

VILNIUS UNIVERSITY

DARIUS SAIKEVIČIUS

**EVALUATION MODEL OF MERGERS AND ACQUISITIONS MARKET  
IN THE NEW MEMBER STATES OF EUROPEAN UNION**

Summary of doctoral dissertation

Social sciences, economics (04S)

Vilnius, 2014

The dissertation was prepared at Vilnius University during the period of 2009-2014

**Scientific supervisor:**

Doc. Dr. Egidijus Bikas (Vilnius University, social sciences, economics – 04S)

**The dissertation will be defended at the Vilnius University Scientific Council in the field of economics.**

**Chairman:**

Prof. Dr. Birutė Galinienė (Vilnius University, social sciences, economics – 04S)

**Members:**

Prof. Habil. Dr. Gražina Ona Rakauskienė (Mykolas Romeris University, social sciences, economics – 04S)

Prof. Dr. Manuela Tvaronavičienė (Vilnius Gediminas Technical University, social sciences, economics – 04S)

Prof. Dr. Marija Kučinskienė (Vilnius University, social sciences, management – 03S)

Prof. Dr. Algirdas Miškinis (Vilnius University, social sciences, economics – 04S)

**Opponents:**

Prof. Habil. Dr. Aleksandras Vytautas Rutkauskas (Vilnius Gediminas Technical University, social sciences, economics – 04S)

Prof. Dr. Rasa Kanapickienė (Vilnius University, social sciences, management – 03S)

The dissertation will be defended at the public meeting of the scientific council in the field of economics on 29 September 2014 at 2 pm in auditorium 403 at the Faculty of Economics, Vilnius University.

Address: 9 Saulėtekio ave., bldg. II, LT-10222, Vilnius, Lithuania.

The dissertation summary was distributed on 29 August 2014.

The doctoral dissertation is available at the library of Vilnius University.

VILNIAUS UNIVERSITETAS

DARIUS SAIKEVIČIUS

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

Daktaro disertacijos santrauka  
Socialiniai mokslai, ekonomika (04S)

Vilnius, 2014

Disertacija rengta 2009 – 2014 metais Vilniaus universitete

**Mokslinis vadovas:**

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

**Disertacija ginama Vilniaus universiteto Ekonomikos mokslo krypties taryboje:**

**Pirmininkė:**

prof. dr. Birutė Galinienė (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, ekonomika – 04S)

**Nariai:**

prof. habil. dr. Gražina Ona Rakauskienė (Mykolo Romerio universitetas, socialiniai mokslai, ekonomika – 04S)

prof. dr. Manuela Tvaronavičienė (Vilniaus Gedimino technikos universitetas, socialiniai mokslai, ekonomika – 04S)

prof. dr. Marija Kučinskienė (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, vadyba – 03S)

prof. dr. Algirdas Miškinis (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, ekonomika – 04S)

**Oponentai:**

prof. habil. dr. Aleksandras Vytautas Rutkauskas (Vilniaus Gedimino technikos universitetas, socialiniai mokslai, ekonomika – 04S)

prof. dr. Rasa Kanapickienė (Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai, vadyba – 03S)

Disertacija bus ginama viešame Ekonomikos mokslo krypties tarybos posėdyje 2014 m. rugsėjo mėn. 29 d. 14 val. Vilniaus universiteto Ekonomikos fakulteto 403 auditorijoje.

Adresas: Saulėtekio al. 9, II rūmai, LT-10222, Vilnius, Lietuva.

Disertacijos santrauka išsiuntinėta 2014 m. rugpjūčio 29 d.

Disertaciją galima peržiūrėti Vilnius universiteto bibliotekoje.

## SUMMARY OF DOCTORAL DISSERTATION

**Relevance of the topic of the dissertation.** The market of mergers and acquisitions has been increasingly growing over the last fifty years worldwide. In particular, rapid growth rates of this market were observed in the first decade of the twenty-first century when the sixth wave of mergers and acquisitions market reached record levels in terms of the number and value of transactions (Mergermarket, 2014). The transactions of mergers and acquisitions have become a very important capital distribution mechanism and the market of this type of transaction in general has proved to be a significant part of the capital market (Fabozzi & Paterson Drake, 2009, Gilson & Whitehead, 2008).

In the context of rapid changes that occurred over the last decades, the mergers and acquisitions market, individual transactions or aspects of the specific transaction have become a focus of investigation of various branches of science. Scholars of the fields of economics, management, law and sociology or of their individual disciplines are broadly examining mergers and acquisitions related issues. In terms of a significant impact of mergers and acquisitions on the economic performance, the aspects of the type of transactions under analysis are equally relevant to practitioners as well.

The general public assessments of mergers and acquisitions are often associated with the influence of transactions visible on specific industry sectors, regional development and the unemployment rate (Mergers and unemployment, 2010), thus, the analysis from this viewpoint shows that mergers and acquisitions have a social dimension as well, which in recent decades has been particularly pronounced in Central and Eastern European region. Despite the fact that the mergers and acquisitions market is dominated by transactions undertaken by private actors, however, the assessment of this market cannot be separated from the processes of privatisation when the company shares and control is taken over from the state into private hands. In recent decades this trend has become significant when mergers and acquisitions have appeared to be a form that is most commonly chosen to carry out the privatisation processes (Niemec & Niemec, 2007).

Cross-border mergers and acquisitions are a distinctly dominant share of foreign direct investment: according to Brakman et al. (2006), this type of transactions accounts

for 78% of all foreign direct investment. Thus, the importance of mergers and acquisitions is observed not only in internal capital markets of the states, but, to a great extent, it also forms international capital flows. However, the literature that provides analysis of these transactions presents ambiguous evidence which prevents from suggestion that transactions of cross-border mergers and acquisitions create a clear value for individual private entities or countries. A comparative analysis of these transactions and greenfield investments, i.e. a foreign direct investment component, predominantly shows negative results: the United Nations Organisation Investment Report (UNCTAD, 2000) states that an acquisition of a company performed by a foreign investor results in less positive effects (sometimes leading to negative performance shifts) compared to greenfield investments. It is, therefore, not surprising that in the public discourse and government actions, much more affection is given to greenfield investments - the latter are being promoted by the tax and other means, while mergers and acquisitions tend to be met with skepticism or they are subject to legal restrictions.

