

VILNIAUS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO ADMINISTRAVIMO FAKULTETAS

FINANSAI IR BANKININKYSTĖ

Žilvinas Zavistanavičius
MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

SUSIJUNGIMŲ ĮTAKOS ĮMONIŲ FINANSINIAMS REZULTATAMS ANALIZĖ JUNGTINIŲ AMERIKOS VALSTIJŲ AKCIJŲ BIRŽOSE	AN ANALYSIS OF THE IMPACT OF MERGERS ON CORPORATE FINANCIAL PERFORMANCE ON THE UNITED STATES STOCK EXCHANGES
--	---

Darbo vadovas: Doc. Dr. Algimantas Laurinavčius

Vilnius, 2024

Turinys

Įvadas	6
1. SUSIJUNGIMŲ SAMPRATA, RŪŠYS IR VERTINIMO METODAI	9
1.1. Įmonių susijungimų samprata	9
1.2. Susijungimų rinka Jungtinėse Amerikos valstijose	10
1.3. Susijungimų motyvai, jų privalumai bei trūkumai	12
1.3.1 Sinergija	12
1.3.2. Diversifikacija	16
1.3.3. Plėtra užsienio rinkose	17
1.3.4. Vertikali integracija	18
1.3.5. Žalingi susijungimų motyvai	19
1.4. Susijungimų tipai	22
1.4.1. Horizontalūs susijungimai	22
1.4.2. Vertikalūs susijungimai	25
1.4.3. Konglomeratiniai susijungimai	26
1.5. Susijungimų vertinimo metodai	28
1.5.1. Įvykių tyrimo analizė	28
1.5.2. Finansinių rodiklių analizė	29
1.5.3. Kontrafaktinė analizė	34
2. SUSIJUNGIMŲ REIKŠMĖS FINANSINIAMS RODIKLIAMS TYRIMO METODIKA	36
2.1. Tyrimo imtis	36
2.2. Kontrafaktinės analizės taikymas	38
3. SUSIJUNGUSIŲ IR ATSKIRŲJŲ BENDROVIŲ FINANSINIŲ INDIKATORIŲ PALYGINIMAS	41
3.1. Finansinių duomenų prognozavimas	41
3.1.1. Raytheon ir United Technologies Corporation	41
3.1.2. BMC Stock Holdings ir Builders FirstSource	43

3.1.3. New Media Investment Group ir Gannett Co.	45
3.1.4. CenterPoint ir Vectren	48
3.2. Finansinių rodiklių palyginimas	50
3.2.1. Raytheon Technologies Corp.	50
3.2.2. Builders FirstSource	52
3.2.3. Gannett	55
3.2.4. CenterPoint Energy	57
Išvados	61
Literatūros sąrašas	63
SUMMARY	68
Priedai	70
1 priedas. United Technologies įmonės fin. duomenys	70
2 priedas. Raytheon įmonės fin. duomenys	71
3 priedas. BMC Stock Holdings įmonės fin. duomenys	72
4 priedas. Builders FirstSource įmonės fin. duomenys	73
5 priedas. NMIG įmonės fin. duomenys	74
6 priedas. Gannett įmonės fin. duomenys	75
7 priedas. Vectren įmonės fin. duomenys	76
8 priedas. CenterPoint Energy įmonės fin. duomenys	77

Lentelių sąrašas

1 lentelė	Susijungimų motyvai	21
2 lentelė	Susijungimų tipai	28
3 lentelė	Finansiniai rodikliai naudojami susijungimo vertinimui	30
4 lentelė	Finansinių rodiklių pokyčiai po susijungimo	33
5 lentelė	Susijungimų vertinimo būdai	34
6 lentelė	Tyrimui pasirinkti susijungimai	37
7 lentelė	Finansiniai indikatoriai, kurie bus naudojami atliekant tyrimą	39
8 lentelė	United Technologies Corp. finansinių duomenų prognozė	41
9 lentelė	Raytheon finansinių duomenų prognozė	42
10 lentelė	BMC Stock Holdings finansinių duomenų prognozė	43
11 lentelė	Builders FirstSource finansinių duomenų prognozė	44
12 lentelė	New Media Investment Group finansinių duomenų prognozė	46
13 lentelė	Gannett finansinių duomenų prognozė	47
14 lentelė	Vectren finansinių duomenų prognozė	48
15 lentelė	CenterPoint Energy finansinių duomenų prognozė	49
16 lentelė	Raytheon Technologies Corp. finansiniai duomenys	50
17 lentelė	Raytheon Technologies Corp. ir atskirųjų įmonių finansinių indikatorių vidurkio palyginimas	51
18 lentelė	Builders FirstSource finansiniai duomenys	53
19 lentelė	Builders FirstSource ir atskirųjų įmonių finansinių indikatorių vidurkio palyginimas	54
20 lentelė	Gannett finansiniai duomenys	55
21 lentelė	Gannett ir atskirųjų įmonių finansinių indikatorių vidurkio palyginimas	56
22 lentelė	CenterPoint Energy finansiniai duomenys	57
23 lentelė	CenterPoint Energy ir atskirųjų įmonių finansinių indikatorių vidurkio palyginimas	58
24 lentelė	Finansinių rodiklių pokyčiai po susijungimo	59

Paveikslų sąrašas

1 paveikslas	Susijungimų ir įsigijimų statistika Šiaurės Amerikoje	11
2 paveikslas	Sinergijos rūšys	13
3 paveikslas	Vertikali integracija	18
4 paveikslas	Porterio penkių jėgų modelis	24
5 paveikslas	Finansinio prognozavimo metodai	38

Ivadas

Temos aktualumas. Sparčiai kintančiame verslo pasaulyje įmonių susijungimai (angl. Mergers and Aquisitions (M&A)) yra vienas iš svarbiausių ir efektyviausių strateginių veiksmų, norint bendrovei pasiekti užsibrėžtų tikslų. Susijungimai yra apibūdinami kaip dviejų ar daugiau įmonių susijungimas į vieną juridinį asmenį, siekiant tuo sukurti didesnę vertę. Svarbu pabrėžti, jog susijungimai gali turėti ne tik teigiamų pasekmių. Pasitaiko atveju, kuomet įvykusi įmonių integracija prisideda prie sumažėjusio kompanijos veiklos efektyvumo, akcininkų nepasitenkinimo ir įmonės vertės kritimo. Turint arba planuojant investicijas į besijungiančias įmones, būtina atkreipti dėmesį į motyvus, kuriais yra grindžiamas susijungimas, kadangi ne visi susijungimai yra vykdomi siekiant naudos įmonei ir akcininkams. Teisingai pasirinkti ir įgyvendinti susijungimo motyvai gali padėti įmonei išnaudoti esamą rinkos situaciją ir padėti sukurti vertę akcininkams. Dažniausiai pasitaikančios vertės kūrimo galimybės po susijungimo būna įmonės rinkos dalies didinimas, kuomet susijungia tame pačiame sektoriuje veikiančios įmonės, sinergijos tarp susijungusių įmonių atsiradimas, kai dirbdamos kartu kompanijos pasiekia geresnių rezultatų, nei veikdamos atskirai, diversifikacija, siūlomų paslaugų ar produktų portfelio plėtimo pagalba ar plėtra užsienio rinkose, jungiantis su kitose šalyse ar žemynuose veikiančiomis įmonėmis. Visi šie veiksniai atsispindi įmonės finansiniuose rodikliuose. Pasiekus užsibrėžtų tikslų, bendrovės finansiniai rodikliai kyla, o tai įmonės akcijas padaro paklausesnėmis, kas labai aktualu finansų rinkų dalyviams. Nepavykus įgyvendinti tikslų arba vykdant susijungimą, paremtą savanaudiškais tikslais, tai, taip pat, atsispindi įmonės finansiniuose rezultatuose. Todėl turint arba planuojant investicijas į besijungiančias arba neseniai susijungusias įmones yra labai svarbu išnagrinėti finansinių rodiklių pokyčius po susijungimo ir juos palyginti su rodikliais prieš susijungimą, kadangi jie gali pranašauti apie įmonės sėkmę arba žlugimą ilgajame laikotarpyje.

Temos ištirimo lygis. Susijungimų tema teoriniu aspektu yra išnagrinėta gana plačiai, kadangi susijungimų koncepcija gyvuoja labai ilgą laikotarpį. Moksliniuose darbuose yra plačiai aprašoma susijungimo sąvoka, ji įvardijama kaip dviejų ar daugiau įmonių susijungimas į vieną, norint įmonę restruktūrizuoti ar pasiekti tam tikrus finansinius ar strateginius tikslus (Depamphilis, 2018). Mulherin, Netter ir Poulsen (2017) susijungimus apibūdina kaip vienus iš svarbiausių sprendimų, kokius gali priimti įmonės vadovybė. Taip pat, pagrindiniai motyvai bei rūšys. Signori ir Vismara (2018) teigia, kad sinergija yra pagrindinis susijungimų motyvas, Niemczyk, Sus, Borowski, Jasiński ir Jasińska (2022)

išskyrė susijungimų teikiamą diversifikacijos naudą. Susijungimo įtakos finansiniams rodikliams aspektas yra nagrinėjamas rečiau ir, dažniausiai, yra analizuojamas statistinis susijungimo reikšmingumas finansiniams rezultatams. Mahesh ir Prasad (2012) analizavo Indijos oro linijų kompanijų susijungimus, o Naveen, Upadhyay ir Maheshwari (2023) - Indijos farmacijos sektoriaus susijungimus.

Darbo naujumas. Mokslinėje literatūroje susijungimų įtaka įmonės finansiniams rodikliams, dažniausiai, yra vertinama statistiškai, t.y., lyginami finansiniai rodikliai prieš ir po susijungimo. Naudojant tokią metodiką yra neatsižvelgiama į tai, jog įmonės galėjo augti ir be susijungimo dėl atitinkamo ekonominio sektoriaus augimo, augančio įmonės populiarumo ar kitų, su susijungimu nesusijusių, veiksnių. Šiame darbe pateikiamame tyrime yra atsižvelgiama į šiuos aspektus pritaikant kontrafaktinę analizę (analizės metodas, kurį taikant spekuliuojama hipotetinėmis įvykių alternatyvomis, siekiant įvertinti galimą jų poveikį ir rezultatus).

Darbo problema. Kokia yra grynoji susijungimų įtaka įmonių finansiniams rezultatams.

