterijai gali būti sumažinami, pvz., taikomas trijų EVRK skaičių tikslumas.

Atlikus aukščiau aptartus veiksmus seka tyrimo etapas, kurio metu statistiškai įvertinamas gautų rezultatų reikšmingumas. Daugelyje analizuotų tyrimų naudojami dviejų tipų testai – tradicinis t testas ir neparametrinis Wilcoxon testas. Darbai, kuriuose pateikiami ne tik tyrimų rezultatai, bet ir analizuojama finansinių rodiklių analizės metodo įvykių sukeltiems veiklos rodiklių pokyčiams problematika (pvz., Powell ir Stark (2005), Martynova (2006)) teigia, kad šio tipo testas generuoja patikimesnius rezultatus, nes t testo rezultatui didesnę reikšmę turi ekstremumų reikšmės. Kita vertus, kaip išnagrinėjo Barber ir Lyon (1996), šią problemą efektyviai išsprendžia ir kraštutinių reikšmių apkarpyimo procedūra.

Finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodas leidžia įvertinti įvairių su bendrove susijusių įvykių įtaką tos konkrečios įmonės rezultatams, tačiau populiariausi yra įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių tyrimai, tad toliau nagrinėjami šio tipo tyrimų rezultatai.

Finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodu atlikti tyrimai

Kontinentinėje Europoje tyrimai, atliekami finansinių rodiklių analizės metodu siekiant įvertinti įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių įtaką bendrovių rezultatams, yra itin reti – iki 2007 m. buvo plačiau cituojami tik du tokio tipo tyrimai (Martynova et al., 2007). Geografiškai šio tipo tyrimai koncentruojasi JAV ir Didžiojoje Britanijoje, atitinkamai ir tyrimų objektu yra tų šalių bendrovės.

Martynova et al. (2007) teigimu, iki šiol atliktų tyrimų rezultatai, gauti finansinių rodiklių analizės metodu siekiant įvertinti įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių įtaką bendrovių rezultatams, neduoda vienareikšmių atsakymų ir neleidžia daryti apibendrintų teorinių išvalgų. Minėti autoriai apžvelgė 21 tyrimo rezultatus ir konstatuoja, kad 9 tyrimų atveju fiksuojami teigiami finansinių rodiklių pokyčiai įvykus įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriams, šešių tyrimų

atveju reikšmingų veiklos pokyčių neiširta, tuo tarpu dar 6 tyrimai atskleidė, kad įvykus įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriams įmonių tirti finansiniai rodikliai reikšmingai sumažėjo. Toliau susistemintai pateikiami Martynova et al. (2007) tyrimo rezultatai.

8 lentelė. Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių įtakos bendrovių finansiniams rodikliams analizė

Tyrimus atspindintys rodikliai	Tyrimai, kuriais nustatyta teigiama sandorių įtaką bendrovių finansiniams rodikliams	Tyrimai, kuriais nenustatyta reikšmingos sandorių įtakos bendrovių finansiniams rodikliams	Tyrimai, kuriais nustatyta neigiama sandorių įtaką bendrovių finansiniams rodikliams
Tyrimų skaičius	9	6	6
Medianinis tyrimuose naudotas imties dydis	324	56	66
Minimali tyrimų grupės imtis	50	36	38
Maksimali tyrimų grupės imtis	2753	315	1443
Vyraujantis finansinis rodiklis (skaitiklyje)	<ul style="list-style-type: none"> • Pelnas prieš mokesčius, palūkanas ir nusidėvėjimo bei amortizacijos atskaitymus 	<ul style="list-style-type: none"> • Grynasis pelnas 	<ul style="list-style-type: none"> • Pelnas prieš mokesčius
Vyraujantys finansiniai rodikliai (vardiklyje)	<ul style="list-style-type: none"> • Turto rinkos vertė • Pajamos 	<ul style="list-style-type: none"> • Buhalterinė turto vertė • Buhalterinė nuosavo kapitalo vertė 	<ul style="list-style-type: none"> • Buhalterinė nuosavo kapitalo vertė • Pajamos
Vyraujantis palyginamųjų įmonių parinkimo kriterijus	<ul style="list-style-type: none"> • Veiklos sritis 	<ul style="list-style-type: none"> • Veiklos sritis • Įmonės dydis 	<ul style="list-style-type: none"> • Veiklos sritis

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Martynova et al. (2007)

Kaip ir Martynova et al. (2007) tyrimo atveju, taip ir disertanto atlikta ir toliau šiame skyriuje pateikiama straipsnių nagrinėjama tematika analizė parodė, kad iki šiol atliktų tyrimų rezultatai nėra vienareikšmiški.

Healy, kuris laikytinas vienu produktyviausių įmonių susijungimų ir įsigijimų srities mokslininkų, pastebi (Healy et al., 1990), kad JAV vykusių susijungimų atveju stebimi reikšmingi teigiami veiklos pinigų srautų pokyčiai. Be to, autoriai konstatuoja faktą, kad finansinių rodiklių analizės ir akcijų rinkų duomenų pagrindu atlikto įvykių tyrimo rezultatai yra panašūs, t.y. iškart po įvykio fiksuojami akcijų kainų pokyčiai vėliau atspindimi ir finansiniuose rezultatuose.

Analogiški rezultatai fiksuojami ir Duso et al. tyrime (2010). Be to, pastebima, kad finansinių rezultatų pagerėjimas po sandorio gali užtrukti - Duso et al. tyrime (2010) pirmaisiais metais fiksuotas neigiamas vidutinis pelno augimas, tačiau analizuojamų įmonių pelnas palyginti su buvusiu iki sandorio smarkiau išaugo vėlesniais (antrais – penktais) metais.

Powell ir Stark (2005) atliko išsamius įmonių finansinių rodiklių pokyčių po įvykusių įmonių įsigijimų sandorių tyrimus Didžiosios Britanijos bendrovių imties pagrindu. Analizuodami 191 sandorį autoriai priėjo išvados, kad įsigijimų sandorių nulemtas įmonių finansinių rezultatų augimas vidutiniškai sudarė nuo 0,8% iki 3,1% (statistinis reikšmingumas patvirtintas). Toks platus tyrimo rezultatų režis atsiranda dėl taikomų skirtingų metodų skaičiuojant pelningumo rodiklius ir parenkant palyginamąsias įmones.

Dickerson et al. (1997) ilgalaikėje perspektyvoje tirdami Didžiosios Britanijos biržose kotiruojamas įmones priėjo išvados, kad įmonių plėtra įgyvendinama susijungimų ir įsigijimų sandorių pagrindu atneša mažesnę grąžą, lyginant su organiška plėtra.

Vienos pirmųjų studijų, kurioje buvo tiriamos ir kontinentinės Europos įmonės (Mueller, 1980), rezultatai rodo, kad išvados smarkiai skiriasi priklausomai nuo analizuojamos šalies – minimo tyrimo atveju Didžiosios Britanijos, Belgijos, Vokietijos bei JAV įmonės fiksuoja teigiamus pelningumo pokyčius įvykus susijungimų ir įsigijimų sandoriams, tuo tarpu Švedijos, Prancūzijos ir Olandijos įmonių atveju fiksuojamas pelningumo mažėjimas. Tad galima teigti, kad įmonių finansinių rezultatų pokyčiai, įvykus nagrinėjamiems sandoriams, yra smarkiai besiskiriantys skirtingų valstybių atveju. Todėl daryti išvadų apie konkrečioje valstybėje įvykusių sandorių rezultatus negalima remiantis kitose geografinėse teritorijose atliktais tyrimais. Reikia ieškoti konkrečių tos valstybės ar regiono empirinių duomenų, kurie patvirtintų ar paneigtų kitų regionų pagrindu suformuotas hipotezes.

Martynova et al. (2007) studija, kurioje buvo nagrinėjamos Didžiosios Britanijos ir kontinentinės Europos įmonės atskleidė, kad 1997 – 2001 m., laikotarpiu tirtų 155 įmonių, kurios dalyvavo nagrinėjamo tipo sandoriuose, atveju buvo fiksuoti neigiami nominalūs finansinių rodiklių pokyčiai (autoriai savo tyrimą grindžia net keturių rodiklių analize). Visgi, tyrimo rezultatus pakoregavus palyginamųjų įmonių rezultatų pokyčiais nustatyta, kad rodiklių pokyčiai yra artimi nuliui ir nereikšmingi statistiškai. Reikšmingi rezultatai fiksuojami tik atskirose subgrupėse, kai įmonės ir sandoriai surūšiuojami pagal atskiras charakteristikas, pvz., autoriai nustatė, kad priešiškų perėmimų sandoriai lemia reikšmingai prastesnius finansinius rodiklius, nei „draugiški“ sandoriai. Didesnių įmonių įsigijimai taip pat sudaro sąlygas reikšmingesniai finansinio rezultato pagerėjimui, nei smulkių įmonių įsigijimai.

Išanalizavus tyrimus, kuriuose nagrinėjami finansinių rodiklių pokyčiai po įvykusių įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių, buvo patvirtintas kitų autorių pastebėtas faktas, kad tyrimų rezultatai yra labai skirtingi, dar didesni skirtumai stebimi nagrinėjant atskirų regionų ar valstybių įmonių duomenis. Galima konstatuoti, kad labai svarbus tikslus palyginamųjų įmonių bazės parinkimas. Taip pat atliekant šaltinių analizę pastebėtas aspektas, į kurį iki šiol nebuvo atkreiptas dėmesys atliekant nagrinėtas finansinių rodiklių palyginamosios analizės publikacijas – tyrimo vykdymo laikotarpio ilgis. Dalies nagrinėtų studijų (Healy et al. (1990), Martynova et al. (2007)) tyrimo laikotarpis buvo apribotas penkiais metais, o tai yra mažai ir atskirų įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų ar jų fazių laiko sutapimas galėjo lemti ir šių rezultatų neaiškumus. Autoriaus nuomone, tyrimas turėtų apimti bent dešimties metų laikotarpį. Taip pat pažymėtinas Duso et al. (2010) tyrimo rezultatas, rodantis jog analizuojamų įmonių pelnas palyginti su buvusiu iki sandorio smarkiau išaugo vėlesniais (antraisiais – penktaisiais) metais, tad atliekant finansinių rodiklių palyginamosios analizės tyrimą būtina atsižvelgti į šį faktą ir taikyti ilgesnį analizės laikotarpį.

2.3. Susijungimų ir įsigijimų sandorių charakteristikų tyrimai

Taikant įvykių tyrimo analizės metodą (tiek trumpo laikotarpio tyrimus, tiek atliekant ilgo laikotarpio studijas) bei finansinių rodiklių palyginamąją analizę sandoriuose sukuriama vertei nagrinėti, daug dėmesio skiriama įvairių sandorio charakteristikų analizei. Ekonomikos srities mokslininkai dviem būdais testuoja, kokie su sandoriu susiję veiksniai sudaro sąlygas sandorio pasekoje susidaryti reikšmingam vertės prieaugiui. Rečiau taikoma atvejo analizė. Tarp Lietuvos autorių tokių tyrimų bruožų turi Novickytės (2013) analizė. Išnagrinėtų užsienio darbų tarpe išskirtinas Bengtsson ir Larsson (2012) darbas, kuriame atrenkami sėkmingi arba nesėkmingi sandoriai ir gilinamasi į jų savybes, kurios galėjo lemti atitinkamus sandorio rezultatus.

Populiariesnis metodas, kurį renkasi dauguma mokslininkų nagrinėjančių įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmę apibrėžiančius veiksnius, yra tiriamos imties skaidymas į atskirus segmentus atsižvelgiant į tam tikras savybes, pvz., atskiriami tarptautiniai sandoriai ir vietiniai sandoriai, atliekamas tyrimas, kaip skiriasi vidutinė atskirų grupių sandorių pasekoje susiformavusi vertė (Antoniou ir Zhao, 2004). Vertės pokytis matuojamas išnagrinėtais įvykių tyrimo arba finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodais.

Abiejų tipų tyrimai veda į apibendrinimus, kurių metu apibrėžiami konkretūs veiksniai lemiantys įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmę (pvz., Craninckx ir Huyghebaert, 2014). Visgi, tarp charakteristikų analizės tyrimų stinga bendrų išvadų. Vieningai sutariama tik tiek, kad priešišku perėmimų pasekoje ir sandorių, kurie sudaromi įmonių susijungimų ir įsigijimų ciklo fazės pabaigoje vertės nuostoliai būna didžiausi.

Dažniausiai autorių tyrimuose išskiriami veiksniai yra apibendrinti 9 lentelėje juos surūšiuojant pagal tai, ar tas veiksnys priskiriamas įsigyjamai bendrovei, įsigyjančiai įmonei, ar gali būti traktuojamas, kaip sandorio aplinkybė. Pabrėžtina, kad šių veiksnių įtaka sandorio metu sukuriama vertei gali būti tiek

teigiama, tiek neigiama ir, kaip bus aptarta vėliau šiame skyriuje analizuojant grinėtas užsienio autorių publikacijas, dažnai skiriasi priklausomai nuo tyrimo geografijos, imties bei darytų prielaidų.

9 lentelė. Plačiausiai analizuojamos įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių charakteristikos

Įsigyjamoms įmonėms charakteristikos	Įsigyjančios įmonės charakteristikos	Sandorio aplinkybės
<ul style="list-style-type: none"> • Veiklos rūšis • Įmonės statusas (listinguojama ar uždaro tipo bendrovė) • Vadovybės gebėjimai • Įmonės dydis • Įmonės finansinė situacija • Spartaus augimo istorija 	<ul style="list-style-type: none"> • Įmonės dydis • Galimybės pasiskolinti • Grynujų pinigų lygis • Patirtis įmonių įsigijimų sandoriuose • Sandorio metu įsigyjamų akcijų paketo dydis 	<ul style="list-style-type: none"> • Sandorio finansavimo metodas • Sandorio tarptautiškumas • Sandorio draugiškumo lygis • Konkurencijos egzistavimas įsigijimo procese • Vertinimo aspektai • Informacijos asimetrijos egzistavimas • Sandorių rinkos situacija • Makroekonominė situacija

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Moeller ir Schlingemann (2005) Liodakis ir Pang (2007)

Liodakis ir Pang (2007) tyrime panaudojant trumpojo (įvykių tyrimas naudojant 21 dienos langą) ir ilgojo laikotarpio akcijų gražos informaciją ir tiriant 1990 – 2006 m. vykusius susijungimus Europoje buvo prieita sekančių išvadų: sandorio finansavimo būdas, sandorių šalių santykinis dydis bei veiklos rūšys, taip pat prieš sandorį akcijų rinkoje susiformavę įsigyjančios bei įsigyjamoms įmonėms vertinimai ir vertės premija palyginti su buvusią rinkos kaina, kurią įsigyjančioji šalis taiko norėdama įsigyti įmonės akcijas, yra reikšmingi kintamieji. Tuo tarpu tokios charakteristikos kaip įsigyjamoms įmonėms spartaus augimo istorija, valdymo efektyvumas, sandorio geografija (vietinis ar tarptautinis) bei įsigyjančios sandorio šalies skolinimosi galimybės autorių atlikto tyrimo pagrindu laikytinos nereikšmingomis.

Vis dėlto, Martynova et al. 2007 ir Powell ir Stark (2005) tyrimų išvadose teigiama, kad sandorio finansavimo būdas neturi įtakos sandorio metu susidarantiems vertei. Tame pačiame tyrime Martynova et al. 2007 priėmė nuomonę, kad ir ekonominės veiklos rūšis nėra vertę lemiantis veiksnys, panašūs rezultatai gauti ir Chari et al. (2004) atlikto tyrimo metu. Be to, JAV įmonių pagrindu atliktas Moeller ir Schlingemann (2005) tyrimas parodė, kad sandorių tarptautiškumas yra reikšminga savybė įtakojanti sandorio metu generuojamą vertę – anot autorių užsienio įsigijimai generuoja reikšmingai mažesnę grąžą palyginti su vietiniais sandoriais. Visos šios išvados priešingos Liodakis ir Pang (2007) tyrimo rezultatams.

Daugelyje tyrimų svarbiu veiksniu laikomi ir įsigyjančios bei įsigyjamoms įmonėms finansiniai resursai ir/arba galimybės skolintis, kurie palengvina sandorio sudarymo procesą bei galimai įtakoja perkančios įmonės vadovų sprendimą permokėti už įsigyjamą bendrovę. Šią hipotezę patvirtino ir Martynova et al. (2007) atliktas tyrimas: tos įsigyjančios įmonės, kurių turimi grynujų pinigų rezervai pateko į žemiausią imties kvartilį sugebėjo po sandorio padidinti savo pelningumą 1,57%. Tuo tarpu ketvirtojo kvartilio įmonių pelningumas po sandorio sumažėjo 2,46%.

Tikslinga atidžiau pastudijuoti listinguojamų įmonių vertės pokyčio klausimą, kuris yra daugialypis. Dažniausiai sutinkami tyrimai, kuriuose kaip atskiras segmentas išskiriamos įmonės, kurios prieš sandorį ir sandorio metu buvo listinguojamos. Golubov et al. (2007) apibendrindami keturių anksčiau atliktų tokio tipo tyrimų rezultatus konstatuoja, kad listinguojamų įmonių įsigijimai įsigyjančioms bendrovėms nesukuria papildomos vertės arba generuoja neigiamą vertę, kai tuo tarpu uždaryjū bendrovių, kurių akcijomis nėra prekiaujama biržose, įsigijimai sukuria teigiamą vertės prieaugį.

Taip pat tiriama, kokią įtaką įmonės vertei sandorio metu ir po jo turi faktas, kad prieš sandorį įmonės akcijų kaina smarkiai kilo (Golubov et al., 2007), kaip trumpalaikėje ir ilgalaikėje perspektyvoje kinta įmonės vertė, jei skelbiamas viešas

oficialus pasiūlymas supirkti akcijas rinkoje arba kaip įmonės vertės pokyčius po sandorio lemia skirtumas tarp prieš paskelbimą apie įsigijimą buvusios kainos ir paskelbtos sandorio kainos (pvz., Liodakis et al, 2007).

Kitas svarbus faktorius vertinant įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sėkmę yra sandorio metu įsigyjamų akcijų paketo dalis. Chari et al. (2004) konstatuoja, kad egzistuoja ryšys tarp sandorio metu įsigyto akcijų paketo dydžio ir sandorio rezultate sukurtos vertės: bendras įsigyjamai ir įsigyjančiai įmonei tenkantis vertės prieaugis autorių atlikto tyrimo metu buvo 5,89% didesnis tuo atveju, jei buvo įsigytas kontrolinis, o ne mažumos paketas. Remiantis Chari et al. (2004) pateikiamais argumentais galima teigti, kad akcijų daugumos paketo įsigijimo klausimas dar svarbesnis sparčiai besivystančios ekonomikos šalyse, kurių kapitalo rinkos yra mažiau išvystytos ir mažumos akcijų paketų turėtojais nukenčia dėl likvidumo problemų.

Svarbus veiksnys lemiantis sandorio vertę yra faktas, kokioje ekonominio bei įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos fazėje įvyko sandoris ir kaip nuo to priklauso sandorio pasekoje sukurta įmonės vertė. Kaip savo ankstesniame darbe pastebėjo disertantas (Saikevičius, 2013), mokslinėje literatūroje trūksta įrodymų, kad skirtingomis ekonominio ciklo fazėmis vykdomi sandoriai reikšmingai skirtingai generuojama vertė, tačiau kaip pastebėjo Harford (2003) bei Moeller et al. (2005), sandorių grąža priklauso nuo įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos ciklo fazės.

Nepaisant to, kad analizuotų tyrimų pagrindu sudėtinga nustatyti bendras tendencijas ir visus įvardintus veiksnius suskirstyti, kaip teigiamą arba neigiamą įtaką darančius sandorio metu sukuriamai vertei, vis dėlto būtina atsižvelgti į šių veiksnių įtaką.

Mokslinėje literatūroje dažniausiai vertinama šių veiksnių įtaka įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių sėkmei ir sukurtai vertei – sandorio tarptautiškumas, sandorio objekto valstybė, susijungimų ir įsigijimų rinkos ciklo faze, sandorio šalių veiklos rūšis bei sandorio metu pasitelktas atsiskaitymo būdas.

2.4. Teorinis susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis

Kryptingų mokslinių pastangų suformuoti bei mokslininkų bendruomenei pateikti išsamų įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos vertinimo modelį naujosiose Europos Sąjungos narėse, ar joms artimam platesniam Centrinės ir Rytų Europos regionui, nėra aptikta.

Šiame skyriuje pateikiamas teorinis susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis, suformuotas remiantis 2.1. – 2.3. skyriuose pateiktų ankstesnių užsienio autorių tyrimų rezultatais bei išnagrinėtais tyrimo metodais.

Pateikiamas modelis atspindi sudėtingą vertės nustatymo susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkoje procesą ir yra suformuotas penkių atskirų metodų pagrindu: ilgo (BHAR) bei trumpo (CAAR) laikotarpio įvykių tyrimo analizės, finansinių rodiklių palyginamosios analizės, Powell ir Stark pokyčių modelio tyrimo bei sandorių charakteristikų analizės.

Svarbus modelio aspektas – jo tikslinis pritaikymas tyrimui naujosiose Europos Sąjungos narėse, kurių kapitalo rinkos pasižymi žymiai mažesniu likvidumu lyginant su panašių tyrimu objektu dažniausiai tampančiomis rinkomis (JAV, Didžioji Britanija). Be to, ES-10 akcijų rinkose egzistuoja žymiai didesnė informacijos asimetrijos problema (Cummins et al., 2008; Buttler, 2011).

Išvardinti aspektai itin svarbūs atliekant ilgo bei trumpo laikotarpio įvykių tyrimo analizes ir gali iškreipti šiais metodais gaunamus rezultatus (MacKinlay, 1997), todėl suformuotame modelyje siekiant sumažinti šių aspektų keliamas rizikas pasirinkta trumpo ir ilgo laikotarpio įvykių tyrimo studijas vykdyti pasitelkiant papildomus matavimų langus netipinei su susijungimų ir įsigijimų sandoriais susijusiai gražai nustatyti.

Remiantis suformuotu modeliu, trumpo laikotarpio įvykio tyrimą siūloma vykdyti skaičiuojant netipinės gražos rodiklį (CAAR) aštuoniems skirtingiems langams: penki langai (nuo 3 iki 61 d.) yra lygiagretūs tiriamam įvykiui, trys langai (nuo 2 iki 11 d.) prasideda įvykio dieną ir baigiasi skirtingais laiko intervalais po jo. Skirtingas langų išdėstymas bei ilgesnių langų pasirinkimas leidžia pilnai ar dalinai išspręsti abi analizuojamas problemas – tiek informacijos asimetriją, tiek menką kapitalo rinkos likvidumą (Amihud, 2002; Anderson, 2010).

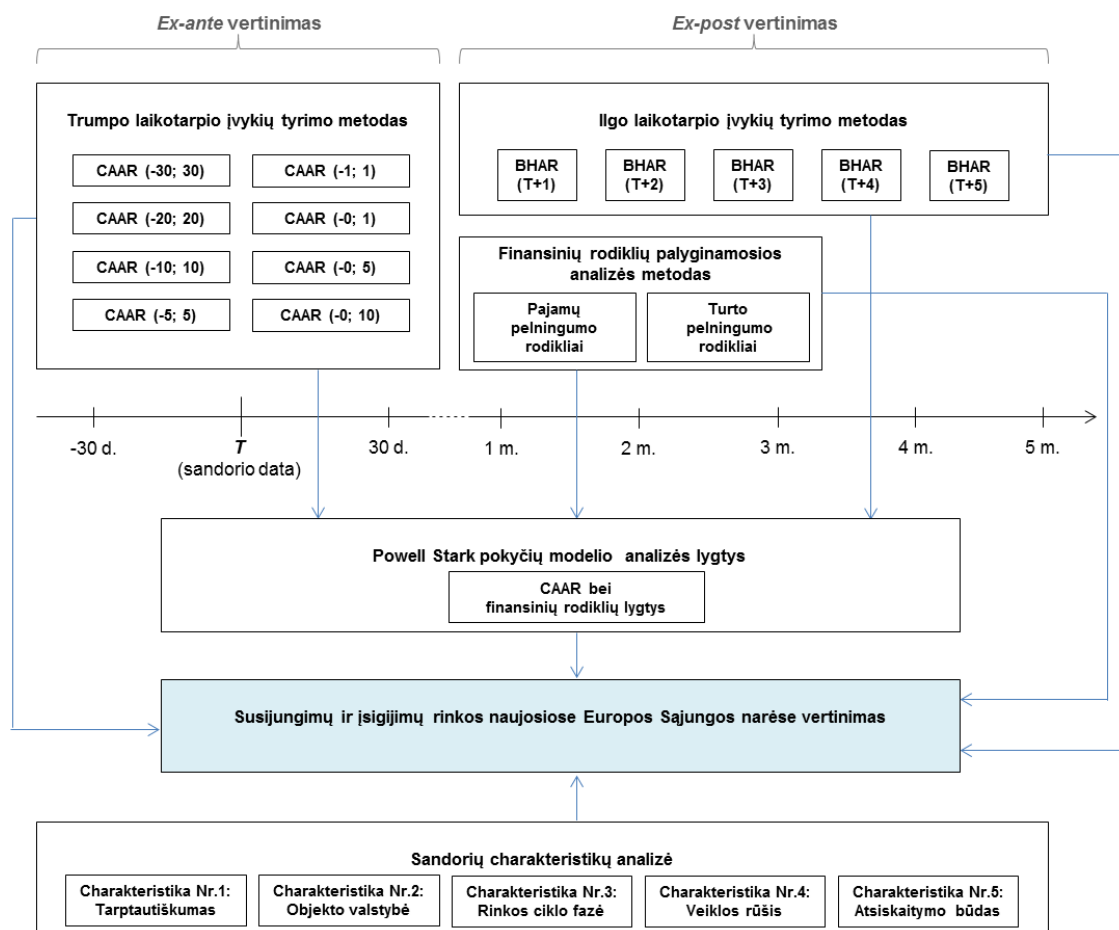
Analogiškai ir ilgo laikotarpio įvykių tyrimo metodas buvo pritaikytas išplečiant analizės laikotarpį. 2.1. skyriuje buvo išsiaiškinta, kad daugumos išnagrinėtų tyrimu atveju ilgo laikotarpio įvykių tyrimo metodo akcijų išlaikymo gražos modeliavimas tęsiamas iki 48 mėnesių laikotarpiui, tuo tarpu modelyje vienas iš penkių modeliujamų laikotarpių ištęstas iki 5 m. arba 60 mėnesių, siekiant įvertinti netipinius akcijų kainų pokyčius itin ilgu laikotarpiu (tokio tipo studijoms) ir galbūt aptikti vėlesnės reakcijos į analizuojamo tipo įvykius požymius.

Finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodas taikomas dviejų palyginamųjų bazių pagrindu – siūlomi skaičiuoti turto ir pajamų pelningumo rodikliai. Išsivysčiusių rinkų atveju dažnai apsiribojama pajamų pelningumo rodiklio skaičiavimu (Duso et al., 2010), visgi analizuojamam regionui disertantas siūlo naudoti platesnę rodiklių bazę ir įtraukti turto pelningumo rodiklį kaip alternatyvų. Remiantis (Croitoru ir Rusu, 2014; Sakali, 2012) publikacijomis, regiono valstybių įmonėms yra būdingi ženklūs pelno ir pajamų rodiklių svyravimai, todėl turto pelningumo rodiklio įtraukimas gali suteikti vertingą alternatyvų sprendimą tyrimą atliekančiam mokslininkui nustatant pelningumo pokyčius prieš ir po susijungimų ir įsigijimų sandorių.

Sandorių charakteristikų analizės atveju, modelyje siūloma analizuoti mokslinėje literatūroje dažniausiai testuojamų veiksnių įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių sėkmei ir sukurtai vertei. Tokie veiksniai remiantis 2.3. skyriaus informacija, yra: sandorio tarptautiškumas, sandorio objekto valstybė,

susijungimų ir įsigijimų rinkos ciklo fazė, sandorio šalių veiklos rūšis bei sandorio metu pasitelktas atsiskaitymo būdas. Visi šie veiksniai įtraukiami į pateikiamą modelį. Išsami modelio schema pateikiama 18 paveiksle.

Svarbus modelio požymis – jame derinami *ex-ante* ir *ex-post* tyrimo metodai, kurie atskirai sulaukia akademikų kritikos dėl kiekvienam jų būdingų apribojimų susijusių su įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių vertinimo išsidėstymu laike (MacKinlay, 1997), tuo tarpu šiuos tyrimų metodus derinant pasiekiami patikimesni rezultatai (Powell ir Stark, 2005).



18 pav. Teorinis susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Modelyje visų įtrauktų metodų rezultatų reikšmingumas tikrinamas taikant statistinius testus. Pažymėtina, kad remiantis Corrado et al. (1989) bei Langmann (2007) publikacijomis, įvykių tyrimo metodu gautiems rezultatams tikrinti šalia parametrinio t testo pasitelkiamas ir neparametrinis Corrado testas.

Powell ir Stark pokyčių modelio lygtys (Powell ir Stark, 2005) apibendrina į jas įtrauktų ankstesnių įvykių tyrimo bei finansinių rodiklių palyginamosios analizės rezultatus bei susieja *ex-ante* bei *ex-post* vertinimus.

Remiantis pateikiamu modeliu trečiojoje disertacijos dalyje atliekamas įmonių susijungimo ir įsigijimo sandorių rinkoje sukurtos vertės naujosiose Europos Sąjungos narėse tyrimas. Išsami tyrimo metodologija pateikiama 3.1. skyriuje.