The mergers and acquisitions market has been functioning for more than a century (Steger & Kummer, 2007), whereas this type of market transactions has been a normal part of economic transactions in North American and Western European markets for more than fifty years. However, such type of transactions in the new EU member states<sup>1</sup>, with very few exceptions, has become a normal part of the economy only in the last decade of the twentieth century, when the countries in the region moved from a regulated economy and started to form a market-based economic system. Thus, the mergers and acquisitions market in the new EU member states has been active for the third decade, consequently, both public discourse and academic debate or studies are full of ambiguous evaluations. In addition, the pace of economic development of the regional states under analysis is highly dependent on external capital flows (Bakker, 2011), which, in the case of poorly developed stock markets, are likely to reach the EU-10 region, which is under our focus, in the form of mergers and acquisitions.

Central and Eastern European region, the core of which encompasses the new EU member states examined in this dissertation, in 2013 was the fourth in the world by the

---

<sup>1</sup> The new EU member states, referred to in the dissertation, include ten states that joined the European Union in 2004 (hereinafter referred to as EU-10 acronym). More information on the preference of the new EU Member States for the dissertation study is provided in section 1.5. of the doctoral dissertation

volume of mergers and acquisitions market (both by number of transactions and value) lagging behind only from North America, Western Europe and South-East Asia (Zephyr, 2014). However, the researchers note that, despite a sharp increase in the activity of the EU-10 mergers and acquisitions market, the dominant characteristics of the mergers and acquisitions market of the disputed region are significantly different from the trends observed in other regions. Thus, *a priori* application of theories formed on the basis of empirical data obtained from other regions to assess the mergers and acquisitions market of the new European Union member states would be incorrect. It is necessary to conduct an empirical analysis of the mergers and acquisitions market of the EU-10 region and to provide an assessment of the market in the region and a comparison with studies conducted in other regions.

A wide scope of mergers and acquisitions market, the abundance of the different evaluations, a rapid development of the states in the region and their high dependence on external capital financing and a low level of scientific investigation of mergers and acquisitions market were the factors that led the study of the dissertation to be focused on new European Union members and reveal the relevance of the topic under analysis in the selected region.

**The research problem and the level of its investigation in Lithuania and the world.** Reviewed academic studies that investigate the mergers and acquisitions market have proved the value created by mergers and acquisitions transactions to be an important and yet underinvestigated phenomenon in the EU-10 region. The number of studies that examine mergers and acquisitions transactions that have taken place both in Lithuania and the EU-10 region is small. Moreover, the academic debate on the subject is not well advanced, partly due to a relatively young age of the market and a consequent lack of the empirical data. The academic level of the investigation of the mergers and acquisitions market in the region can be compared to the discussions on the issue carried out in the US in the seventh decade of the twentieth century.

The market of mergers and acquisitions transactions is a new topic in Lithuania that has received little scholarly attention. The majority of studies on mergers and acquisitions written by Lithuanian authors were published in 2007 and later. The prevailing topic of studies conducted by Lithuanian authors is a theoretical basis of

mergers and acquisitions, as well as the analysis of the reasons promoting such transactions. Among the most notable Lithuanian authors in the field are Novickytė (2013), Burkšaitienė (2010) and Miečinskienė (2007).

In terms of the region of the new European Union member states, their studies in the field of mergers and acquisitions tend to be fragmented, i.e. scholars examine the role of mergers and acquisitions market transactions in the context of foreign investment (Bakker 2012; Niemiec & Niemiec, 2007), features of transactions taking place in individual countries of the region (Jacoby, 2014; Nowinski, 2006) and overall trends in the market of mergers and acquisitions (Croitoru & Rusu 2014; Korbasova 2014, Sakali, 2012). In addition, an extensive analysis of ongoing mergers and acquisitions transactions in the financial sector is presented (Fritsch et al., 2007, Eller et al., 2007). However, taking into account the overall research being carried out on mergers and acquisitions market in the region of the new EU member states, it is obvious that there is a lack of research of common features of the entire region *in corpore*, as well as the author could not find studies that would examine the influence of the transactions that took place in the EU-10 states on the value of the acquired companies. Thus, the dissertation research fills in a significant gap in the mergers and acquisitions market research.

From the global perspective the research of mergers and acquisitions has been going on for the fifth decade, in particular, the research is being carried out in the United States and Great Britain. In Continental Europe, this type of research has a much shorter history as scholars began more intensively investigating a phenomenon of mergers and acquisitions in the last decade of the twenty first century. In terms of the company value change that occurs over a period of mergers and acquisitions transactions, the most distinguished works of scholars on a global scale are as follows: Mitchell & Stafford (2000), Andrade et al. (2001), Harford (2003), Moeller et al. (2005), Powel & Stark (2005), Martynova et al. (2007), Langevoort (2010), Moeller (2011). These publications formed the basis for further research of changes in the value of company in the process of mergers and acquisitions transactions. From a methodological point of view, studies of the following authors are of particular importance: Lyon et al. (1999), Kothari and Warner (2006), Kolari and Pynnonen (2009). Significant studies of a more general nature dealing with the mergers and acquisitions market developments and the current



structure were published by the following authors: Martynova & Renneboog (2005), Golubov et al. (2006), Steger & Kummer (2007), Brakman et al. (2007) and Gregoriou & Renneboog (2007).

**The object of the research** is the value created during the mergers and acquisitions transactions that took place in the market of new European Union states over a period of 2004 – 2013.

**The purpose of the research** is to form a model for the evaluation of the market of mergers and acquisitions transactions in the new EU member states.

To achieve the intended purpose, the following tasks are to be performed:

1. To analyse and systemise the theoretical aspects of mergers and acquisitions market examined by authors from Lithuania and foreign countries.
2. To perform the analysis of scientific and statistical sources which explore the issues related to the mergers and acquisitions market in the new EU member states.
3. To examine the research conducted on value generated by mergers and acquisitions market transactions and to analyse and classify the methods used to assess the value created during the mergers and acquisitions transactions.
4. Given the specificity of the region, to select the most suitable methods to perform the analysis of the mergers and acquisitions market of the new European Union members and to carry out adjustments to these methods seeking for their most precise application in carrying out our research in the disputed region.
5. To assess the value created by mergers and acquisitions transactions that were performed in the market of the new European Union states from 2004 to 2013.
6. To determine the significance of characteristics of different mergers and acquisitions transactions to the value created.
7. To develop a model that would allow assessment of the market of mergers and acquisitions transactions in the new EU states.