Darbo tikslas. Išanalizuoti, kokią įtaką kompanijų finansiniams indikatoriams turi susijungimai, įvertinant kontrafaktinę situaciją, kuomet įmonės nebūtų susijungusios.

Darbo uždaviniai.

1. Išsiaiškinti, dėl kokių priežasčių įmonės pasirenka susijungti.
2. Nustatyti susijungimų privalumus ir trūkumus.
3. Aptarti, kokiais būdais galima įvertinti susijungimo padarinius.
4. Išnagrinėti mokslininkų atliktus susijungimų įtakos finansiniams rodikliams tyrimus ir sudaryti tyrimo metodologiją.
5. Sudaryti nagrinėjamų įmonių finansinių duomenų prognozes.
6. Palyginti susijungusios įmonės ir atskirųjų įmonių finansinius rodiklius, pateikti išvadas ir rekomendacijas.

Darbo metodai. Darbe yra naudojama mokslinės literatūros analizė, jos lyginimas ir apibendrinimas, sisteminė analizė, finansinių duomenų prognozavimo modelis, pagrįstas paprastuoju slankiuoju vidurkiu bei kontrafaktinė analizė skirta susijungusios ir atskirųjų įmonių finansinių rodiklių palyginimui.

Darbo struktūra. Darbas susideda iš trijų skyrių. Pirmajame skyriuje yra nagrinėjami susijungimų teoriniai aspektai, yra atskleidžiami jų motyvai bei tipai. Taip pat, yra aprašomi susijungimų vertinimo metodai. Tai padeda išspręsti pirmuosius tris uždavinius. Antrajame skyriuje yra aprašoma metodologija, susijungimų vertinimo tema. Išnagrinėjus ją yra išsprendžiamas ketvirtasis uždavinys. Paskutiniame, trečiajame skyriuje yra aprašomi atlikto tyrimo rezultatai – suprognuoti atskirųjų įmonių finansiniai duomenys bei jų palyginimas su susijungusių įmonių finansiniais indikatoriais, taip išsprendžiant penktąjį bei šeštąjį uždavinius.

1. SUSIJUNGIMŲ SAMPRATA, RŪŠYS IR VERTINIMO METODAI

Šiame skyriuje bus aptariama susijungimų samprata, taip pat, nagrinėjamos priežastys dėl ko įmonės nusprendžia susijungti ir kokią naudą gali atnešti bendrovių integracija. Toliau bus aprašomi pagrindiniai susijungimų tipai ir, galiausiai, susijungimų vertinimo metodai.

1.1. Įmonių susijungimų samprata

Šiuolaikinėse rinkose įmonėms yra vis sunkiau išlaikyti savo pozicijas dėl vyraujančio aukšto konkurencijos lygio, vis kylančių klientų poreikių bei technologijų plėtros. Tai skatina įmones bendradarbiauti ir susijungti. Mokslinėje literatūroje susijungimai yra apibūdinami kaip dviejų ar daugiau įmonių susijungimas į vieną, norint įmonę restruktūrizuoti ar pasiekti tam tikrus finansinius ar strateginius tikslus (Depamphilis, 2018). Mulherin, Netter ir Poulsen (2017) susijungimus apibūdina kaip vienus iš svarbiausių sprendimų, kokius gali priimti įmonės vadovybė. Tokios strateginės partnerystės įmonėms padeda įveikti minėtas problemas, be to, susijungimas gali paspartinti įmonės augimą bei verslo plėtrą, o tai yra neatsiejama sėkmingo verslo dalis.

Modernių laikų įmonių susijungimų pradžia Jungtinėse Amerikos valstijose yra laikoma 19-ojo amžiaus pabaiga. Kadangi JAV antimonopolinis įstatymas pradėjo formuotis tik 1890 metais, kuomet buvo priimtas „Šermano“ antimonopolinis įstatymas (angl. Sherman Antitrust Act), nemažai tuo metų įvykusių susijungimų yra vertinami neigiamai, nes buvo pažeistos šiuolaikinės konkurencinės nuostatos. 1870 metais įvykęs Standard Oil Company (SOC) susijungimas, kuomet SOC įsigijo daug mažesnių naftos įmonių, yra priskiriamas prie monopolijos suformavimo. Tarbell (1904) savo knyge atskleidė bendrovės istoriją, o tai sukėlė didžiulį visuomenės nepasitenkinimą. Nors ir įmonės vadovas J. D. Rockefelleris visus kaltinimus neigė, įrodymai buvo nenuginčijami. Dėl to 1911 m. įmonės veikla buvo sustabdyta. Panaši situacija įvyko ir 1890 metais tabako sektoriuje, kai American Tobacco kompanija (ATC) susijungė su kitomis didelėmis šio sektoriaus įmonėmis. Toks susijungimas leido ATC dominuoti tabako rinkoje, tačiau, taip pat, paskatino JAV valdžią imtis tolimesnių antimonopolinės politikos veiksmų. Nors ir šių įmonių veiksmai yra vertinami prieštaringai, jie turėjo didžiulę įtaką tolesniam atitinkamų Jungtinių Amerikos valstijų pramonės sektorių formavimuisi. Nemažai energetikos įmonių, šiuo metu veikiančių JAV, yra STC įpėdinės. Taip pat, jie padėjo sukurti pamatus ateities susijungimams bei padėjo sparčiau kurti atitinkamus įstatymus ir teisės aktus, kuriais dabar yra reglamentuojami įmonių susijungimai.

Ne visi susijungimai, įvykę XIX a. pabaigoje, buvo neteisėti ir pažeidė antimonopolinius įstatymus. Keletas tuo metu susijungusių įmonių sėkmingai veikia ir dabar. Viena iš jų yra General Electric (GE) įmonė, kuri susikūrė 1892 metais susijungus Thomson-Houston ir Thomas Edison General Electric įmonėms. Neilgai trukus, GE tapo savojo sektoriaus lydere ir išlaikė šią poziciją iki šių dienų. Dar vienas pavyzdys galėtų būti metalo pramonės įmonių susijungimas į U.S. Steel Corporation. Po susijungimo, korporacija tapo pirmąja įmone pasiekusia vieno milijardo vertės kapitalizaciją. Šiai įmonei taip pat pavyko išlaikyti savo poziciją metalo industrijoje ir ji vis dar išlieka pirmaujanti plieno ir susijusių produktų gamintoja.

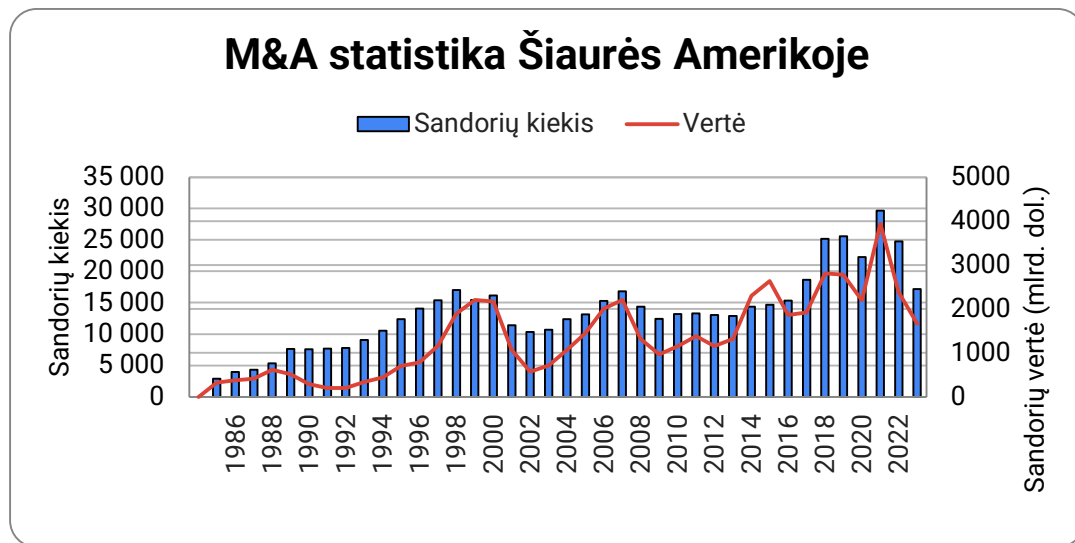
Prieš tai minėti tiek prieštaringi, tiek sėkmingi susijungimai padėjo pamatus šiuolaikiniam susijungimų reglamentavimui. Dabar susijungimai yra kontroliuojami žymiai labiau, siekiant apsaugoti vartotojus bei kitus rinkos dalyvius nuo monopolijų susiformavimo ir norint palaikyti konkurenciją rinkose. Nepaisant apsunkusio susijungimų proceso, tai išlieka vienu iš efektyviausių įmonės plėtros metodų.

1.2. Susijungimų rinka Jungtinėse Amerikos valstijose

Pastaruoju metu JAV įmonių susijungimų rinka augo ne tik kiekybiškai (didėjo susijungimų skaičius), bet ir kokybiškai, t.y., buvo pastebimi didesni bei brangesni susijungimai. Per pastaruosius 40 metų susijungimų ir įsigijimų skaičius Šiaurės Amerikoje išaugo beveik 600%, o susijungimų vertė – 513% (1 pav.). Iš šių susijungimų daugiau nei 90% įvyko JAV ir Kanados rinkose.

1 paveikslas

Susijungimų ir įsigijimų statistika Šiaurės Amerikoje



Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis Institute for Mergers, Aquisitions & Alliances duomenimis

Iš grafiko galima pastebėti, jog didžiausias M&A aktyvumas buvo 2018-2019 bei 2021 metų laikotarpiais. Susijungimų planavimas ir įgyvendinimas labai priklauso nuo įvairių ekonominių, politinių, rizikos bei kitų faktorių. Vienas iš jų yra bendra valstybės akcijų rinkų kapitalizacija, nuo kurios dydžio smarkiai priklauso toje šalyje vykstančių susijungimų sandėrių skaičius (Quyet, 2021). 2021 metų pabaigoje JAV akcijų rinkų vertė pasiekė aukščiausią tašką ir buvo vertinama daugiau nei 52 trilijonais JAV dolerių (siblisresearch.com, 2024). Neapibrėžtumas, taip pat, smarkiai veikia susijungimų kiekį. 2018-2019 metais vykęs ekonomikos augimas skatino įmones jungtis, tačiau prasidėjus COVID-19 pandemijai tiek tarp įmonių, tiek tarp investuotojų įsivyravo neapibrėžtumas, kuris stabdė susijungimų procesus. Iš grafiko galima pastebėti, jog 2020 metais yra matomas ženklus susijungimų sumažėjimas. 2021 metais vykęs ekonominis skatinimas Jungtinėse Amerikos valstijose ir kitose pasaulio valstybėse prisidėjo prie staigaus susijungimų skaičiaus ir jų vertės augimo. 2022-2023 metai buvo aukštos infliacijos, kylančių palūkanų normų ir ekonominio lėtėjimo metai, dėl ko ne tik krito JAV akcijų biržų kapitalizacija, bet ir susijungimų skaičius jose.