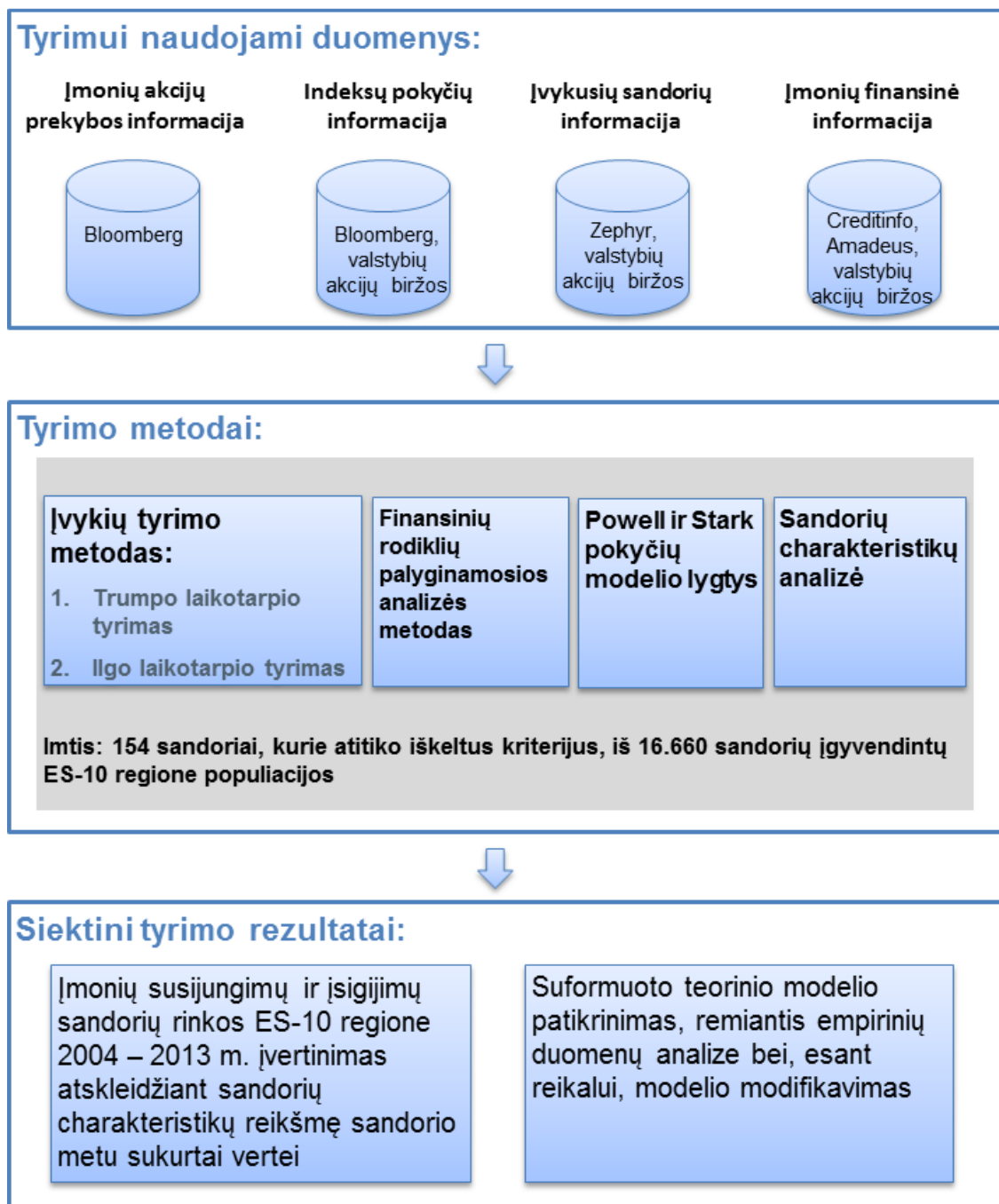
3. ĮMONIŲ SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ RINKOS NAUJOSIOSE EUROPOS SAJUNGOS NARĖSE VERTINIMAS

3.1. Tyrimo metodologija

Disertacijos tyrimo metodologija yra paremta 2.4. skyriuje pateiktu teoriniu susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modeliu.

Disertantas, atlikdamas tyrimą, rėmėsi trimis Arbnor ir Bjerke (1997) išskirtais metodologiniais požiūriais, kurie pabrėžia tris svarbius aspektus – analitiškumą, sistemiškumą ir veikėjų požiūrį (angl. *actors approach*). Pagrindinis tyrime vyraujantis metodologinis požiūris yra analitinis – pasitelkiant skirtingus modelius nustatomi priežastiniai ryšiai ir tikrinamos iškeltos hipotezės. Tačiau pats tyrimo objektas ir autoriaus pasirinkta tyrimo struktūra atspindi ir sisteminio bei veikėjų požiūrių elementus: sistemiškumas pasireiškia per analizuojamą geografinį regioną, kuris gali pagrįstai būti laikomas atskira subsystema pasaulio ir Europos ekonomikose. Todėl ir tyrimo išvadomis siekiama surasti bendrus ES-10 bloko šalims būdingus dėsningumus.

Veikėjų požiūriu pagrįsta pati tyrimo idėja – kadangi objektyvi tikrovė susiformuoja konkrečioje socialinėje aplinkoje bei yra suprantama per tų veikėjų suvokimą, tai skirtingi mokslo analizuojami reiškiniai gali būti vertinami remiantis iš atskirų veikėjų požiūrio perspektyvos. Nors tyrime netaikomi veikėjų požiūriui būdingi apklausos ar atvejo analizės metodai, tačiau analitiniame tyrime visa imtis yra skaidoma į atskirus segmentus pagal sandorių geografines charakteristikas ir investuotojų tipą, siekiant atspindėti skirtingų veikėjų svarbą tyrimui.



19 pav. Loginė disertacijos tyrimo schema

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Kaip pabrėžia daugelis autorių, nagrinėjančių metodologinius socialinių mokslų apsektus, itin svarbus yra naudojamų metodų validumo aspektas. Autoriaus

tyrime naudojami metodai turi solidų teorinį pagrindą bei skirtinguose tyrimuose yra apibūdinti kaip patikimi, siekiant nustatyti konkrečių įvykių įtaką įmonių vertei (pvz., Moeller ir Schlingemann, 2005; Duso et al., 2010). Be to, šie metodai disertacijos tyrime yra derinami ir integruoti į vientisą modelį, kas yra reta praktika pasauliniuose tyrimuose ir iki šiol nebuvo atlikta ES-10 regiono tyrimuose. Atlikti metodų papildymai ir atskirų metodų derinimas ne tik didina tyrimo patikimumą, bet prisideda ir prie šio tyrimo metodologinės dalies naujumo.

Toliau šiame skyriuje išsamiai pristatomi analizei pasitelkti informacijos šaltiniai, tyrimo imtis bei pagrindiniai taikytų metodų žingsniai.

Tyrimo imtis

Tyrimo imtį sudarė ES-10 valstybių bloko įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai vykę per pirmąjį šių šalių narystės ES dešimtmetį: 2004 – 2013 m. Pabrėžtina, kad buvo tiriami tik tie sandoriai, kurių metu buvo įsigyjamos ES-10 šalyse registruotos įmonės, atvirkštinio tipo sandoriai nebuvo nagrinėti. Apibrėžiant imtį buvo taikomi šeši pagrindiniai kriterijai:

1. Įmonės akcijos įsigijimo metu buvo kotiruojamos vertybinių popierių biržoje.
2. Yra žinoma tiksli paskelbimo apie vykdomą sandorį data.
3. Sandoris buvo sėkmingai užbaigtas.
4. Į tolesnę analizę pateko tik sandoriai, kurie buvo klasifikuoti, kaip įsigijimai, susijungimai arba vadovybės išpirkimo sandoriai.
5. Tolesnis atrankos etapas apėmė atrinkimą tik tų sandorių, kurių metu buvo įsigyta bent 10% įmonės akcijų paketas, o galutinis investuotojo turimų akcijų paketas po sandorio sudarė ne mažiau nei 50% akcijų.
6. Paskutiniame etape buvo atrinkti sandoriai, kuriuose kaip sandorio „taikiny“ dalyvavusi įmonė turėjo išsamią akcijų prekybos istoriją būtiną tyrimui atlikti, t.y. bent 90 prekybos dienų prieš sandorį ir 30 dienų po sandorio. Be to, iš galutinės imties buvo atmesti sandoriai, kurie vyko tarp

susijusių šalių (akcijų persikirstymas įmonių grupės viduje ar tarp to pačio fizinio asmens kontroliuojamų subjektų) bei remiantis daugelio ankstesnių tyrimų patirtimi (pvz., Andrade et al., 2001) buvo pašalinti pasikartojantys sandoriai: jei ta pati įmonė anksčiau nei po trijų metų tapo analogiško sandorio objektu, į imtį buvo įtraukiamas tik pirmasis sandoris.

10 lentelė. Tyrimo imtis

Kriterijai	Visi sandoriai, kurių šalimi kaip sandorio "taikynys" buvo ES-10 šalyse registruotos įmonės	1. kriterijus Sandoriai, kai buvo įsigytos įmonės, kurių akcijos įsigijimo momentu buvo kotiruojamos biržoje
2. kriterijus Paskelbta apie planuojamus sandorius 2004 – 2013 m.	20.404	7.747
3. kriterijus Įgyvendinti sandoriai 2004 – 2013 m.	16.660	6.967
4. kriterijus Sandoriai, kurie atitiko sandorio tipo kriterijų	8.651	931
5. kriterijus Sandoriai atitinkantys paketo dydžio kriterijų	6.448	510
6. kriterijus Sandoriai, kurie turėjo akcijų rinkų informaciją analizuojamo įvykio metu bei atitiko likusius kriterijus	-	154

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis (Zephyr, 2014)

Kaip pateikta lentelėje, bendras 2004 – 2013 m. paskelbtų įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičius ES-10 bloke viršijo 20 tūkstančių, 82% šių sandorių buvo įgyvendinti. Dar didesnė proporcija įgyvendintų sandorių tarp listinguojamų įmonių – šiuo atveju iš 7.747 sandorių įgyvendinti buvo 6.967 sandoriai, t.y. 90%.

Galutinė tyrimo imtis susideda iš 154 sandorių. Pagrindinius kriterijus atitiko 510 sandorių, tačiau likusi dalis įmonių neturėjo pilnos akcijų rinkos informacijos. Galutinė 154 sandorių imtis atspindi 6.448 sandorių grupės

informaciją (įtraukiant ir privačias įmones, kurių akcijos sandorio metu nebuvo kotiruojamos). Savo ruožtu pastaroji grupė sudaro 39% visų 2004 – 2013 m. įvykdytų įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičiaus.

Kaip pavaizduota 11 lentelėje, į pradinę 510 sandorių imtį pateko visų ES-10 bloko valstybių įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriai, tačiau galutinėje imtyje neliko nei vienos Slovakijos įmonės, nes Bratislavos vertybinių popierių biržoje kotiruojamų įmonių akcijų prekybos informacija nebuvo prieinama nei Bloomberg rinkų duomenų informacinėje sistemoje, nei Bratislavos biržos puslapyje internete.

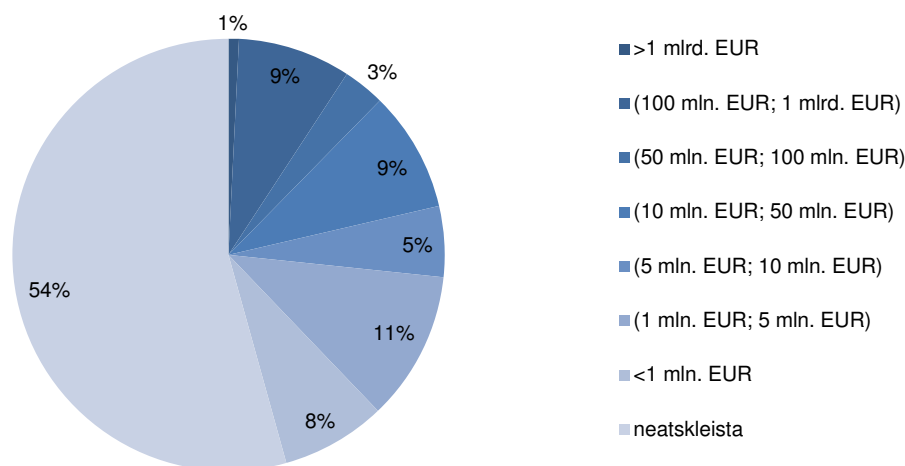
11 lentelė. Tyrimo imties pasiskirstymas pagal valstybes

ES-10 valstybė	510 sandorių imtis	154 sandorių imtis
Lietuva	36	11
Latvija	18	7
Estija	18	4
Vengrija	29	3
Lenkija	235	84
Slovenija	37	16
Čekija	53	7
Kipras	56	20
Malta	6	2
Slovakija	22	0

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis (Zephyr, 2014)

Nors daugumos į pradinę imtį patekusių sandorių atveju nebuvo atskleisti sandorio dydžio duomenys, tačiau iš sandorių, kurių kainos informacija buvo viešai paskelbta, matomi tokie faktai: tarp į pradinę imtį patekusių sandorių daugiausiai analizuojamu laikotarpiu vyko 1 – 5 mln. eurų dydžio sandorių (iš viso 57 sandoriai pradinėje imtyje, arba 11%), 10 – 50 mln. Eurų dydžio sandorių (iš

viso 46 sandoriai pradinėje imtyje, arba 9%), taip pat dažni buvo ir dideli 100 mln. – 1 mlrd. Eurų dydžio sandoriai (iš viso 43 sandoriai pradinėje imtyje, arba 9%). Tyrimo imties pasiskirstymas pagal sandorio dydį pateikiamas 20 paveiksle.



**20 pav. Tyrimo imties pasiskirstymas pagal sandorio dydį
(510 sandorių imtis)**

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis (Zephyr, 2014)

Taikyti įvykių tyrimo metodo parametrai

Kaip buvo konstatuota išnagrinėjus mokslinius šaltinius įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių metu sukurtos vertės tematika, įvykių tyrimo metodas turi daug variacijų ir gali būti lanksčiai pritaikyta konkrečioms tyrimo aplinkybėms. Siekiant kuo plačiau analizuoti menkai išnagrinėtą įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių metu ES-10 sukurtos vertės problemą ir šiame regione vykstantiems sandoriams parinkti tinkamiausią įvykių tyrimo metodo variantą, toliau pateikiamame tyrime naudojami visi pagrindiniai analizuotų autorių išskiriami įvykių tyrimo metodo variantai:

1. Pastovaus vidurkio (statistinis tipinės gražos modelis);
2. Rinkos (ekonominis tipinės gražos modelis);

3. Kintamos palyginamosios bazės (ekonominis modelis).

Ilgojo laikotarpio grąža skaičiuojama taikant netipinės akcijų išlaikymo grąžos metodą.

Visų tipų grąžos rodikliai taikant įvykių tyrimo metodą buvo skaičiuojami taikant logaritminį grąžos skaičiavimo algoritmą, aprašytą žemiau pateikiama formule:

$$r_{i,\tau} = \ln(1 + R_{i,\tau}) = \ln(P_{i,\tau}) - \ln(P_{i,\tau-1}) \quad (7)$$

Nustačius kiekvienos imties akcijos grąžą analizuojamu laikotarpiu buvo nustatoma netipinė įvykio laikotarpiu sukaupta grąža (CAR) pasitelkiant 4 formulę. Paskutiniu metu žingsniu remiantis 5 formule buvo įvertinama visos analizuojamos imties (charakteristikų tyrimo atveju – atskiro įmonių segmento) vidutinė netipinė grąža įvykio langų periodais (CAAR). Netipinė akcijų išlaikymo grąža buvo skaičiuojama remiantis 6 formule.

Analizuojant mokslinę literatūrą buvo pastebėta, kad tyrimuose taikomi įvairaus ilgio langai, tačiau paprastai jie neviršija 61 dienos laikotarpio, dažniausiai pasitaikantys langai yra 5 – 11 dienų, o likvidžiose rinkose dažnai taikomi ir 1 - 3 dienų įvykio langai.

Kadangi atliekamu tyrimu ne tik siekiama nustatyti įmonių susijungimų ir įsigijimo įvykių įtaką įmonių vertei, bet ir koncentruojamasi į šio tipo sandorių specifiką ES-10 šalyse, todėl nutarta taikyti aštuonis skirtingus langus (12 lentelė), kurie išryškintų, kokiame laikotarpiu stebimi ryškiausi vertės pokyčiai bei leistų išvengti regiono akcijų rinkoms būdingų žemo likvidumo sąlygotų tyrimo komplikacijų, kai per trumpą langą gali būti neužfiksuotas iš tikrųjų įvykės efektas (Amihud, 2002). Kaip šalutinio įvairių langų taikymo rezultato darbo autorius tikisi tyrimo įžvalgų susijusių su informacijos asimetrijos potencialiu egzistavimu.

12 lentelė. Trumpo laikotarpio įvykių tyrimui taikyti langai

Langas	Lango trukmė (akcijų rinkos prekybos dienomis)
(-30;30)	61
(-20;20)	41
(-10;10)	21
(-5;5)	11
(-1;1)	3
(0;1)	2
(0;5)	6
(0;10)	11

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Netipinės akcijų išlaikymo gražos modelio taikymo atveju, gražos rodiklis BHAR buvo matuojamas penkiais gražos laikotarpiais (13 lentelė).

13 lentelė. Gražos laikotarpiai taikant netipinės akcijų išlaikymo gražos metodą

Laiko režis (akcijų prekybos dienomis)	Metų skaičius	Akcijų prekybos dienų skaičius
(-30; 1290)	5	1321
(-30; 1032)	4	1063
(-30; 774)	3	805
(-30; 516)	2	547
(-30; 258)	1	289

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Kiekvieno laikotarpio atveju buvo daromos šios prielaidos: akcijos įsigyjamos 30 dienų prieš sandorį ir išlaikomos atitinkamą metų skaičių; metus sudaro 258 akcijų prekybos dienos.

Tyrime apskaičiuotų netipinės su įvykiu susijusios gražos rodiklių statistinis reikšmingumas buvo vertinamas remiantis pateikiama hipoteze:

H_0 : įmonių susijungimo ir įsigijimo sandoris neturi jokios įtakos įmonės akcijų kainos pokyčiui (vidurkiui ir dispersijai).

Verta pabrėžti, kad tyrimo rezultatus patvirtinančia išvada laikytinas ne nulinės hipotezės patvirtinimas, bet atmetimas. Testuojama, ar įvykio lango metu buvo fiksuota netipinių (t.y. nenormalių – nutolusių nuo normaliojo pasiskirstymo) grąžų.

Disertantas parinktos imties pagrindu gautos vidutinės netipinės grąžos rezultatus (trumpo laikotarpio rodiklis CAAR) testavo remdamasis dviejų tipų testais: parametriniu t – testu bei neparametriniu Corrado rangų testu (tokių testų derinimas aptartas antroje disertacijos dalyje). Ilgo laikotarpio įvykių tyrimo atveju taikomas t – testas.

Taikyti finansinių rodiklių metodo parametrai

Esminis finansinių rodiklių analizės metodo elementas – netipinių rezultatų fiksavimas, kurie apskaičiuojami iš nominaliųjų rodiklių reikšmių atėmus palyginamosios bazės pokyčius.

Remiantis plačiai cituojamais šio tipo darbais (Powell ir Stark, 2005; Martynova et al., 2007) netipinio veiklos pelno ir įmonės turto santykio bei netipinio veiklos pelno ir įmonės pajamų santykio rodikliai buvo parinkti autoriaus tyrimui. Šie rodikliai kiekvieniems metams buvo apskaičiuoti remiantis pateikiamomis formulėmis:

- Netipinis turto pelningumas:

$$NTP_{i,\tau} = TP_{i,\tau} - \frac{TP_{A,\tau} + TP_{B,\tau} + TP_{C,\tau}}{3} \quad (8)$$

- Netipinis pajamų pelningumas:

$$NPP_{i,\tau} = PP_{i,\tau} - \frac{PP_{A,\tau} + PP_{B,\tau} + PP_{C,\tau}}{3} \quad (9)$$

Kur:

$TP_{i,\tau}; PP_{i,\tau}$ – *i* įmonės atitinkamai turto ir pajamų pelningumo rodiklis;

$TP_{A,\tau}; PP_{A,\tau}$ – A palyginamosios įmonės atitinkamai turto ir pajamų pelningumo rodiklis.

14 lentelėje pateikiami palyginamųjų įmonių atrinkimo kriterijai. Pirmuoju pasirinkimu palyginimui taikomi dviejų vietinių įmonių ir vienos ES-10 regiono įmonės atrinkos pagal EVRK kodo skaitmenų atitikimą rezultatai. Kiti kriterijai paremti įmonės dydžio ir įmonės veiklos rezultatų panašumais.

14 lentelė. Kriterijai atrinkti palyginamosios bazės įmonės finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodo skaičiavimams

Kriterijus	Kriterijaus apibrėžimas
1. Veiklos rūšis: A. Įmonė B. Įmonė C. Įmonė	<ul style="list-style-type: none"> • Keturių ženklų ir trijų ženklų EVRK kodai; • Dvi tos pačios šalies įmonės, viena ES-10 regiono įmonė.
2. Įmonės dydis (matuojamas pagal įmonės turto rodiklį)	<ul style="list-style-type: none"> • Min. rodiklio rėžis (-15%; 15%); • Max. rodiklio rėžis (-50%; 50%)
3. Įmonės veiklos rezultatas (matuojamas kaip veiklos pelno ir pardavimų santykis)	<ul style="list-style-type: none"> • Min. rodiklio rėžis (-15%; 15%); • Max. rodiklio rėžis (-50%; 50%)

Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis Powell ir Stark (2005), Martynova et al. (2007)

Tokiu būdu vykdomas literatūroje rekomenduojamas (pvz., Powell ir Stark, 2005) tripakopis atrankos kriterijų taikymas. Be to, tyrime pasitelkiama ženkliai patobulinta atrinkimo metodika. Taikoma net trijų palyginamųjų įmonių bazė – dažniausiai lyginama su viena įmone (pvz., Martynova et al., 2007).

Powell ir Stark pokyčių modelio lygtys

Įvertinus įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių sukeltų pokyčių įmonės vertei (ir veiklos rodikliams) reikšmingumą įvykių tyrimo ir finansinių rodiklių analizės metodais, toliau remiantis suformuotu tyrimo modeliu analizei pasitelkiamas Powell ir Stark (2005) pasiūlytas metodas.

Metodo ekonominė prasmė: efektyvios rinkos prielaidai esant teisingai, sandorių metu, kurie ženkliai prisideda prie įmonės veiklos rodiklių išaugimo ateityje (ir įmonės vertės augimo), pasekoje įmonių susijusių su sandoriu akcijų kaina turi augti jau sandorio paskelbimo metu (Powell ir Stark, 2005). Šiam teiginiui esant teisingam egzistuoja priklausomybė – įmonės veiklos rodikliai po sandorio turi teigiamą ryšį kaip priklausomas kintamasis su įmonės veiklos rodikliais po sandorio ir sandorio metu užfiksuotais akcijos kainos pokyčiais. Visa tai aprašoma regresijos lygtimi (Powell ir Stark, 2005):

$$IAOP_i^{(post)} = \beta_0 + \beta_1 IAOP_i^{(pre)} + \beta_2 MAAR_i + \varepsilon_i \quad (10)$$

Kur:

$IAOP_i^{(post)}$ – pasirinkto i įmonės veiklos rodiklio reikšmė po sandorio;

$IAOP_i^{(pre)}$ – pasirinkto i įmonės veiklos rodiklio reikšmė prieš sandorį;

$MAAR_i$ – sandorio metu užfiksuotas i akcijos kainos netipinis pokytis (tyrime žymimas CAR).

Pagal 10 formulę gautų rezultatų reikšmingumas tyrimo metu matuojamas taikant t – testą.

Duomenys, informacijos šaltiniai ir programinė įranga

Atliekant tyrimą, remiamasi gausiais antriniais informacijos šaltiniais. Visus šaltinius galima suskirstyti į tris grupes pagal tyrimo etapus:

1. Su įvykių tyrimu susijusi informacija buvo gauta naudojant ES-10 bloko šalių vertybinių popierių biržų, Bloomberg rinkų informacijos sistemos bei Zephyr sandorių duomenų bazės (datos) informaciją;
2. Finansinių rodiklių analizės metodo taikymui reikalingi finansiniai duomenys buvo renkami Creditinfo, Registrų centro, Amadeus duomenų bazėse bei biržų puslapiuose internete.
3. Kitiems rodikliams apskaičiuoti būtina informacija buvo gauta Creditinfo, Registrų centro, Amadeus duomenų bazėse bei biržų puslapiuose internete bei kai kurių kompanijų atveju – konkrečių kompanijų puslapiuose internete.

Išsamus informacijos šaltinių sąrašas pagal nagrinėjamas valstybes pateikiamas 15 lentelėje.

Visi surinkti duomenys buvo agreguoti sudarant 4 duomenų masyvus:

1. Išplėstinės imties įmonių akcijų kainų pokyčių duomenų bazė susideda iš 2,4 mln. atskirų reikšmių (600 stulpelių, 4.000 eilučių) – 2003 – 2013 m. informacija kiekvienai akcijų prekybos dienai.
2. Įmonių susijungimų ir įsigijimų įvykusių 2004 – 2013 m. duomenų bazė.
3. ES-10 šalių akcijų rinkų indeksų, MSELXRN indekso, bei naujai apskaičiuoto ES-10 indekso laiko eilučių duomenys - 2003 – 2013 m. informacija kiekvienai akcijų prekybos dienai.
4. Imties įmonių finansinių duomenų sąvadas.

Didžioji dalis skaičiavimų buvo atliekama naudojant MS Excel programą, kaip specifinė pagalbinė programa įvykių tyrimui atlikti buvo pasitelktas Event

Study Metrics programinis paketas, kuris leidžia vienu metu testuoti iki 8 skirtingų langų periodus siekiant įvertinti konkreto įvykio įtaką įmonių vertei.

15 lentelė. Pagrindiniai tyrime panaudotos informacijos šaltiniai

	Įmonių akcijų prekybos informacija	Indeksų informacija	Įvykusių sandorių informacija	Įmonių finansinė informacija
Lietuva	Bloomberg	Bloomberg	Zephyr, Biržų puslapiai, Mergermarket, Reuters	Creditinfo, Registru centras, Biržų puslapiai, Amadeus
Latvija	Bloomberg	Bloomberg		
Estija	Bloomberg	Bloomberg		
Vengrija	Bloomberg	Bloomberg		
Lenkija	Bloomberg	Bloomberg		
Slovenija	Bloomberg	Bloomberg		
Čekija	Bloomberg	Bloomberg		
Kipras	Bloomberg	Bloomberg		
Malta	Bloomberg	Bloomberg		
Slovakija	Bloomberg	Bratislavos VP birža		

Galutinei imčiai, kurią sudaro 154 sandoriai, buvo surinkta tokia informacija:

- Perkamos įmonės pavadinimas, valstybė, veiklos rūšies kodas (EVRK 2 redakcija);
- Parduodančio akcininko pavadinimas, valstybė, veiklos rūšies kodas (EVRK 2 redakcija);
- Perkančio akcininko pavadinimas, valstybė, veiklos rūšies kodas (EVRK 2 redakcija);
- Paskelbimo apie planuojamą sandorį bei sandorio įvykdymo data;
- Sandorio metu įsigytas akcijų paketas, perkančiojo investuotojo iki sandorio momento valdytas akcijų paketas (jei toks buvo) bei galutinis po sandorio turimas akcijų paketas;
- Akcijų kainų informacija kiekvienai prekybos dienai 2003 – 2013 m.

- Pagrindiniai finansiniai imties įmonių rodikliai;
- Darbuotojų skaičius imties įmonėse.

Remiantis surinkta informacija buvo atliktas 3.2. – 3.7. skyriuose pateikiamas tyrimas.

3.2. ES-10 indekso formavimas

Siekiant analizėje panaudoti vieną labiausiai paplitusių įvykių tyrimo metodo tikėtinos gražos modelį – rinkos modelį – tyrimui reikalingas vienas ir visai imčiai bendras palyginamasis indeksas.

Šiam tikslui pasiekti buvo išnagrinėti pagrindinių indeksus sudarančių institucijų pateikiami indeksai ir nustatytas tik vienas indeksas, kurio geografinis regionas atitinka autoriaus tyrimo imties geografiją: MSCI EM Europe ex-Russia⁸ (MSCI, 2014). Tačiau išnagrinėjus šio indekso sudėtį paaiškėjo, kad jis orientuotas į didžiausias regiono akcijų rinkas – Lenkijos, Vengrijos ir Čekijos (FE Trustnet..., 2014). Todėl norint tęsti tyrimą pagal teoriniame susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelį pateiktą antroje disertacijos dalyje iškilą būtinybę sukonstruoti tiksliai visas regiono akcijų rinkas atspindintį indeksą.

Tuo tikslu buvo surinkta visų ES-10 valstybių pagrindinių indeksų, atspindinčių kiekvienos šalies akcijų rinkos dinamiką, informacija nuo 2003 sausio 2 d. Tiksliai informacija, kokie kiekvienos valstybės akcijų rinkų indeksai buvo parinkti konstruojant bendrą ES-10 valstybių akcijų rinkų indeksą, pateikiama 16 lentelėje.

⁸ Bloomberg rinkų informacinėje sistemoje jis žymimas MSELEXRN. Šis trumpinys toliau naudojamas ir disertacijoje.