**The research methods and sources.** Methods of clustering and systematisation, generalisation and comparison and logical analysis of sources of foreign and Lithuanian scientific literature were applied seeking to achieve the intended purpose and to solve the

projected tasks. The research conducted by the author consists of the following components (each of which is based on an individual research method):

1. The analysis based on event study method. The application of event study method allowed calculation of non-typical returns related with the event of events and assessed by means of two indicators: the long-term indicator (BHAR – *buy-and-hold return*) was calculated for five periods whereas the short-term indicator (CAAR – *cummulative average abnormal return*) was calculated for eight different event windows based on four basic indices (constant average, the market model by EU-10 index, the market model by MSELEXRN index and benchmark indices).
2. Comparative analysis of financial indicators. This type of analysis was carried out to examine the dynamics of profitability indicators.
3. The change model by Powell and Stark. The regression equations of this model were used to validate the results of the first two methods.
4. The analysis of the characteristics of the transaction. This phase of the study was performed using the event study method with a reduced the number of event windows and based on the benchmark indices.

The study is based on numerous secondary sources of information. All resources can be divided into three groups according to the phases of the study:

1. The information related to the event study was obtained through the stock markets of the EU-10 bloc of countries, Bloomberg Markets Information System and Zephyr database (transaction date) information;
2. The financial data necessary for the application of comparative analysis were collected from Creditinfo, Registers Centre, Amadeus databases and from the EU-10 countries' stock exchange sites on the Internet.
3. More information necessary to calculate other parametres was obtained from databases of Creditinfo, Registers Centre, Amadeus and stock exchange sites on the Internet, while the information on some companies included in the study sample was obtained from their corresponding websites.

**Defended propositions:**

1. A significant positive value was created as a result of mergers and acquisitions transactions carried out over a period from 2004 to 2013 in the new EU member states.
2. The scope of the value generated in the market of mergers and acquisitions transactions as well as the level of its significance in the EU-10 block is not uniform and varies considerably in different states of the region.
3. Taking into account the mergers and acquisitions transactions carried out from 2004 to 2013 in the new EU member states, the foreign investment is an important factor leading to the success of the transaction, foreign investors are given preference by market participants.
4. Characteristics of a transaction have a significant impact on the success of a transaction.

**Scientific novelty and theoretical value of the study.** The scientific novelty of the dissertation is proved by the fact that the theme of mergers and acquisitions transactions in Lithuania has been sparsely investigated and dissertation research methodology that has been formed on the basis of the synthesis of individual methods recognized by science of economics, has not yet been employed by the studies of a similar type. It is also noteworthy that prior to carrying out the research, neither any focused research effort to form a comprehensive mergers and acquisitions market evaluation model aimed at the new members of the European Union region has been identified nor has it been provided for the scientific community. Thus, a study has a theoretical significance and is beneficial to the development of the field of economics in Lithuania.

The study conducted by the author is significant to the development of science of economics in the following aspects:

- Having analysed the scientific research, carried out by Lithuanian and foreign scholars, on the market of mergers and acquisitions transactions, the concept of mergers and acquisitions market was defined and the forms of mergers and acquisitions were systematised.

- Based on the analysis of the theoretical sources, the theoretical and business reasons encouraging the activity of the mergers and acquisitions market were identified. In addition to the findings obtained from the examined sources, the institutionalism theory has been singled out as a significant theoretical basis for the transactions of the mergers and acquisitions.
- The main publications that deal with the relevant type of transactions creating value have been systematically analysed and presented.
- The dissertation provides a systematic analysis of methods applied for evaluation of the value generated by mergers and acquisitions transactions, the advantages and limitations of these methods have been disclosed as well.
- The study measured only the value gained by the acquiring company's shareholders and, accordingly, assessed the value or changes in the financial indicators of the acquired companies based in the new European Union member states. In this respect, the study is one of the rare examples due to the fact that scholarly literature most commonly applies calculations of the overall (the acquiring and the acquired) company value change.
- On the basis of the main methods distinguished by scholars, the study provides evaluation of the value created in the market of mergers and acquisitions transactions over a period of 2004 – 2013 in the new European Union states.
- The significance of the different characteristics of mergers and acquisitions for the value created during transactions carried out in the new European Union member states was investigated.
- Taking into account the specifics of the new European Union members, the mergers and acquisitions market evaluation model was formed.

**Practical significance of the study:**

- The dissertation contains material useful to researchers conducting research in the field of mergers and acquisitions.

- The model that has been formed can be applied in carrying out research of the mergers and acquisitions market both in Lithuania and in any other EU-10 country.
- The EU-10 index that has been formed by the study can be applied not only by research applying event study method. This type of index can be used in a wider scope of the field of finance.
- The analysis of characteristics of transactions provides significant findings not only for researchers, but also these insights can be successfully adopted by advisers conducting corporate transactions in the area of mergers and acquisitions.
- The dissertation material may also be useful for supervising institutions (competition, etc.) and investment promoting institutions.

**The limitations of the study:**

- The study measured only the value gained by the acquiring company's shareholders and, accordingly, assessed the financial results of the acquired companies based in the EU-10 region. In order to assess the value changes of namely the companies operating in the states of the EU-10 region, the author deliberately ignored the change in value of the acquiring entity (regardless of its country of headquarters), thus, the author's investigation is different from part of similar studies carried out in the United States and Europe, as they most commonly evaluate the overall (acquiring and acquired) change in the value of the company.
- The results of one of the main methods used in the study, i.e. short-term event study, are highly dependent on stock market efficiency assumption, without which the study can lead to biased results. To avoid this problem, the study used a combination of four different methods to evaluate the market of mergers and acquisitions transactions, but, due to a limited sample of transactions, the evaluation of characteristics of transactions is only based on short-term event study results.

- From the historic point of view, the mergers and acquisitions market in the region has been operating for only two decades, thus, a more extensive statistical data stream is available only from 2002 – 2004. A relatively short period of time reflected by the data observed in the study may have been associated with a large impact of market fluctuations on the results of the study.

**The structure and scope of the dissertation.** The dissertation consists of an introduction, three chapters, conclusions and recommendations for further research, references and annexes. The volume of the dissertation includes 200 pages, it contains 38 tables, 36 figures and 2 annexes.