Nepaisant sumažėjusio susijungimų aktyvumo, 2023 metais šioje srityje buvo paskelbta nemažai didelių sandorių. Didžiausias jų buvo Pioneer Natural Resources įsigijimas, kurį ketina įvykdyti ExxonMobil. Šis sandėris yra vertinamas 65 mlrd. JAV

dolerių ir tikimasi jį užbaigti 2024 m. viduryje. Taip pat, Chevron Corporation paskelbė apie ketinimą įsigyti Hess Corporation už 60 mlrd. JAV dolerių. Sandėris yra patvirtintas abiejų įmonių tarybos ir tikimasi jį finalizuoti 2024 metų pradžioje. Vienas iš didžiausių užbaigtų sandėrių 2023 metais medicinos srityje buvo, kuomet Pfizer įsigijo Seagen už 43 mlrd. JAV dolerių. Technologijų sektoriuje Broadcom įsigijo VMWare už 61 mlrd. JAV dolerių.

Taigi, galima teigti, jog susijungimų ir įsigijimų rinka Jungtinėse Amerikos valstijose plečiasi, tačiau jautriai reaguoja į ekonominius, politinius bei kitus veiksnius. Esant palankioms rinkos sąlygoms, tokioms kaip 2018-2019 ar 2021 metais, pastebimas M&A sandorių skaičiaus ir vertės augimas, o vyraujant ekonomikos lėtėjimo periodui šių sandorių skaičius mažėja. 2023 metais buvo įvykdyta nemažai brangių sandorių, nepaisant sunkių ekonominių sąlygų, tokių kaip infliacija ir palūkanų procentų kėlimas.

1.3. Susijungimų motyvai, jų privalumai bei trūkumai

Fundamentalus kiekvienos įmonės tikslas yra pelno maksimizavimas. Šis tikslas gali būti išskaidytas į mažesnius žingsnius, kurie padėtų jį pasiekti, tai yra, užimama didesnė rinkos dalis, efektyvinamas veiklos procesas, veiklos plėtimas į naujas rinkas ir t.t. Tačiau siekiant šių tikslų įmonės dažnai susiduria su dideliais sunkumais, ypač, išsivysčiusiose rinkose. Šis procesas gali būti palengvintas pasinaudojant kitų įmonių turimais ištekliais, technologiniais pranašumais ar patirtimi, tai yra, įmonėms susijungus. Kadangi pelno maksimizavimas – kaip pagrindinis motyvas susijungimui, yra pernelyg abstraktus, dažniausiai įmonės išsikelia kelis mažesnės apimties tikslus, kuriuos įgyvendinus būtų įmanoma pasiekti visą įmonės potencialą. Toliau bus nagrinėjami pagrindiniai susijungimų motyvai.

1.3.1 Sinergija

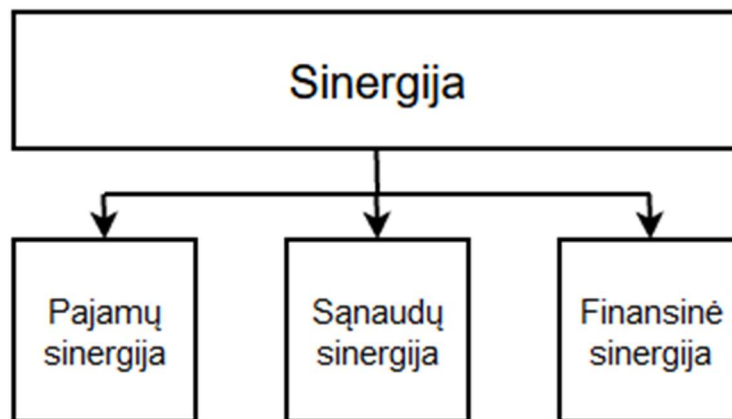
Susijungimo metu, vadovybė tikisi sukurti didesnę vertę, nei abiejų įmonių dabartinės vertės suma. Tai yra, kad ilguoju laikotarpiu bendras abiejų įmonių darbas generuotų geresnius rezultatus, nei abiejų korporacijų veikimas atskirai. Toks reiškiny, kuomet susijungusių įmonių vertė padidėja daugiau nei sudėjus abiejų įmonių vertes individualiai (Feldman ir Hernandez, 2021) yra vadinamas **sinergija**. Schosser ir Wittmer (2015) sinergiją apibūdina kaip vertės padidėjimą, kuris gali atsirasti dėl mažesnių sąnaudų tam pačiam kiekiui produktų pagaminti arba didesnio pagamintų produktų kiekio su pastoviomis sąnaudomis. Taip pat, mokslinėje literatūroje, yra dažnai pabrėžiama, jog norint sukurti vertę susijungimo metu, įmonės turėtų būtinai siekti sinergijos. Be sinergijos, net ir labai pigus ir

kokybiškas susijungimas galimai neatneš žymios naudos (Fiorentino ir Garzella, 2015). O Signori ir Vismara (2018) teigia, jog sinergija yra bene pagrindinis susijungimų motyvas.

Sinergija gali būti klasifikuojama įvairiai, tačiau pagrindiniai yra trys tipai – pajamų, sąnaudų ir finansinė sinergija (2 pav.)

2 paveikslas

Sinergijos rūšys



Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis Chatterjee, 1986.

Pajamų sinergija atsiranda tuomet, kai susijungusių įmonių pajamos tampa didesnės, nei kad sudėjus abiejų įmonių pajamas atskirai. Tai pasiekti leidžia stiprybių pasidalijimas tarp susijungusių korporacijų, išaugusi rinkos dalis ir atsiradusios kryžmino pardavimo (angl. Cross-selling) galimybės. Stiprybių pasidalijimas įvyksta, kuomet susijungia skirtingus, tačiau vienas kitą papildančius, atributus turinčios bendrovės. Tai gali būti unikalios kompetencijos kitose verslo šakose, technologinės naujovės, svarbūs ryšiai su tiekėjais/pirkėjais, intelektinė nuosavybė ir t.t. Pavyzdžiui, įmonė A turinti technologiją, kurios pagalba gali gaminti produktus žymiai mažesne kaina nei kiti rinkos dalyviai susijungia su įmone B, kuri specializuojasi rinkodaroje. Dėl specialios bendrovės A technologijos ir aukštų įmonės B kompetencijų rinkodaroje, po susijungimo, šios įmonės gali tikėtis sugeneruoti daug didesnes pajamas, nei veikdamos atskirai. Taip pat, pajamų sinergiją gali padėti pasiekti išaugusi rinkos dalis. Susijungus dviem bendrovėm, automatiškai, užimama rinkos dalis išauga, tuo pačiu išauga ir klientų bazė. Įmonės A produktai tampa lengviau pasiekiami klientams, kurie seniau apsipirkinėdavo įmonėje B ir atvirkščiai. Be to, kompanija A gali pasinaudoti kompanijos B klientų sąrašu (ir atvirkščiai) reklamos tikslais,

taip didinant pardavimus. Kadangi dažniausiai susijungia panašiose rinkose veikiančios įmonės, atsiranda kryžminio pardavimo galimybės. Pavyzdžiui susijungus palapines ir miegmaišius gaminančioms organizacijoms, atsiranda didelis šansas, jog žmogus perkantis palapinę norės tuo pačiu nusipirkti ir miegmaišį ir miegmaišis bus perkamas ne iš konkurentų, tačiau iš tos pačios įmonės.

Pajamų sinergijos pavyzdys galėtų būti „Dow Chemical“ ir „DuPont“ susijungimas. Abi šios įmonės užėmė nemažą chemijos industrijos dalį, o jų susijungimas buvo vertinamas 130 mlrd. dolerių. „Dow Chemical“ pasižymėjo medžiagų mokslu, o „DuPont“ garsėjo savo patirtimi žemės ūkio ir biotechnologijų srityse. Po susijungimo bendrovės pasidalino savo stipriosiomis pusėmis, o tai leido kurti naujoves bei išrasti naujas medžiagas žemės ūkio sektoriuje. Be to, išaugo klientų bazė, kas leido naujajai „DowDuPont“ organizacijai tikėtis ir pajamų augimo. Prie pajamų augimo prisidėjo ir atsiradusios kryžminio pardavimo galimybės, tai yra, žemės ūkio padaliniai, kuriuose specializavosi „DuPont“ bendrovė, galėjo klientams pasiūlyti novatoriškų medžiagų ir kitų technologijų, skirtų žemės ūkio efektyvumui didinti, sukurtų mokslo padaliniuose, kuriuose specializavosi „Dow Chemical“ bendrovė.

Sąnaudų sinergija yra strateginė susijungimų dalis, kuomet susijungusios įmonės tikisi sumažinti savo veiklos išlaidas derindamos veiklas ir gamybos procesus. Susijungus bendrovėms sąnaudas jos gali sumažinti keletu būdų:

- **Atleidimai** – susijungus dviem kompanijoms automatiškai atsiranda besidubliuojančių pozicijų, be to, gali atsirasti darbuotojų perteklius. Atrinkus geriausius specialistus iš kiekvienos įmonės ir atleidus darbuotojus, kurie tampa nebereikalingi, dėl susijungimo metu suefektyvėjusių procesų, galima smarkiai sumažinti išlaidas susijusias su darbo santykiais. Tačiau tai gali sukelti didelį darbuotojų nepasitenkinimą, o tai yra vienas iš didžiausių sąnaudų sinergijos trūkumų.
- **Turto mažinimas** – panašiai kaip ir su darbuotojais, po susijungimo gali atsirasti turto, kuris taptų perteklinių. Pardavus jį, sumažėtų ne tik sąnaudos, skirtos tam turtui išlaikyti, bet galimai, ir finansinės sąnaudos, jei turtas yra lizinguotas ir t.t.
- **Informacijos atskleidimas** – kaip ir siekiant pajamų sinergijos, bendra klientų bazė gali ne tik padėti didinti pajams, tačiau ir mažinti išlaidas, tokias kaip –

reklamos, rinkos tyrimų išlaidos ir t.t. Taip pat, techninių žinių (angl. know-how) dalijimasis gali padėti efektyvinti procesus, taip mažinant jų sąnaudas.