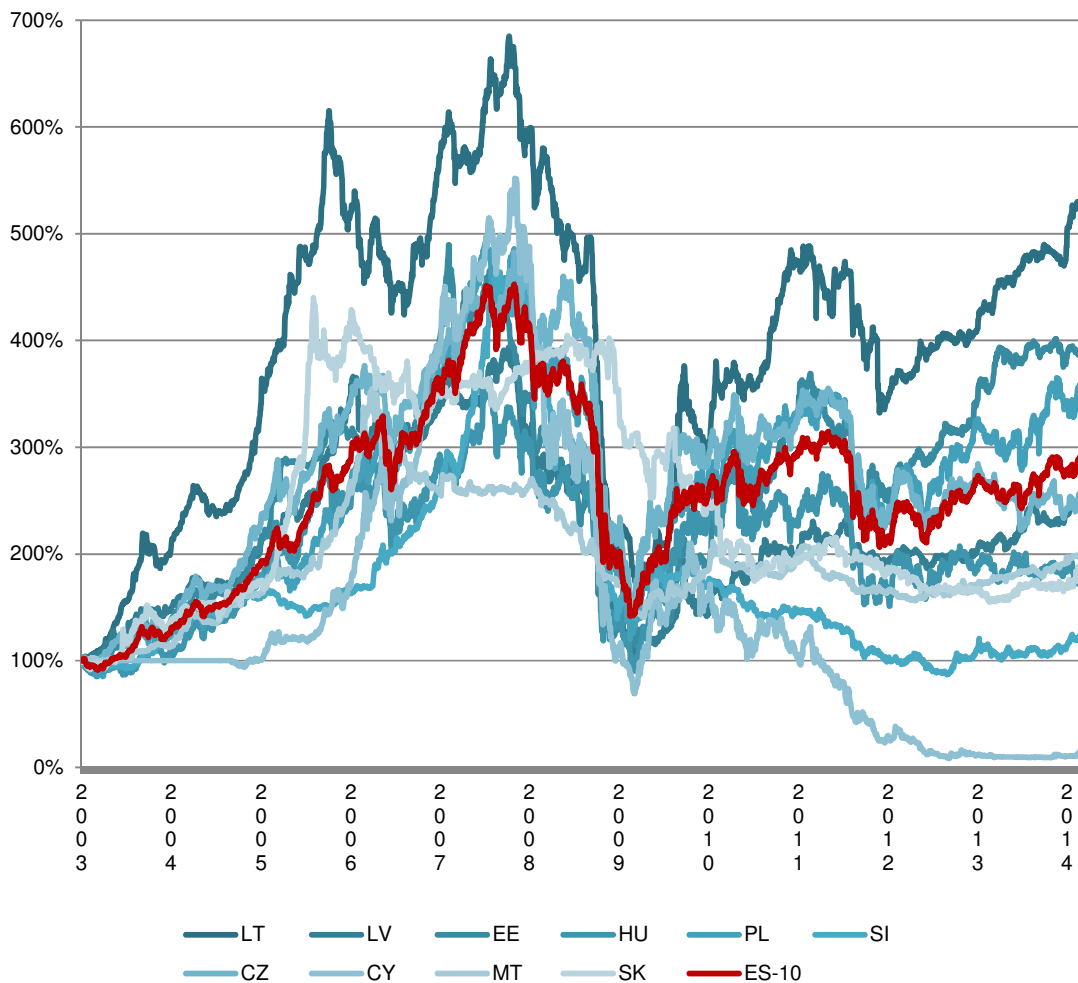
16 lentelė. ES-10 indeksą sudarančių indeksų sąrašas bei jų svoriai bendrame indekse nurodytomis datomis

Valstybė	Naudotas indeksas	Indekso svoris ES-10 indekse 2003.07.01	Indekso svoris ES-10 indekse 2013.07.01	Indekso duomenų šaltinis
Lietuva	VILSE Index	3,5%	3,6%	Bloomberg
Latvija	RIGSE Index	2,1%	2,1%	Bloomberg
Estija	TALSE Index	1,9%	1,8%	Bloomberg
Vengrija	BUX Index	15,8%	12,8%	Bloomberg
Lenkija	WIG Index	43,4%	47,9%	Bloomberg
Slovenija	SBITOP Index	5,1%	4,4%	Bloomberg
Čekija	PX Index	18,1%	17,2%	Bloomberg
Kipras	CYSMMAPA Index	2,4%	2,0%	Bloomberg
Malta	MALTEX Index	0,9%	0,8%	Bloomberg
Slovakija	SAX Index	6,7%	7,4%	Bratislavos VP birža

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis ES-10 valstybių akcijų biržų informacija

Bendro ES-10 indekso konstravimas buvo paremtas Blitz et al. (2010) darbu, kuriame mokslininkai apžvelgė teoretikų darbus, bei atliko tyrimą, siekdami nustatyti, koks indekso perbalansavimo (angl. *rebalancing*) dažnumas ir kokie indekso svorių pokyčių datų pasirinkimai daro mažiausią įtaką indekso tikslumui. Remiantis Blitz et al. (2010) tyrimo rezultatais buvo konstruojamas ir ES-10 indeksas. Indeksą sudarančių atskirų šalių indeksų svorių pokyčiai buvo vykdomi kiekvienų metų liepos pirmosios datai, kuri anot minimo tyrimo yra mažiausiai iškreipianti indekso objektyvias reikšmes. Kaip atskirų šalių indeksų svoriai bendrame indekse buvo naudojami ES-10 šalių kiekvienų metų BVP duomenys (išsami informacija, kurioje pateikti indekso skaičiavimo duomenys pateikiama 2 disertacijos priede).

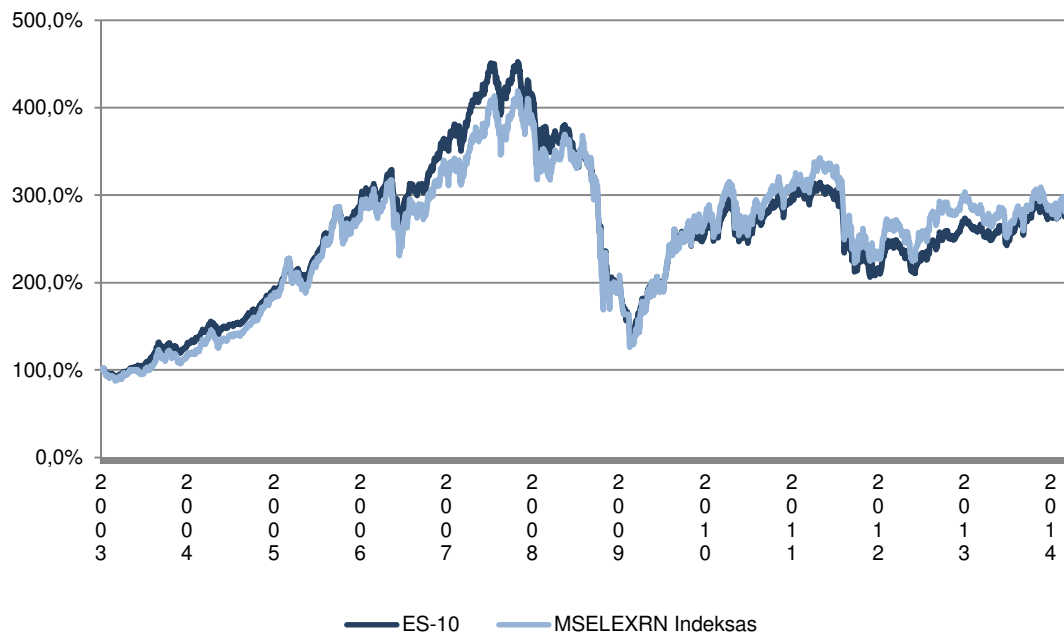
21 paveiksle pavaizduota naujai suformuoto ES-10 indekso bei atskirų bloko valstybių indeksų dinamika.



**21 pav. ES-10 indekso bei atskirų bloko valstybių indeksų dinamika
2003 – 2014 m.**

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis ES-10 valstybių akcijų biržų informacija

Kaip matoma iš grafiko, nepaisant bendro trendo ir vienodos akcijų rinkų krypties finansinės krizės metu, atskirų šalių akcijų rinkų ciklai regione nėra sutampantys – egzistuoja reikšmingi skirtumai, ypač svyravimų amplitudės prasme. Pažymėtina, kad poretiesiniame laikotarpyje (2010 – 2013 m.) atskirų akcijų rinkų raida ženkliai skiriasi.



**22 pav. Suformuoto ES-10 indekso bei MSELEXRN indekso dinamika
2003 – 2014 m.**

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis FE Trustnet... (2014)

Apskaičiuotas ES-10 indeksas buvo grafiškai palygintas su MSELEXRN (MSCI EM Europe ex-Russia) indeksu, kuris atspindi tą patį regioną. Toliau disertacijos tyrime duomenys nagrinėjami remiantis ES-10 indeksu bei, kai tai leis taikomi metodai, atskirų šalių indeksais.

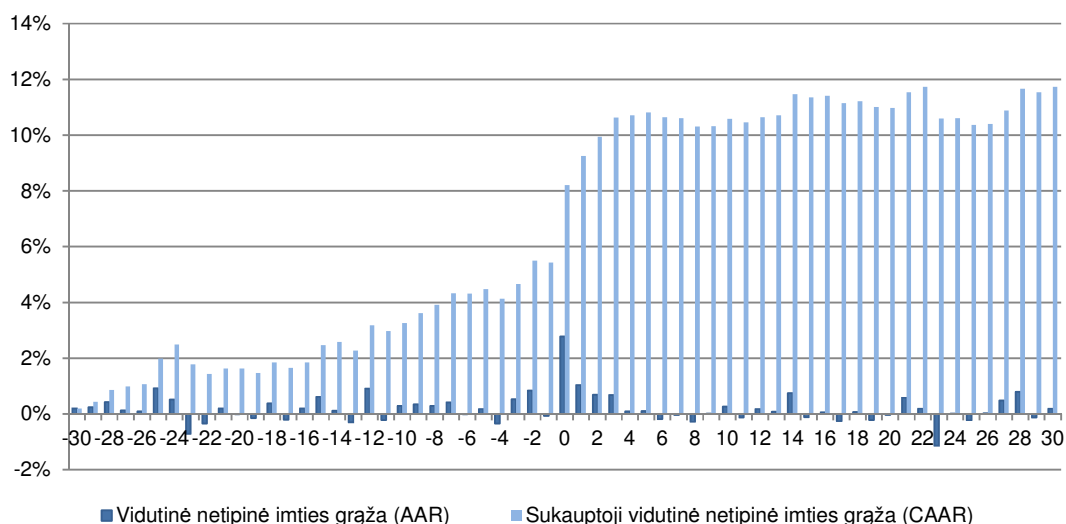
3.3. Trumpo laikotarpio įvykių tyrimas

Atliekant trumpo laikotarpio ES-10 valstybių bloko įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių, vykusių 2004 – 2013 m. sukurtos vertės tyrimą, buvo siekiama nustatyti, kokia vertė buvo sukurta įsigijamų arba susijungime dalyvaujančių įmonių akcininkams aštuonių pasirinktų langų periodais (vėlesniame etape testuojant skirtingų sandorio charakteristikų reikšmę sandorio sėkmei

pasitelkiamas mažesnis langų kiekis). Trumpo laikotarpio tyrimas atliekamas remiantis vienu statistiniu tikėtinos grąžos modeliu (pastovaus vidurkio) ir dviem ekonominiais (kintamos palyginamosios bazės ir rinkos modeliu).

Pastovaus vidurkio modelis

Pastovaus vidurkio modelis remiasi vien statistinėmis prielaidomis ir neatsižvelgia į ekonominius veiksnius. Todėl šiuo metodu gauti rezultatai laikytini indikaciniais ir papildančiais vėlesnius tyrimus. Pastovaus vidurkio modelio taikymą plačiai yra išnaginėjęs MacKinlay (1997), kurio įžvalgomis buvo remtasi atliekant skaičiavimus.



23 pav. AAR bei CAAR rodikliai apskaičiuoti remiantis pastovaus vidurkio tikėtinos grąžos modeliu

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Visu 61 dienos lango periodu, remiantis pastovaus vidurkio tikėtinos grąžos modeliu, sukauptos vidutinės netipinės grąžos (CAAR) rodiklis siekia 11,7% - tokiu dydžiu vidutiniškai išaugo analizuojamos 154 įmonių imties vertė analizuojamu langu įvykus nagrinėjamiems įvykiams – įmonių susijungimų ir

įsigijimų sandoriams. Nagrinėjant 23 paveikslo informaciją matoma, kad didžiausi kasdieniniai netipiniai prieaugiai (AAR) susikoncentravę aplink įvykio datą. Kartu pastebima tendencija, kad netipinė grąža fiksuojama jau prieš įvykį, kai teoriškai rinkos dalyviai neturėtų žinoti apie vykstantį sandorį ir atitinkamai netipinės grąžos neturėtų susidaryti. Visgi, reali situacija yra kitokia – per 30 dienų iki įvykio sukaupta ir rinkos pokyčiais nepaaiškina grąža sudaro 5,4%. Šis rezultatas indikuoja ankstesniuose tyrimuose pastebėtą informacijos asimetrijos problemą (pvz., Bartholdy et al., 2006).

17 lentelė. CAAR rodikliai apskaičiuoti remiantis pastovaus vidurkio tikėtinos grąžos modeliu

Langas	CAAR	Vid. vienos lango dienos grąža	t - testo reikšmė	Reikšmingumas	Corrado testo reikšmė	Reikšmingumas
(-30;30)	11,73%	0,19%	3,81	1% lygmenyje	1,81	10% lygmenyje
(-20;20)	9,34%	0,23%	3,70	1% lygmenyje	1,82	10% lygmenyje
(-10;10)	7,61%	0,36%	4,21	1% lygmenyje	1,85	10% lygmenyje
(-5;5)	6,51%	0,59%	4,98	1% lygmenyje	2,46	5% lygmenyje
(-1;1)	3,75%	1,25%	5,50	1% lygmenyje	2,93	1% lygmenyje
(0;1)	3,82%	1,91%	6,86	1% lygmenyje	3,58	1% lygmenyje
(0;5)	5,39%	0,90%	5,58	1% lygmenyje	2,02	5% lygmenyje
(0;10)	5,16%	0,47%	3,94	1% lygmenyje	0,81	nereikšmingas

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Kaip parodyta 17 lentelėje, visų langų rezultatai yra reikšmingi remiantis t – testu. Corrado testo atveju, nereikšmingu laikytinas tik (0;10) langas.

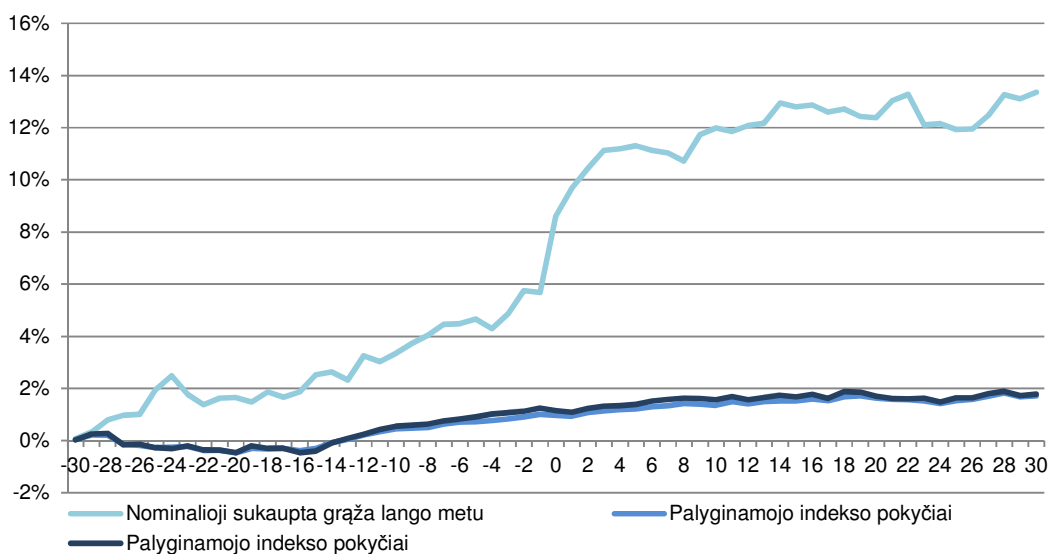
Rinkos modelis

Rinkos modeliu paremtas tyrimas buvo atliekamas kaip palyginamąją bazę naudojant dviejų tipų indeksus:

1. ES-10
2. MSELEXRN.

Pirmiausiai palyginami nominalūs šių dviejų indeksų bei analizuojamos ES-10 įmonių imties vertės prieaugiai.

Specialiai šiam tyrimui suformuoto ES-10 indekso taikymo netipinei gražai skaičiuoti atveju matome (žr. 24 pav.), kad ilgiausiu tyrime naudojamu 61 d. langu nominalus sukauptas vidutinis indekso prieaugis neviršijo 2%, kai paraleliu laikotarpiu į tyrimo imtį įtrauktų sandoriuose dalyvavusių įmonių akcijos vidutiniškai pabrango beveik 14%. Panašūs dydžiai gaunami bazinį indeksą iš ES-10 pakeičiant į MSELEXRN.

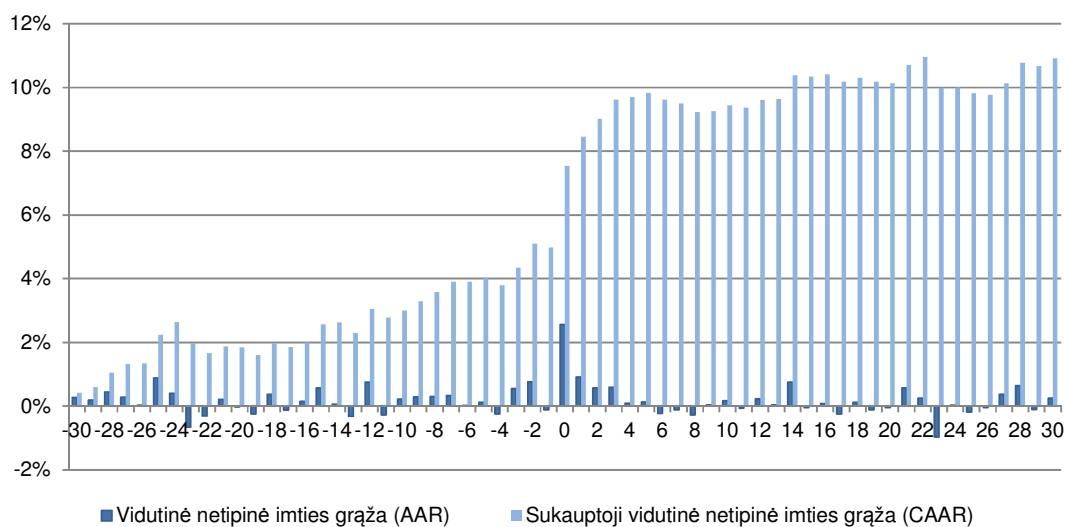


24 pav. Nominalūs sukaupti imties įmonių ir palyginamųjų ES-10 bei MSELEXRN indeksų prieaugiai tyrimo lango periodu

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Nominalių dydžių analizė suteikia vertingas išvagas apie tai, kokia dinamika pasižymi įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriuose kaip sandorio objektas dalyvaujančių įmonių akcijos, tačiau neleidžia daryti reikšmingų

mokslinių išvadų. Paprastai tokio tipo moksliniuose tyrimuose tam pasitelkiami vidutinės netipinės gražos (AAR) bei sukauptos vidutinės netipinės gražos (CAAR) rodikliai. AAR rodiklis skaičiuojamas padieniui, t.y. kiekvieną prekybos dieną. Tuo tarpu CAAR atspindi bendrą sukauptą dydį ir kiekvienu lango laiko momentu sumuojamas sudedant atskiras vidutines netipines gražas (AAR) priskirtinas konkrečiam langui. Šių rodiklių dinamika 61 dienos laikotarpiu aplink analizuojamus įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius atskirai kiekvienam baziniam indeksui atvaizduota 25 ir 26 paveiksluose.



**25 pav. AAR bei CAAR rodikliai apskaičiuoti
baziniu indeksu laikant ES-10 indeksą**

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Analizuojant 25 paveikslo informaciją matoma, kad didžiausi kasdieniniai prieaugiai susikoncentravę aplink įvykio data. Šią informaciją patvirtina ir 18 lentelėje pateikti vidutinės vienos dienos lango gražos duomenys. Atitinkamai ir sukauptos vidutinės netipinės gražos (CAAR) rodiklio statistinis reikšmingumas abiejų testų (parametrinio t – testo ir neparametrinio Corrado testo) patvirtinamas

net 1% reikšmingumo lygmenyje tų langų atveju, kurie yra artimiausi įvykio datai: (-1;1) bei (0;1). Kita vertus, t - testo reikšmės leidžia teigti, kad visų aštuonių vertintų langų atveju rezultatai yra reikšmingi 1% lygmenyje, tuo tarpu Corrado testo rezultatai atmesti kaip nereikšmingą leidžia tik paskutinįjį įvykio langą, kuris prasideda įvykio dieną ir tęsiasi dar dešimt dienų po jo – (0;10).

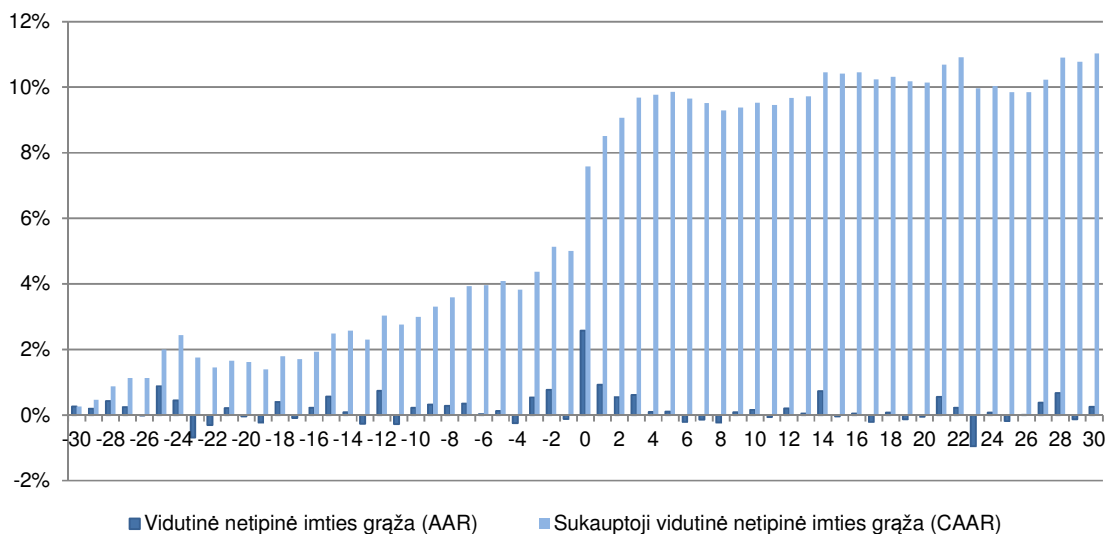
18 lentelė. CAAR rodikliai apskaičiuoti baziniu indeksu laikant ES-10 indeksą

Langas	CAAR	Vid. Vienos lango dienos graža	t - testo reikšmė	Reikšmingumas	Corrado testo reikšmė	Reikšmingumas
(-30;30)	11,3%	0,2%	4,023	1% lygmenyje	2,379	5% lygmenyje
(-20;20)	8,6%	0,2%	3,538	1% lygmenyje	2,084	5% lygmenyje
(-10;10)	6,8%	0,3%	3,893	1% lygmenyje	1,706	10% lygmenyje
(-5;5)	6,0%	0,5%	4,131	1% lygmenyje	2,272	5% lygmenyje
(-1;1)	3,4%	1,1%	3,833	1% lygmenyje	2,593	1% lygmenyje
(0;1)	3,5%	1,7%	4,420	1% lygmenyje	3,219	1% lygmenyje
(0;5)	4,9%	0,8%	4,210	1% lygmenyje	1,929	10% lygmenyje
(0;10)	4,6%	0,4%	3,194	1% lygmenyje	0,952	nereikšmingas

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Toliau nagrinėjami ES-10 valstybių bloko įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių, vykusių 2004 – 2013 m., sukurtos vertės duomenys baziniu indeksu laikant MSELEXRN indeksą.

25 paveiksle atvaizduotų vidutinės netipinės gražos (AAR) bei sukauptos vidutinės netipinės gražos (CAAR) rodiklių kitimo kreivės atkartoja ES-10 indekso taikymo atveju stebėtas tendencijas. Tačiau, kaip buvo pastebėta anksčiau, to galima tikėtis esant identišškai tiriamų bendrovių imčiai, o indeksui skiriantis nedideliais dydžiais. Be to, abiejų indeksų atveju stebima ta pati tendencija, kai akcijų kainų netipiniai prieaugiai stebimi visu 30 dienų periodu prieš sandorį. Šis faktas, nors ir tiesiogiai nepatenkantis į tyrimo aprėptį, leidžia tyrėjui įtarti informacijos asimetrijos problemą.



**26 pav. AAR bei CAAR rodikliai
apskaičiuoti baziniu indeksu laikant MSELEXRN indeksą**

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Kaip ir grafinių duomenų atveju, taip ir 19 lentelėje pateikiami duomenys yra artimi rodikliams, apskaičiuotiems baze laikant ES-10 indeksą. CAAR ir AAR rodikliai skiriasi neženkliai taikant skirtingus indeksus.

Be to, sutampa ir statistinių testų pagrindu daromos išvados apie CAAR rodiklio reikšmingumą, tik MSELEXRN indekso taikymo atveju (0;5) lange fiksuoto CAAR rodiklio statistinis reikšmingumas pakyla iki 5% nuo 10% lygmens ES-10 indekso atveju.

**19 lentelė. CAAR rodikliai apskaičiuoti
baziniu indeksu laikant MSELEXRN indeksą**

Langas	CAAR	Vid. vienos lango dienos grąža	t - testo reikšmė	Reikšmingumas	Corrado testo reikšmė	Reikšmingumas
(-30;30)	11,0%	0,2%	3,939	1% lygmenyje	2,344	5% lygmenyje
(-20;20)	8,5%	0,2%	3,509	1% lygmenyje	2,022	5% lygmenyje
(-10;10)	6,8%	0,3%	3,856	1% lygmenyje	1,750	10% lygmenyje
(-5;5)	5,9%	0,5%	4,093	1% lygmenyje	2,331	5% lygmenyje
(-1;1)	3,4%	1,1%	3,833	1% lygmenyje	3,100	1% lygmenyje
(0;1)	3,5%	1,8%	4,427	1% lygmenyje	3,701	1% lygmenyje
(0;5)	4,9%	0,8%	4,172	1% lygmenyje	2,023	5% lygmenyje
(0;10)	4,5%	0,4%	3,150	1% lygmenyje	1,020	Nereikšmingas

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Tik nedidelių skirtumų fiksavimas lyginant tyrimo rezultatus, kai baziniu indeksu laikomi ES-10 bei MSELEXRN indeksai patvirtina 24 grafike atspindėtas sutampančias šių indeksų pokyčių tendencijas ir neišryškina akivaizdžių nei vieno iš indeksų taikymo trūkumų įvykių tyrimo metodu vertinant ES-10 valstybių bloko įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką.

Palyginamųjų indeksų metodas

Disertanto nuomone, siekiant objektyvaus ir išsamaus tyrimo, reikia papildomai įvertinti aplinkybę, kad bendrovėms iš dešimties analizuojamų šalių bendras ir visam regionui globalus indeksas gali būti netinkamas dėl nesutampančių akcijų rinkos ir verslo ciklų skirtingose šalyse. Tuo tikslu disertantas nusprendė ieškoti būdo, kuris leistų kiekvienos ES-10 šalies įmones palyginti su tos šalies indeksu. Remiantis atlikta mokslinių šaltinių analize efektyviausias būdas tai padaryti yra ankstesnių autorių pasiūlytas ir Lyon et al. (1999) susistemintas palyginamųjų (angl. *matched*) įmonių metodas, kai konkretaus įvykio centre atsідūrusios įmonės lyginamos su to pačio sektoriaus ir

pasirinktinai panašaus dydžio ir/arba pelningumo bendrovėmis, kurios nebuvo konkrečių tiriamų įvykių objektu. Autoriaus nuomone, siekiant objektyvių tyrimo rezultatų, būtų prasminga remiantis Lyon et al. (1999) suformuota metodologija atlikti visos tiriamos imties tyrimą, kaip palyginamąją bazę imant ne konkrečias įmones (nagrinėjamame regione sąlyginai mažas listinguojamų įmonių skaičius, todėl daugeliu atveju būtų sudėtinga kiekvienai įmonei surasti didesnę skaičių sutampančios veiklos rūšies listinguojamų palyginamųjų įmonių), o dešimties į imtį įtrauktų šalių akcijų rinkų indeksus. Tokiu būdu 154 į imtį patekusios įmonės lyginamos ne su visai imčiai bendru, bet kiekvienos šalies įmonėms atskiru indeksu, o toks būdas šio darbo autoriaus pavadintas palyginamųjų indeksų metodu.

20 lentelė. CAAR rodikliai apskaičiuoti taikant palyginamųjų indeksų metodą

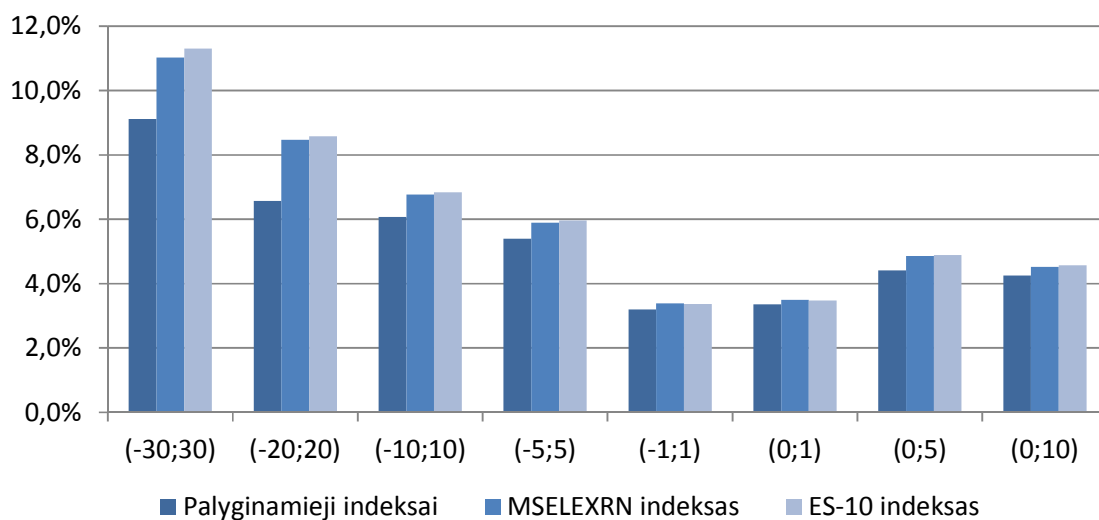
Langas	CAAR	Vid. Vienos lango dienos graža	t - testo reikšmė	Reikšmingumas	Corrado testo reikšmė	Reikšmingumas
(-30;30)	10,2%	0,1%	3,335	1% lygmenyje	0,005	nereikšmingas
(-20;20)	6,6%	0,2%	2,816	1% lygmenyje	-0,618	nereikšmingas
(-10;10)	6,1%	0,3%	3,527	1% lygmenyje	0,019	nereikšmingas
(-5;5)	5,4%	0,5%	3,692	1% lygmenyje	0,716	nereikšmingas
(-1;1)	3,2%	1,1%	3,696	1% lygmenyje	2,241	5% lygmenyje
(0;1)	3,4%	1,7%	4,326	1% lygmenyje	3,118	1% lygmenyje
(0;5)	4,4%	0,7%	3,794	1% lygmenyje	0,734	nereikšmingas
(0;10)	4,3%	0,4%	2,957	1% lygmenyje	-0,048	nereikšmingas

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Kaip rodo 20 lentelės duomenys, skirtumai tarp rinkos modelių (ES-10 ir MSELEXRN baziniai indeksai) bei palyginamųjų indeksų metodu apskaičiuotų netipinės gražos rodiklių egzistuoja visų ilgių langais. Be to, šie skirtumai iš dalies patvirtinami ir statistiškai – jei pirmųjų dviejų indeksų taikymo atveju abiem

statistiniais testais buvo patvirtintas visų langų CAAR rodiklio, išskyrus (0;10) langą reikšmingumas, tai palyginamųjų indeksų metodu apskaičiuoti CAAR rodikliai statistiškai reikšmingi (abiejų testų atveju) tik (-1;1) ir (0;1) langams. Tačiau reikia pabrėžti, kad statistinio reikšmingumo palyginamųjų indeksų metodu nepatvirtina tik neparametrinis Corrado testas, kai t - testo analizė palyginamųjų indeksų metodu apskaičiuotus CAAR rodiklius reikšmingais leidžia laikyti 1% lygmenyje visų taikomų langų atveju (rezultatai analogiški gautiems su ES-10 ir MSELEXRN indeksų baze).