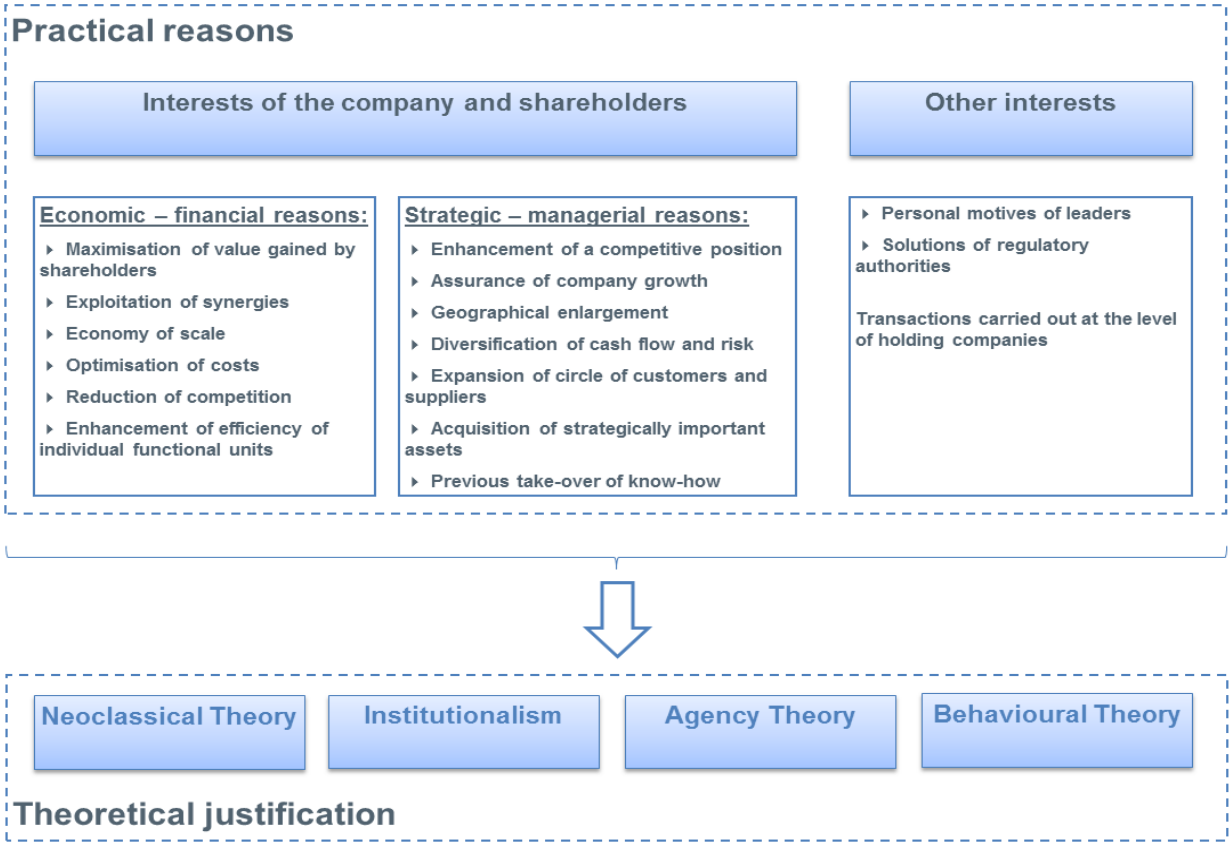
The first chapter of the dissertation systematises the theoretical aspects of mergers and acquisitions market and presents the development of this market. The second chapter is focused on the analysis of research and methods applied to assess the value created during mergers and acquisitions transactions. The third chapter presents the empirical research of the value created during merger and acquisition transactions in the market of the new EU member states and a model, constructed by the author in the process of writing this dissertation, aimed at evaluation of the market of mergers and acquisitions transactions in the new EU member states.

### **Theoretical aspects of mergers and acquisitions market**

The theoretical framework for the mergers and acquisitions market was provided by H.G. Manne (Manne, 1965) in his work “Mergers and the Market for Corporate Control“ published in the seventh decade of the twentieth century in the United States, who systematised the rudiments of the market under analysis and lay the foundation for the theoretical analysis of the role of the mergers and acquisitions market. According to Mann, there is a positive correlation between the company’s management efficiency and the company’s share price. Therefore, in practice inefficiently managed companies have a low share price, which in turn has a double relevance. On the one hand, this price reflects the results of the performance of shareholders controlling the company and generates to them the appropriate amount of the return. On the other hand, this “cheap“ company becomes attractive to other shareholders, who can manage the company more

effectively, therefore, they see more value in it. As a result, pre-conditions are formed to carry out the mergers and acquisitions transactions. This type of market was called by Manne as the market for corporate control.

The dissertation differentiates mergers and acquisitions into two concepts, i.e. in the narrow and broad sense. This term in the narrow sense is frequently used to describe the two types of transactions - corporate mergers and acquisitions. Meanwhile, the broad meaning of the definition implies the holistic approach: the term of mergers and acquisitions is used in a much broader sense, i.e. it describes the majority of the company's transactions, solutions and actions related to the company's development, changes in its share capital and shareholding structure or corporate group structure (Vogel, 2002; Copeland and Weston, 1988).



**Figure 1. Theoretical and business reasons of M&A**

Source: based on Harford (2011), compiled by the author

The scientific literature contains a large number of motives influencing the evolution of mergers and acquisitions transactions. While conducting a theoretical

analysis, all the reasons were divided into two groups. The first type of reasons is defined in the dissertation as the practical reasons for encouraging corporate mergers and acquisitions transactions, while the second type of reasoning is described as a theoretical justification for the ongoing transactions in the market. In fact, these two groups of reasons overlap and each reason of business is attributable to a particular theory. Schematically, the main reasons and their relationship are displayed in Figure 1.

All the reasons shown in Fig. 1, as suggested by Harford (2011), are attributable to the three broad economic theories (neoclassical, agents and behavior), which in turn include narrower theories and concepts, more specifically related to each of the mentioned reasons. However, the analysis showed it necessary to add a fourth theory, i.e. institutionalism. Institutionalism is associated with the mergers and acquisitions through these types of transactions as a response to changes in the institutional environment. In addition, the company's life-cycle concept, which is used by some scientists to justify the functioning of mergers and acquisitions market, has also emerged at the junction of neoclassical and institutionalism theories.