„Exxon ir Mobil susijungimas 1999 metais gali būti sąnaudų sinergijos pavyzdys. Exxon ir Mobil buvo vienos iš didžiausių ir galingiausių to meto naftos ir dujų pramonės įmonių pasaulyje, o jų susijungimas buvo vertinamas 80 mlrd. dolerių. Po susijungimo šios įmonės planavo sumažinti sąnaudas po 2,8 mlrd. per metus, o tai pasiekti ketino keletu būdų. Visų pirma buvo optimizuojamas veiklos procesas uždarant nereikalingas gamyklas ir paskirstymo centrus tose vietose, kur kompanijų veiklos ribos dubliavosi. Antra, buvo planuojama atleisti apie 9000 darbuotojų, kurie užėmė pozicijas, tapusias nebereikalingomis arba perteklinėmis po susijungimo (*the EXXON-MOBIL MERGER*, 1999).

Finansinė sinergija yra apibūdinama kaip įmonės finansinės veiklos, mokesčių bei skolinimosi galimybių optimizavimas (Partacz, 2022). Visų pirma, po susijungimo, įmonių kapitalo kaina gali atpigti. Tai yra susiję su abiejų įmonių turimo kapitalo struktūros įvertinimu, perteklinio kapitalo mažinimu. Taip pat, gali būti refinansuojami turimi įsiskolinimai, siekiant palankesnių sąlygų. Po susijungimo, gali būti išnaudojami vienos iš įmonių (arba abiejų) gryniesi nuostoliai, mažinant sekančių metų apmokestinamąsias pajamas. Pavyzdžiui, jeigu įmonė A praeitais metais buvo pelninga, o įmonė B patyrė 200 tūkst. eurų nuostolį, šiais metais (susijungusi) kompanija galės susimąžinti apmokestinamąsias pajamas dalimi B įmonės patirtų nuostolių. Kaip ir Lietuvoje, taip ir Jungtinėse Amerikos valstijose suma, kuria galima mažinti apmokestinamąsias pajamas praeitų metų nuostoliais, yra ribojama. Pagal 382 JAV mokesčių kodo sekciją, bendrovė gali panaudoti tik tam tikrą apskaičiuotą nuostolio dalį ir nuostoliai gali būti naudojami ateinančius 20 metų, o jeigu per tą laiką jie nebūna išnaudoti, privalo būti nurašyti. Galiausiai, susijungus dviem bendrovėm išauga jų skolinimosi pajėgumas. Tai reiškia, jog kompanija ne tik gali prisiimti daugiau įsipareigojimų, bet ir gauti juos geresnėmis sąlygomis. Išaugę finansiniai rodikliai bei „sustiprėjęs“ balansas yra dažnas reiškinys po susijungimo, o skolintojai tai asocijuoja su mažesne rizika, dėl ko gali pasiūlyti geresnes finansavimo sąlygas.

Taigi, sinergija yra vienas iš pagrindinių ir bene svarbiausių susijungimo motyvų. Pasiekus sinergiją įmonės pradeda veikti efektyviau, tai leidžia didinti pajamas bei mažinti sąnaudas, taip pat, optimizuoti finansinę veiklą. Sinergijos pagalba kompanija gali augti sparčiau už konkurentus ir sparčiau nei įmonėms veikiant atskirai, taip suteikiant didesnę grąžą investuotojams.

1.3.2. Diversifikacija

Viena iš kritinių kiekvieno sėkmingo verslo dalių yra rizikos valdymas. Nors prisiimant aukštesnę riziką galima pasiekti aukštesnio pelningumo, tačiau labai svarbu pamatuoti, kokio dydžio rizikos toleranciją verslas gali prisiimti. Rizikai pažaboti yra daugybė metodų, o vienas iš jų – diversifikacija, kuri gali būti ir vienas iš susijungimo motyvų. Diversifikacija pagrįstiems susijungimams yra būdingas dviejų ar daugiau, dažniausiai, skirtinguose sektoriuose veikiančių įmonių susijungimas. Tokių susijungimų pagalba įmonės dažnai siekia sumažinti riziką, atsirandančią dėl cikliškumo, jų operuojamose pramonės srityse. Time Warner ir America Online (AOL) susijungimo viena iš priežasčių buvo diversifikacija. Šis susijungimas įvyko 2001 metais ir buvo vertinamas apie 350 mlrd. JAV dolerių. AOL tuo metu buvo internetinių portalų bei kitų internetinių paslaugų lyderis. Time Warner buvo gerai žinomas medijos prekės ženklas, įmonė turėjo platų filmų, televizijos transliavimo, kabelinių tinklų ir t.t. portfelį. Abi įmonės žinojo, jog tiek interneto, tiek žiniasklaidos industrijos vystosi labai sparčiai, tobulėja technologijos, keičiasi vartotojų elgsena bei norai. Taip pat, vienas iš didžiausių pajamų šaltinių tiek interneto, tiek žiniasklaidos rinkose yra reklama, kurios dinamika taip pat yra labai nepastovi. Pavyzdžiui, seniau reklamos televizijoje buvo daug populiareesnės nei internete, kai tuo tarpu dabar – reklama internete žymiai efektyvesnė ir labiau naudojama. Nors šios kompanijos buvo lyderės savo srityse, susijungimas turėjo padėti sumažinti riziką, dėl galimų nuosmukių atitinkamose pramonės šakose. Be to, tradicinės žiniasklaidos ir interneto vertikali integracija prognozavo nepriekaištingus finansinius rezultatus, nepaisant to, jog dabar šis susijungimas yra vertinamas kaip vienas nesėkmingiausių. Jungiantis įmonėms, veikiančioms skirtinguose sektoriuose atsiranda integracijos rizika, kas gali nulemti tokio susijungimo sėkmę.

Diversifikacijos galima siekti ir tame pačiame pramonės sektoriuje. Tai yra susiję su siūlomų produktų ar paslaugų portfelio gilinimu arba platinimu. Vienas iš pavyzdžių galėtų būti energetikos sektoriuje veikiančių kompanijų susijungimai. Energetikos sektorius yra bene labiausiai valstybių reguliuojamas pramonės sektorius. Pasauliui siekiant pereiti prie kuo „žalesnės“ energijos šaltinių, daugelis valstybių įveda ribojimus energetikos įmonėms, kurie skatina jas gaminti energiją švaresniais būdais. Vis dažniau įmonės renkasi plėsti žaliosios energijos gamybą išoriniais metodais, tai yra susijungimų pagalba (Niemczyk, Sus, Borowski, Jasiński ir Jasińska, 2022). Tai ne tik padeda lengviau atitikti valstybių reikalavimus, bet ir gerina įmonės įvaizdį vartotojų akyse.

Apibendrinant galima teigti, jog diversifikacija yra vienas pagrindinių rizikos valdymo metodų. Įmonės, norėdamos išvengti cikliško ekonominio sektoriaus nuosmukių renkasi susijungti su bendrovėmis, veikiančiomis skirtingame sektoriuje arba jungiantis su tame pačiame sektoriuje veikiančiomis bendrovėmis, kurios gali praplėsti įmonių siūlomų produktų / paslaugų portfelį. Be to, diversifikacija gali būti glaudžiai susijusi su toliau aptariamu motyvu plėstis užsienio rinkose.

1.3.3. Plėtra užsienio rinkose

Šiuolaikiniame versle globalizacijos poreikis tampa vis svarbesnis, todėl kompanijos vis dažniau renkasi susijungimus kaip strateginį manevrą plėsti savo veiklai kitose šalyse ar kituose žemynuose. (Chiu, Shih, Chu ir Chen, 2022) Globalizacijos mastas per pastarąjį dešimtmetį smarkiai išaugo, o tai pakeitė tarptautinės prekybos dinamiką, palengvino tarpusavio sandorius bei tarptautiniams ryšiams suteikė didžiulę svarbą, įmonei siekiant tapti rinkos lydere.

Akademiniėje literatūroje yra išskiriamos dvi pagrindinės priežastys, dėl kurių įmonės siekia plėstis į užsienio rinkas. Visų pirma, yra norima pagerinti savo konkurencinę padėtį. Katz (2020) rašo apie tai, jog išsivysčiusiose rinkose reikia turėti pakankamai nemažą rinkos dalį, kad galėtum konkuruoti su ten veikiančiomis įmonėmis, o susijungimai yra vienas iš geriausių būdų tai pasiekti. Kalbant apie mažiau išsivysčiusias rinkas (jeigu jos turi potencialo augti), labai svarbu užimti rinkos dalį, prieš tai padarant konkurentams. Antra, dėl sparčios globalizacijos, vartotojų poreikiai visame pasaulyje smarkiai panašėja, o tai lemia, kad kažkada nereikalingas produktas tam tikroje rinkoje dabar tampa vis labiau paklausesnis (Fabiosa, 2011). Tačiau šiuo atveju būtina įvertinti naujo produkto poreikį tose rinkose, į kurias yra plečiamasi. Nesėkminga prognozė gali lemti neefektyvų susijungimą ir didžiulius nuostolius.

Vienas iš susijungimų, pagrįstų noru plėstis užsienio rinkose, pavyzdžių galėtų būti 2021 metais įvykęs „Peugeot S.A.“ (PSA) ir „Fiat Chrysler Automobiles N.V.“ (FCA) susijungimas. PAS buvo prancūziškas automobilių gamintojas, turėjęs stiprią poziciją Europos rinkoje, gaminęs tokius automobilius kaip Peugeot, Citroen ir vėliau Opel. FCA kompanija didžiąją dalį prekybos vykdė Šiaurės Amerikos rinkoje, daugiausiai Jungtinėse Amerikos valstijose, tačiau prekiaavo ir Europoje ir Pietų Amerikoje. FCA pasižymėjo tokiais automobiliais kaip Jeep, Ram, Dodge ir Chrysler. Nors abi įmonės veikė internacionaliniu

lygiu, susijungimas padėjo sujungti savo stipriasias puses, sumažinti riziką diversifikuojant ir užtikrinti aukštesnę konkurencingumą tarp kitų automobilių gamintojų.