Paveiksle 27 palyginti rodikliai gauti taikant skirtingus indeksus kaip palyginamąją bazę visais 8 langais. Mažiausias CAAR rodiklis gaunamas taikant palyginamųjų indeksų metodą, tuo tarpu didžiausios reikšmės ilgesnių langų atveju registruojamos ES-10 bazinio indekso atveju. Trumpesnių langų skaičiavimuose – (-1;1) bei (0;1) – MSELEXRN bazinis indeksas generuoja didžiausias reikšmes.



27 pav. CAAR rodiklių, gautų taikant skirtingus indeksus kaip palyginamąją bazę, palyginimas

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Nuolatiniai skirtumai tarp palyginamųjų indeksų metodu gautų CAAR rodiklių ir CAAR rodiklių gautų baze laikant ES-10 ir MSELEXRN indeksus sufleruoja atidžiau panagrinėti šių indeksų tinkamumą analizuojamos imties įmonių analizei.

Šiuo tikslu išplėtus laiko intervalą iki 258 prekybos dienų (tai apytiksliai sudaro vienus kalendorinius metus) iki tiriamų įvykių (įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių) ir šiuo laikotarpiu sugretinant imties grupės įmonių vertės pokyčius bei atitinkamo indekso dinamiką buvo skaičiuojami koreliacijos bei determinacijos koeficientai (21 lentelė).

**21 lentelė. Koreliacijos ir determinacijos koeficientai
parodantys ryšį tarp atitinkamų indeksų ir imtį sudarančių įmonių**

Rodiklis	Palyginamieji indeksai	ES-10 indeksas	MSELEXRN indeksas	Pastovaus vidurkio metodas
R^2	0,069	0,042	0,038	0,034
R	0,150	0,125	0,116	0,102

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Koreliacinės analizės rezultatai rodo silpną ryšį. Imčiai apskaičiuotas determinacijos koeficiento vidurkis rodo, kad vidutiniškai indeksų variacijos pokyčiais galima paaiškinti nuo 3,8% (MSELEXRN indeksas) iki 6,9% (palyginamieji indeksai) sandoriuose dalyvavusių įmonių akcijų kainos kitimo. Pažymėtina, kad vienintelio neekonominio modelio – pastovaus vidurkio metodo – būdu gauti rezultatai nors ir mažiausiai paaiškinantys kintamųjų variaciją, tačiau tik nežymiai skiriasi nuo rinkos modelio metodu gautų rezultatų. Statistiškai vertinant, indeksų pokyčiai nėra geriausi nepriklausomi kintamieji siekiant paaiškinti įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriuose dalyvavusių įmonių akcijų kainos dinamiką, tačiau remdamasis ankstesnių tyrimų praktika (pvz., Duso et al., 2010) ir ES-10 regiono įmonių pagrindu atliekamai įvykių tyrimo analizei atlikti

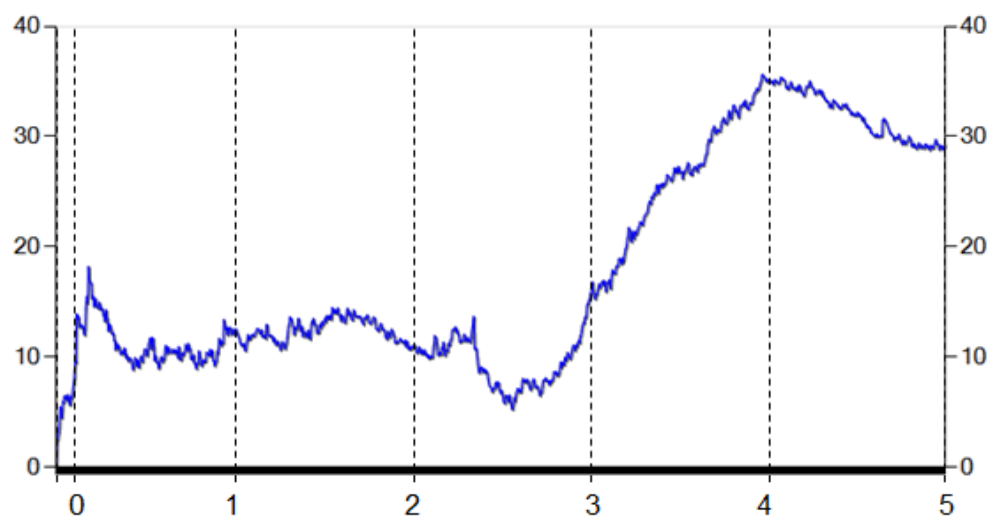
prieinamais empirinės informacijos šaltiniais, autorius daro išvadą, kad tai yra geriausi įmanomi baziniai indeksai šio tyrimo atlikimo momentui. Remiantis koreliacinės analizės rezultatais, toliau tęsiant tyrimą remiamasi dviem palyginamųjų bazių rodikliais - ES-10 indeksu bei palyginamaisiais šalių indeksais.

Reziumuojant šio skyriaus rezultatus galima teigti, kad ES-10 regiono analizės metu nustatytos netipinės grąžos rodiklių reikšmės pasižymi panašiomis tendencijomis, kurios buvo stebėtos ankstesniuose tyrimuose, pvz. Aktas et al. (2004) bei Pauser et al. (2011) – reikšmingi teigiami įsigyjamos įmonės vertės pokyčiai sandorio lango metu. Tačiau analizuojamo regiono atveju išskirtina informacijos asimetrijos problema – dar nepaskelbus apie įvykį fiskuojama 4-5% siekianti netipinė grąža.

3.4. Ilgojo laikotarpio tyrimas: netipinės akcijų išlaikymo grąžos analizė

Kaip yra aptarta ankstesnėse disertacijos dalyse, netipinės akcijų išlaikymo grąžos rodiklis leidžia modeliuoti situaciją, kuomet tam tikrų įmonių akcijų portfelis išlaikomas pasirinktą skaičių dienų, mėnesių ar metų po įvykio. Įvykių tyrimo metodikos kritikai daugelio mokslinių tyrimų, kuriuose naudojamas šis analizės metodas, atžvilgiu dažnai pasisako neigiamai dėl tokio tipo tyrimuose taikomos trumpo laikotarpio perspektyvos ir iš esmės viso atliekamo tyrimo sėkmės ir rezultatų objektyvumo priklausomybės nuo efektyvios rinkos hipotezės prielaidų įvykdymo (Campbell ir MacKinlay, 1996). Tačiau tai ne visose rinkose įmanoma. Tuo tarpu netipinės akcijų išlaikymo grąžos rodiklio (BHAR), kaip įvykių tyrimo metodikos atmainos taikymas, leidžia įvertinti tiriamo įvykio ilgalaikę grąžą ir yra mokslininkų laikomas tikslesniu bei patikimesniu (Barber ir Lyon, 1997) lyginant su trumpalaikių įvykių tyrimų naudojamu CAAR rodikliu.

Šio darbo autorius pasirinko penkių metų laikotarpį kaip ilgiausią tyrime naudojamą periodą, kuriuo matuojama netipinė akcijų išlaikymo grąža. Iš pradinės tyrimo imties atrinkus tas įmones, kurių akcijų rinkų istorija yra prieinama bent penkis metus po sandorio, kurio objektu tapo nagrinėjama įmonė, buvo gauta 75 įmonių grupė (iš tolimesnio tyrimo buvo pašalintos tiek įmonės, kurios dėl vėliau nei 2009 įvykusio sandorio neturėjo penkių metų akcijų kainos istorijos po sandorio, tiek įmonės, kurios penkių metų bėgyje po sandorio atsisakė akcijų linstingavimo biržoje).



Stebėjimų langas dienomis	(-30; 258)	(-30; 516)	(-30; 774)	(-30; 1032)	(-30; 1290)
BHAR rodiklis	11,7%	10,6%	16,2%	35,0%	29,3%
Stebėjimai: Teig. : Neig.	1,65	1,77	1,81	2,06	1,97
T - testo reikšmė	1,75	1,15	1,65	3,91	3,49
Reikšmingumo lygmuo	10%	n.	10%	1%	1%

28 pav. BHAR rodiklio skaičiavimai penkių metų laikotarpiu po sandorio bei statistinio reikšmingumo informacija

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Apskaičiuojant netipinės akcijų išlaikymo gražos rodiklį taikomas kintamos palyginamosios bazės indeksas. Atrinktų įmonių BHAR rodiklio skaičiavimai bei statistinis reikšmingumas pateikiama 28 paveiksle.

Atliekant analizę pateikiama buvo skaičiuojami BHAR rodikliai ir tikrinamas jų statistinis reikšmingumas penkiais laikotarpiais: pirmųjų metų, pirmų dvejų metų, pirmų trejų metų, pirmų ketverių metų ir pirmų penkių metų. Visais atvejais graža pradedama skaičiuoti analogiškai trumpojo laikotarpio įvykių tyrimo metodu atliktam tyrimui – trisdešimt dienų prieš įvykį. Tokį skaičiavimo pradžios tašką darbo autorius pasirinko siekdamas gautų tyrimų duomenų palyginamumo bei dėl jau minėtos galimos informacijos asimetrijos problemos pasireiškimo.

Kaip matome iš 28 paveikslo, pirmųjų metų BHAR rodiklio duomenys patvirtina trumpo laikotarpio įvykių tyrimo metodu gautus rezultatus: jau iki įvykio fiksuojama netipinė graža apytiksliai lygi 5%, kuri per pirmas 30 dienų po įvykio pasiekia 10% - 13%. Vėlesniu laikotarpiu, pirmomis 258 akcijų prekybos dienomis po analizuojamo įvykio, didžiąją dalį laiko BHAR rodiklis sudaro tuos pačius 10% - 13%, išskyrus 30 – 60 dienų po analizuojamo įvykio periodą, kurio metu BHAR rodiklis pasiekia pirmųjų trejų metų maksimalią reikšmę ir išauga iki 18% netipinės gražos lygio. Šis fenomenas nebuvo užfiksuotas trumpo laikotarpio tyrime (dėl riboto lango ilgio), tad ilgo laikotarpio tyrimas suteikia naujų įžvalgų. Kita vertus, autoriaus nuomone toks išaugimas yra laikinas ir atspindi faktą, kad akcijų rinkos dviejų mėnesių laikotarpiu optimistiškai įvertina įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių kuriamą vertę. Vėliau BHAR rodiklis nusistovi ir išsilaiko 7 – 16% lygmenyje visą pirmų trejų metų po sandorio periodą.

Pastebėtina, kad ženklus rodiklio šuolis įvyksta ketvirtaisiais – penktaisiais metais po sandorio, kai smarkiai išaugęs BHAR rodiklis kyla iki rekordinių aukštumų ir piko metu pasiekia 35% netipinės gražos lygmenį. Praktikoje tai reiškia, kad tyrime dalyvaujančios įmonės praėjus ketverių metų laikotarpiui po sandorio vidutiniškai pasižymi 35% aukštesne graža, nei vidutinis jų šalių indeksų pokytis. Gauti rezultatai yra unikalūs, nes autoriui apžvelgiant kitų autorių atliktus

įvykių tyrimus nepavyko užfiksuoti panašių išvadų (BHAR rodiklio šuolio praėjus 3 metams po sandorio). Kita vertus analizuojant publikacijas (Laabs ir Schiereck, 2008), kur vyrauja įmonių kultūros ir integracijos klausimai, konstatuojama, kad pilna integracija įmanoma tik praėjus 3-4 metams po sandorio. Ši teoretikų išvada sutampa su autoriaus tyrimų rezultatais – vertės šuolis gali žymėti įmonių integracijos pabaigą ir realizuotus sinerginius efektus.

Šalia teorinio pagrindimo, penkių metų BHAR rodiklis patvirtinamas ir statistiškai – 1% klaidos lygmenyje rodiklis yra reikšmingas. Analogiškas rezultatas stebimas ir pirmųjų ketverių metų laikotarpiu. Statistiškai nereikšmingu laikytinas tik 1 – 2 m. rodiklis.

Šalia statistinio reikšmingumo, autorius, siekdamas patikrinti ketvirtų – penktų metų BHAR rodiklio sudėtį, taikė variacijos koeficientą (taikytas apskaičiuoti kiekvienos dienos atskirų akcijų fiksuotos grąžos nuokrypiui nuo vidurkio), kurio išvados parodė, kad ketvirtaisiais – penktaisiais metais kilo daugelio akcijų kaina, t.y. ji nebuvo iškreipta keleto akcijų didelių augimo tempų.

Reziumuojant galima teigti, kad ilgalaikės netipinės grąžos analizė patvirtina trumpo laikotarpio įvykių tyrimo metodu gautus rezultatus apie susijungimą ir įsigijimų sandorių pasekoje sukuriama reikšmingą vertę perkamos įmonės akcininkams bei atskleidžia tris reikšmingus faktus:

1. ES-10 regiono įmonių pagrindu atliktos analizės metu buvo nustatyta, kad per pirmas 30 dienų po įvykio pasiekta netipinė grąža (su fiksuotais didesniais svyravimais per 30 – 60 dienų po įvykio laikotarpį) ilgainiui nusistovi artimame CAAR rodikliui lygyje. Pirmaisiais metais po sandorio užfiksuotas BHAR rodiklis yra lygus 11,7% ir nedaug skiriasi nuo trumpo laikotarpio įvykių tyrimo metodu fiksuoto CAAR rodiklio, kuris tyrimo atveju sudaro 10,2% – 11,7% priklausomai nuo skaičiavimams pasirinkto tikėtinos grąžos modelio. Šie BHAR rodiklio rezultatai patvirtina trumpo laikotarpio įvykių tyrimo studijų rezultatus ES-10 regione kaip

reikšmingus ir leidžiančius patikimai prognozuoti bent artimiausių vienerių metų akcijų kainą.

2. Ketvirtaisiais – penktaisiais metais po sandorio stebimas itin spartus BHAR rodiklio augimas: vidutinė netipinė su įvykiu siejama grąža patrigubėja. Autorius (remdamasis Laabs ir Schiereck, 2008) tai sieja su po įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių trejus metus vidutiniškai trunkančiu integracijos procesu.
3. Nagrinėjant atliktos netipinės akcijų išlaikymo grąžos analizės atitikimą ankstesniems tyrimams pastebėtina, kad gauti BHAR rodiklio rezultatai iš dalies patvirtina ankstesnių tyrimų duomenis (pvz., Antoniou ir Zhao (2004) taip pat neranda statistiškai reikšmingo ryšio dviejų – trejų metų BHAR rodiklio taikymo atveju), tačiau suteikia reikšmingų naujų duomenų apie ketvirtaisiais – penktaisiais metais po sandorio sparčiai augantį BHAR rodiklį, kas yra nauja įžvalga mokslo prasme.

3.5. Finansinių rodiklių lyginamoji analizė

Apskaitos rodiklių analizė, kuri atspindi *ex-post* įmonių imties veiklos pokyčius, yra laikoma patikimu metodu papildančiu įvykių tyrimų metodo pagrindu gautus vertės pokyčio rezultatus.

Analogiškai įvykių tyrimo metodui, esminis apskaitos rodiklių analizės metodo elementas – netipinių rezultatų fiksavimas, kurie apskaičiuojami iš nominaliųjų rodiklių reikšmių atėmus palyginamosios bazės pokyčius. Taikomo metodo trūkumas – pavėluotas bei ne visada tikslus tikrųjų veikos pokyčių atspindėjimas. Tačiau vertės pokyčio nustatymui egzistuoja ir itin svarbus apskaitos rodiklių analizės pranašumas: šis metodas leidžia itin tiksliai parinkti palyginamosios bazės kompanijas.

Naujausiose šiuo metodu pagrįstose publikacijose taikomas trijų pakopų palyginamųjų įmonių atrinkimo procesas: palyginamosios bazės įmonės atrenkamos remiantis ekonominės veiklos rūšies, įmonės dydžio ir veiklos rezultatų panašumais. Pagal šiuos kriterijus parengta metodika, remiantis kuria buvo atrinktos palyginamosios įmonės (22 lentelė). Darbo autorius laikėsi nuostatos dėl regioninės įmonių imties padidinti kiekvieno sandorio įmonei priskirtinų palyginamųjų įmonių skaičių nuo daugelio autorių tyrimuose naudojamos vienos įmonės (pvz., Martynova et al., 2007) iki trijų, siekiant tikslesnės palyginamosios bazės. Taip pat suformuota metodika pritaikyta ES-10 regiono specifikai – egzistuojančioms problemoms su informacijos prieinamumu. Dėl šios priežasties suformuotas trijų pasirinkimų algoritmas, pagal kurį parenkama objektyviausia įmanoma palyginamoji bazė.

22 lentelė. Metodika, remiantis kuria finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodo skaičiavimams atrenkamos palyginamosios bazės įmonės

Kriterijus (pagal prioritetą)	1 pasirinkimas	2 pasirinkimas	3 pasirinkimas
1. Veiklos rūšis: A. Įmonė B. Įmonė C. Įmonė	A. Keturių ženklų EVRK kodas (ta pati šalis); B. Keturių ženklų EVRK kodas (ta pati šalis); C. Keturių ženklų EVRK kodas (kita ES-10 šalis).	A. Keturių ženklų EVRK kodas (ta pati šalis); B. Trijų ženklų EVRK kodas (ta pati šalis); C. Keturių ženklų EVRK kodas (kita ES-10 šalis).	A. Trijų ženklų EVRK kodas (ta pati šalis); B. Keturių ženklų EVRK kodas (kita ES-10 šalis); C. Keturių ženklų EVRK kodas (kita ES-10 šalis).
2. Įmonės dydis (matuojamas pagal įmonės turto rodiklį)	Rodiklis (-15%; 15%) režyje	Rodiklis (-30%; 30%) režyje	Rodiklis (-50%; 50%) režyje
3. Įmonės veiklos rezultatas (matuojamas kaip veiklos pelno ir pardavimų santykis)	Rodiklis (-15%; 15%) režyje	Rodiklis (-30%; 30%) režyje	Rodiklis (-50%; 50%) režyje

Šaltinis: sudaryta autoriaus

22 lentelėje pateikiami palyginamųjų įmonių parinkimo kriterijai. Pirmuoju ir antruoju pasirinkimu palyginimui taikomi dviejų vietinių įmonių ir vienos ES-10 regiono įmonės, atrinktos pagal EVRK kodo keturių skaitmenų atitikimą, rezultatai. Perėjimas prie žemesnio numerio pasirinkimo atliekamas atmetimo būdu atpalaiduojant žemesnio kriterijaus sąlygas, t.y. nevykdant visų pirmojo pasirinkimo sąlygų, pirmiausiai sumažinama įmonės veiklos rezultato režio sąlyga – pereinama prie platesnio režio. Jei ir tai nepadeda suformuoti trijų įmonių palyginamosios bazės – pereinama prie antrojo kriterijaus: padidinamas įmonės dydžio režis. Galiausiai pakeičiama pirmojo kriterijaus sąlyga dėl įmonės veiklos rūšies. Tačiau nesusidarius reikiamai įmonių bazei, toliau keičiamos trečiojo pasirinkimo sąlygos tol, kol susidaro trijų įmonių palyginamoji bazė.

Svarbu pabrėžti, kad 22 lentelės kriterijų vykdymas palyginamajai bazei būtinas su dar viena papildoma sąlyga – prieinami finansiniai duomenys tyrimui vykdyti. Tai tapo sudėtingu uždaviniu ES-10 šalių pagrindu atliekamam tyrimui: galutiniame tyrime liko tik 52 bendrovės, kurių finansinių ataskaitų informacija buvo prieinama bent 1 metus prieš analizuojamą įvykį (buvo renkama dvejų metų prieš sandorį informacija, tačiau siekiant itin nesumažinti tiriamos grupės tyrime paliekamos ir įmonės su prieinama vienerių metų informacija) – įmonių įsigijimo sandorį - bei bent dviejų metų finansais po sandorio (jei buvo prieinama – buvo renkama trejų metų informacija). Pažymėtina, kad sandorio sudarymo metai nebuvo analizuojami, o tik atitinkami paminėti periodai prieš ir po sandorio.

Pagrindiniu informacijos šaltiniu finansinei informacijai surinkti, šalia įmonių finansinių ataskaitų informacijos pateiktos akcijų biržų puslapiuose internete, tapo Amadeus finansinių duomenų bazė (ypač palyginamosioms įmonėms, kurių 94% buvo nelistinguojamos kompanijos). Prie analizuojamos įmonių grupės skaičiaus sumažėjimo prisidėjo ir tai, kad į bendrą tyrimą pateko 11 susijungimų sandorių, kurie nepateko į apskaitos rodiklių analizės grupę, nes teoriškai susijungimas reiškia įmonių integraciją metų begyje. Tad vėlesni

rezultatai gali iškreipti tyrimo eigą, nes arba įmonė išvis nutraukia egzistavimą, arba tos įmonės juridiniam vienetai priskaitomas ir kitos susijungime dalyvavusios įmonės finansinis rezultatas.

Remdamasis tokio tipo tyrimų analize pristatyta 2.2. skyriuje, disertantas nusprendė taikyti veiklos pelno rodiklį kaip pagrindinį pelningumo rodiklį (nebuvo galimybės taikyti tikslesniu laikomo grynojo pinigų srauto rodiklio dėl to, kad Amadeus duomenų bazėje ES-10 šalių įmonėms su retomis išimtimis nepateikiama nusidėvėjimo ir amortizacinių atskaitymų informacija).

Tyrimo naudojami santykiniai pelno rodikliai, todėl papildomai buvo renkama įmonių turto ir pajamų informacija atitinkamiems periodams. Galutiniai tyrimo naudojami rodikliai buvo šie: veiklos pelno ir įmonės turto santykis bei veiklos pelno ir įmonės pajamų santykis. Ekonominė prasme pirmasis rodiklis parodo, kaip efektyviai panaudojamas įmonės turtas, o antrasis – kokį pelningumą įmonė generuoja iš savo pardavimų.

23 lentelė. Turto pelningumo rodiklio analizė laikotarpiu prieš ir po įsigijimų

Metai	Nominalus rodiklio dydis	Palyginamųjų įmonių vidurkis	Netipinis rodiklio dydis	Stebėjimų skaičius
-2	3,9%	3,7%	0,2%	47
-1	3,8%	4,0%	-0,2%	52
Rodiklio vidurkis prieš sandorį	3,9%	3,9%	0,0%	52
1	5,7%	4,4%	1,3%	52
2	5,7%	4,4%	1,3%	50
3	6,5%	4,6%	1,9%	43
Rodiklio vidurkis po sandorio	6,0%	4,5%	1,5%	52
Vidurkių skirtumas	2,1%	0,6%	1,5%	52
Vidurkių skirtumo reikšmingumo lygmuo	10%	n.	10%	-

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Gauti tyrimo rezultatai pateikiami 23 ir 24 lentelėse. Pažymėtina, kad iš tyrimo buvo pašalintos tiriamos bendrovės, kurių pelningumo rodikliai buvo ekonomiškai nepaaiškinami ir galėjo ženkliai iškreipti vidurkį, t.y. buvo žemesni arba viršijo atitinkamai -50% ir 50% santykinio pelningumo lygmenis.

Turto pelningumo rodiklio analizės rezultatai rodo teigiamą dinamiką – įsigijimuose dalyvavusių įmonių pelningumas smarkiai išaugo po sandorių. Prieš analizuojamo įvykio metus fiksuotas vidutinis 3,9% turto pelningumas, tuo tarpu po įvykio šis atitinkamas trijų metų vidurkis sudarė 6,0%. Skirtumas tarp vidurkių patvirtinamas statistinio testo.

**24 lentelė. Pajamų pelningumo rodiklio analizė
laikotarpiu prieš ir po įsigijimų**

Metai	Nominalus rodiklio dydis	Palyginamųjų įmonių vidurkis	Netipinis rodiklio dydis	Stebėjimų skaičius
-2	5,1%	5,3%	-0,2%	47
-1	4,9%	5,4%	-0,5%	52
Rodiklio vidurkis prieš sandorį	5,0%	5,4%	-0,4%	52
1	6,7%	5,7%	1,1%	52
2	7,0%	5,6%	1,4%	50
3	8,2%	6,0%	2,2%	43
Rodiklio vidurkis po sandorio	7,3%	5,8%	1,6%	52
Vidutinis vidurkių skirtumas	2,3%	0,4%	1,9%	52
Vidurkių skirtumo reikšmingumo lygmuo	10%	n.	5%	-

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Hipotezės apie vidurkių skirtumą testavimui buvo parinktas ankstesnių publikacijų šia tema mokslininkų rekomenduojamas Wilcoxon testas (Martynova et al., 2007).

Nagrinėjant pajamų pelningumo rodiklio dinamiką laikotarpiu prieš ir po įsigijimų stebimos analogiškos tendencijos užfiksuotoms turto pelningumo rodiklio analizėje. Atskirų segmentų (prieš ir po analizuojamų sandorių) vidurkiai smarkiai skiriasi, stebimas ryškus pelningumo prieaugis po sandorių. Skirtumai išryškėja nagrinėjant statistinio reikšmingumo testo rezultatus – šiuo atveju 5% klaidos tikimybės lygmenyje patvirtinama hipotezė apie reikšmingus netipinio rodiklio dydžio vidurkių skirtumus laikotarpiais prieš ir po sandorio, tuo tarpu palyginamųjų įmonių pelningumo pokyčiai nėra statistiškai reikšmingi, tad darytina išvada apie įmonių įsigijimų sandorių reikšmingą įtaką vertės pokyčiams.

Apibendrinant 23 ir 24 lentelių duomenis du klausimai yra verti papildomo dėmesio. Pirmasis klausimas – nors ir nereikšmingas, bet aiškus teigiamas palyginamųjų įmonių rodiklių prieaugis analizuojamu laikotarpiu: tiek turto, tiek pajamų pelningumo rodikliai fiksavo teigiamus prieaugius, kurie buvo mažesni nei analizuojamų įmonių, bet visgi aiškiai teigiami (atitinkamai sudarė 0,6% ir 0,4% pokyčius). Autoriaus nuomone tokie rezultatai nepaneigia įmonių įsigijimo procesų reikšmingos įtakos vertei, tačiau byloja apie faktą, kad ES-10 valstybės kaip aptarta antroje disertacijos dalyje 2004 – 2013 m. laikotarpiu buvo aukšto ekonominio augimo tempo valstybės. Tad stebimi įmonių pelningumo augimo tempai yra būdingi nagrinėjamo regiono įmonėms. Vis dėlto reikia pabrėžti, kad skaitinė pelningumo pokyčio reikšmė palyginamųjų įmonių atveju yra ženkliai mažesnė nei įmonių įsigijimų grupės, tad remiantis išdėstytais argumentais ir statistinių testų rezultatais teigtina, kad įmonių įsigijimo sandoriai ES-10 regione analizuojamu 2004 – 2013 m. periodu yra reikšmingai įtakojantys įmonių pelningumą, o tai laikytina reikšminga įtaka įmonės vertei (Bruner, 2002).

Tyrimo rezultatai yra svarbūs įmonių vertės pokyčių po įmonių įsigijimų mokslinėje tematikoje, nes iki šiol vertės pokyčių studijos vykdytos finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodu skirtinguose regionuose pateikdavo labai skirtingas išvadas, o Mueller (1980) pastebėjo, kad išvados smarkiai skiriasi priklausomai nuo analizuojamos šalies. Šiame kontekste atlikto tyrimo rezultatai

yra svarbūs ir ES-10 regiono įmonių grupės analizės atveju patvirtina įmonių įsigijimo sandorių reikšmingą įtaką perkamų įmonių pelningumo rodikliams.

Antrasis pastebėjimas išplaukiantis iš analizuojamos duomenų grupės susijęs su finansinių rezultatų pagerėjimo dinamika – jau pirmaisiais metais stebimas ryškus nominalių rezultatų pagerėjimas (šis rezultatas prieštarauja Duso et al. (2010) tyrimo išvadoms), antraisiais metais analizuojami rodikliai svyruoja, tačiau smarkiau išauga trečiaisiais metais po sandorio, o tai yra įdomi išvada, kuri siejasi su akademikų įžvalgomis apie ilgai trunkantį (anot Galpin ir Herndon (2007) apie tris – keturis metus) integracijos procesą įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriuose bei šio darbo ankstesniu pastebėjimu apie smarkiai augančius BHAR rodiklio netipinės gražos dydžius kevirtaisiais – penktaisiais metais po sandorio.

3.6. Powell ir Stark pokyčių modelis

Kaip buvo aptarta disertacijos metodologijos dalyje, Powell ir Stark (2005) pasiūlytas metodas leidžia susieti įvykių tyrimo ir finansinių rodiklių analizės metodus.