### **Value generated as a result of mergers and acquisitions transactions**

The examination of foreign authors' publications on the value generated as a result of mergers and acquisitions transactions showed that dominant methodologies applied in this type of research are event study method and comparative analysis of financial indicators.

The most common method among the economic type of methods is event study methodology based on the efficient market hypothesis. The principal scheme of this method was formulated in the seventh decade of the twentieth century by the U.S. scientists (Fama et al., 1969). On the basis of this methodology the scholars calculate the return earned by shareholders of the acquiring and the acquired company, as a result of the transaction. The prevailing studies are those that evaluate the total return on the two parties of the transaction. In summary of the described type of research, it is noteworthy to refer to Bhagat (2004) conclusion stating that the total weighted return gained by shareholders of the acquiring and the acquired company tends to decrease.

Different trends are observed in returns gained by investors acquiring the company and those earned by the acquired company as a result of the transaction if



separate analysis is conducted. Andrade et al. (2001) when summarising the findings of previous studies concluded that in the case of a purchaser, the empirical research results are widely distributed and are usually statistically insignificant, so there is not sufficient scientific evidence to make generalisations about the impact of merger and acquisition transactions on the value of an acquiring company. Meanwhile, the studied cases of the acquired companies provided a much more consistent results. The vast majority of the examined publications recorded statistically significant positive changes in the value after the merger and acquisition transactions. This fact is confirmed by Martynova and Renneboog (2005) meta-analysis results showing that during the third, fourth and fifth waves of mergers and acquisitions analysed by the authors, positive changes in value gained by the shareholders of the acquired companies were recorded.

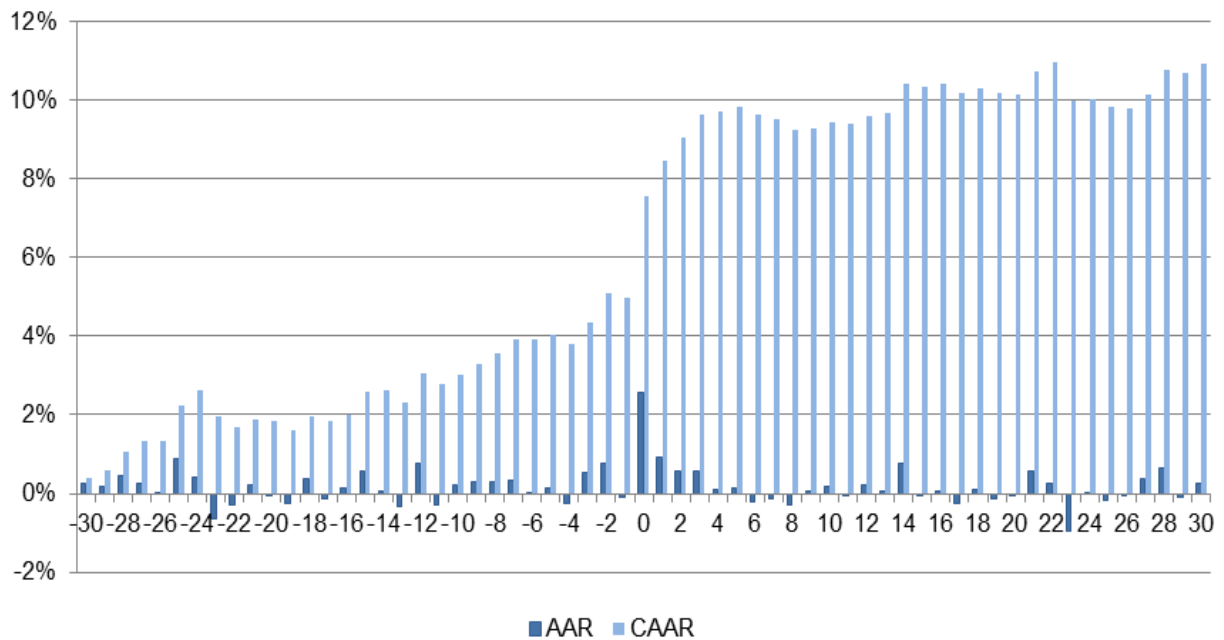
### **Evaluation of mergers and acquisitions market in the new EU member states**

The sample of the study consisted of mergers and acquisitions transactions of the EU-10 bloc, that were carried out during the first decade of the EU membership of these countries, i.e. over a period of 2004 - 2013.

Specifically for this study, while writing a dissertation, the author constructed an index reflecting the stock markets of all the states involved in the EU-10 region. The construction of the general EU-10 index was based on the recommendations provided by Blitz et al. (2010).

After conducting the study, the following results were obtained.