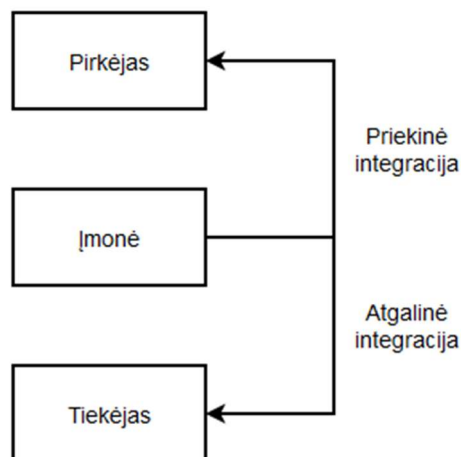
Taigi, globalizacija vis dažniau skatina įmones vykdyti susijungimus siekiant tarptautinės plėtros. Tokią tendenciją lemia poreikis stiprinti konkurencines pozicijas ir noras patenkinti visame pasaulyje greitai besikeičiančius vartotojų poreikius.

1.3.4. Vertikali integracija

Dar vienas svarbus motyvas, dėl kurio įmonės renkasi susijungti, yra vertikali integracija. Vertikali integracija – tai verslo strategija, kuomet įmonė praplečia savo veiklą susijungdama su įmonėmis, kurios prieš tai buvo jos pirkėjai arba tiekėjai. Susijungimas su pirkėju yra vadinamas priekine integracija (angl. Forward Integration), pavyzdžiui, gamintojas susijungia su distributoriumi. Atgalinė integracija (angl. Backward Integration) įvyksta, kuomet įmonė susijungia su tiekėju, pavyzdžiui, gamybos įmonė susijungia su žaliavų tiekėju (Liang, Yang, Huang ir Zhu, 2022) (3 pav.).

3 paveikslas

Vertikali integracija



Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis Liang ir kt., 2022.

Toks susijungimų motyvas, teoriškai, gali panaikinti dvigubą apmokestinimą ir padėti geriau suderinti vidinius procesus, kas lemtų kainų mažėjimą (Gray, Alpert ir Sood, 2023). Kadangi po susijungimo įmonė prižiūri didesnę dalį gamybos / tiekimo proceso, ji gali užtikrinti aukštesnę kokybę. Be to, efektyvesnė tiekimo grandinės veikla gali padėti sutaupyti, kas leistų įmonei mažinti produktų / paslaugų kainas, įgaunant konkurencinį

pranašumą. Tačiau dėl integracijos gali kilti ir rizikų. Viena iš jų – sumažėjęs įmonės lankstumas. Sudėtingesnėmis ekonominėmis sąlygomis valdyti kompaniją su dvigubai daugiau procesų yra sunkiau ir tai gali daryti neigiamą įtaką bendrovės efektyvumui (Yuan, Geng, Sun ir Cui, 2022).

Vertikalios integracijos pavyzdžiu galėtų būti „Live Nation“ ir „Ticketmaster“ įmonių susijungimas. „Live Nation“ buvo žinoma kaip viena iš didžiausių koncertų organizavimo įmonių, o „Ticketmaster“ buvo bilietų pardavimo lyderis. Ši integracija sujungė du pagrindinius renginių organizavimo grandinės segmentus – renginių reklamą bei bilietų pardavimą. Susijungimas įvyko 2010 metais, o jo vertė siekė apie 835 mln. JAV dolerių. Kadangi „Live Nation“ specializavosi koncertų organizavime, susijungimas reiškė atgalinę integraciją. Kompanija įgavo tiesioginę prieigą prie bilietų platinimo, o tai leido efektyvinti bilietų reklamavimą ir pardavimą. „Ticketmaster“ – patyrė priekinę integraciją, tai leido bendrovei turėti tiesioginį ryšį su renginių organizatoriais. Tačiau susijungimas kėlė daug susirūpinimo dėl sąžiningos konkurencijos užtikrinimo. Susijungusios įmonės privalėjo įvykdyti tam tikrus reikalavimus, jog tokia integracija nebūtų traktuojama kaip monopolinė. Taigi, po susijungimo, įmonė galėjo lengviau suderinti renginių organizavimą, jų reklamą bei bilietų į juos pardavimą, o tai leido mažinti sąnaudas.

1.3.5. Žalingi susijungimų motyvai

Nors susijungimų metu turėtų būti siekiama abipusės naudos, konkurencinio pranašumo didinimo ar vertės investuotojams kūrimo, ne visi susijungimai yra motyvuoti šiais strateginiais aspektais. Neretai pasitaiko susijungimų, kurie būna vykdomi dėl savanaudiškų paskatų, noro išvengti mokesčių ar nukreipti dėmesį nuo vidinių įmonės problemų. Naudos siekimas tik trumpajame laikotarpyje gali lemti neefektyvią įmonės veiklą, papildomus finansinius įsipareigojimus, akcininkų nepasitikėjimą valdybos nariais ir t.t. Tokie veiksniai ilgajame laikotarpyje gali lemti įmonės žlugimą.

Įmonių susijungimo metu svarbiu aspektu tampa aukščiausio lygio vadovų kompensacijos klausimas. Toks klausimas kyla tuomet, kai atrodo, jog susijungimas atneš daugiau naudos įmonės vadovams nei pačiai įmonei ar jos akcininkams. Milžiniški bonusai generaliniams direktoriams, jų galios augimas bendrovėje ar asmeninio statuso gerinimas beveik niekada neatitinka pagrindinių įmonės tikslų, todėl tokiais motyvais paremti susijungimai būna neefektyvūs bei nuostolingi. Tokie atvejai, dažniausiai, yra pastebimi, kuomet vadovų atlygis smarkiai priklauso nuo bendro įmonės dydžio. Po susijungimo įmonės

dydis be abejonės išauga, o tai lemia didesnes premijas vadovams. Be to, neretai, vadovų kompensacijos sutartyse būna įtrauktas punktas dėl kontrolės pasikeitimo (angl. Change in Control, CIC), kuris reglamentuoja atitinkamų asmenų kompensacijas, jei jie būtų atleisti dėl susijungimo arba įsigijimo. Išmokų dydžiai gali būti tokie dideli, jog jų pakaktų, kad įmonės vadovas specialiai vykdytų susijungimą, norint prarasti savo darbo vietą ir gauti kompensaciją (Patrick, 2018).

Mokesčių vengimo motyvą, taip pat, galima priskirti prie abejotinos kokybės sprendimų. Noras pasinaudoti mokestinėmis lengvatomis nėra blogas sprendimas, tačiau kai tai yra pagrindinis motyvas jungimuisi – iškyla daugybė klausimų apie galimą bendrovių veiklos nesuderinamumą bei kitas galimas problemas. Populiariausias būdas susimažinti mokesčių našta susijungimo būdu yra jungimasis su „mokesčių rojuje“ (angl. Tax Haven) įsikūrusiomis įmonėmis. Remiantis, tuo jog net apie 30% susijungimų ir įsigijimų būna tarpvalstybiniai, tuos, kurie būna susiję su „mokesčių rojais“, galima sieti ir su bandymu vengti mokesčių. Meier ir Smith (2020) atliktas tyrimas įrodė, jog mokesčių vengimas per „mokesčių rojus“ valstybes gali būti vienas iš reikšmingų susijungimo veiksnių tarpvalstybiniuose susijungimuose. Tokio susijungimo pavyzdžiu galėtų būti „Burger King“ ir „Tim Hortons“ susijungimas. „Tim Hortons“ buvo įsikūrusi Kanadoje, o „Burger King“ - Jungtinėje Amerikos valstijose. Po susijungimo, vadovybė pareiškė, jog naujoji kompanija bus įsikūrusi Kanadoje, motyvuodami tuo, jog tai buvo didžiausia naujosios bendrovės rinka. Tačiau mokesčių ekspertų teigimu, tikrasis motyvas buvo nenoras mokėti dvigubo pelno mokesčio dėl pajamų užsienyje, kuris, greičiausiai, būtų taikomas, jei bendrovė liktų Jungtinėje Amerikos valstijose. (Reuters.com, 2014). Taigi, susijungimai, paremti žalingais motyvais, neatitinka įmonės strateginių tikslų. Asmeninė nauda motyvuoti sandėriai teikia pirmenybę aukščiausių įmonės vadovų, o ne akcininkų interesams. Mokesčių vengimas, perkeliant įmonę į „mokesčių rojumį“ vadinamas šalis, nors teisiškai yra leistinas, dažnai neatsižvelgia į įmonių suderinamumą ir tolimesnės veiklos perspektyvas.

Apibendrinant įmonių susijungimų motyvus, galima teigti, jog pagrindinė priežastis susijungimui yra pelno maksimizavimas. Susijungdamos įmonės taiko skirtingas strategijas tam pasiekti (1 lentelė).

1 lentelė

Susijungimų motyvai

Susijungimo motyvas	Privalumai	Trūkumai
Sinergija	Pajamų augimas, sąnaudų mažinimas, finansinių sąnaudų optimizavimas.	Galimas darbuotojų nepasitenkinimas dėl vykdomų atleidimų.
Diversifikacija	Sisteminės rizikos mažinimas, jungiantis su kitame arba tame pačiame sektoriuje veikiančiomis įmonėmis.	Kylanti integracijos rizika, jungianti su kitame sektoriuje veikiančiomis įmonėmis.
Plėtra užsienio rinkose	Rinkos dalies plėtra kitose valstybėse, klientų bazės plėtra.	Klaidinga produkto paklausos analizė užsienio rinkose gali lemti nuostolingą susijungimą.
Vertikali integracija	Tiesioginis visų procesų valdymas, sąnaudų mažėjimas panaikinus dvigubą apmokestinimą.	Sumažėjęs įmonės lankstumas ir išaugusi rizika dėl padidėjusio valdomų procesų kiekio.
Savanaudiški motyvai	Trumpajame laikotarpyje galima sumažinti mokesčius sąnaudas.	Ilgajame laikotarpyje išryškėja įmonių veiklą nesuderinamumas.

Šaltinis: Sudaryta autoriaus.