Nepaisant to, kad Powell ir Stark (2005) tyrimo metu nebuvo prieita vienareikšmiškų išvadų (tyrimo rezultatų reikšmingumas ženkliai skyrėsi priklausomai nuo analizei naudojamų veiklos pelningumo rodiklių), visgi kaip teigia Powell ir Stark (2005) regresijos lygties naudojimas, kurioje įmonės veiklos rodikliai po sandorio yra priklausomas kintamasis, o įmonės veiklos rodikliai prieš sandorį ir sandorio metu užfiksuotas akcijos kainos pokytis yra nepriklausomi kintamieji, leidžia validuoti įvykių tyrimo rezultatus. Powell ir Stark pokyčių modelio regresijos lygtis, disertanto taikoma apskaičiuoti toliau pateikiamose lentelėse atveizduotus rodiklius, buvo pateikta 10 formulėje.

Autorius taiko dviejų tipų rodiklius regresijos lygtyse – turto pelningumo ir pajamų pelningumo (taikomi rodiklių vidurkiai kaip ir finansinių rodiklių tyrimo atveju).

25 lentelė. Powell ir Stark regresijos modelis turto pelningumo rodikliui (CAAR netipinė grąža)

Rodiklis	Koeficientų reikšmės	Reikšm. lygmuo	Koeficientų reikšmės	Reikšm. lygmuo	Koeficientų reikšmės	Reikšm. lygmuo
Regresijos lygtis	1		2		3	
Laisvasis narys	0,02	1%	0,03	5%	0,02	1%
IAOP (pre)	0,35	1%	0,34	5%	0,32	1%
CAR (0; 1)	0,18	5%				
CAR (-5; 5)			0,06	n.		
CAR (-30; 30)					0,06	5%
Determinacijos koeficientas	0,18		0,11		0,15	

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Pirmųjų trijų regresijos lygčių nepriklausomi kintamieji buvo turto pelningumo rodiklis prieš sandorį bei atitinkamais langais užfiksuota netipinė grąža sandorio paskelbimo metu (CAAR), kurių įtaka pajamų pelningumo rodikliui po sandorio buvo testuojama atskiromis lygtimis (po lygtį kiekvienam testuojamam langui).

Ekonominė lygties interpretacija yra tokia: tradiciniame pokyčių modelyje su vienu priklausomu kitamuoju itin svarbus yra laisvasis narys, kuris parodo, koku lygiu dėl analizuojamo įvykio pasikeičia veiklos rodiklio reikšmės (Martynova et al., 2007). Pirmos – trečios lygties atveju svarbu tai, kad laisvasis narys yra reikšmingo dydžio ir jo statistinis reikšmingumas patvirtinamas. Kita svarbi įžvalga – santykis tarp rinkos netipinės grąžos ir priklausomo kintamojo – šiuo atveju turto pelningumo rodiklio. Matoma, kad šis santykis yra reikšmingas

ilgojo 61 d. lango ir trumpiausio 2 d. lango aplink įvykį atveju. Tai yra itin svarbus pastebėjimas, kuris patvirtina įvykių tyrimo metodo rezultatus (Powell ir Stark, 2005).

Panašūs rezultatai fiksuojami ir pajamų pelningumo rodiklio atveju skaičiuojant 4 – 6 regresijos lygtis: tik 11 dienų langas laikytinas nereikšmingu skaičiuojant rezultatus.

26 lentelė. Powell ir Stark regresijos modelis pajamų pelningumo rodikliui (CAAR netipinė grąža)

Rodiklis	Koeficientų reikšmės	Reikšm. lygmuo	Koeficientų reikšmės	Reikšm. lygmuo	Koeficientų reikšmės	Reikšm. lygmuo
Regresijos lygtis	4		5		6	
Laisvasis narys	0,03	1%	0,04	1%	0,03	1%
IAOP (pre)	0,44	1%	0,44	1%	0,41	1%
CAR (0; 1)	0,14	5%				
CAR (-5; 5)			0,003	n.		
CAR (-30; 30)					0,06	5%
Determinacijos koeficientas	0,31		0,32		0,34	

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Disertantas išplėtė Powell ir Stark (2005) tyrimo ribas ir analizuojamą 10 formulę pritaikė ne tik aukščiau aptartiems trumpo laikotarpio netipinės grąžos rezultatams (CAAR), bet ir ilgojo laikotarpio netipinės akcijų išlaikymo grąžos rezultatams (BHAR).

**27 lentelė. Powell ir Stark regresijos modelis turto pelningumo rodikliui
(BHAR netipinė graža)**

Rodiklis	Koeficientų reikšmės	Reikšmingumo lygmuo	Koeficientų reikšmės	Reikšmingumo lygmuo
Regresijos lygtis	7		8	
Laisvasis narys	0,03	5%	0,02	5%
IAOP (pre)	0,18	n.	0,22	10%
BHAR - 3 metai	0,02	10%		
BHAR - 5 metai			0,04	5%
Determinacijos koeficientas	0,10		0,23	

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Turto pelningumo rodiklio atveju abu BHAR rodiklio periodai – 3 ir 5 metų – laikytini reikšmingais (skirtingame reikšmingumo lygmenyje). Analogiški rezultatai buvo gauti ir pajamų pelningumo rodiklio skaičiavimuose (9 ir 10 lygtys 28 lentelėje).

**28 lentelė. Powell ir Stark regresijos modelis pajamų pelningumo rodikliui
(BHAR netipinė graža)**

Rodiklis	Koeficientų reikšmės	Reikšmingumo lygmuo	Koeficientų reikšmės	Reikšmingumo lygmuo
Regresijos lygtis	9		10	
Laisvasis narys	0,04	5%	0,03	1%
IAOP (pre)	0,26	10%	0,26	5%
BHAR - 3 metai	0,02	10%		
BHAR - 5 metai			0,03	5%
Determinacijos koeficientas	0,15		0,17	

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Reziumuojant galima teigti, kad abiejų rodiklių atveju regresijos lygtys sudarytos sekant Powell ir Stark (2005) modeliu patvirtino teigiamą reikšmingą

ryšį esant tarp ilgo bei trumpo laikotarpio netipinės akcijų gražos (BHAR ir CAAR) rodiklių ir įmonės finansinių rodiklių pokyčių po sandorio. Reikia pažymėti, kad CAAR rodiklio atveju tik trumpasis 2 d. langas bei ilgasis 61 d. langas aplink įvykį laikytini reikšmingas, o 11 d. lango atveju reikšmingumas atmestas statistinio testo. BHAR rodiklis laikytinas reikšmingu ir paaiškina po įvykio vykusius susijungimų ir įsigijimų sandoriuose dalyvavusių įmonių veiklos pokyčius (testuoti trijų ir penkių metų langai).

Jei BHAR rodiklio reikšmingumas ir tyrimo metu rastas teigiamas ryšys yra toks, kokio buvo galima tikėtis (nes ilguoju laikotarpiu akcijų kainos atspindi fundamentalius įmonės veiklos pokyčius), tai CAAR rodiklio, kaip reikšmingo kintamojo paaiškinančio dalį įmonės finansinių rodiklių pokyčių po sandorio, rezultatas yra svarbus ekonomikos mokslo prasme – tokiu būdu patvirtinamas teiginys, kad akcijų rinkų dalyviai geba efektyviai įvertinti įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius. Ši išvada didžiąja dalimi atitinka Craninckx ir Huyghebaert (2011) bei Duso et al. (2010) atliktų studijų rezultatus ir validuoja trumpo laikotarpio įvykių tyrimo metodą, kaip tinkamą taikyti ES-10 akcijų rinkose ir leidžiantį tiksliai įvertinti skirtingų įvykių (tame tarpe įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių) reikšmę kotiruojamų bendrovių vertei.

3.7. Sandorių charakteristikų analizė

Užsienio mokslininkai atliktuose tyrimuose pastebėjo, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorį apibūdinančių požymių arba charakteristikų skirtumai turi ženkliai įtaką sandorio sėkmei, todėl disertacijoje šalia bendrų imties duomenų analizuojami ir skirtingi sandorius apibūdinantys požymiai.

Pateikiamoje analizėje nagrinėjamos šios su sandoriais susijusios charakteristikos:

1. Sandorio tarptautiškumas.

2. Sandorio objekto šalis.
3. Sandorio sudarymo laikotarpis įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos cikle.
4. Sandorio tipas pagal sandorio šalių veiklos rūšį.
5. Sandoryje naudotas atsiskaitymo būdas.

Sandorių charakteristikų analizė pagrįsta CAAR rodiklių skaičiavimu. Naudotas palyginamųjų indeksų metodas, nes kai kurių charakteristikų atveju imtys yra mažos, atspindimos ne visų ES-10 šalių bendrovės ir todėl bendras indeksas negali paaiškinti nemažos dalies variacijos.

Sandorio tarptautiškumo veiksnys

Viena dažniausiai mokslinėje literatūroje analizuojamų įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių charakteristikų yra tarptautiškumo aspektas – tiriama, ar sandoriai sudaromi tarp tos pačios valstybės įmonių skiriasi nuo sandorių, kuriuose veikia užsienio investuotojai. Vieningai sutariama, kad pastarojo tipo sandoriai trumpuoju laikotarpiu yra sudėtingesni dėl komplikųoto sandorio sudarymo proceso, o vidutiniu bei ilguoju laikotarpiu išskiriama integracijos problematika bei kultūrinių skirtumų suponuoti veiklos nesklaidumai (Weber et al., 2011; Bouwman, 2013; Xu et al., 2013). Kita vertus, literatūroje dažnai sutinkama mokslininkų nuomonė, kad būtent tarptautiniai įsigijimai sukuria didžiausią vertę Moeller ir Schlingemann (2005). Sandorio tarptautinis aspektas dar svarbesnis ES-10 šalyse, kurios yra smarkiai priklausomos nuo užsienio investicijų srautų.

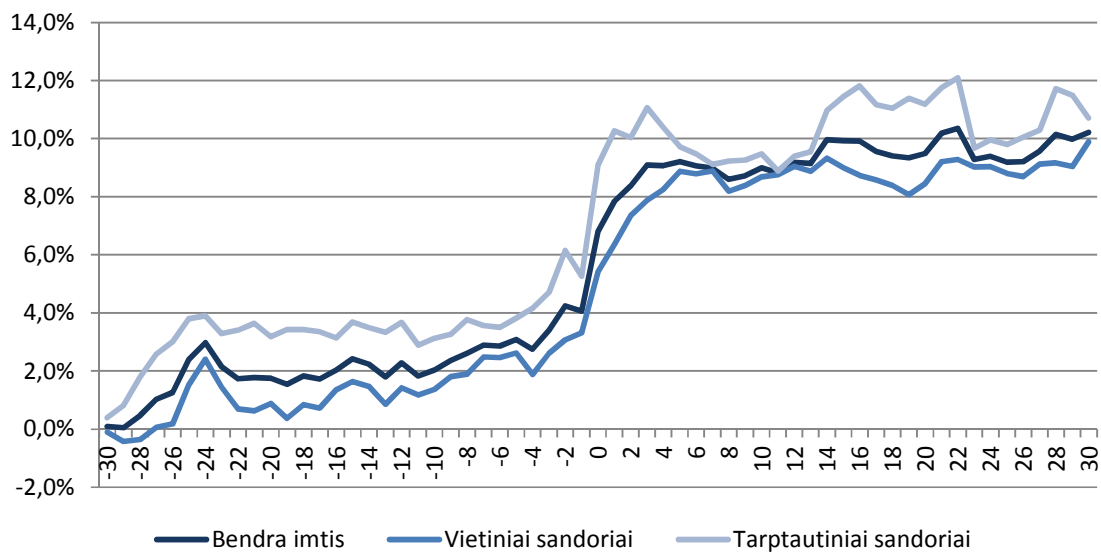
Autoriaus tyrime didžioji imtį sudarančių sandorių dalis buvo vietiniai – 62,3%, tuo tarpu tik kiek daugiau nei trečdalis (37,7%) sandorių vyko užsienio investuotojui įsigyjant vienoje iš ES-10 bloko šalių veikiančią įmonę. Išsamus tyrimo imties išskaidymas pagal investuotojo buveinės šalį pateikiamas 29 lentelėje.

29 lentelė. Imties sandorių pasiskirstymas pagal investuotojo kilmės šalį

Sandorio tipas / investuotojo šalis	Sandorių skaičius	Dalis, %
Vietiniai sandoriai	96	62,3%
Tarptautiniai sandoriai	58	37,7%
ES-15 investuotojai	28	18,2%
Olandija	5	3,2%
Ispanija	5	3,2%
Austrija	3	1,9%
Vokietija	3	1,9%
Didžioji Britanija	2	1,3%
Graikija	2	1,3%
Švedija	2	1,3%
Liuksemburgas	2	1,3%
Belgija	2	1,3%
Kitos ES-15 valstybės	2	1,3%
ES-10 investuotojai	12	7,8%
Kipras	8	5,2%
Lenkija	3	1,9%
Kitos ES-10 valstybės	1	0,6%
Už ES ribų esantys investuotojai	18	11,7%
Šveicarija	3	1,9%
JAV	2	1,3%
Japonija	2	1,3%
Mergelių salos	2	1,3%
Kitos ne ES valstybės	9	5,8%
Iš viso	154	100,0%

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Kaip matoma iš 29 lentelės duomenų, beveik pusė (48%) tarptautinių sandorių vyko senųjų ES narių (ES-15) įmonėms įsigyjant įmones ES-10 bloke. Analizuojamos imties atveju tai buvo gausiausia užsienio investuotojų grupė. Po jos seka už ES ribų esantys investuotojai (31%) bei investuotojai iš kitų ES-10 valstybių – tokių sandorių užfiksuota 12 arba 21% visų tarptautinių sandorių.



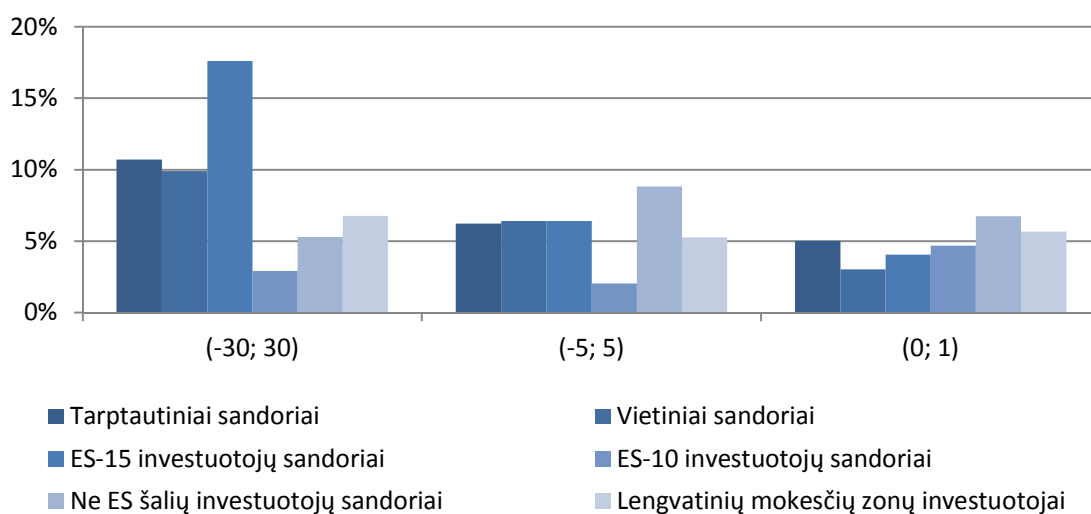
29 pav. Vietinių ir tarptautinių sandorių netipinės grąžos dinamikos palyginimas 61 d. lango periodu

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Kaip pateikta 29 paveiksle, 61 d. lango periodu netipinės vietinių ir tarptautinių sandorių grąžos kreivės esmingai nenukrypsta nuo bendros imties netipinės grąžos kreivės analizuojamo lango laikotarpiu. Tačiau tarptautiniai sandoriai visu analizuojamo lango periodu fiksavo 1-2% aukštesnę grąžą nei vietiniai sandoriai, kas leidžia teigti, jog ankstesnių tyrimų išvados (pvz., Moeller ir Schlingemann, 2005) apie aukštesnę tarptautinių sandorių grąžą yra teisingos ir ES-10 įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos analizės atveju.

Siekiant detaliau išskirti netipinį vertės prieaugį tarptautinių sandorių metu, tarptautiniai sandoriai buvo išskaidyti pagal tris aukščiau minėtas investuotojų grupes bei vieną papildomą – lengvatinių mokesčių zonų valstybes. Į pastarąją grupę buvo įtrauktos tiek ES valstybės (Nyderlandai, Liuksemburgas, Kipras), tiek ne ES šalys (Šveicarija, Mergelių salos). Remiantis šių grupių stebėjimais skirtingais langais, išaiškėjo ženklūs skirtumai tarp atskirų blokų investuotojų vykdytų sandorių grąžos lygmenų. Kaip matoma 30 paveiksle, trumpesniųjų (2 ir

11 dienų) langų metu didžiausią netipinį akcijų kainos prieaugį suformavo įsigijimai atlikti ne ES šalių investuotojų, tačiau ilgesniu 61 d. lango metu didžiausias prieaugis užfiksuotas ES-15 narių investuotojų atliktų investicijų. Toliau analizuojant skaitines reikšmes pateiktas 30 paveiksle matoma, kad mažiausias vertės prieaugis 11 ir 61 dienų atveju buvo fiksuotas įsigijimų iš kitų ES-10 šalių atveju.



30 pav. Netipinės grąžos pasiskirstymas trijų langų periodais pagal investuotojo kilmę

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Tuo tarpu įsigijimai, atliekami įmonių įsikūrusių lengvatinių mokesčių zonose, vertinami vidutiniškai, tačiau prasčiau nei bendras visos imties vidurkis užfiksuotas 3.3. skyriuje (11,3%).

Remiantis 30 paveiksle atspindėtais rezultatais galima reziumuoti, kad geriausiai ES-10 regione vertinami (įvykių tyrimo metodas atspindi akcijų kainų pokyčius biržose ir kartu parodo biržos dalyvių reakcijas į tam tikrus užsienio investuotojus) investuotojai iš senųjų ES narių bei ne ES šalių investuotojai, tuo

tarpu kitų ES-10 šalių investuotojų atliktas įmonės įsigijimas vertinamas prasčiau nei vietinis sandoris.

30 lentelė. Netipinės gražos statistinis reikšmingumas pagal sandorių grupes

Langas	CAAR	T-testas	Corrado testas
Tarptautiniai sandoriai			
(-30; 30)	10,7%	5%	n.
(-5; 5)	6,2%	5%	n.
(0; 1)	5,0%	1%	1%
Vietiniai sandoriai			
(-30; 30)	9,9%	5%	n.
(-5; 5)	6,4%	1%	n.
(0; 1)	3,0%	1%	n.
ES-15 investuotojų sandoriai			
(-30; 30)	17,6%	5%	n.
(-5; 5)	6,4%	10%	n.
(0; 1)	4,1%	5%	1%
ES-10 investuotojų sandoriai			
(-30; 30)	2,9%	n.	n.
(-5; 5)	2,0%	n.	n.
(0; 1)	4,7%	10%	5%
Ne ES šalių investuotojų sandoriai			
(-30; 30)	5,3%	n.	n.
(-5; 5)	8,8%	10%	n.
(0; 1)	6,8%	5%	10%
Lengvatinių mokesčių zonų investuotojai			
(-30; 30)	6,8%	n.	n.
(-5; 5)	5,3%	n.	n.
(0; 1)	5,7%	1%	5%

Šaltinis: sudaryta autoriaus

30 lentelėje pateikiama netipinės gražos ir jos reikšmingumą vertinančio statistinio testo rezultatai. Tarptautinių sandorių, vietinių sandorių ir ES-15 investuotojų sandorių atveju patvirtinamas visų langų reikšmingumas t - testu ir 2 dienų lango reikšmingumas Corrado testu. Tuo tarpu, kitų grupių atveju bent vienas testas patvirtina tik atskirus, o ne visus langus ir jų metu fiksuotą CAAR rodiklį esant reikšmingą (be išimčių reikšmingas tik 2 dienų langas visoms grupėms).

Reziumuojant galima teigti, kad egzistuoja statistiškai reikšmingas skirtumas tarp tarptautinių ir vietinių sandorių generuojamos sandorių grąžos – tarptautiniai sandoriai generuoja 1 – 2% didesnę sandorio grąžą perkamos įmonės akcininkams. Kartu reikšmingu laikytinas ir ES-15 šalių investuotojo faktorius (lemiantis iki 7% papildomą netipinę grąžą 61 d. laikotarpiu). Kiti nagrinėti investuotojų kilmės šalių atspindintys faktoriai reikšmingi tik mažajame 2 dienų lange. Gautas rezultatas patvirtina Moeller ir Schlingemann (2005) išvadas bylojančias apie tarptautinių sandorių reikšmingą įtaką įmonių susijungimų ir įsigijimų metu kuriamai vertei.

Sandorio objekto šalies charakteristika

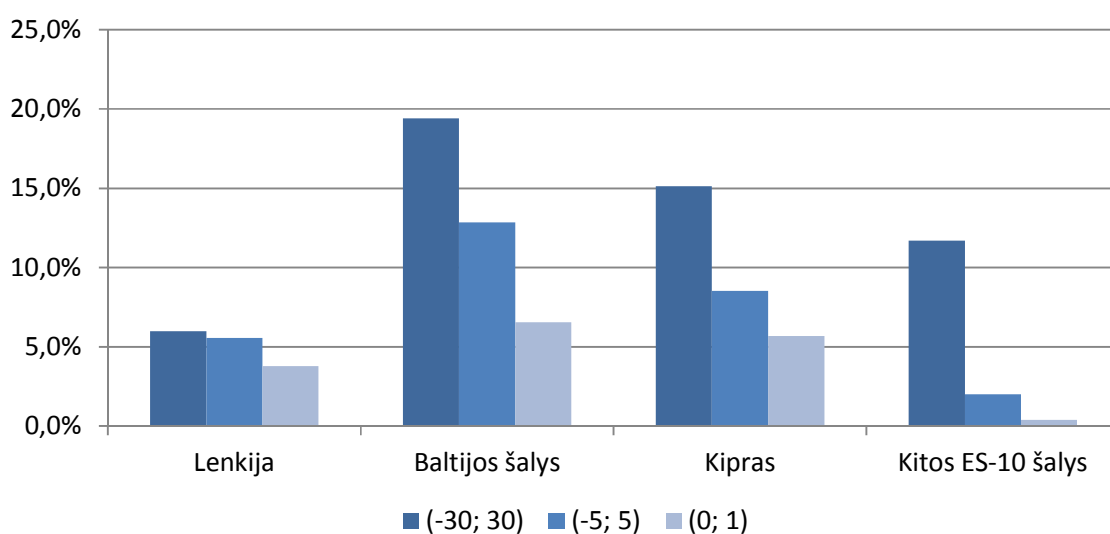
Kaip buvo pastebėta analizuojant tyrimo duomenis, imtyje ES-10 regiono šalys atstovaujamos nevienodai ir neproporcingai, be to, remiantis kitų šalių ir tyrimų patirtimi galima tikėtis, kad skirtingose šalyse net ir tokiame ekonomiškai susijusiam bei integracijos procesų paliestame regione gali būti ženklių kapitalo bei įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkų aktyvumo skirtumų. Todėl būtina atskirai išnagrinėti atskirų šalių tendencijas. Šiai analizei atrinktos tos šalys ar šalių grupės, kurių atveju susidarė bent 20 stebėjimų imtis.

31 lentelė. Imtis pagal šalis bei šalių grupes

Šalis / Šalių grupė	Sandorių skaičius	Dalis, %
Lenkija	84	54,5%
Baltijos šalys	22	14,3%
Kipras	20	13,0%
Kitos šalys	28	18,2%
Iš viso	154	100,0%

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Lenkija būdama didžiausia įmonių susijungimų ir įsigijimų rinka ES-10 regione pasižymi mažiausiais vertės prieaugiais įvykus sandoriams (prieaugis dukart mažesnis už regiono vidurkį), tuo tarpu Baltijos šalys visų analizuojamų langų atvejais fiksuoja didžiausius prieaugius, o per 61 dienos langą šios šalių grupės sandorių atveju buvo vidutiniškai sugeneruota 19,4% netipinė graža.



31 pav. Netipinės gražos pasiskirstymas trijų langų periodais pagal šalį arba šalių grupę

Šaltinis: sudaryta autoriaus

32 lentelės duomenys atskleidžia, kad Baltijos šalių ir Kipro CAAR rodikliai yra reikšmingi visais trimis langais taikant t – testą, tuo tarpu Lenkijos atveju reikšmingi tik trumpųjų langų rezultatai, tačiau jų reikšmingumas patvirtinamas abiejų tipų testų, kitų šalių atveju patvirtinamas tik ilgojo lango reikšmingumas, ir tik t - testo.

**32 lentelė. Netipinės grąžos statistinis reikšmingumas
pagal šalį arba šalių grupę**

Langas	CAAR	T-testas	Corrado testas
Lenkija			
(-30; 30)	6,0%	n.	n.
(-5; 5)	5,6%	5%	10%
(0; 1)	3,8%	1%	1%
Baltijos šalys			
(-30; 30)	19,4%	10%	n.
(-5; 5)	12,9%	5%	n.
(0; 1)	6,6%	5%	n.
Kipras			
(-30; 30)	15,1%	5%	n.
(-5; 5)	8,5%	5%	n.
(0; 1)	5,7%	10%	n.
Kitos ES-10 šalys			
(-30; 30)	11,7%	5%	n.
(-5; 5)	2,0%	n.	n.
(0; 1)	0,4%	n.	n.

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Išanalizavus antrosios charakteristikos – sandorio objekto šalies – poveikį įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių metu fiksuojamai grąžai išaiškėjo, kad didžiausia grąža pasiekama Baltijos šalyse ir Kipro įmonių atveju, tuo tarpu Lenkijoje vykstantys sandoriai generuoja beveik du kartus mažesnę grąžą nei regiono vidurkis. Šios įžvalgos reikšmingai prisideda prie tiriamos problemos geresnio ištyrimo ir patvirtina vieno pirmųjų analizuojamos srities tyrimų, atliktų kontinentinės Europos įmonių pagrindu (Mueller, 1980), išvadas. Mueller (1980) studijos rezultatai parodė, kad sandorių pasekoje generuojama vertė smarkiai skiriasi priklausomai nuo analizuojamos šalies.

Sandorio sudarymo laikotarpio įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos cikle veiksnius

Nemaža dalis autorių (įskaitant Chari et al., 2004), nagrinėjančių įmonių vertės pokyčio vykstant įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriams fenomeną, atkreipė dėmesį į sandorio sudarymo laiką įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos ciklo atžvilgiu.

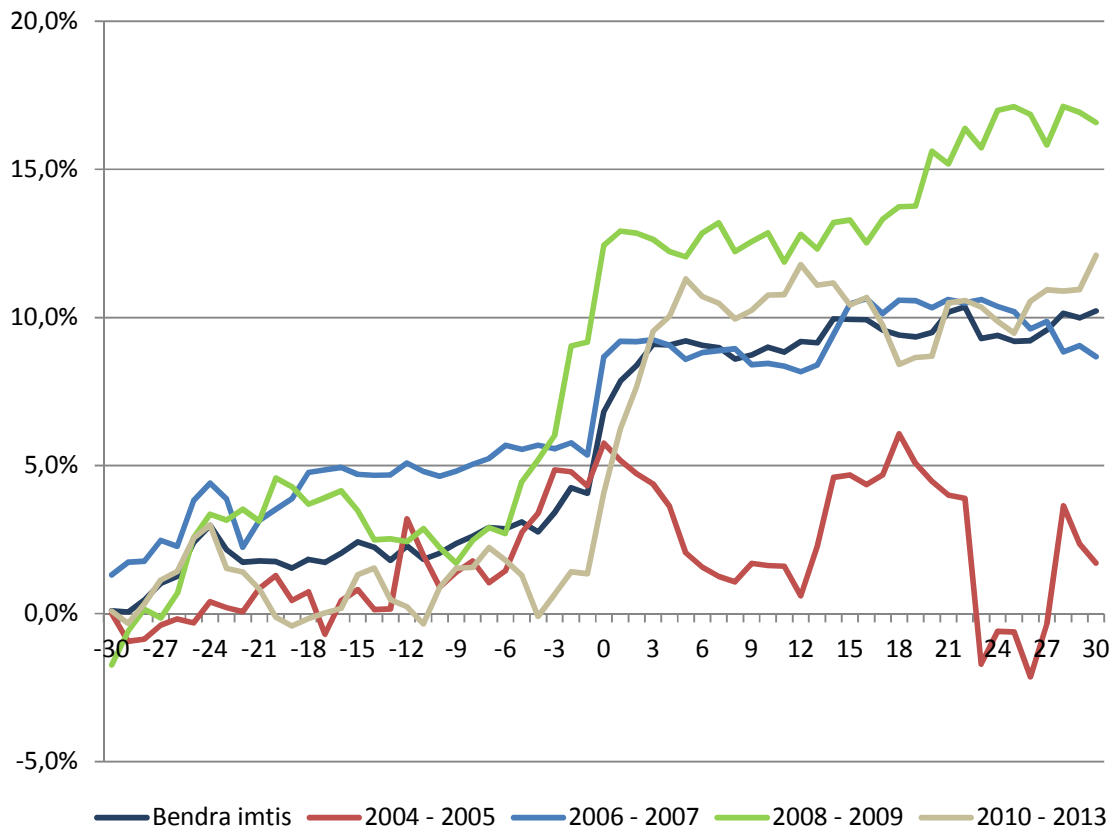
Šios sandorio aplinkybės įtaka buvo įvertinta visus sandorius patekusius į tyrimo imtį priskiriant konkrečiai įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos ciklo fazei.