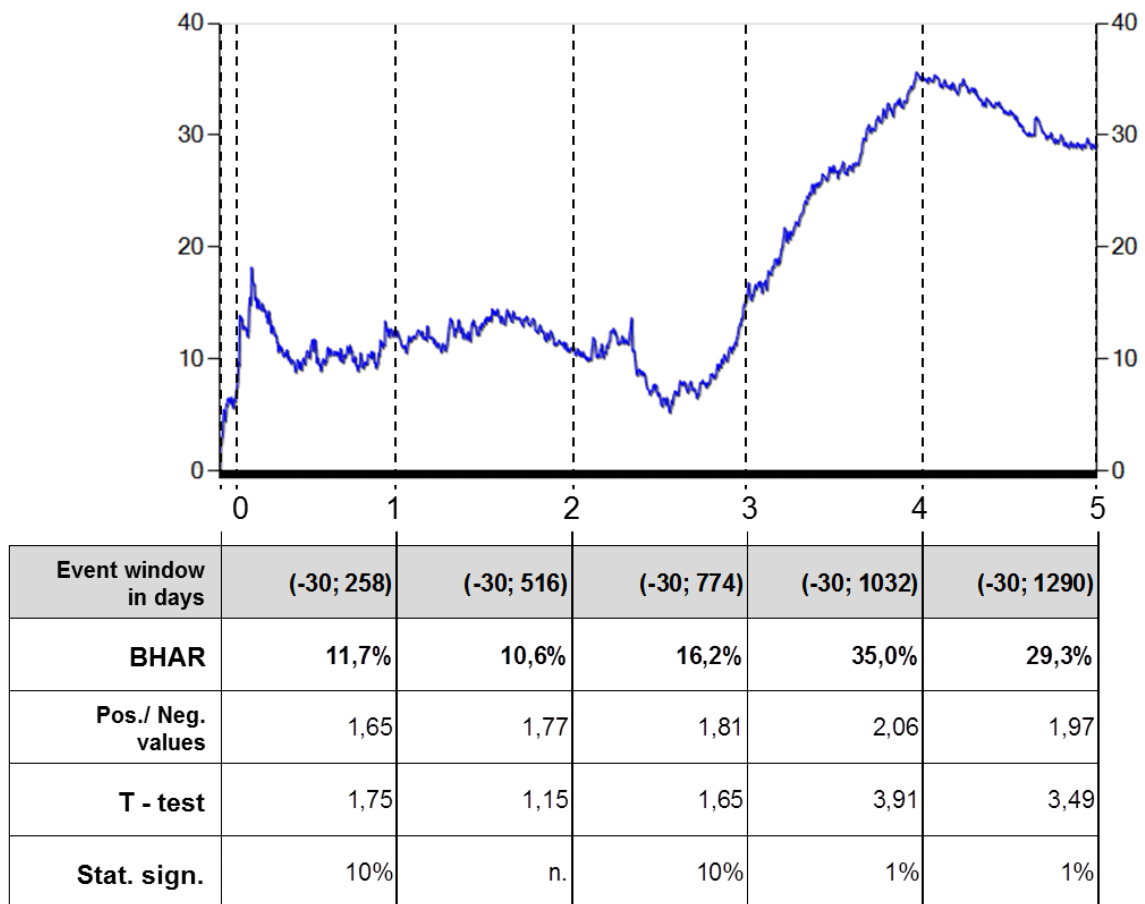
1. The short-term event study in the selected sample showed that CAARs within a event window of 61 days around the event date (-30; 30) is in the range of 10.2% – 11.7%, thus an average of additional 11% of the value was created for the acquired companies' shareholders as a result of mergers and acquisitions transactions announced over a period of 2004 – 2013. Statistical significance of CAARs was confirmed by both tests employed – parametric t - test and non-parametric Corrado test. Presented in Figure x is the dynamics of AARs and CAARs during the event window of 61 days around the event date.



**Figure 2. AARs and CAARs during the 61-day event window**

Source: compiled by the author

2. Results obtained from BHAR analysis showed that abnormal returns observed during the first 30 days after the event (CAAR) eventually stabilize at the same level. Thus, the results of short-term event study obtained from the EU-10 region are significant and allow to predict the price of shares for the next one to three years. In addition, over the fourth and the fifth year after the transaction, a very rapid growth of BHAR ratio is observed: the average non-typical return associated with the event reaches 35%. The author relates this phenomenon to the post-merger and acquisition transactions integration process lasting on average for three years.