Bene svarbiausia ir daugiausiai naudos teikianti strategija yra sinergijos siekimas tarp susijungusių įmonių. Feldman ir Hernandez (2021) teigia, jog pasiekus sinergiją įmonių vertė padidėja daugiau nei sudėjus abiejų įmonių vertes atskirai, o Fiorentino ir Garzella (2015) mano, kad be sinergijos susijungimas neatneš žymios naudos. Sinergijos pagalba gali būti užtikrintas pajamų augimas, sąnaudų mažėjimas ar finansinės veiklos efektyvumo didinimas. Tai leidžia kompanijoms augti greičiau už konkurentus ir greičiau nei įmonėms operuojant atskirai. Norint mažinti riziką, bendrovės renkasi diversifikuoti verslą, jungiantis su skirtinguose sektoriuose veikiančiomis bendrovėmis, o Niemczyk ir kt. (2022) aprašo galimybę kompanijoms jungtis ir su įmonėmis, kurios gali praplėsti siūlomų produktų / paslaugų portfelį tame pačiame verslo sektoriuje, kas yra saugiau, dėl lengvesnės įmonių

veiklos integracijos. Taip pat, Chiu ir kt. (2022) išskiria plėtos užsienio rinkose galimybes susijungimų pagalba, kas yra labai aktualu šiomis dienomis, sparčios globalizacijos kontekste. Prie veiklos efektyvinimo smarkiai prisideda vertikalios integracijos motyvu pagrįsti susijungimai. Jų metu, įmonei susijungus su tiekėju arba pirkėju, kompanija turi galimybę tiesiogiai valdyti abiejų įmonių procesus, be to, atsiranda galimybė mažinti sąnaudas, išnykus dvigubam apmokestinimui. Kaip teigia Yuan ir kt. (2022), svarbu pabrėžti, kad vertikali integracija gali sukelti rizikų, susijusių su sumažėjusių įmonės lankstumu ir padidėjusių procesų skaičiumi. Tačiau pasitaiko susijungimų, kurie paremti savanaudiškais vadovų sprendimais, siekiant asmeninės naudos, arba noru išvengti aukštų mokesčių tarifų. Tai gali lemti neefektyvią susijungusių įmonių veiklą ir kitas finansines problemas ilgajame laikotarpyje.

1.4. Susijungimų tipai

Įmonių restruktūrizavimo kontekste, susijungimų klasifikavimas yra labai svarbus, siekiant suprasti strateginį įmonių suderinamumą bei galimas ilgalaikes susijungimo pasekmes. Susijungimų tipai skiriasi priklausomai nuo besijungiančių įmonių verslo modelių bei strateginių tikslų, kuriuos bendrovės užsibrėžia pasiekti susijungimo pagalba. Toliau bus nagrinėjami pagrindiniai susijungimų tipai, tokie kaip – horizontalūs, vertikalūs bei konglomeratiniai susijungimai, jiems būdingi strateginiai tikslai.

1.4.1. Horizontalūs susijungimai

Horizontalieji susijungimai – tai įmonių, veikiančių tame pačiame pramonės sektoriuje, konsolidavimas. Tokio tipo susijungimams yra būdinga tai, kad susijungia bendrovės, esančios viena kitos tiesioginėmis konkurentėmis. Prager (1992) teigia, jog horizontalių susijungimų metu yra didžiausia tikimybė įmonei įgauti galią rinkoje, kadangi tokie susijungimai didina rinkos koncentraciją. Nagrinėjant tokio tipo susijungimus galima pasitelkti Porterio penkių jėgų modelį.

Porterio penkių jėgų modelis yra naudojamas rinkos konkurencingumui bei jos patrauklumui vertinti. Pagal jį, konkurencinė aplinka rinkoje priklauso nuo penkių pagrindinių jėgų:

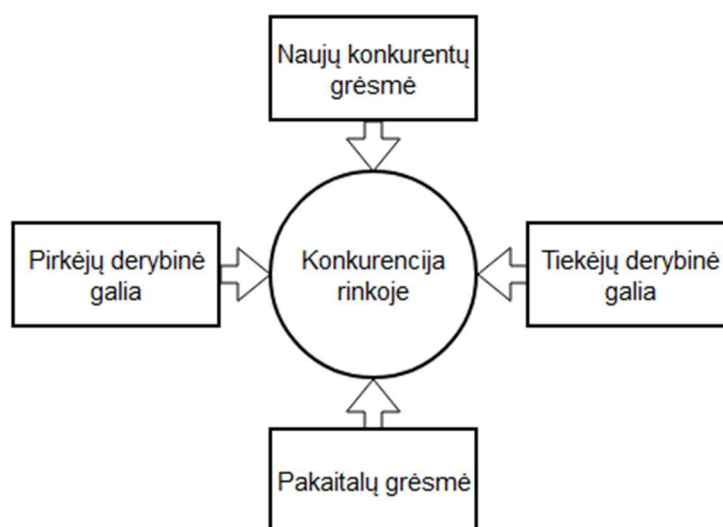
- Naujų konkurentų grėsmė – šis veiksnys tiria kaip lengvai nauji konkurentai gali patekti į rinką. Įėjimo į rinką barjerus sudaro tokie veiksniai kaip – kapitalo poreikis naujam verslui, klientų lojalumas esamiems prekės ženklams,

konkrečių techninių žinių ar technologijų turėjimas, norint teikti paslaugą ar gaminti produktus.

- Tiekėjų derybinė galia vertina, kokią įtaką tiekėjai gali daryti žaliavų kainoms. Vertinant šį veiksnių, svarbu išnagrinėti tiekėjų rinką, t.y., perkamų žaliavų unikalumą bei jas pasiūlyti galinčių įmonių kiekį. Jei reikiama žaliava yra labai išskirtinė ir yra tik vienas tiekėjas galintis ją parduoti – tiekėjų derybinė galia bus aukšta, kas, galimai, lems aukštesnes gamybos sąnaudas. Taip pat, jei yra keletas tiekėjų, reikia įvertinti tiekėjo keitimo galimybes bei kaštus.
- Pirkėjų derybinė galia analizuoja, kokią įtaką pirkėjai gali daryti produkto ar paslaugos kainoms. Kuomet rinkoje yra daug pirkėjų – jų derybinė galia yra maža, kadangi verslai gali savo produktus pasiūlyti kitiems. Tačiau pirkėjų derybinė galia išauga, kai rinkoje jų yra nedaug arba atsiranda įmonės siūlomo produkto ar paslaugos pakaitalų, perėjimas prie kurių, vartotojui nesukelia finansinių ar kitokių sunkumų.
- Pakaitalų grėsmė – nagrinėja tikimybę, kad klientai pasirinks konkurentų siūlomą pakaitalą, o ne įmonės gaminamą produktą. Šiam veiksniai daug įtakos turi klientų lojalumo prekiniam ženklui aspektas ir perėjimo prie pakaitalo išlaidos ir patogumas.
- Konkurencija rinkoje nagrinėja konkurencinio intensyvumo lygmenį rinkoje. Šiam veiksniai didžiausią įtaką turi jau esamų konkurentų skaičius tam tikrame sektoriuje, konkurentų produktų ar paslaugų kokybės skirtumai ir to sektoriaus augimo potencialas, pagal kurį galima spręsti ar rinka yra perspektyvi ir joje atsiras daugiau pirkėjų (Porter, 1980) (4 pav.).

4 paveikslas

Porterio penkių jėgų modelis



Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis Porter, 1980.

Horizontalaus susijungimo metu, bendrovė eliminuoja vieną iš konkurentų, kas užtikrina įmonei tvirtesnes pozicijas rinkoje, tai yra, kompanija įgauna didesnę derybinę galią tiek tiekėjų, tiek pirkėjų atžvilgiu. Žemesnės žaliavų kainos padeda sutaupyti gamybos sąnaudų, o didesnė derybinė galia pirkėjų atžvilgiu leidžia įmonei lengviau valdyti kainų tendencijas rinkoje. Pramonės šakose, kuriose, dėl ypač aukštos konkurencijos, rinka yra labai susiskaldžiusi, pavyzdžiui, restoranų rinkoje, horizontalūs susijungimai gali turėti didžiulę įtaką tolimesniam rinkos vystymuisi. Taip pat, horizontalūs susijungimai padeda realizuoti masto ekonomiją (angl. Economies of Scale). Apjungus operacijas yra pasiekiamas aukštesnis darbo efektyvumas, kas leidžia mažinti produkto vieneto savikainą. Be to, galima pasiekti aukštesnių rezultatų mokslinių tyrimų ir plėtros srityje dėl veiksmingiau išnaudotos didesnių išteklių bazės, o perteklinės darbo jėgos mažinimas prisideda prie sąnaudų taupymo. Po susijungimo įmonė gali pasiūlyti platesnį produktų ar paslaugų asortimentą, kas sumažina pakaitalų riziką. Ray (2022) teigia, jog įmonės renkasi horizontaliuosius susijungimus norėdamos padidinti savo galią rinkoje ir užkirsti kelią konkurentų galios rinkoje augimui. Autoriaus teiginys pabrėžia dvejopą požiūrį į horizontalius susijungimus. Toks strateginis kompanijos manevras gali būti vertinamas tiek kaip gynybinis, tiek kaip puolimo. Žvelgiant iš gynybinės pusės, įmonė pradeda kontroliuoti didesnę rinkos dalį, taip įgaudama aukštesnę derybinę galią, kaip buvo minėta anksčiau. Žvelgiant iš puolimo pusės, tokio tipo susijungimas atima iš konkurentų potencialią galimybę daryti įtaką rinkos tendencijoms,

kadangi jų užimama rinkos dalis tam būtų paprasčiausiai per maža. Be to, tai sukuria didesnius įėjimo į rinką barjerus naujoms įmonėms, kadangi varžytis prieš daug mažų konkurentų yra žymiai lengviau nei prieš vieną didelį. 2020 m. užbaigtas „T-Mobile ir „Sprint Corporation“ susijungimas puikiai iliustruoja horizontalų susijungimą telekomunikacijų sektoriuje. Šis susijungimas buvo įvertintas 23 mlrd. JAV dolerių ir po jo „T-Mobile“ tapo trečia didžiausia belaidžio ryšio paslaugų tiekėja Jungtinėse Amerikos valstijose. Dėl aukštos rinkos koncentracijos susijungimas buvo vertinamas priešaringai, buvo baiminamasi galimų konkurencinės aplinkos pažeidimų, tačiau atsakingos JAV institucijos galiausiai suteikė teisę įmonėms jungtis, po to, kai buvo įvykdytos atitinkamos sąlygos sąžiningai konkurencijai užtikrinti.