33 lentelė. Imtis pagal įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos ciklo fazę

Ciklo fazė	Metai	Sandorių skaičius	Dalis, %
Augimas	2004 - 2005	24	15,6%
Pikas	2006 - 2007	39	25,3%
Nuosmukis	2008 - 2009	26	16,9%
Augimas	2010 - 2013	65	42,2%
Iš viso	2004 - 2013	154	100,0%

Šaltinis: sudaryta autoriaus

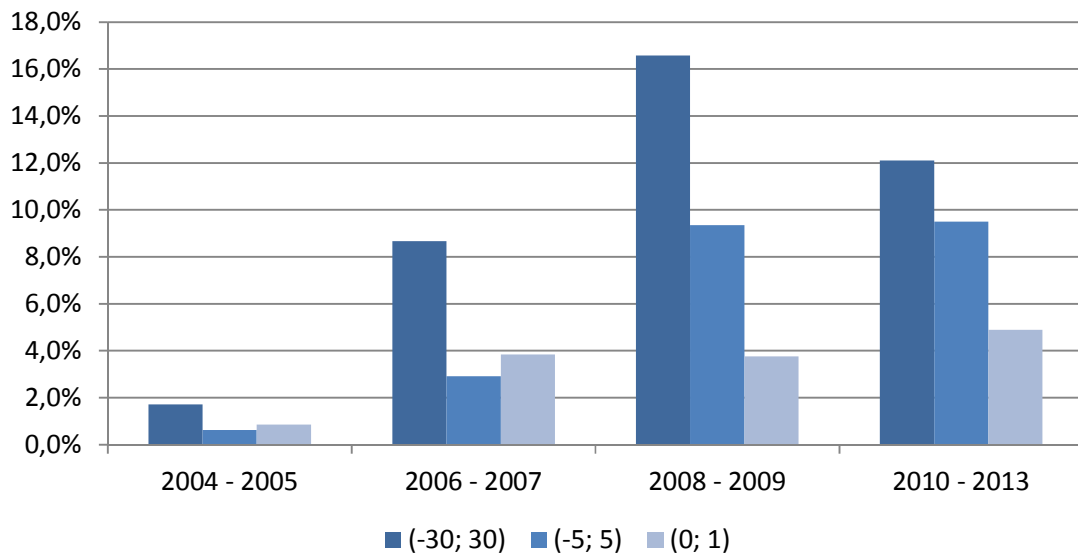
Skirstymas į fazes buvo atliktas remiantis pasaulinėmis įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos bangų tendencijomis laikant, kad septintoji banga ES-10 regione prasidėjo 2003 – 2004 m., o piką pasiekė 2006 – 2007 m. Vėliau sekantis 2010 – 2013 m. augimo periodas jau priskirtinas septintajai bangai. Trūkstant teorinių ir empirinių šaltinių analizuojančių šios naujausios bangos fazes, disertantas visą 2010 – 2013 m. periodą priskyrė augimo fazei. Todėl šis analizės periodas, būdamas dvigubai ilgesnis už kitus, stebėjimų skaičiumi yra didžiausias.



**32 pav. Skirtingų ciklo fazių sandorių netipinės gražos dinamikos palyginimas
61 d. lango periodu**

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Kaip matoma 32 paveiksle, skirtingomis ciklo fazėmis ženkliai skiriasi įvykio lango metu fiksuota netipinės gražos dinamika. Ypač išsiskiria 2008 – 2009 m. laikotarpis bei 2004 – 2005 m. periodas, kurie atitinkamai turi ženklus teigiamus ir neigiamus nuokrypius nuo bendros imties vidutinės netipinės gražos rodiklio laikotarpiu po analizuojamų įvykių. Konkrečios skaitinės fazių reikšmės trimis analizuojamais langais pateikiamos 33 paveiksle.



33 pav. Netipinės gražos pasiskirstymas trijų langų periodais pagal ciklo fazę

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Mokslininkų įžvalgas (Harford, 2003; Moeller et al., 2005), kad prasčiausi sandoriai sudaromi piko metu galima atmesti, nes analizuojamos imties atveju mažiausias vertės prieaugis būdingas 2004 – 2005 m. periodui, kuris apibrėžtinai, kaip įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos septintosios bangos augimo laikas. Kartu galima konstatuoti faktą, kad remiantis šio tyrimo imtimi, didžiausias vertės augimas fiksuotas 2008 – 2009 m. bei 2010 – 2013 m. periodais analizuojant trumpuosius langus – (-5; 5) ir (0; 1).

Ilgojo 61 d. lango atveju (-30; 30) didžiausias vertės prieaugis fiksuojamas nuosmukio periodu (2008 – 2009 m.). Tokiu būdu iš dalies patvirtinamos ankstesnių tyrimų įžvalgos apie ciklo nuosmukio metu pasiekiamus aukštesnius rezultatus po paskelbimo apie įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius.

34 lentelė. Netipinės gražos statistinis reikšmingumas pagal ciklo fazę

Langas	CAAR	T-testas	Corrado testas
2004 – 2005			
(-30; 30)	1,7%	n.	n.
(-5; 5)	0,6%	n.	n.
(0; 1)	0,9%	n.	n.
2006 – 2007			
(-30; 30)	8,7%	1%	n.
(-5; 5)	2,9%	n.	n.
(0; 1)	3,8%	5%	5%
2008 – 2009			
(-30; 30)	16,6%	10%	n.
(-5; 5)	9,4%	5%	n.
(0; 1)	3,8%	n.	n.
2010 – 2013			
(-30; 30)	12,1%	5%	n.
(-5; 5)	9,5%	1%	10%
(0; 1)	4,9%	1%	1%

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Darant išvadas dera įsitikinti aptartų reikšmių statistiniu reikšmingumu. Taikomų testų rezultatai byloja, kad 2004 – 2005 m. rezultatai yra nereikšmingi visuose languose taikant abu naudojamus testus, 2006 – 2007 m. ir 2008 – 2009 rezultatai reikšmingi dviejų langų atvejais atliekant t – testą. Tuo tarpu 2010 – 2013 m. rezultatai visais atvejais reikšmingi taikant t – testą ir mažųjų langų atveju taikant Corrado testą. Galime teigti, kad 2010 – 2013 m. laikotarpio ir iš dalies (dėl ne pilno statistinio reikšmingumo) 2008 – 2009 m. periodo sandoriai yra ženkliai didesnę vertę kuriantys palyginti su kitais analizuotais periodais.

Sandorio tipo pagal sandorio šalių veiklos rūšį veiksnys

Mokslinėje literatūroje analizuojant įmonių susijungimus ir įsigijimus pagal sandorio šalių veiklos rūšį vyrauja dichotominis imties skaidymas į konglomeratinius sandorius bei veiklos rūšies prasme susijusių įmonių sandorius (angl. *focused transactions*).

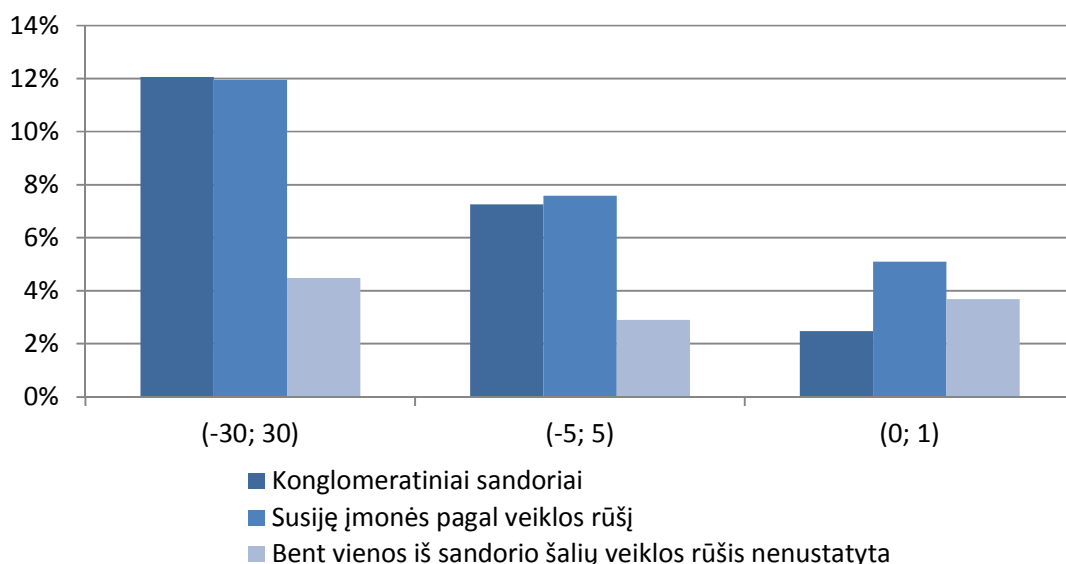
Disertanto nuomone, objektyviausias skaidymas būtų į keturis pirmoje šio darbo dalyje išnagrinėtus įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių tipus – horizontalius, vertikalius, konglomeratinius ir koncentrinus, tačiau dėl nedidelės imties (nemaža dalis bendros imties neturi šio tipo charakteristikos dėl nenurodyto pirkėjo ekonominės veiklos klasifikacijos kodo) statistinio reikšmingumo nustatymas būtų nepatikimas. Todėl disertanto atliekamame tyrime naudojamas dažniausiai literatūroje pasitaikantis skaidymas į konglomeratinius bei veiklos rūšies prasme susijusių įmonių sandorius. Remiantis Martynova et al. (2007) tyrime taikyta metodika atrenkant veiklos prasme susijusias ir nesusijusias įmones, visų imties įmonių ekonominės veiklos rūšies klasifikacijos kodai buvo sutrumpinti iki dviejų skaitmenų, kad parodytų bendrą veiklos sritį, analogiška procedūra buvo atlikta ir perkančioms įmonėms. Šie dviženkliai kodai buvo palyginti. Jiems sutapus, sandoris toliau tyrime laikomas veiklos rūšies prasme susijusių įmonių sandoriu, nesutapus – konglomeratiniu.

35 lentelė. Imtis pagal sandorių tipus

Sandorio tipas	Sandorių skaičius	Dalis, %
Konglomeratiniai sandoriai	61	39,6%
Susiję įmonės pagal veiklos rūšį	58	37,7%
Bent vienos iš sandorio šalių veiklos rūšis nenustatyta	35	22,7%
Viso	154	100,0%

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Analizuojamoje imtyje, 119 stebėjimų yra aiški abiejų šalių, dalyvavusių sandoryje, veiklos rūšis. Iš jų konglomeratiniai ir susiję sandoriai pasiskirsto beveik vienodai: atitinkamai 61 ir 58 stebėjimai.



34 pav. Netipinės grąžos pasiskirstymas trijų langų periodais pagal sandorio tipą

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Kaip pateikiama 34 paveiksle, konglomeratinių ir susijusios veiklos rūšies sandorių generuojama netipinė grąža yra labai artima tiek ilgojo 61 d. lango atveju (-30; 30), tiek viduriniame lange (-5; 5) ir tik trumpajame lange (0; 1) išryškėja skirtumai – pirmomis dienomis rinkos dalyviai dvigubai geriau vertina susijusios veiklos rūšies investuotojo atliktą sandorį. Šiuos rezultatus kaip statistiškai reikšmingus patvirtina t-testas, tuo tarpu Corrado testas patvirtina tik atskirų langų metu fiksuoto CAAR rodiklio reikšmingumą: konglomeratinių sandorių atveju reikšmingu laikytinas (-5; 5) langas, pagal veiklos rūšį susijusių įmonių sandorių metu reikšmingu laikytinas (0; 1) langas.

**36 lentelė. Netipinės gražos statistinis reikšmingumas
pagal sandorio šalių veiklos rūšies tipą**

Langas	CAAR	T-testas	Corrado testas
Konglomeratiniai sandoriai			
(-30; 30)	12,1%	5%	n.
(-5; 5)	7,3%	1%	5%
(0; 1)	2,5%	10%	n.
Susiję įmonės pagal veiklos rūšį			
(-30; 30)	12,0%	5%	n.
(-5; 5)	7,6%	1%	n.
(0; 1)	5,1%	1%	1%
Bent vienos iš sandorio šalių veiklos rūšis nenustatyta			
(-30; 30)	4,5%	n.	n.
(-5; 5)	2,9%	n.	n.
(0; 1)	3,7%	1%	n.

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Darytina išvada, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių ES-10 regione analizuojamu laikotarpiu sukurta vertė nepriklauso nuo sandorio tipo, nes abiejų tipų sandoriai ilguoju laikotarpiu generavo itin panašią gražą. Tokie rezultatai atitinka užsienio mokslininkų tyrimų išvadas (Chari et al., 2004; Martynova et al., 2007).

Sandorio atsiskaitymo būdo įtaka sukuriamai vertei

Kaip buvo pastebėta 2.3. skyriuje, atsiskaitymo būdas yra viena dažniausiai analizuojamų sandorio charakteristikų. Nors priklausomai nuo analizuojamos imties ši charakteristika skirtinguose tyrimuose laikoma darančia tiek teigiamą, tiek neigiamą įtaką sandorio metu sukurtai vertei.

Analizuojamoje 154 sandorių imtyje atsiskaitymo būdas tiksliai įvardintas 84 atvejais: 62 sandoriuose atsiskaitoma buvo pinigais, 20 sandorių atsiskaitymo

priemone buvo perkančiosios įmonės akcijos, dar dviem atvejais buvo taikoma atidėto mokėjimo schema, tačiau toks nedidelis kiekis sandorių yra statistiškai nereikšmingas, todėl šie sandoriai buvo pridėti prie likusių 72, kurių atveju Zephyr duomenų bazė ir papildomi šaltiniai informacijos apie atsiskaitymo būdą nepateikė.

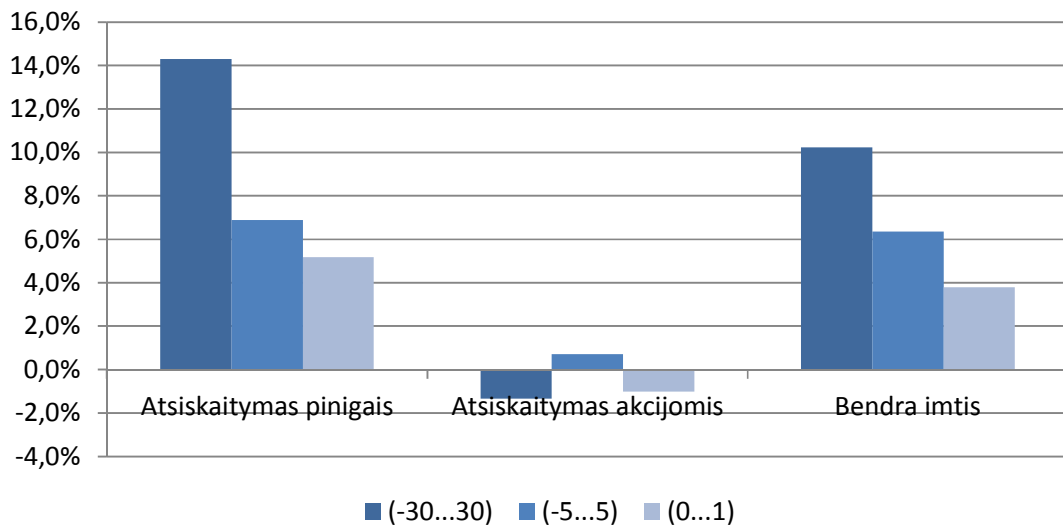
**37 lentelė. Tyrimo imties pasiskirstymas
pagal atsiskaitymo būdą sandorio metu**

Sandorio atsiskaitymo būdas	Sandorių skaičius	Dalis, %
Atsiskaitymas pinigais	62	40,3%
Atsiskaitymas akcijomis	20	13,0%
Kitas arba nenurodytas	72	46,8%
Viso	154	100,0%

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Atsiskaitymo pinigais bei atsiskaitymo akcijomis atvejais, įmonės tyrimo metu buvo išskirtos į atskiras grupes. Buvo tikrinama, ar šiose grupėse stebimi skirtingi netipinės grąžos lygmenys.

37 paveiksle atvaizduota netipinės grąžos informacija leidžia teigti, kad atsiskaitymo būdas yra svarbi sandorių charakteristika lemianti sandorio generuojamą grąžą. Kaip matoma, visų langų atveju (išskyrus (-5;+5) langą atsiskaitymas akcijomis generuoja neigiamą netipinę grąžą lango laikotarpiu. Tuo tarpu atsiskaitymas pinigais ilgųjų langų bei trumpiausių langų atvejais lemia iki 3% (palyginti su vidutiniu imtyje fiksuotu netipinės CAAR grąžos lygiu) išaugančią netipinę sandorio grąžą.



35 pav. Netipinės gražos palyginimas esant skirtingiems atsiskaitymo sandorio metu variantams

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Gauti rezultatai buvo įvertinti statistinių testų. Statistinio reikšmingumo rezultatai ženkliai skiriasi akcijų ir pinigų atsiskaitymo atvejais: akcijų atsiskaitymo grupės netipinė graža tiek t - testo, tiek corrado testo atmetama kaip statistiškai nereikšminga, tuo tarpu atsiskaitymo pinigais sandorių metu fiksuota graža laikytina reikšminga remiantis t - testo rezultatais ir sąlyginai reikšminga (tik (0; 1) įvykio lange) Corrado testo atveju.

Galime reziumuoti, kad atsiskaitymo būdas yra svarbus požymis indikuojantis sandorio sukurtos vertės kryptį ir ilgojo 61 dienos įvykio lango atveju lemiantis papildomą netipinę 3% gražą lyginant su bendru imties CAAR rodiklio vidurkiu (11,3%), jei atsiskaitoma pinigais.

Tuo tarpu atsiskaitymo akcijomis faktorius, nors ir laikytinas statistiškai nereikšmingu, visgi vertas papildomo dėmesio nes yra pirmasis užfiksuotas neigiamą gražą lemiantis veiksnys ir todėl vertas papildomo tiek praktikų (tokio

tipo atsiskaitymo būdas gali turėti ženklų neigiamą įtaką sandoriui), tiek mokslininkų dėmesio.

38 lentelė. Netipinės gražos statistinis reikšmingumas pagal sandorio atsiskaitymo būdą

Langas	CAAR	T-testas	Corrado testas
Atsiskaitymas pinigais			
(-30; 30)	14,3%	1%	n.
(-5; 5)	6,9%	1%	n.
(0; 1)	5,2%	1%	10%
Atsiskaitymas akcijomis			
(-30; 30)	-1,3%	n.	n.
(-5; 5)	0,7%	n.	n.
(0; 1)	-1,0%	n.	n.

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Sandorio atsiskaitymo būdo analizės išvados paneigia ankstesnių studijų rezultatus, kuriuose buvo teigiama (Martnova et al., 2007; Powell ir Stark, 2005), kad sandorio atsiskaitymo būdas yra nereikšmingas veiksnys sandorio vertės susidarymui įmonių susijungimų ir įsigijimų sandoriuose.

Reziumuojant sandorių charakteristikų tyrimo rezultatus, galima padaryti tokias išvadas:

- Egzistuoja statistiškai reikšmingas skirtumas tarp tarptautinių ir vietinių sandorių generuojamos sandorių gražos. Analizuojamo ES-10 regiono kontekste reikšmingu laikytinas ES-15 šalių investuotojo faktorius (lemiantis iki 7% papildomą netipinę gražą 61 d. laikotarpiu). Gauti rezultatai patvirtina apžvelgtų užsienio tyrimų rezultatus apie investuotojo tarptautiškumo veiksnio svarbą analizuojamo tipo sandoriuose.

- Buvo patvirtinti ankstesnių srities tyrimų rezultatai, kurių teigimu sandorių pasekoje generuojama vertė smarkiai skiriasi priklausomai nuo analizuojamos valstybės. ES-10 regiono mastu didžiausia vertė sandorių pasekoje sukuriama Baltijos šalių grupėje.
- ES-10 regiono atveju įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos recesijos bei augimo fazėse sudaryti sandoriai yra ženkliai didesnę vertę kuriantys palyginti su kitais analizuotais periodais. Šis rezultatas reikšmingai papildo užsienio autorių išvadas.
- Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių metu sukurta vertė nepriklauso nuo sandorio šalių veiklos rūšies atitikimo. Tokie rezultatai atitinka užsienio mokslininkų tyrimų išvadas.
- ES-10 regiono atveju atsiskaitymo būdas yra svarbus požymis: atsiskaitymas pinigais sukuria reikšmingą teigiamą vertę (paneigiami ankstesnių studijų rezultatai bylojantys apie šios charakteristikos nereikšmingumą).

3.8. Empirinis susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis

3.3. – 3.7. skyriuose atlikti tyrimai remiantis 2.4. skyriuje pateiktu teoriniu susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modeliu parodė, kad šio modelio esminiai parametrai yra tinkami pasirinkto tipo tyrimui atlikti. Toliau šiame skyriuje pateikiami apibendrinti analizės rezultatai. Vėliau, remiantis atlikta analize, pristatomos teorinio modelio taikymui ES-10 regione siūlomos atlikti korekcijos ir, remiantis šiomis korekcijomis, pateikiamas empirinis susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis.

Susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo rezultatai

Atlikus tyrimą pagal pateiktą teorinį susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelį buvo gauti toliau pateikiami rezultatai.

2004 – 2013 m. laikotarpiu ES-10 regione susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių metu vidutinė netipinė sandorio įtakai priskirtina grąža (CAAR) siekė 10,2% – 11,7% (priklausomai nuo skaičiavimams pasirinkto tikėtinos grąžos modelio). Šių rezultatų reikšmingumas patvirtintas parametrinių ir neparametrinių testų pagalba.

Akcijų išlaikymo grąžos metodu apskaičiuoti pirmų penkių metų po sandorio BHAR rodikliai atitinkamai sudarė 11,7%, 10,6%, 16,2%, 35% bei 29,3%. Pirmųjų metų rodiklis yra statistiškai reikšmingas, o gauta skaitinė reikšmė patvirtina trumpo laikotarpio įvykių tyrimo studijų metodą kaip patikimai prognozuojantį akcijų kainą pirmiesiems metams po sandorio (pirmųjų metų BHAR ir CAAR rodikliai iš esmės sutampa).

Remiantis finansinių rodiklių palyginamąja analize nustatyti ženklūs teigiami pelningumo pokyčiai po susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių (užfiksuotas vidutinis atitinkamai 1,5% ir 1,9% siekęs netipinis turto ir pajamų pelningumo augimas). Šios analizės metu pastebėta, kad didesnis rodiklių augimas įvyksta trečiaisiais metais po sandorio.

Powell ir Stark pokyčių modelio lygtys patvirtino teigiamą reikšmingą ryšį esant tarp netipinės trumpo laikotarpio akcijų grąžos (CAAR) rodiklių ir įmonės finansinių rodiklių pokyčių po sandorio (išskyrus CAAR (-5; 5) langą, kurio statistinis reikšmingumas nebuvo patvirtintas).

Tyrimo metu buvo įvertintas netipinės akcijų išlaikymo grąžos (BHAR) rodiklio ir imties įmonių finansinių rodiklių pokyčių po sandorio ryšis (Powell ir Stark (2005) šio rodiklio lygties nebuvo įtraukę, disertantas šį rodiklį įtraukė

papildydamas Powell ir Stark naudotą modelį). Šiuo atveju buvo fiksuotas teigiamas ryšys. Testuoti trijų ir penkių metų BHAR rodikliai patvirtinti kaip statistiškai reikšmingi.

Analizuojant sandorio metu sukuriamai vertei įtaką galima darančias sandorio charakteristikas nustatyta, kad sandorio tarptautiškumas, sandorio objekto šalis, sandorio priskyrimas įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos ciklo fazei bei atsiskaitymo būdas sandorio metu yra reikšmingi veiksniai. Skirtingos šių veiksnių modifikacijos lemia reikšmingus vertės pokyčius susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių pasekoje.

Empiriniam tyrimui rekomenduojamas susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis

Remiantis empirinio tyrimo rezultatais galima reziumuoti, kad nagrinėjamame susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelyje turėtų būti išlaikyta gausi taikomų trumpo laikotarpio įvykių tyrimo langų struktūra, kuri padeda užfiksuoti skirtingo likvidumo įmonių akcijų verčių pokyčius. Be to, ilgesnių langų poreikį patvirtina ir faktas, kad (0;1) įvykio lange tyrimo metu buvo fiksuojamas tik 3,4% netipinis prieaugis, kai (-30; 30) lange fiksuotas tris kartus didesnis 10,2% prieaugis (palyginamųjų indeksų taikymo atveju), tad siekiant ištirti pilną paskelbimo apie sandorį efektą perkamos įmonės vertei, būtina derinti atskirus skirtingų ilgių langus.

BHAR rodiklio skaičiavimai galėtų būti nevykdomi pirmųjų metų periodui, nes tokia analizė laikytina pertekline atsižvelgiant į tą faktą, kad tiek trumpo laikotarpio įvykių tyrimo (-30; 30) lango CAAR rodiklis, tiek pirmųjų metų BHAR rodiklis yra artimi (netipinė grąža pirmaisiais metais sukaupiama per 61 d. laikotarpį). Kita vertus, ilgesnio laikotarpio (2 – 5 m.) BHAR rodiklio skaičiavimai suteikia itin svarbių įžvalgų (ypač 4-5 metais po sandorio) ir reikšmingai išplečia *ex-post* sandorių vertinimą.

Modelyje turėtų būti ir toliau taikoma dvejopa pelningumo rodiklių skaičiavimo sistema (pajamų ir turto pelningumo) bei pagrindiniu pelno rodikliu ES-10 regione tyrimo kontekste turi išlikti veiklos pelnas kaip geriausias prieinamas rodiklis viso regiono įmonėms.

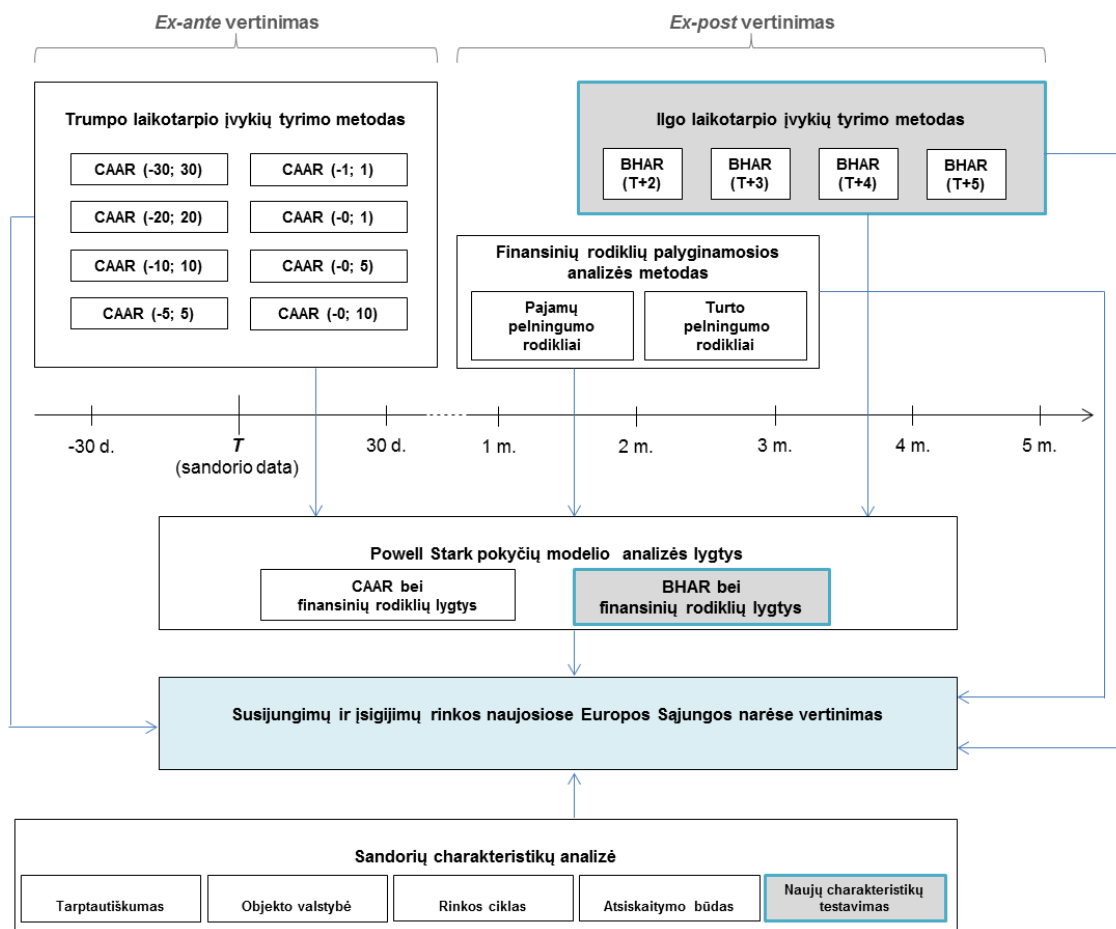
Taip pat Powell ir Stark pokyčių modelis atlikus tyrimą buvo patvirtintas kaip svarbi modelio sudedamoji dalis leidžianti patikrinti finansinių rodiklių palyginamosios analizės bei įvykių tyrimo metodu gautus rezultatus.

Vis dėlto, į teorinį modelį remiantis empirinio tyrimo rezultatais turėtų būti įvesti tam tikri pakeitimai.

Powell ir Stark pokyčių modelis turėtų būti papildytas BHAR rodiklio lygtimis, kurios nebuvo įtrauktos į teorinį modelį, tačiau ištestavus empirinio tyrimo metu buvo nustatyta, kad tokių lygčių taikymas prisideda prie nagrinėjamos problemos ištyrimo.

Taip pat siūlytina modelyje numatytą sandorio charakteristikų analizę išplėsti papildomomis charakteristikomis, kurios remiantis mokslinių šaltinių analize galėtų daryti reikšmingą įtaką vertės susidarymui įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių pasekoje. Tokios charakteristikos susistemintai pateiktos disertacijos 9 lentelėje. Naujų veiksmų išskyrimas leistų detalčiau apibrėžti vertę kuriančius sandorius regiono valstybėse. Remiantis atliktos analizės rezultatais, siūloma perkančios ir perkamos įmonių ekonominės veiklos sutapimo veiksnį pašalinti iš tolimesnio tyrimo kaip nereikšmingą.

Papildytas susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis pateikiamas 36 paveiksle.