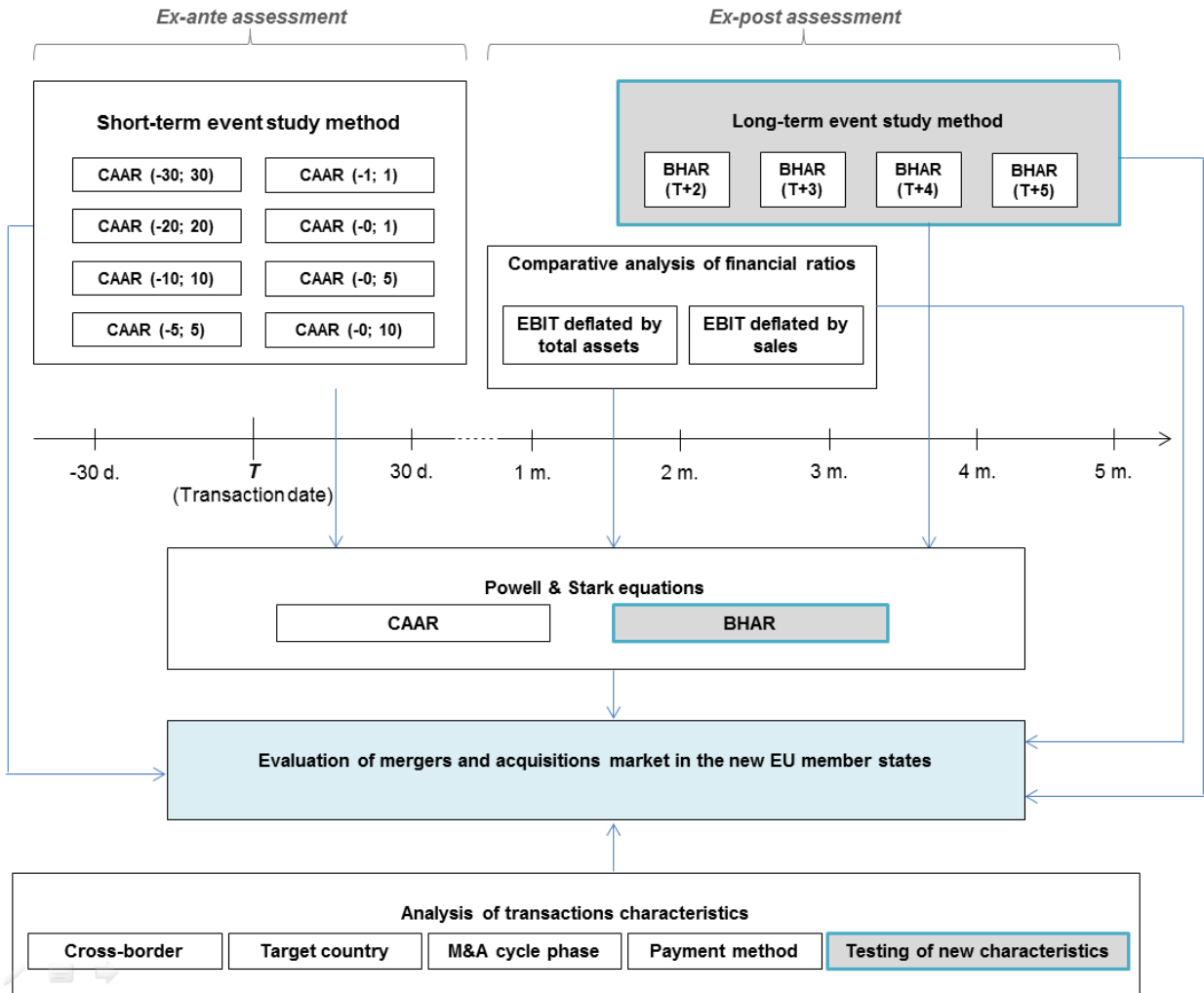


**Figure 3. BHARs during multiple event windows**

Source: compiled by the author

3. Comparative analysis of financial ratios showed that profitability ratios of sample companies increased by 1.5% and 1.9% when deflating EBIT ratio by total assets and sales accordingly (on real terms, after excluding the change by the comparable companies included into analysis).
4. Both in the case of CAAR and BHAR ratios, regression equations created following Powell&Stark (2005) model confirmed the significant positive relationship existing between these ratios and the changes occurring in financial ratios included in the analysis.
5. The analysis of transactions characteristics led to the conclusion that the factors like cross-border transactions, the country of the target of the transaction, as well as the method of payment and the timing of the transaction with regard to M&A cycle have a significant impact on the value generation during mergers and acquisitions.

Based on the results of the empirical study the model of evaluation of mergers and acquisitions market in the EU-10 region has been developed and is presented in the Figure 4.



**Figure 4. Proposed model of evaluation of mergers and acquisitions market in the EU-10 region**

Source: compiled by the author

**Conclusions.** The theoretical sources examined in the dissertation and the studies that have been carried out have confirmed that the theme of corporate mergers and acquisitions transactions is a relevant scientific and practical problem. On the basis of the analysis of scientific studies carried out by Lithuanian and foreign scientists as well as the results of the author’s study, the following conclusions may be drawn:

1. Having conducted the analysis of scientific and statistical sources of the mergers and acquisitions market and structured the theoretical aspects examined by different authors, it should be noted that:
  - a. On the basis of sources analysis, provided in the dissertation, two groups of definitions of the concept of the mergers and acquisitions were formed: in the narrow sense of the concept mergers and acquisitions are appropriate transaction types as expressed by linguistic components (words “merger” and “acquisition”); based on a holistic view, the term of mergers and acquisitions covers a much wider area, i.e. it describes the entirety of the company’s transactions, decisions and actions related to the development of the company, its share capital and changes in the structure of shareholding structure.
  - b. Having systematised the examined scholarly sources, two groups of reasons determining the evolution of mergers and acquisitions market were identified. Practical publications emphasize the reasons caused by economic actions for the transactions to take place. The theoretical publications examined by the author justify the evolution of the mergers and acquisitions market by neoclassical, agents and behavioral theories. In this dissertation the author further investigated and grounded that these three theories should be supplemented with another theory, i.e. the theory of institutionalism.
  - c. The classification of mergers and acquisitions transaction forms allowed dividing of all transaction types into 8 groups. It was identified that in terms of the scientific publications that appeared in the last decade, the most relevant classification of transactions appeared to be by the geographical relationship between the investor and acquired company. This is attributable to the rapid increase in the growth of foreign direct investment.
2. After conducting analysis of scientific and statistical sources which address the issues of mergers and acquisitions market in the new EU member states, it can be stated that:
  - a. In 2013 the Central and Eastern Europe was the fourth region in the world in terms of mergers and acquisitions market size as measured by the the number of deals and value and was lagging behind only from North America, Western Europe and Southeast Asia.

- b. The research on mergers and acquisitions in the EU-10 region may be considered as fragmented. There is a lack of research of general characteristics that addresses the entire region *in corpore*. The scholars claim that different trends are observed in the EU-10 block compared to other regions of the world, thus, *a priori* application of theories formed on the basis of empirical data obtained from other regions to evaluate the mergers and acquisitions market of the new European Union member states would provide biased results.
    - c. The analysis of the statistical data provided supportive information on the differences in the trends observed in the market of the mergers and acquisitions in the region under investigation: in the EU-10 region the sixth wave of the mergers and acquisitions market has not been recorded (the number of transactions has grown steadily over the past decade); share of mergers and acquisitions transactions in the structure of foreign direct investment in the EU-10 states is more than 3 times lower than the world average.
  3. The meta-analysis of research carried out by foreign authors on the value generated by the market of mergers and acquisitions transactions suggests that measuring the general value change of the acquiring and acquired companies after the transaction does not provide any significant evidence about the value created as a result of mergers and acquisitions, i.e. the results vary significantly depending on the selected sample, the study period and taken assumptions. However, when assessed separately, the value changes of the acquiring company and the acquired company show following results: positive changes in the value of the acquired company and negative or close to zero value changes of the acquiring company.
  4. Based on the analysis presented in the dissertation, the methods used by scientists to evaluate the value changes in the merger and acquisition transactions are proposed to be classified into four groups:
    - a. Event studies.
    - b. Comparative analysis of financial ratios.
    - c. Combined methods.
    - d. Analysis of characteristics of transactions.

5. The analysis of the results of previous studies and the assessment of the advantages and restrictions of methods applied to conduct research in the EU-10 imply following recommendations:
  - a. A short-term event study method should include event windows of a longer period (at least 50 - 60 days) and combine parametric and nonparametric statistical tests to assess the statistical significance of the results;
  - b. A long-term event study method – a minimum study period of up to 4 years after the transaction is recommended;
  - c. Comparative analysis of financial ratios method – it is recommended to consider EBIT as the basic indicator of profit and to use the total assets and sales ratios as deflator.
  - d. It is proposed to apply the Powell&Stark method, which allows linking the results of event study with financial ratios analysis results and verifying results obtained by these methods.
6. The analysis of value created in the market of mergers and acquisitions carried out in the new member states of the European Union over a period of 2004-2013, showed the following results:
  - a. The average abnormal return (CAAR) over a period of 61-day event window after announcement of a transaction amounted to 10.2% - 11.7% (statistically significant result based on t – test).
  - b. In the case of the longest 61-day window it is necessary to emphasize the fact that over a period of 30 days prior to the event, shares rose by 4% - 5%, which indicates the serious problems of information asymmetry in the regional EU-10 stock markets and the need to comply with the event study method improvements proposed in the dissertation seeking to at least partially avoid this problem.
  - c. The analysis of BHAR ratio confirms the results obtained by the short-term event study method and reveals two significant facts: the analysis conducted on the basis of the enterprises of the EU-10 region showed that during the first 30 days after the event the abnormal return was reached which eventually stabilizes at the same level for one to three years. Over the fourth - fifth year period after the transaction, a very rapid growth of BHAR ratio is observed:

- the average non-typical return associated with the event triples. The author associates this fact with the integration processes lasting on average for three years, after the transaction has been conducted.
- d. Comparative analysis of financial ratios showed that profitability ratios of sample companies increased by 1.5% and 1.9% when deflating EBIT ratio by total assets and sales accordingly (on real terms, after excluding the change by the comparable companies included into analysis).
  - e. Both in the case of CAAR and BHAR ratios, regression equations created following Powell&Stark (2005) model confirmed the significant positive relationship existing between these ratios and the changes occurring in financial ratios included in the analysis.
  - f. The assessment of the significance of different transactions on the company value of the EU-10 region led to the conclusion that factors like cross-border transactions, the country of the target of the transaction, as well as the method of payment and the timing of the transaction with regard to M&A cycle have a significant impact on the value generation during mergers and acquisitions. Of particular significance in the EU-10 region is the factor of the country of origin of the investor - acquisitions carried out by investors from the old EU member states create statistically significant value which is almost twice bigger than the average of the study (abnormal return of 17.6% is observed, while a similar indicator of the investor of the other EU-10 country shows a return of only 2.9% over 61– day event window).
7. Based on the results of the theoretical analysis and taking into account the explored aspects of methods employed to assess the value created during the mergers and acquisitions transactions, a model for evaluation of the market of mergers and acquisitions transactions in the new EU member states has been constructed that has the following features:
- a. reflects the complexity of the process of determining the value created of mergers and acquisitions transactions in the market and is constructed on the basis of five different methods: the long and short-term event study analysis, comparative analysis of financial ratios, Powell & Stark model and the analysis of the characteristics of the transactions;



- b. In the process of constructing the model it has been identified that currently a general index that reflects the dynamics of the stocks of all countries in the region is not available, consequently, seeking for a most successful application of the model, over the course of research, the index reflecting the stock markets of the EU-10 regional states was constructed;
- c. Due to improvement and adjustment of individual methods involved in the model, it is resistant to the information asymmetry, low liquidity, accounting differences between the states;
- d. The model is characterised by flexibility and depending on the availability of sources of information and analysis tasks, can be applied to perform a specific investigation (the length and the quantity of event windows can be adjusted as well as additional characteristics can be tested).

### **Further research directions and recommendations**

The analysis provided in the dissertation as well as the model constructed by the author and targeted at evaluation of mergers and acquisitions market in the new states of the European Union are suggested to be applied for the future research of the field of mergers and acquisitions in the EU-10 region or individual countries belonging to the region. The model and the study findings may be useful not only to researchers in the field of finance, but also to the investment promotion agencies and practitioners dealing with transactions.

In terms of further research on mergers and acquisitions in the EU-10 region it is recommended to pay particular attention to the problems of low liquidity and information asymmetry and apply the characteristics of the individual methods as proposed in the dissertation, as well as to adjust the characteristics of the CAAR method, i.e. the expanded number and length of event windows, as well as build on longer-term (2-5 years) BHAR ratio calculations which in subsequent periods (4-5 years after the transaction) provide significant insight into the changes in value.

It is suggested to use the EU-10 index constructed by the author for future research carried out by fellow scientists and professionals of the field of finance.

In the future the improvements of the existing model are possible, which should be the area of focus for scientists, i.e. the mergers and acquisitions market analysis may include the study on performance indicators: share of export in revenue structure, value added and so on.

The study of the dissertation is based on the analysis of empirical data of a ten-year period (2004 - 2013). In order to expand the scope of the study and to include a larger number of transactions it is recommended to carry out a similar study in subsequent periods with an additional collection of information necessary for the investigation.

**Approbation and dissemination of the scientific research results.** Statements and results of the scientific research were published in 5 academic publications and presented in 4 international and 1 domestic academic conferences.

#### **Articles in academic journals**

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). M&A analysis in global market. *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.

#### **Presentations in scientific conferences**

1. November 2013. Conference „Accounting, audit and finance perspectives” Marijampolėje (Lithuania).
2. October 2012 „5th Annual EuroMed Conference of the EuroMed Academy of Business“ Glion (Switzerland).
3. July 2012. International Conference on Finance Perspectives” Steyr (Austria).
4. May 2012. International conference „Business and management 2012: 7th International Scientific Conference“ Vilnius (Lithuania).
5. May 2010. International conference „Business and management 2010: 6th International Scientific Conference“ Vilnius (Lithuania).

### **About the author**

Darius Saikevičius was born on 29 January 1985, Trakai (Lithuania).

#### *Education*

2009 – 2014	Doctoral studies, Vilnius University, Lithuania
2008	DAAD scholarship, Ludwig-Maximillian University, Germany
2007 – 2009	Master in Finance <i>Cum laude</i> , Vilnius University, Lithuania
2006 – 2007	Erasmus student at Mannheim University, Germany
2003 – 2007	Bachelor in Economics, Vilnius University, Lithuania

#### *Professional Background*

2012 – currently	Prime Investment, Director
2010 – 2012	Finasta Corporate Finance, Head of M&A
2007 – 2009	Swedbank Corporate finance, Analyst

## DISERTACIJOS SANTRAUKA

**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 narėse<sup>2</sup> 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 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

---

<sup>2</sup> 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.

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 naujų 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 naujų 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 naujų 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 naujų Europos Sąjungos narių regione atliekamų 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 naujųjų 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 sukurta 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 laikotarpiams, 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 sukuriamos 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 susistemos 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 (įsigyjamos 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 naujų Europos Sąjungos narių specifiką, buvo suformuotas įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos vertinimo modelis.

#### **Praktinė darbo reikšmė:**

- Disertacijoje pateikiama medžiaga naudinga mokslininkams, vykdančioms 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 išvalgos 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.

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 neobjektyvius 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 įsigyjamos įmonės vertės pokyčius, nurodo, kad įsigyjamos 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 (fiksuojama 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 sukurama 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.

**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.