Apibendrinant galima teigti, jog horizontalūs susijungimai gali būti galinga priemonė, norint kontroliuoti tendencijas rinkoje. Jų pagalba įmonės ne tik užima didesnę rinkos dalį ir gali tapti vienas iš didžiausių rinkos dalyvių, kaip tai padarė „T-Mobile“ ir „Sprint Corporation“, bet ir sustiprina savo poziciją tiekėjų ir pirkėjų derybinės galios atžvilgių. Taip pat, po susijungimo, įmonės gali realizuoti masto ekonomiją, o tai padeda mažinti produkto vieneto savikainą. Galiausiai, mažėjanti konkurentų rinkos dalis kompanijai suteikia konkurencinį pranašumą.

1.4.2. Vertikalūs susijungimai

Vertikalūs susijungimai yra glaudžiai susiję su anksčiau aptartu vertikalios integracijos motyvu. Jų metu susijungia įmonės, kurias sieja pirkėjo-pardavėjo santykiai (angl. buyer-seller relationship) (Rozen-Bakher, 2017). Lyginant horizontalius ir vertikalius susijungimus, pastarieji pasitaiko rečiau, kadangi tokiam susijungimui tinkamų įmonių skaičius yra ribotas, kartais yra tinkama tik viena įmonė (Meador, Church ir Rayburn, 1996). Vertės kūrimas vertikalių susijungimų pagalba gali būti komplikuoatas. Viena vertus, vertikali integracija padeda efektyvinti gamybos procesą, naikinti dvigubą apmokestinimą ir mažinti kainas klientams (Kedia, Ravid ir Pons, 2011). Gamybos efektyvumas kompanijoje auga dėl atsiradusios keleto gamybos etapų kontrolės galimybės, veiklos sinergijos atsiradimo. Dvigubo apmokestinimo naikinimas padeda mažinti sąnaudas, todėl atsiranda galimybė pardavinėti produktus ar teikti paslaugas konkurencingesnėmis kainomis nei konkurentams. Kita vertus, vertikali integracija gali turėti įtakos bendrai rinkos sudėčiai, t.y., susijungusi įmonė gali išstumti iš rinkos nepriklausomus tiekėjus ir dėl sumažėjusios konkurencijos padidinti tarpines prekių kainas (Kedia ir kt., 2011). Pavyzdžiui, kompanijai susijungus su

vieninteliu arba didžiausiu to sektoriaus tiekėju, įmonė gali nuspręsti nebetiekti žaliavų kitoms bendrovėms veikiančioms tame pačiame sektoriuje arba tai daryti mažiau palankiomis sąlygomis. Taigi vertikaliuosius, kaip ir horizontaliuosius, susijungimus galima vertinti dvejopai – kaip gynybinius, kai susijungimo pagalba yra stengiamasi efektyvinti veiklą ir kurti veiklos sinergiją, arba kaip puolimo, kuomet įmonei susijungus su pagrindiniu rinkos tiekėju iš jos išstumiami konkurentai.

1.4.3. Konglomeratiniai susijungimai

Vertikaliųjų ir horizontaliųjų susijungimų metu integruojasi įmonės, kurių veikla yra susijusi. Tačiau pasitaiko ir atvejų, kuomet susijungia bendrovės neturinčios bendrų verslo sričių ir gaminančios produktus, kurie nėra nei pakaitalai, nei papildiniai (Comparison of merger and acquisition). Tokie susijungimai yra vadinami konglomeratiniais. (Roundtable on Conglomerate Effects of Mergers - Background Note) tokius susijungimus apibūdina kaip dviejų, tarpusavyje nekonkuruojančių ir tiekimo santykiais nesusijusių, įmonių susijungimus. Šio tipo susijungimus galima išskirti į grynuosius ir mišrius. Grynieji konglomeratiniai susijungimai apibūdina bendrovės visiškai nesusijusias viena su kita bei neturinčias jokių bendrų veiklos sferų, pavyzdžiui, automobilių gamintojas susijungia su arbatos gamintoju. Šie ekonominiai sektoriai yra visiškai skirtingi ir nesusiję vienas su kitu, kas tokį susijungimą padaro grynu konglomeratiniu susijungimu. O mišrieji – apibūdina tokias susijungusias įmones, kurios užsiima skirtinga veikla, tačiau gali turėti netiesioginių ryšių, tokių kaip bendra klientų bazė arba bendri tiekimo kanalai. Tai pačiai arbatos gamintojai susijungus su apelsinų sulčių gamintoju būtų galima pastebėti, kad jog ir verslų sritys skiriasi, įmonės turi tam tikrų ryšių, pavyzdžiui, iš dalies sutampanti klientų bazė arba tiekimo kanalai, kadangi prekybos centre galima nusipirkti tiek sulčių, tiek arbatos.

Konglomeratiniai susijungimai gali kurti vertę keliais būdais – produktų integracija arba vieno sustojimo apsipirkimais (angl. One-Stop Shopping) (Chen ir Rey, 2023). Kuomet susijungia skirtinguose, tačiau suderinamuose, sektoriuose operuojančios įmonės, jos gali apjungti savo produktus. Pavyzdžiui, susijungus išmaniųjų telefonų gamintojui ir tam tikros programinės įrangos kūrėjui į telefonus iš anksto būtų galima diegti programinės įrangos kūrėjo sukurtus produktus. Tokia integracija įmonės produktus padarytų konkurencingesniais, kas leistų didinti apyvartą. Vieno sustojimo apsipirkimas suteikia klientams patogumą rasti tarpusavyje nesusijusias prekes vienoje vietoje arba vienoje elektroninėje parduotuvėje. Tai taupo klientų laiką, dėl ko išauga šansai, kad vartotojas pasirinktų apsipirkti būtent toje

parduotuvėje, o ne dviejuose ar daugiau skirtingų. Velasquez ir Jesus (2020) teigia, jog stipru prekinį ženklą turinčiai įmonei susijungus su silpnesniu prekiniu ženklu, tai gali sustiprinti silpnesnio prekinio ženklo pozicijas rinkoje. Pavyzdžiui, jeigu „Apple“, labai stiprus prekinis ženklas, susijungtų arba įsigytų nelabai žinomą mobiliųjų telefonų aksesuarų gamintoją, atsiranda labai didelė tikimybė, jog šių aksesuarų populiarumas smarkiai išaugs. Be to, Velasquez ir Jesus (2020) nurodo, kad konglomeratiniai susijungimai suteikia įmonėms „konglomeratinę rinkos galią“ (anggl. Conglomerate Market Power). Tai reiškia, kad susijungusios įmonės gali disponuoti didesniu kiekių resursų, ko negali pasiekti pavienės kompanijos. Tai leidžia susijungusioms įmonėms lengviau tobulinti produktus arba efektyvinti veiklą, kas suteikia pranašumą prieš individualias įmones.

2016 metais įvykęs „Jhonson Controls“ ir „Tyco International“ susijungimas gali būti laikomas konglomeratiniu. „Jhonson Controls“ specializavosi energijos valdymo, šildymo, vėdinimo ir oro kondicionavimo (HVAC) sistemų diegime. „Tyco“ buvo geriausiai žinoma dėl priešgaisrinės apsaugos ir saugumo sistemų diegimo darbų. Kompanijų siūlomos paslaugos nebuvo pakaitalai ir tarpusavyje nekonkuravo, tačiau turėjo netiesioginių ryšių, tokių kaip bendra klientų bazė. Pagrindinis susijungimo tikslas buvo apjungti abiejų įmonių teikiamas paslaugas ir pasiūlyti klientui bendrą produktą. Pranešime spaudai „Jhonson Controls“ teigė, jog susijungimas suteiks tiesioginę augimo perspektyvą dėl atsiradusių kryžminio pardavimo galimybių, bendrų platinimo kanalų panaudojimo ir bendros pasaulinės veiklos (Johnsoncontrols.com, 2016).

Apibendrinant konglomeratinius susijungimus galima teigti, jog jie sujungia netiesioginius konkurentus, kurių produktai nėra pakaitalai. Nepaisant skirtumų, tokio tipo susijungimai bendrovei gali suteikti pranašumų, tokių kaip produktų integracija, vieno sustojimo apsipirkimo galimybė klientams, silpnesniojo prekės ženklo iš susijungusių įmonių rinkos pozicijos stiprinimas bei galimybė disponuoti didesniu kiekiu resursų.

Kiekvienas susijungimų tipas – horizontalus, vertikalus ir konglomeratinis, atspindi skirtingas augimo strategijas ir skirtingus įmonių siekius (2 lentelė).

2 lentelė

Susijungimų tipai

Susijungimo tipas	Pagrindiniai tikslai
Horizontalus	Rinkos dalies plėtra bei konkurentų plėtros apsunkinimas.
Vertikalus	Gamybos proceso optimizavimas ir tiekimo grandinės valdymas.
Konglomeratinis	Produktų portfelio diversifikacija ir klientų bazės didinimas.

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Horizontalūs susijungimai, pasak Prager (1992), dažniausiai, yra susiję su rinkos dalies plėtimo ir konkurencinio pranašumo didinimo. Jam antrina ir Ray (2022), kuris, taip pat, išskiria ir horizontalių susijungimų keliamus sunkumus konkurentams, norintiems plėstis toje rinkoje. Vertikalūs susijungimai yra susiję su gamybos procesų optimizavimu ir tiekimo grandinės valdymu. Jų metu susijungia bendrovės, kurias sieja pirkėjo-pardavėjo santykiai. Tai įmonėms leidžia lengviau kontroliuoti gamybos ar prekybos procesus ir mažinti išlaidas. Be to, pasak Kedia ir kt. (2011), vertikali integracija su vieninteliu arba didžiausiu tos rinkos tiekėju gali apsunkinti konkurentų veiklą, dėl nuosprendžio konkurentams tiekti prekes ar paslaugas mažiau palankiomis sąlygomis. Susijungimai, kuomet jungiasi tarpusavyje nekonkuruojančios ir tiekimo santykiais nesusijusios įmonės yra vadinami konglomeratiniais. Chen ir Rey (2023) ir Velasquez ir Jesus (2020) išskiria unikalias, konglomeratinių susijungimų teikiamas naudas, tokias kaip - diversifikuotas siūlomų produktų portfelis, klientų bazės didinimas ir t.t.