36 pav. Rekomenduojamas susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Atsižvelgiant į atlikto tyrimo rezultatus bei faktą, kad ES-10 regiono mastu kryptingų mokslinių pastangų suformuoti bei mokslininkų bendruomenei pateikti įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos vertinimo modelį nebuvo aptikta, siūloma pateikiamą susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelį taikyti ateities tyrimuose ES-10 regiono susijungimų ir įsigijimų rinkai vertinti.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

Disertacijoje išnagrinėti teoriniai šaltiniai bei atlikti tyrimai patvirtino, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių tema yra aktuali mokslinė ir praktinė problema. Remiantis Lietuvos bei užsienio mokslininkų darbų analize bei autorinio tyrimo rezultatais darytinos tokios pagrindinės disertacijos **išvados**:

1. Atlikus susijungimų ir įsigijimų rinkos mokslinių bei statistinių šaltinių analizę bei susisteminius skirtingų autorių nagrinėtus teorinius aspektus pažymėtina, kad:
 - a. Remiantis disertacijoje pateikiama šaltinių palyginamąja analize buvo suformuotos dvi susijungimų ir įsigijimų sąvokos apibrėžimų grupės, vyraujančios mokslinėje literatūroje: siaurąja prasme susijungimais ir įsigijimais laikomi šios sąvokos lingvistinių sudedamųjų dalių (žodžių “susijungimas” ir “įsigijimas”) žymimi atitinkamų sandorių tipai; remiantis holistiniu požiūriu susijungimų ir įsigijimų terminas apima daug platesnę sritį – juo apibūdinama įmonės sandorių, sprendimų ir veiksmų, susijusių su įmonės plėtra, jos akcinio kapitalo, akcininkų struktūros bei įmonių grupės struktūros pokyčiais visuma.
 - b. Susisteminius išnagrinėtus mokslinius šaltinius, disertacijoje išskirtos dvi motyvų, lemiančių vyksmą susijungimų ir įsigijimų rinkoje, grupės. Praktinės publikacijos pabrėžia vykdomos ekonominės veiklos suponuotas priežastis sandoriams vykti (suformuoti trys motyvų sandoriams vykti pogrupiai – ekonominės-finansinės, strateginės-vadybinės bei kitų nei įmonės ar akcininkų interesų sąlygotos priežastys). Išnagrinėtose teorinėse publikacijose vyksmas susijungimų ir įsigijimų rinkoje pagrindžiamas neoklasikinės, agentų bei elgsenos teorijomis. Disertacijoje papildomai ištirta ir pagrįsta, kad prie šių trijų teorijų turi būti pridėta ir institucionalizmo teorija, kaip esminė

pagrindžiant nagrinėjamo tipo sandorių egzistavimą rinkoje bei kartu su neoklasikine, agentų bei elgsenos teorijomis sudaranti mokslinį fundamentą susijungimų ir įsigijimų rinkos tyrimams.

- c. Suklasifikavus susijungimų ir įsigijimų sandorių formas, visi sandorių tipai suskirstyti į 8 grupes. Nustatyta, kad pastarąjį dešimtmetį pasirodžiusių mokslinių publikacijų kontekste aktualiausias sandorių klasifikavimas pagal geografinį santykį tarp investuotojo ir perkamos įmonės. To priežastimi laikytinas spartus tiesioginių užsienio investicijų augimo tempas.
2. Atlikus mokslinių bei statistinių šaltinių, kuriuose nagrinėjama įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse problematika, analizę galima teigti, kad:
 - a. Centrinės ir Rytų Europos regionas pasaulyje 2013 m. buvo ketvirtas pagal susijungimų ir įsigijimų rinkos apimtį tiek pagal sandorių skaičių, tiek vertę atsilikdamas tik nuo Šiaurės Amerikos, Vakarų Europos ir Pietryčių Azijos.
 - b. ES-10 regione moksliniai tyrimai įmonių susijungimų ir įsigijimų srityje laikytini fragmentiškais – nagrinėjamas susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių vaidmuo užsienio investicijų kontekste bei atskirose regiono šalyse vykstančių sandorių aspektai. Trūksta tyrimų, kuriuose būtų nagrinėjami visam regionui *in corpore* bendri ypatumai. Teoretikai laikosi nuomonės, kad ES-10 blokas pasižymi skirtingomis tendencijomis lyginant su kitais pasaulio regionais, todėl kitų regionų empirinių duomenų pagrindu suformuotų teorijų *a priori* taikymas naujųjų Europos Sąjungos narių įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkai vertinti suformuotų neobjektyvių tyrimo rezultatus.
 - c. Atlikta statistinių duomenų analizė pagrindė faktą apie nagrinėjamo regiono įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos tendencijų skirtumus: ES-10 regione nebuvo užfiksuota šeštoji įmonių susijungimų ir

įsigijimų rinkos banga (sandorių skaičius nuolat augo per pastarąjį dešimtmetį); tarptautinių įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių dalis tiesioginių užsienio investicijų struktūroje ES-10 valstybėse yra daugiau nei 3 kartus mažesnė nei pasaulio vidurkis.

3. Remiantis užsienio autorių įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių generuojamos vertės tyrimų metaanalize galima teigti, kad matuojant bendrą įsigyjančios ir įsigyjamą įmonės vertės pokytį po sandorio, nėra reikšmingų įrodymų apie susijungimų ir įsigijimų pasekoje sukuriama vertę – rezultatai ženkliai varijuoja priklausomai nuo pasirinktos imties, tyrimo laikotarpio bei nustatytų prielaidų. Vis dėlto, didžioji dalis išnagrinėtų mokslinių šaltinių atskirai vertinant įsigyjančios ir įsigyjamą įmonės vertės pokyčius, nurodo, kad įsigyjamą įmonės vertės pokyčiai yra teigiami, o perkančios įmonės vertės pasikeitimai po įvykusio įsigijimo yra neigiami arba artimi nuliui.
4. Remiantis disertacijoje pateikiama analize siūloma mokslininkų naudojamas susijungimų ir įsigijimų sandorių vertės tyrimo strategijas suklasifikuoti į keturias grupes:
 - a. Įvykių tyrimo metodu paremti tyrimai.
 - b. Finansinių rodiklių palyginamąja analize paremti tyrimai.
 - c. Įvykių tyrimo bei finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodų derinimu pagrįsti tyrimai.
 - d. Sandorių charakteristikų analize paremti tyrimai.
5. Atlikus ankstesnių tyrimų rezultatų metaanalizę bei įvertinus visų išnagrinėtų sandorių sukuriamos vertės nustatymo metodų privalumus bei apribojimus, tyrimams ES-10 regione vykdyti siūlomi šie metodai bei rekomenduojamos atitinkamos, su regiono specifika susijusios, metodų korekcijos:

- a. Trumpo laikotarpio įvykių tyrimo metodas – siūloma taikyti ilgesnius (bent 50 – 60 dienų) langus ir derinti parametrinius bei neparametrinius statistinius testus gautų rezultatų statistiniam reikšmingumui vertinti.
 - b. Ilgo laikotarpio įvykių tyrimo metodas – rekomenduojamas minimalus tyrimo laikotarpis turėtų sudaryti 4 metus po sandorio sudarymo.
 - c. Finansinių rodiklių palyginamosios analizės metodas – rekomenduojama baziniu pelno rodikliu laikyti veiklos pelną bei kartu naudoti turto bei pajamų pelningumo rodiklius.
 - d. Siūloma taikyti Powell ir Stark metodą, kuris leidžia susieti įvykių tyrimo ir finansinių rodiklių palyginamosios analizės rezultatus ir verifikuoja pastarųjų metodų pagalba gautas išvadas.
 - e. Rekomenduojama analizei pasitelkti sandorių charakteristikos metodą, kuris leistų ES-10 regiono atveju identifikuoti veiksnius, lemiančius vertės susidarymą analizuojamo tipo sandorių metu.
6. Atlikus 2004 – 2013 m. laikotarpiu įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių, vykusių naujosiose Europos Sąjungos narėse, sukurtos vertės tyrimą buvo gauti tokie rezultatai:
- a. Vidutinė netipinė grąža (CAAR) paskelbimo apie įvykusį sandorį laikotarpiu (taikant ilgiausią 61 dienos langą) sudarė 10,2% – 11,7% (statistiškai reikšmingi rezultatai remiantis t – testu); tuo tarpu mažiausiu dviejų (0; 1) dienų lango aplink įvykio datą atveju fiksuojama 3,4% – 3,8% netipinė grąža (statistiškai reikšmingi rezultatai taikant parametrinius ir neparametrinius statistinius testus).
 - b. Ilgiausio 61 dienos lango analizės atveju pabrėžtina, kad jau 30 d. laikotarpiu iki įvykio vidutiniškai akcijos pabrangdavo 4% – 5%. Šis nustatytas faktas parodo rimtas informacijos asimetrijos problemas ES-10 regiono akcijų rinkose ir būtinybę laikytis disertacijoje siūlomų įvykių tyrimo metodo patobulinimų, skirtų bent iš dalies išvengti šios problemos.

- c. Pirmaisiais metais po sandorio užfiksuotas BHAR rodiklis yra lygus 11,7% ir nedaug skiriasi nuo trumpo laikotarpio įvykių tyrimo metodu fiksuoto CAAR rodiklio (10,2% – 11,7%). Šie BHAR rodiklio rezultatai patvirtina trumpo laikotarpio įvykių tyrimo studijų rezultatus ES-10 regione kaip reikšmingus ir leidžiančius patikimai prognozuoti artimiausių vienerių metų akcijų kainą.
- d. Ketvirtaisiais – penktaisiais metais po sandorio stebimas itin spartus BHAR rodiklio augimas: vidutinė netipinė su įvykiu siejama akcijų išlaikymo grąža pasiekia 35%. Remiantis ankstesnių tyrimų analize, toks pokytis sietinas su sandorio integracijos procesu vidutiniškai po įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių trunkančiu trejus metus.
- e. Remiantis finansinių rodiklių palyginamąja analize nustatyti ženklūs teigiami pelningumo pokyčiai po susijungimų ir įsigijimų rinkos sandorių (užfiksuotas vidutinis 1,5% ir 1,9% siekęs netipinis atitinkamai turto ir pajamų pelningumo augimas). Šios analizės metu pastebėta, kad didesnis rodiklių augimas įvyksta trečiaisiais metais po sandorio.
- f. Powell ir Stark pokyčių modelio lygtys patvirtino teigiamą reikšmingą ryšį esantį tarp netipinės trumpo laikotarpio akcijų grąžos (CAAR) rodiklių ir įmonės finansinių rodiklių pokyčių po sandorio. Tokiu būdu patvirtinamas teiginys, kad akcijų rinkų dalyviai geba efektyviai įvertinti įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorius ES-10 regione. Ši išvada trumpo laikotarpio įvykių tyrimo metodą leidžia taikyti ES-10 akcijų rinkose, kaip tiksliai atspindintį skirtingų įvykių (ne tik įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių) reikšmę kotiruojamų bendrovių vertei.
- g. Vertinant skirtingų sandorių charakteristikų reikšmę ES-10 įmonių vertei prieita išvados, kad tarptautiniai sandoriai, sandorio objekto šalies, atsiskaitymo metodo bei sandorio sudarymo laiko veiksniai turi reikšmingą įtaką vertei. Ypač reikšmingas ES-10 regione investuotojo

kilmės šalies veiksnys –investuotojų iš senųjų ES šalių vykdomi įsigijimai sukuria statistiškai reikšmingą beveik pusantro karto didesnę nei tyrimo vidurkis vertę (fiksuojuama 17,6% netipinė grąža, kai investuotojo iš kitos ES-10 šalies atveju analogiškas rodiklis sudaro tik 2,9% per 61 d. langą).

- h. Reziumuojant empirinio tyrimo rezultatus galima teigti, kad analizuotu 2004 – 2013 m. laikotarpiu susijungimų ir įsigijimų rinkoje naujosiose Europos Sąjungos narėse buvo sukurta reikšminga teigiama vertė. Tokie rezultatai iš esmės patvirtina ankstesnių tyrimų, atliktų kitų regionų pagrindu, išvadas teigiančias, kad perkamų įmonių atveju susijungimų ir įsigijimų rinkoje sukuriami teigiama vertė.
7. Remiantis teorinės analizės rezultatais, atsižvelgiant į išnagrinėtus įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių metu sukuriama vertės metodų aspektus bei tyrimo metu gautus rezultatus buvo suformuotas susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos naujosiose Europos Sąjungos narėse vertinimo modelis, kuris:
- a. atspindi sudėtingą vertės nustatymo susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkoje procesą ir yra suformuotas penkių atskirų metodų pagrindu: ilgo bei trumpo laikotarpio įvykių tyrimo analizės, finansinių rodiklių palyginamosios analizės, Powel Stark pokyčių modelio tyrimo bei sandorių charakteristikų analizės.
 - b. Formuojant modelį buvo nustatyta, kad šiuo metu neegzistuoja bendras visų regiono valstybių akcijų rinkų dinamiką atspindintis indeksas, todėl sėkmingam modelio taikymui disertacijos tyrimų metu buvo suformuotas ES-10 regiono valstybių akcijų rinkas atspindintis indeksas.
 - c. Dėl į modelį įtrauktų metodų patobulinimo ir atskirų metodų derinimo, pateikiamas modelis yra atsparus informacijos asimetrijos, menko

likvidumo, buhalterinės apskaitos skirtumų tarp valstybių problemoms, būdingoms ES-10 regionui.

- d. Modelis pasižymi lankstumu ir priklausomai nuo informacijos šaltinių prieinamumo ir atliekamos analizės uždavinių gali būti pritaikomas konkrečiam tyrimui (keičiant langų ilgį ir kiekį bei testuojant papildomas charakteristikas).

Tolimesnių tyrimų kryptys ir rekomendacijos

Pateikiama analizė bei disertacijoje suformuotas įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos vertinimo naujosiose Europos Sąjungos narėse modelis siūlomi naudoti ateities įmonių susijungimų ir įsigijimų srities tyrimuose ES-10 regione ar atskirose šiam regionui priskiriamose valstybėse. Parengtas modelis bei atlikto tyrimo išvados gali būti naudingos ne tik finansų srities mokslininkams, bet ir investicijas skatinančioms agentūroms bei sandorių sudaryme dalyvaujantiems praktikams.

Atliekant tolimesnius tyrimus įmonių susijungimų ir įsigijimų srityje ES-10 regione siūloma ypatingą dėmesį skirti regionui būdingoms mažo likvidumo ir informacijos asimetrijos problemoms bei joms spręsti pasitelkti disertacijoje siūlomą atskirų metodų derinimą, taip pat atitinkamai koreguoti CAAR metodo charakteristikas – išplėstą langų skaičių bei ilgį, taip pat remtis ilgesnio laikotarpio (2 – 5 m.) BHAR rodiklio skaičiavimais, kurie vėlesniais laikotarpiais (4-5 metais po sandorio) suteikia reikšmingų įžvalgų apie vertės pokyčius.

Disertantas siūlo ateities tyrimuose kolegoms mokslininkams ir finansų srities profesionalams palyginamųjų indeksų skaičiavimams ES-10 regione pasitelkti autoriaus sudarytą indeksą. Kaip rodo tyrimo rezultatai, šis indeksas geriau atspindi akcijų svyravimus regione nei tai daro vienintelis šiuo metu prieinamas šio regiono indeksas.

Ateityje galimi esamo modelio patobulinimai, į kuriuos dėmesį turėtų atkreipti mokslininkai, susiję su objektyvesnių finansinių rodiklių įtraukimu į tyrimą. Finansinių rodiklių palyginamosios analizės tyrimo atlikimo metu duomenys, reikalingi grynojo pinigų srauto rodikliui apskaičiuoti, buvo neprieinami, todėl kaip pinigų srauto ir pelningumo rodiklis naudotas veiklos pelnas. Esant galimybei rekomenduojama finansinių rodiklių palyginamajai analizei pasitelkti grynojo pinigų srauto rodiklį. Be to, disertanto nuomone, turint išsamius imties įmonių finansinius duomenis, būtų galima išmatuoti ir netiesioginę sandorių įtaką vertei per tokių rodiklių kaip įmonės ekporto apimtis, sukuriama pridėtinė vertė ir kt. pokyčių sandorio pasekoje tyrimą.

Disertacijoje pateikiamas tyrimas remiasi empirinių dešimties metų laikotarpio (2004 – 2013 m.) duomenų analize. Siekiant išplėsti tyrimo ribas ir į jį įtraukti didesnę skaičių sandorių siūloma analogišką tyrimą atlikti vėlesniais laikotarpiais, surinkus papildomą tyrimui būtiną informaciją.

LITERATŪRA IR ŠALTINIAI

1. A Dictionary of Finance and Banking. Fifth Edition. (2014). Oxford: Oxford University Press.
2. Aktas N., de Bodt E., Roll R. (2004). Market Response to European Regulation of Business Combinations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39(4). 731-757.
3. Alam A., Khan S., Zafar F. (2014). Strategic Management: Managing Mergers & Acquisitions. *International Journal of BRIC Business Research (IJBBR)* 3(1). 1-10.
4. Aluko B. T., Amidu A.-R. (2010). Corporate Business Valuation for Mergers and Acquisitions. *International Journal of Strategic Property Management*. 173-189.
5. Amihud Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets* 5. 31-56.
6. Anciūtė A., Misiūnas A. (2006). *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos. Lietuvos pramonės finansiniai rodikliai ir efektyvumas.* Vilnius: Vilniaus universitetas. 5-12.
7. Anderson W. A. (2010). Revised Trade-to-trade Model for all levels of Trading Thinness in Event Studies. 23Rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1663555
8. Andrade, G., Mitchell M. L., Stafford E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives* 15 (2). 103-120.
9. Antoniou A., Zhao H. (2004). Long-run post takeover return: the impact of overlapping return, takeover premium, and method of payment. Working Paper, Centre for Empirical Research in Finance (CERF), Durham Business School.
10. Arbnor I., Bjerke B. (2009). *Methodology for Creating Business Knowledge.* 3Rd edition. Trowbridge: The Cromwell Press Ltd.
11. Asquith, P. (1983). Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns. *Journal of Financial Economics* 11. 51-83.
12. Asquith, P., Kim, H. E. (1982). The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders. *The Journal of Finance*, 37.1209-1228.
13. Bakker B. B. (2011). Sectoral Composition of FDI and External Vulnerability in Eastern Europe. IMF Working Paper. Prepared by Kinoshita Y. Prieiga

internete: books.google.lt/books?isbn=1455277509 .

14. Baltijos oficialusis prekybos sąrašas. NASDAQ OMX Baltic. Prieiga internete: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=mainlist&lang=lt> .
15. Barber B. M., Lyon J. D. (1996). Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics* 41. 359-399.
16. Barber B. M., Lyon J. D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics* 43. 341-372.
17. Bartholdy J., Olson D., Peare P. (2006). Conducting event studies on a small stock exchange. Working Paper F-2006-03. Aarhus School of Business.
18. Beckett S. (1986). Corporate Mergers And The Business Cycle. University of California at Los Angeles. *Economic Review*. 13-26.
19. Bednarczyk T. P., Schiereck D., Walter H. N. (2010). Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Evidence from the energy industry in Central and Eastern Europe. *Journal for East European Management Studies* 15(2). 106-127.
20. Bengtsson L., Larsson R. (2012). Researching Mergers & Acquisitions with the Case Study Method: Idiographic Understanding of Longitudinal Integration Processes. Working Paper No. 2012/4: CSIR Electronic Working Paper Series. Prieiga per internetą: http://www.researchgate.net/publication/254419778_Researching_Mergers_Acquisitions_with_the_Case_Study_Method_Idiographic_Understanding_of_Longitudinal_Integration_Processes .
21. Binder J. J. (1998). The Event Study Methodology Since 1969. *Review of Quatitative Finance and Accounting*, 11. 111-137.
22. Bioye T. A., Abdul R. A. (2005). Corporate Business Valuation for Mergers and Acquisitions. *International Journal of Strategic Property Management*, 9:3. 173-189.
23. Bjorvatn K. (2004). Economic integration and the profitability of cross-border mergers and acquisitions. *European Economic Review* 48. 1211-1226.
24. Blitz D., van der Grient B., van Vliet P. (2010). Fundamental Indexation: Rebalancing Assumptions and Performance. *Journal of Index Investing* 1(2). 82-88.
25. Boehmer E., Masumeci J., Poulsen A. B. (1991). Event-study methodology under conditions of event-induced variance. *Journal of Financial Economics* 30(2). 253-272.

26. Bortolotti, B., Siniscalco, D. and Fantini, M. (2000). Privatisation and Institutions: A cross Country Analysis. CESifo Working Paper Series No. 375.
27. Bouwman C. H. S. (2013). The Role of Corporate Culture in Mergers & Acquisitions. *Mergers and Acquisitions: Practises, Performance and Perspectives*, ed. Perrault E., NOVA Science Publishers. Prieiga per internetą: <http://ssrn.com/abstract=2307740> .
28. Brakman S., Garretsen H., van Marrewijk C. (2007). Cross-border mergers and acquisitions: the facts as a guide for international economics. *Esantis International Mergers and Acquisitions Activity since 1990. Recent Research and Quantitative Analysis*. Ed. Gregoriou G. N., Renneboog L. Amsterdam: Elsevier. 23-50.
29. Brown S. J., Jerold B. W. (1980). Measuring Security Price Performance. *Journal of Financial Economics* 8(3). 205-258.
30. Brown S. J., Warner J. B. (1985). Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics* 14. 3-31.
31. Bruner R. F. (2002). Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *Journal of Applied Finance*, Spring/Summer. 48-68.
32. Burkšaitienė D. (2010). Cross-Border Mergers and Acquisitions: an Analysis of Activity. Working Paper: 6th International Scientific Conference, Business and Management. Vilnius: Vilniaus Gedimino technikos universitetas. 30-35.
33. Buttler E. (2011). The Geopolitics of Merger and Acquisition in the Central European Energy Market. *Geopolitics*, 16 (3). 626-654.
34. Cambell J. Y., Lo A. W., MacKinlay A. C. (1996). *The Econometrics of Financial Markets*. New Jersey: Princeton University Press.
35. Cartwright S., Schoenberg R. (2006). 30 years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities. *British Journal of Management* 17(S1). S1-S5.
36. Čekijos oficialusis prekybos sąrašas. PSE (Prgue Stock Exchange). Prieiga internete: <http://www.pse.cz/Kurzovni-Listek/Oficialni-KL/> .
37. Chang, S. (1998). Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns. *Journal of Finance* 53. 773-784.
38. Chari, A., Ouimet, Paige P. and Tesar, L. L. (2004). Acquiring Control in Emerging Markets: Evidence from the Stock Market. SSRN: <http://papers.ssrn.com/abstract=607202>.
39. Chevalier A., Redor E. (2005). The influence of the non-financial characteristics of the bidder and the target on the payment methods in

mergers and acquisitions: a forty years international survey. Paper presented at the European International Business Academy.

40. Copeland T. E., Weston J. F. (1988). *Financial Theory and Corporate Policy*. Boston: Addison-Wesley.
41. Copeland T., Koller T., Murrin J., McKinsey & Company. (2002). *Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
42. Corrado C. J. (1989). A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies. *Journal of Financial Economics* 23(2). 385-396.
43. Cowan A. R. (1992). Nonparametric Event Study Tests. *Review of Quatitative Finance and Accounting* 2. 343-358.
44. Craninckx K., Huyghebaert N. (2011). Can Stock Markets Predict M&A Failure? A Study of European Transactions in the Fifth Takeover Wave. *European Financial Management* 17(1). 9-45.
45. Craninckx K., Huyghebaert N. (2014). Large shareholders and value creation through corporate acquisitions in Europe. The identity of the controlling shareholder matters. Working Paper: Midwest Finance Association (mfa) Annual Meeting edition (62).
46. Cummins J. D., Weiss M. A., Klumpes P. J. M. (2008). Mergers and Acquisitions (M&A) in the European and U.S. Insurance Industries: Information Asymmetry and Valuation Effects. Prieiga per internetą: <http://www2.toulouse.inra.fr/lerna/congres/egrie/papers/Klumpes,%20Paul%20-%20Paper.pdf> .
47. Damodaran, A. (2005). *The Value of Synergy*. New York University – Stern School of Business. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=841486>.
48. Deltuvaitė V., Vaškelaitis V., Pranckevičiūtė A. (2007). The Impact of Concentration on Competition and Efficiency in the Lithuanian Banking Sector. *Inžinerinė Ekonomika – Engineering Economics* 4(54). 7-19.
49. DePamphilis D. (2011). *Mergers and Acquisitions Basics: All You Need to Know*. Oxford: Elsevier Inc.. 1-16, 23-28.
50. Dickerson A. P., Gibson H. D., Tsakalotos E. (1997). The impact of acquisitions on company performance: Evidence from a large panel of U.K. firms. *Oxford Economic Papers* 49. 344- 361.
51. Dilshad M. N. (2013). Profitability Analysis of Mergers and Acquisitions: An Event Study Approach. *Business and Economic Reseach* 3(1). 89-125.
52. Dodd, P. (1980). *Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder*

- Wealth. *Journal of Financial Economics* 8. 105-137.
53. Dodd, P., Ruback R. (1977). Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 5 (3). 351-374.
 54. Duksaitė E., Tamošiūnienė R. (2009). Why Companies Decide to Participate in Mergers and Acquisition Transactions. *Mokslas – Lietuvos ateitis* 1(3). 1-25.
 55. Duso T., Gugler K., Yurtoglu B. (2010). Is the event study methodology useful for merger analysis? A comparison of stock market and accounting data. *International Review of Law and Economics* 30. 186-192.
 56. Eckbo B. E. (ed.) (2006). *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. Volume A. Handbooks in Finance Series.* Elsevier/ North-Holland.
 57. Eckbo, B.E. (1983). Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics* 11(1-4). 241-274.
 58. European Commission. Directorate-General for Economic and Financial affairs. (2006). *European Economy. Occasional Papers. No 24.* Prieiga internete: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication7548_en.pdf .
 59. Europos Bendrijos Tarybos reglamentas Nr. 4064/89 dėl koncentracijų tarp ūkio subjektų kontrolės. Prieiga internete: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989R4064:EN:HTML> .
 60. Eurostat duomenys. Pagrindinės statistinės lentelės. [interaktyvus.] Prieiga internete: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/national_accounts/data/main_tables. [žiūrėta 2014-05-02].
 61. Eurostat duomenys. Tiesioginių užsienio investicijų statistiniai duomenys. [interaktyvus.] Prieiga internete: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Foreign_direct_investment_statistics . [žiūrėta 2014-05-02].
 62. Fabozzi F. J., Drake P. P. (2009). *Finance: Capital Markets, Financial Management and Investment Management.* New Jersey: John Willey & Sons, Inc.
 63. Fama E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25(2). 383-417.
 64. Fama E. F., Fisher L., Jensen M. C., Roll R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review* 10(1). 1-21.

65. Fan J. P. H., Goyal V. K. (2006). On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers. *The Journal of Business* 79(2). 877-902.
66. Faulkner D., Teerikangas S., Joseph R. J. (2012). *The Handbook of Mergers and Acquisitions*. Oxford: Oxford University Press.
67. FE Trustnet. Amundi ETF MSCI Eastern Europe Ex Russia. Informacinio biuletenio data: 2014 m. gegužės 3 d. Prieiga internete: <http://www.trustnet.com/> .
68. Finansų analitikų asociacija. (2011). 2011 metų M&A rinkos apžvalga. Prieiga per internetą: http://www.finansai.lt/images/m_a_sandoriai/2011.pdf .
69. Funke C., Gebken T., Johanning L., Michel G. (2008). Information Signaling and Competitive Effects of M&A: Long-Term Performance of Rival Companies. Prieiga internete: <http://ssrn.com/abstract=1100711>.
70. Galpin T. J., Herndon M. (2007). *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions. Process Tools to Support M&A Integration at every level. Second Edition*. New Jersey: John Willey & Sons, Inc.
71. Gaughan P. A. (2010). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. Fifth edition*. New Jersey: John Willey & Sons, Inc.
72. Gilson R. J., Whitehed C. K. Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets. *Columbia Law Review* 108(1). 231-264.
73. Ginevičius R., Kutut V., Kutut I. (2008). Veiklos diversifikacija įmonės gyvavimo ciklo kontekste. *Verslas: teorija ir praktika*. 169-179.
74. Girma S. et al. (2006). International Acquisitions, Domestic Competition and Firm Performance. *International Journal of the Economics of Business*. 335-349.
75. Goldstein I., Razin A. (2005). Foreign Direct Investment vs. Foreign Portfolio Investment. National Bureau of Economical Research. Prieiga per internetą: <http://www.nber.org/papers/w11047> .
76. Gregoriou G. N., Renneboog L. (2007). Understanding mergers and acquisitions: activity since 1990. *Esantis International Mergers and Acquisitions Activity since 1990. Recent Research and Quantitative Analysis*. Ed. Gregoriou G. N., Renneboog L. Amsterdam: Elsevier. 1-20.
77. Gutsche R. (2012). Determinants of M&A Activity and Control Concept: Firm Characteristics as Economic Indicators for Control Business Combinations. Dissertation No. 4082: University of St. Gallen.
78. Harford J. (2004). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, Forthcoming. Prieiga internete:

<http://papers.ssrn.com/abstract=616843> .

79. Harford J. (2011). Mergers waves. Esantis *The Art of Capital Restructuring: Creating Shareholder Value Through Mergers and Acquisitions*. Ed. Baker H. K., Kiyamaz H. New Jersey: John Willey & Sons, Inc. 17-37.
80. Harford, J. (2003) Efficient and Distortional Components to Industry Merger Waves. *Journal of Financial Economics AFA 2004 San Diego Meetings*.
81. Havrylchyk O., Jurzyk E. (2008). Inherited or earned? Performance of foreign banks in Central and Eastern Europe. CEPII, Working Paper No. 2008-16.
82. Havrylchyk, O., Jurzyk, E. (2007). Profitability of foreign banks in Central and Eastern Europe: Does the mode of entry matter? *Economics of Transition* 19(3). 443-472.
83. Healy P. M., Palepu K. G., Rubak R. S. (1990). Does Corporate Performance Improve after Mergers? Working Paper, #3348. National Bureau of Economic Research, Cambridge.
84. Heron R., Lie E. (2002). Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37(1). 137-155.
85. Higson C., Elliott J. (1998). Post-takeover returns: The UK evidence. *Journal of Empirical Finance* 5. 27-46.
86. Hitt M. et al. (2009). Mergers and Acquisitions: Overcoming Pitfalls, Building Synergy, and Creating Value. *Business Horizons* 52(6). 523-529.
87. International Monetary Fund. (2014). Regional Economic Issues. Central, Eastern, and Southeastern Europe. Prieiga internete: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2014/eur/eng/pdf/ereo0414.pdf> .
88. Jacoby W. (2014). Different cases, different faces: Chinese investment in Central and Eastern Europe. *Asia Europe Journal* 12(1-2). 199-214.
89. Jensen M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76(2). 323-329.
90. Jensen, M. (1986). The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. *Midland Corporate Finance Journal* 4(2). Prieiga internete: <http://papers.ssrn.com/abstract=173452>.
91. Jensen, M., Ruback R. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics* 11(1). 5-50.
92. Kazmierska-Jozwiak B. (2014). Activity of Central Eastern Europe Countries on Mergers and Acquisitions Market. *Social Sciences* 1(83). 72-79.
93. Kershaw D. (2009). *Company Law in context: text and materials*. Oxford:

Oxford University Press.

94. King D. R., Dalton D. R., Daily C. M., Covin J. G. (2004). Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators. *Strategic Management Journal* 25. 187-200.
95. Kipro oficialusis prekybos sąrašas. CSE (Cyprus Stock Exchange). Prieiga internete: <http://www.cse.com.cy/en-GB/regulated-market/listing/listed-companies/> .
96. Kolari J. W., Pynnönen S. (2010). Event Study Testing with Cross-sectional Correlation of Abnormal Returns. *Review of Financial Studies* 23(11). 3996-4025.
97. Kolari J., Pynnönen S. (2009). Generalized Rank Test for Testing Cumulative Abnormal Returns in Event Studies. EFMA Annual Meeting paper. Prieiga internete: <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-milan/137.pdf>.
98. Kothari S. P., Warner J. B. (2006). Econometrics of Event Studies. Working Paper: Center for Corporate Governance, Tuck School of Business at Dartmouth.
99. Kreditų biuro Creditinfo duomenų bazės. [interaktyvus.] Prieiga internete: <http://www.creditinfo.lt/> . [žiūrėta 2014-04-30].
100. Laabs J. P., Schiereck D. (2010). The long-term success of M&A in the automotive supply industry: determinants of capital market performance. *Journal of Economics and Finance* 34(1). 61-88.
101. Langetieg T. (1978). An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholders Gains from Merger. *Journal of Financial Economics* 6(4). 365-384.
102. Langevoort D. C. (2010). The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions. Georgetown Business, Economics & Regulatory Law Research Paper. No.10-17
103. Langmann Ch. (2007). Stock Market Reaction and Stock Option Plans: Evidence from Germany. *Schmalenbach Business Review* 59. 85-106.
104. Larsson R., Finkelstein S. (1999). Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization. *Organization Science* 10(1). 1-26.
105. Larsson R., Finkelstein S. (1999). Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization. *Organization Science* 10(1). 1-26.

106. Leemakdej A. (2009). Detecting Abnormal Return of Infrequently Traded Stock in Event Study. Working Paper: Thammasat University. Prieiga internete: <http://ssrn.com/abstract=1436090> .
107. Lenkijos oficialusis prekybos sąrašas. GPW (Warsaw Stock Exchange). Prieiga internete: http://www.gpw.pl/lista_spolek_en .
108. Levišauskienė R. (2008). Tarptautinių kompanijų susijungimai: konfliktų valdymas padalinių integracijos metu. Daktaro disertacija: socialiniai mokslai, ekonomika (04 S). Kaunas: ISM.
109. Li D., Ferreira M. P. (2011). Institutional environment and firms' sources of financial capital in Central and Eastern Europe. *Journal of Business Research* 64. 371-376.
110. Lietuvos Respublikos Civilinis kodeksas. Priėjimas internete: http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=479142 .
111. Liodakis M., Pang C. (2007). Searching for value-enhancing acquirers. *Esantis International Mergers and Acquisitions Acitivity since 1990. Recent Research and Quantitative Analysis*. Ed. Gregoriou G. N., Renneboog L. Amsterdam: Elsevier. 51-78.
112. Loayza, N., Calderon, C. A., Servén, L. (2004). Greenfield Foreign Direct Investment and Mergers and Acquisitions: Feedback and Macroeconomic Effects. *World Bank Policy Research Working Paper No. 3192*.
113. Lubatkin, M. and O'Neill, H. (1987). Merger strategies and capital market risk. *Academy of Management Journal* 30. 665-684.
114. Lyon J. D., Barber B. M., Tsai C. L. (1999). Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns. *The Journal of Finance* 1. 165-201.
115. Macey J. R. (1990). Auction Theory, MBOs and Property Rights in Corporate Assets. *Faculty Scholarship Series. Paper 1719*. Prieiga internete: http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1719.
116. Macey J. R. Market for Corporate Control. Prieiga internete: <http://www.econlib.org/library/Enc/MarketforCorporateControl.html> .
117. Mackevičius J., Poškaitė D. (1998). *Finansinė analizė*. Vilnius: Katalikų pasaulis. 631.
118. MacKinlay A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature* 35. 13-39.
119. Macmillan H, Tampoe M. (2000). *Strategic management*. Oxford University press, New York, USA. 361.
120. Maltos oficialusis prekybos sąrašas. Malta Stock Exchange. Prieiga internete: http://www.borzamalta.com.mt/index.php?option=com_wrapper&view=wrap

per&Itemid=72 .

121. Manne H. G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal for Political Economy* 73(2). 110-120.
122. Marinari L. (2011). The Determinants of Post-Acquisition Process in High Technology Firms. Politecnico di Milano Facoltà di Ingegneria dei Sistemi Corso di Laurea Specialistica in Ingegneria Gestionale. Prieiga internete: https://www.politesi.polimi.it/bitstream/10589/37921/1/2011_12_Marinari.pdf .
123. Marks M. L., Mirvis P. H. (2001). Making Mergers and Acquisitions work: Strategic and Psychological Preparation. *Academy of Management Executive* 15(2). 80.
124. Marks M. L., Mirvis P. H. (2011). Merge Ahead: A Research Agenda to Increase Merger and Acquisition Success. *Journal of Business & Psychology* 26(2). 161-168.
125. Martynova M., Oosting S., Renneboog L. (2007). The long-term operating performance in European mergers and acquisitions. *International M&A Activity Since 1990: Recent Research and Quatitative Analysis*. G. Gregoriou, L. Renneboog (eds.), Massachussets: Elsevier, 2007. 79-116.
126. Martynova M., Renneboog L. (2006). Mergers and Acquisitions in Europe. ECGI – CentER Discussion Paper Series No. 2006-06. Prieiga internete: <http://ssrn.com/abstract=880379> .
127. Martynova, M., Renneboog, L. (2005). A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand? (previous title: The History of M&A Activity Around the World: A Survey of Literature). ECGI - Finance Working Paper No. 97/2005.
128. McKinsey&Company. (2012). Creating Value through M&A. Prieiga per internetą: http://francotte.files.wordpress.com/2011/09/de-ploey-slides-ma_2012-final-prot.pdf .
129. Mergermarket H1 2014 trend report. July 2014. Prieiga internete: <http://www.mergermarket.com/info/> .
130. Mergers and Unemployment. (2010 m. vasario 7 d.). Paimta iš Oxford Analytica: <http://www.forbes.com/2010/02/07/mergers-acquisitions-layoffs-jobs-business-oxford.html> .
131. Miečinskienė A., Stukas D. (2010). Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių kainai įtaką darančių veiksnių tyrimas. *Verslas: teorija ir praktika* 11(2). 168-175 .
132. Mitchell, M. , E. Stafford (2000). *Managerial Decisions and Long-Term*

- Stock Price Performance. *Journal of Business* 73. 287-329.
133. Moeller S. B., Schlingemann F. P. (2005). Are cross-border acquisitions different from domestic acquisitions? Evidence on stock and operating performance for U. S. Acquirers. University of Pittsburgh Working Paper.
 134. Moeller S. B., Brady C. (2011). *Intelligent M&A: Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield*. West Sussex: John Wiley & Sons. 328.
 135. Moeller S., Schlingemann F., Stulz R. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance* 60. 757-782.
 136. Moles P., Terry N. (1997). *The Handbook of International Financial Terms*. Oxford: Oxford University Press.
 137. MSCI (2014). Duomenų bazės statistinės lentelės. [interaktyvus.] Prieiga internete: <http://www.msci.com/products/indexes/tools/> . [žiūrėta 2014-04-15].
 138. Mueller D. (1980). *The determinants and effects of mergers: an international comparison*. Cambridge: Oelgeschlager, Gunn & Hain.
 139. Niemiec W., Niemiec M. (2008). *Big Business and Economic Development: Conglomerates and Economic Groups in Developing Countries and Transition Economies under Globalisation*. ed. Jilberto F., Hogenboon B. London and New York: Routledge. 398-421.
 140. Nocke V., Yeaple S. (2004). *Mergers and the Composition of International Commerce*. NBER Working Paper No. 10405. Prieiga internete: <http://www.nber.org/papers/w10405> .
 141. Novickytė L. (2013). *Mergers and acquisitions in banking and the assessment of their impact on the domestic financial system*. Daktaro disertacija: socialiniai mokslai, ekonomika (04 S). Vilnius: Vilniaus universitetas.
 142. Novickytė L., Šileika T. (2010). Įmonių susiliejimų ir įsigijimų teoriniai ir praktiniai aspektai. *Business management and education: conference proceedings*.1-10.
 143. Nowinski W. (2006). An assessment and forecast highlighting the importance of restructuring and integration in cross-border acquisitions in Poland. An analysis of M&A experts' opinions. *Journal for East European Management Studies* 11(1). 30-47.
 144. Oberg Ch., Hanneberg S. C., Mouzas S. (2007). Changing network pictures: Evidence from mergers and acquisitions. *Industrial Marketing Management* 36. 926-940.
 145. Oberg Ch., Holstrom J. (2006). Are mergers and acquisitions contagious?

- Journal of Business Research 59. 1267-1275.
146. Owen S., Yawson A. (2009). Corporate life cycle and M&A activity. *Journal of Banking & Finance* 34(2). 427-440.
 147. Patell J. M. (1976). Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests. *Journal of Accounting Research* 14(2). 246-274.
 148. Pettit B. S., Ferris K. R. (2013). *Valuation for Mergers and Acquisitions*. Second Edition. Pearson Education Inc.
 149. Phillips G. M., Zhdanov A. (2013). R&D and the Incentives from Merger and Acquisition Activity. *Review of Financial Studies* 26(1). 34-78.
 150. Pikčiūnas A., Žukauskas P. (2002). Corporate Identity Management in Case of Mergers. *Inžinerinė Ekonomika – Engineering Economic*, 4(30). 72-78.
 151. Powell R. G., Stark A. W. (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance* 11. 293-317.
 152. Renneboog L., Szilagyi P. G. (2007). How do bondholders fare in mergers and acquisitions? Esantis International Mergers and Acquisitions Acitivity since 1990. *Recent Research and Quantitative Analysis*. Ed. Gregoriou G. N., Renneboog L. Amsterdam: Elsevier. 117-134.
 153. Rottke N., Schiereck D., Pauser S. (2011). M&A in the Construction Industry -Wealth Effects of Diversification into Real Estate Life Cycle Related Services. *International Real Estate Review* 14(3). 283-310.
 154. Saikevičius D. (2013). Mergers and Acquisitions: Revisiting the Issue of Value Creation in the New Member States of European Union. *ACRN Journal of Entrepreneurship Perspectives* 1(1). 1-13.
 155. Sakali C. (2012). Mergers and Acquisitions in Central and Eastern Europe and the Impact of the Global Economic Crisis. *Esantis Mergers and Acquisitions as the Pillar of Foreign Direct Investment*. Ed. Bitzenis A., Vlachos V. A., Papadimitriou P. 121-140.
 156. Scharfstein D. (1988). The Disciplinary Role of Takeovers. *The Review of Economic Studies* 55(2). 185-199.
 157. Šliburytė L. (2005). The Impact of Differences in National Cultures on Mergers and Acquisitions. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai* 33. 197-211 .
 158. Slovakijos oficialusis prekybos sąrašas. BSSE (Bratislava Stock Exchange). Prieiga internete: <http://www.bsse.sk/bcpben/MainPage/tabid/104/language/en->

US/Default.aspx .

159. Slovėnijos oficialusis prekybos sarašas. LJSE (Ljubljana Stock Exchange). Prieiga internete: http://www.gpw.pl/lista_spolek_en .
160. Stahl G., Chua C. H., Pablo A. (2003). Trust Following Acquisitions: A Three-Country Comparative Study of Employee Reactions to Takeovers. INSEAD: Working Paper Series. Prieiga internete: <http://www.insead.edu/facultyresearch/research/doc.cfm?did=994> .
161. Steger U., Kummer Ch. (2007). Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur – The Vicious Circle from Pressure to Failure. *Strategic Management Review* 2(1). 44-63.
162. Stukas D., Algita M. (2010). Įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių kainai įtaką darančių veiksnių tyrimas. *Verslas: teorija ir praktika*. 170-174.
163. Sudarsanam S. (2010). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges, an Integrated and International Perspective*. Pearson Education Limited. 816.
164. Szalucka M. (2010). Acquisition Versus Greenfield Investment – The Impact on the Competitiveness of Polish Companies. *Journal of Business Management* 3. 5-14.
165. Tewes C. (2001). M&A and privatisations in Poland: key success factors of cross-border acquisitions into Polish market. Deutscher Universitäts-Verlag.
166. Thomas H. A. (1995). Effects of firm ownership structure on hiring of M&A advisors. *Journal of Financial Services Research* 9(2). 159-175.
167. Tintin C. (2012). Does Foreign Direct Investment Spur Economic Growth and Development? A Comparative Study. Institute of European Studies, Free University of Brussels. Prieiga per internetą: <http://www.etsg.org/ETSG2012/Programme/Papers/73.pdf> .
168. Travlos N. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firm's stock returns. *Journal of Finance* 43. 1-19.
169. United Nations Conference on Trade and Development. [interaktyvus.] Prieiga per internetą: <http://unctad.org/en/Pages/DIAE/FDI%20Statistics/FDI-Statistics.aspx> [žiūrėta 2014-04-22].
170. United Nations UNCTAD. Global investment trend monitor. Prieiga per internetą: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2012d19_en.pdf [žiūrėta 2012-06-09].
171. Vazirani, N. (2013). An Integrative Role of HR in Handling Issues Post Mergers and Acquisitions. *SIES Journal of Management* 9(2). 82-88.

172. Vengrijos oficialusis prekybos sąrašas. BSE (Budapest Stock Exchange). Prieiga internete: http://bse.hu/topmenu/beta_market/BETA_trading_data .
173. Vogel D. (2002). M & A – Ideal und Wirklichkeit. Wiesbaden: Gabler Verlag.
174. Weber Y. et al. (2011). Negotiation, Cultural Differences, and Planning in Mergers and Acquisitions. *Journal of Transnational Management*. 107-115.
175. Williamson O. E. (1996). *The Mechanisms of Governance*. New York: Oxford University Press.
176. Xu B., Yang J., Jiang X. (2013). The Effects of Cultural Difference on Cross-border M&A Integration. *IJMIA: International Journal on Data Mining and Intelligent Information Technology Applications* 3(2). 31-38.
177. Yeh T. M., Hoshino Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy* 14. 347- 366.
178. Zephyr Annual M&A Report. Global, 2013. Prieiga internete: <http://www.mandaportal.com/getattachment/8ff3c7f7-7179-45a4-8109-2246d640ddac/Global,-FY-2013> .
179. Zephyr: M&A portal. Prieiga internete: <http://www.mandaportal.com/Content/MA-Reports/Half-yearly-Annual> .

PRIEDAI

Priedas Nr. 1. Tyrimo imties įmonės bei sandorių datos

Įmonės pavadinimas	Sandorio data	Šalies trumpinys
NETWISE SA	04.12.2013	PL
EPIGON SA	29.11.2013	PL
SILVA CAPITAL GROUP SA	27.09.2013	PL
ESOTIQ ir HENDERSON SA	30.07.2013	PL
MINOX SA	29.07.2013	PL
EMC INSTYTUT MEDYCZNY SA	15.07.2013	PL
DOBRA NASZA SA	10.06.2013	PL
MOBILE FACTORY SA	19.04.2013	PL
FERRUM SA	05.03.2013	PL
STARK DEVELOPMENT SA	30.01.2013	PL
ATLANTIS ENERGY SA	30.01.2013	PL
EX-DEBT SA	01.01.2013	PL
ZAKLADY AZOTOWE PULAWY SA	21.12.2012	PL
ROVITA SA	20.12.2012	PL
GOLAB SA	07.12.2012	PL
ZELMER SA	14.11.2012	PL
JUTEKS KEMIJSKO - TEKSTILNO PODJETJE DD	26.10.2012	SI
CONCEPTO SA	24.10.2012	PL
EKO HOLDING SA	17.10.2012	PL
POLISH ENERGY PARTNERS SA	21.09.2012	PL
DTP SA	20.07.2012	PL
ABEONET SA	21.05.2012	PL
CENTRUM KLIMA SA	27.04.2012	PL
SERENITY SA	10.04.2012	PL
GC INVESTMENT SA	05.04.2012	PL
MOBINI SA	31.03.2012	PL
ZAKLADY PRZEMYSLU CUKIERNICZEGO MIESZKO SA	15.02.2012	PL
RUNICOM SA	15.02.2012	PL

EMMERSON CAPITAL SA	13.02.2012	PL
M1 DD	10.02.2012	SI
ETOL DD	17.01.2012	SI
VEF RADIOTEHNIKA RRR AS	06.01.2012	LV
OPTONET SA	29.12.2011	PL
ZAKLADY MIESNE HERMAN SA	28.12.2011	PL
TELE - POLSKA HOLDING SA	28.12.2011	PL
TOWARZYSTWO UBEZPIECZEN EUROPA SA	14.12.2011	PL
FON ECOLOGY SA	22.11.2011	PL
SNAIGE AB	14.11.2011	LT
DOM MAKLERSKI TMS BROKERS SA	09.11.2011	PL
NARODOWY FUNDUSZ INWESTYCYJNY MIDAS SA	16.09.2011	PL
OLAINES KUDRA AS	09.09.2011	LV
ELSTAR OILS SA	12.08.2011	PL
OLAINFARM AS	18.07.2011	LV
ZAKLADY CHEMICZNE POLICE SA	15.06.2011	PL
MARKETEO.COM SA	31.05.2011	PL
SANITAS AB	24.05.2011	LT
MIDDLESEA INSURANCE PLC	29.04.2011	MT
ATLANTIS SA	21.04.2011	PL
BANK ZACHODNI WBK SA	07.02.2011	PL
OPTONET SP ZOO	21.01.2011	PL
STOPKLATKA SA	10.12.2010	PL
BARLINEK SA	29.10.2010	PL
INTERFERIE SA	25.10.2010	PL
ZAKLADY URZADZEN KOMPUTEROWYCH ELZAB SA	12.10.2010	PL
URLOPY.PL SA	15.09.2010	PL
NEPENTES SA	28.07.2010	PL
TETA SA	30.06.2010	PL
MW TRADE SA	17.06.2010	PL
LIETUVOS ENERGIJA AB	04.06.2010	LT
RYTU SKIRSTOMIEJI TINKLAI AB	04.06.2010	LT
VST AB	04.06.2010	LT
NAFTOBUDOWA SA	30.04.2010	PL
A.S.G (ANDY SPYROU) GROUP PUBLIC LTD	22.03.2010	CY

PEMUG SA	16.03.2010	PL
NORMA AS	15.03.2010	EE
OPTOPOL TECHNOLOGY SA	22.12.2009	PL
GORENJSKI TISK GRAFICNA DEJAVNOST DD	18.12.2009	SI
FABRYKA SRUB W LANCUCIE SRUBEX SA	03.11.2009	PL
PRZEDSIĘBIORSTWO ROBÓT INŻYNIERYJNYCH POL-AQUA SA	30.07.2009	PL
BANKIER.PL SA	14.07.2009	PL
DVARCIONIU KERAMIKA AB	13.07.2009	LT
LOGICOM PUBLIC LTD	12.06.2009	CY
EMPIRE CAPITAL INVESTMENTS PUBLIC LTD	20.05.2009	CY
ECARD SA	20.03.2009	PL
SPRAY SA	26.01.2009	PL
BALOZI AS	09.01.2009	LV
MEDIATEL SA	10.12.2008	PL
STORMM SA	30.11.2008	PL
TERME CATEZ DD	04.11.2008	SI
ARTMAN SA	22.09.2008	PL
CA PAPAELLINAS TRADING PUBLIC COMPANY LTD	04.09.2008	CY
LESNINA TRGOVINA S POHISTVOM DD	19.08.2008	SI
ALLIANCE INTERNATIONAL REINSURANCE PUBLIC COMPANY LTD	14.08.2008	CY
SMT SOFTWARE SP ZOO	22.07.2008	PL
ABG SA	30.05.2008	PL
WIKANA SA (OLD)	20.05.2008	PL
W KRUK SA	05.05.2008	PL
EXBUS VAGYONKEZELO NYRT	08.04.2008	HU
KAREN NOTEBOOK SA	13.03.2008	PL
PIVOVARNA LASKO DD	12.02.2008	SI
CARAMONDANI BROS PUBLIC CO LTD	04.02.2008	CY
ELEKTRIM SA	21.12.2007	PL
OPOCZNO SA	18.12.2007	PL
PRATERM SA	17.12.2007	PL
CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	17.12.2007	CY
INTERIA.PL SA	03.12.2007	PL
SWATY TOVARNA UMETNIH BRUSOV DD	21.11.2007	SI

MEGABET LTD	01.11.2007	CY
GADU-GADU SA	04.10.2007	PL
PROKOM SOFTWARE SA	29.09.2007	PL
TRIAINA INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	18.09.2007	CY
CONSTANTINOU BROS HOTELS LTD	23.08.2007	CY
WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PUBLIC LTD	12.07.2007	CY
LANITIS DEVELOPMENT LTD	21.06.2007	CY
FAP ZETKAMA SA	04.06.2007	PL
CHRISTIES DAIRIES PUBLIC LTD	25.05.2007	CY
PHC FRANCHISED RESTAURANTS LTD	09.05.2007	CY
VILNIAUS VINGIS AB	19.04.2007	LT
ARISTO DEVELOPERS PLC	05.04.2007	CY
DELO DD	02.04.2007	SI
UNIFAST FINANCE ir INVESTMENTS PUBLIC COMPANY LTD	08.03.2007	CY
CPI HOLDINGS PUBLIC LTD	25.01.2007	CY
PVT AS	05.01.2007	CZ
UNIMIL SA	22.12.2006	PL
BROKER FM SA	27.10.2006	PL
SPOLANA AS	27.10.2006	CZ
OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP AS	23.10.2006	EE
SPIDERNET SERVICES PUBLIC LTD	23.10.2006	CY
SANITAS AB	05.10.2006	LT
GOZDNO GOSPODARSTVO BLED DD	18.09.2006	SI
DOME INVESTMENTS LTD	09.08.2006	CY
BANK BPH SA	04.08.2006	PL
RIGAS ELEKTROMASINBUVES RUPNICA AS	05.07.2006	LV
MOSTOSTAL WARSZAWA SA	26.06.2006	PL
MALTACOM PLC	15.05.2006	MT
GRUPA ONET.PL SA	09.05.2006	PL
SEVEROMORAVSKE VODOVODY A KANALIZACE OSTRAVA AS	11.04.2006	CZ
WOLCZANKA SA	29.03.2006	PL
JELFA SA	27.02.2006	PL
JIHOCESKA PLYNARENKA AS	22.02.2006	CZ
EUROINVESTMENT ir FINANCE PUBLIC LTD	30.12.2005	CY

SZEKESFEHERVARI HUTOIPARI RT	28.12.2005	HU
SATURNUS EMBALAZA PROIZVODNJA EMBALAZE DD LJUBLJANA	10.11.2005	SI
SETUZA AS	09.11.2005	CZ
RIGAS TRANSPORTA FLOTE AS	24.10.2005	LV
SEVEROCESKE DOLY AS	29.09.2005	CZ
LATVIJAS KRAJBANKA AS	21.09.2005	LV
POLIGRAFIA SA	11.08.2005	PL
ANTENNA HUNGARIA RT	21.07.2005	HU
POLMOS BIALYSTOK SA	11.07.2005	PL
UNITED ENERGY AS	28.06.2005	CZ
MAZEIKIU ELEKTRINE AB	23.06.2005	LT
VIISNURK AS (OLD)	03.06.2005	EE
KOMPAS MEJNI TURISTICNI SERVIS DD	19.05.2005	SI
MAZEIKIU NAFTA AB	04.05.2005	LT
DVARCIONIU KERAMIKA AB	09.03.2005	LT
AGROKOMBINAT MARIBOR PROIZVODNJA, TRGOVINA IN STORITVE DD	14.02.2005	SI
GRUPA ZYWIEC SA	09.02.2005	PL
KEMA PUCONCI, KREMEN, SPEC. GR. MAT. DD	20.01.2005	SI
EESTI TELEKOM AS	03.01.2005	EE
KOLINSKA DD	08.12.2004	SI
POLFA KUTNO SA	22.11.2004	PL
INTERTRADE ITS DD, INFORMACIJSKE IN RACUNALNISCHE STORITVE	18.11.2004	SI
INDYKPOL SA	06.08.2004	PL

Priedas Nr. 2. ES-10 akcijų rinkų indekso skaičiavimo duomenys

ES-10 akcijų rinkų indeksui buvo panaudoti kasdieninių akcijų rinkų pokyčių duomenys. Dėl apimties apribojimų lentelėje pateikiami tik metiniai skaičiai.

	Lietuva	Latvija	Estija	Vengrija	Lenkija	Slovenija	Čekija	Kipras	Malta	Slovakija
Konkrečios valstybės indekso svoris atitinkamais metais bendrame ES-10 indekse										
2003	3,5%	2,1%	1,9%	15,8%	43,42%	5,1%	18,1%	2,4%	0,9%	6,7%
2004	3,6%	2,2%	1,9%	15,7%	43,5%	5,1%	18,1%	2,4%	0,9%	6,7%
2005	3,7%	2,3%	2,0%	15,6%	43,0%	5,1%	18,4%	2,4%	0,9%	6,8%
2006	3,7%	2,4%	2,0%	15,3%	43,0%	5,0%	18,5%	2,3%	0,8%	6,9%
2007	3,9%	2,5%	2,1%	14,4%	43,3%	5,1%	18,5%	2,3%	0,8%	7,2%
2008	3,8%	2,3%	1,9%	14,0%	43,9%	5,1%	18,4%	2,3%	0,8%	7,3%
2009	3,4%	2,0%	1,7%	13,5%	46,1%	4,8%	18,1%	2,4%	0,8%	7,2%
2010	3,3%	1,9%	1,7%	13,3%	46,5%	4,7%	18,1%	2,3%	0,8%	7,3%
2011	3,4%	1,9%	1,8%	13,0%	47,0%	4,6%	17,8%	2,3%	0,8%	7,3%
2012	3,5%	2,0%	1,8%	12,7%	47,6%	4,5%	17,5%	2,2%	0,8%	7,4%
2013	3,6%	2,1%	1,8%	12,8%	47,9%	4,4%	17,2%	2,0%	0,8%	7,4%
Akcijų rinkos kapitalizacija (mln. eurų) kiekvienai datai										
2003.12.31	2.195	628	1.307	11.692	26.664	2.502	18.694	2.732	672	1.480
2004.12.31	3.691	902	1.514	19.670	61.092	3.235	31.404	2.765	971	1.892
2005.12.31	5.718	1.484	2.928	25.792	104.263	3.325	46.883	4.657	1.575	4.557
2006.12.31	5.554	1.396	4.218	29.761	156.238	7.224	55.528	10.623	1.565	3.813
2007.12.31	3.696	1.608	4.095	29.857	182.973	14.917	67.661	17.444	2.396	4.093
2008.12.31	1.277	710	1.403	12.274	206.276	5.575	39.105	4.484	2.431	3.751
2009.12.31	1.743	684	1.030	19.551	365.412	5.729	47.465	5.905	2.515	2.713
2010.12.31	2.485	932	1.685	18.935	361.299	4.434	53.908	4.196	3.048	2.115
2011.12.31	1.979	827	1.241	13.094	212.665	3.366	40.247	1.394	2.487	2.002
2012.12.31	2.152	848	1.769	14.716	170.388	3.805	43.601	1.698	2.706	1.798
2013.12.31	2.324	948	1.877	13.285	193.485	4.376	39.298	412	3.148	1.823
Valstybių BVP (mln. eurų) - naudotas kiekvienos šalies svoriui įtraukiant į indeksą nustatyti										
2003	18.118,3	10.789,6	9.659,6	81.472,3	223.919,8	26.459,2	93.572,9	12.561,0	4.774,0	34.350,0
2004	19.453,4	11.742,1	10.272,3	85.380,6	235.887,9	27.623,9	98.010,7	13.093,0	4.760,3	36.087,4
2005	20.969,1	12.927,8	11.181,7	88.765,5	244.420,1	28.730,9	104.628,8	13.598,2	4.930,9	38.489,1
2006	22.606,5	14.348,3	12.310,8	92.221,8	259.641,3	30.411,5	111.974,2	14.159,7	5.058,2	41.701,2
2007	24.821,1	15.781,3	13.233,1	92.323,6	277.258,7	32.528,2	118.396,0	14.881,0	5.264,1	46.077,3
2008	25.544,0	15.344,0	12.683,8	93.148,2	291.472,5	33.628,8	122.065,1	15.414,6	5.468,5	48.726,9
2009	21.751,5	12.628,2	10.895,6	86.844,5	296.218,5	30.957,6	116.563,5	15.128,7	5.314,7	46.321,9
2010	22.098,7	12.463,2	11.175,1	87.759,8	307.696,2	31.347,2	119.441,8	15.326,7	5.532,8	48.371,8
2011	23.435,5	13.124,6	12.243,2	89.138,4	321.606,5	31.569,4	121.614,0	15.394,2	5.620,5	49.814,9
2012	24.293,0	13.809,3	12.725,4	87.654,7	327.841,3	30.766,6	120.372,2	15.022,8	5.656,9	50.712,2
2013	25.082,9	14.376,8	12.831,1	88.630,1	332.923,1	30.426,1	119.321,9	14.209,9	5.790,1	51.189,3