1.5. Susijungimų vertinimo metodai

Finansinių rezultatų vertinimas po susijungimo yra svarbus susijungimo sėkmės vertinimo etapas. Strateginiai tikslai, kurių yra siekiama susijungimo metu, dažniausiai, būna plačiai iškomunikuoti, tačiau finansinis tokių veiksmų vertinimas yra sudėtinga ir daug iššūkių kelianti užduotis. Vertinant susijungimo pasisekimą, svarbu išnagrinėti ne tik finansinius rezultatus, tačiau ir pagrindinius veiksnius, kurie lėmė šias pasekmes. Šiame skyriuje bus analizuojami metodai, kuriais galima nustatyti susijungimo poveikį finansiniams įmonės rodikliams.

1.5.1. Įvykių tyrimo analizė

Informacijai apie susijungimą pasiekus visuomenę, rinka į tai reaguoja, tai turi įtakos įmonių akcijų kainoms. Analizės rūšis vertinanti šiuos pokyčius yra vadinama įvykių tyrimo

analize (angl. Event Study Analysis). Jos pagalba galima nuodugniai išnagrinėti kaip investuotojai suvokia susijungimo vertę, jo paskelbimo metu. Metodika yra grindžiama susijungime dalyvaujančių įmonių akcijų kainų pokyčių tyrimu, susijungimo paskelbimo metu, o tai tiesiogiai atspindi investuotojų matomas susijungimo perspektyvas. Iš akcijų kainos pokyčio yra išskiriama neįprasta grąža, tai yra, akcijų kainų nuokrypis, kurio negalima paaiškinti esama rinkos tendencija ir istoriniais rinkos duomenimis (Dilshad, 2013). Neįprasta grąža yra dažnai išskiriama iš visos grąžos atėmus tikėtiną grąžą, apskaičiuotą taikant viena iš tikėtinų grąžų apskaičiavimo modelių, tokių kaip kapitalo aktyvų įkainojimo modelis (angl. Capital Asset Pricing Model (CAPM)).

Pagrindinis įvykių analizės privalumas yra gebėjimas užfiksuoti tiesioginę rinkos reakciją, kuri yra vertinama kaip nešališka ir apima didžios dalies investuotojų susijungimo perspektyvų vertinimą. Pavyzdžiui, jeigu paskelbus apie įmonių susijungimą abiejų kompanijų akcijos smarkiai pakyla – tai reiškia, jog investuotojai susijungimą vertina teigiamai ir tikisi, kad jis suteiks bendrovei konkurencinį pranašumą. Ir atvirkščiai, kainai nukritus, galima teigti, jog rinkos dalyviai susijungimą interpretuoja kaip klaidingą strateginį žingsnį. Tačiau nors ir akcijų kaina gali pranašauti apie galimas susijungimo pasekmes, tokia analizė parodo tik trumpojo laikotarpio perspektyvą. Ji atspindi tik pirminę investuotojų reakciją, bet gali neparodyti ilgajame laikotarpyje kylančių iššūkių ar pavėlavusio sinergijos atsiradimo. Taip pat, svarbu pabrėžti, jog įprastos rinkos grąžos nustatymas yra komplikotas procesas ir ne visada gali būti tikslus. Visada yra tikimybė, kad pastebima neįprasta grąža susijungimo paskelbimo laikotarpiu gali atsirasti ir dėl kitų rinkos įvykių. Dėl to atsiranda nemaža paklaidos tikimybė, kas gali lemti klaidingą akcijų kainos judėjimo interpretavimą. Todėl įvykių tyrimo analizė yra naudojama drauge su kitomis analizės priemonėmis, kurios gali įvertinti ilgalaikes finansines ir integracijos perspektyvas.

1.5.2. Finansinių rodiklių analizė

Įmonių susijungimai gali kardinaliai pakeisti kompanijos finansinius rodiklius. Susijungimai padeda ne tik plėsti kompanijos užimamą rinkos dalį, bet ir diversifikuoti rizikas ar pasiekti masto ekonomiją. Tokios naudos gali turėti svarią įtaką įmonės finansinių rodiklių pokyčiuose. Įmonės veiklos indikatoriai, tokie kaip pelningumas ar turto ir nuosavo kapitalo valdymo efektyvumas, yra labai svarbūs investuotojams, kurie pagal šiuos rodiklius vertina įmonės konkurencingumą rinkoje. Nuo investuotojų vertinimų priklauso įmonės akcijų vertė. Rinkos dalyvių vertinimai yra ypač svarbūs po susijungimų - kadangi akcijų

kainoms tiesioginę įtaką turi numanoma ir faktinė susijungimo nauda. Finansinių rodiklių augimas investuotojams signalizuoja apie sėkmingą bendrovių integraciją, dėl to gali išaugti įmonės akcijų paklausa, o tuo pačiu ir jų kaina.

Atliekant tyrimus mokslininkai naudoja įvairius finansinius rodiklius, jų manymu geriausiai atspindinčius realią įmonės situaciją rinkoje. Daugumoje tyrimų yra naudojama skirtingų tipų indikatorių kombinacija – pelningumo, apyvartumo, likvidumo, efektyvumo ir t.t. Mahesh ir Prasad (2012) tyrime yra nagrinėjama Indijos oro linijų kompanijų susijungimų ir įsigijimų įtaka bendrovių finansiniams rodikliams, praėjus dvejiems metams po susijungimo. Norint išanalizuoti susijungimą įvairiais aspektais, autoriai apskaičiuoja 4 skirtingų tipų finansinius indikatorius, pateiktus 3 lentelėje.

3 lentelė

Finansiniai rodikliai naudojami susijungimo vertinimui

Pelningumo rodikliai	Veiklos pelningumas
	Grynasis pelningumas
	Turto grąža (ROA)
	Nuosavo kapitalo grąža (ROE)
	Panaudoto kapitalo grąža (ROCE)
Finansinio sverto rodikliai	Skolos ir nuosavo kapitalo santykis
	Bendra kapitalizacija
Likvidumo rodikliai	Einamojo laikotarpio santykis (angl. Current ratio)
	Kritinio likvidumo santykis (angl. Acid-Test ratio)
	Palūkanų padengimo rodiklis
Kapitalo rodikliai	Pelnas tenkantis vienai akcijai (EPS)
	Kainos ir pelno santykis
	Kainos ir buhalterinės vertės santykis
	Rinkos kapitalizacija

Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis Mahesh ir Prasad (2012)

Veiklos pelningumo vertinimas yra kritinis aspektas norint nustatyti ar įmonės vykdoma veikla yra efektyvi. Į šio rodiklio skaičiavimus nėra įtraukiamos kitos ar finansinės veiklos pajamos ar sąnaudos, o tai leidžia atskleisti ar įmonė sugeba generuoti teigiamą

pajamų srautą iš pagrindinės veiklos (Reddy, 2013). Veiklos pelningumo pokytis po susijungimo gali parodyti bendrovių integracijos sėkmę esminėje veikloje. Išaugęs veiklos pelningumas gali pranašauti apie atsiradusią sinergiją, dėl kurios gali mažėti sąnaudos arba išaugti pardavimai. Sumažėjęs veiklos pelningumas parodo, jog pagrindinė įmonės veikla po susijungimo patyrė sunkumų didinant efektyvumą. Tačiau, kaip buvo minėta anksčiau, šis rodiklis neįtraukia finansinių ar iš kitos veiklos gautų pajamų ir sąnaudų, kurių sumažėjimas arba išaugimas galėjo būti vienas iš susijungimo siekinių. Visos pajamų ir sąnaudų rūšys yra įtraukiamos skaičiuojant grynojo pelningumo rodiklį (angl. Net Profit Margin (NPM)). Šio rodiklio pokyčiai yra vieni iš svarbiausių vertinant susijungimus. Visų pirma grynasis pelningumas parodo ne tik pagrindinės veiklos efektyvumo pokyčius, bet ir pasikeitusias bendrąsias ir administracines ar finansines sąnaudas. Po susijungimo išaugęs grynasis pelningumas gali pranašauti tiek apie kintamų, tiek apie fiksuotų kaštų mažėjimą, taip pat, finansinių įsipareigojimų mažėjimą. Grynojo pelningumo mažėjimas atskleidžia įmonių integracijos nesėkmes – nenumatytas sąnaudas, veiklos efektyvumo neįgyvendinimą ir kitus veiklos iššūkius. Antra – šis rodiklis labai svarbus investuotojams, kadangi jo augimas didina investuotojų gaunamą naudą dividendų pavidalu. Be to, augantis grynasis pelnas suteikia kompanijai geresnes galimybes plėstis, investuoti į mokslinių tyrimų veiklą. Galiausiai, grynojo pelno pokyčiai turi įtakos ir kitiems nagrinėjamiems rodikliams, tokiems kaip turto ar nuosavo kapitalo grąža ir pelnas tenkantis vienai akcijai.

ROA ir ROE pokyčiai yra labai svarbūs, norint nustatyti ar susijungimas buvo sėkmingas. Turto grąža yra apskaičiuojama grynąjį pelną dalinant iš įmonės turto ir parodo kaip efektyviai kompanija naudoja turimą turtą pelnui uždirbti (Sultan, 2014). Mažėjanti ROA reikšmė atskleidžia, jog įmonė po susijungimo turi perteklinio turto, kuris nėra panaudojamas efektyviai, todėl susijungimo metu įmonėms yra labai svarbu įvertinti savo turimą turtą ir tolimesnes jo perspektyvas efektyvioje apjungtos bendrovės veikloje. Neatsižvelgus į šį aspektą, dėl perteklinio turto, įmonė gali patirti papildomas finansines, nusidėvėjimo ir kitas sąnaudas. Išaugusi ROA reikšmė parodo, jog turtas kiekis įmonėje yra optimizuotas ir jis efektyviai prisideda prie pelno generavimo (Jallow, Masazing ir Basit, 2017). Nuosavo kapitalo gražos dydis apibrėžia paprastųjų akcijų gražos normą (Bhamornsathit ir Katawandee, 2016). Šis rodiklis yra ypač svarbus įmonės akcininkams, kadangi parodo, kiek grynojo pelno tenka vienam, jų investuotam, eurui. ROE pasikeitimai ne visada gali turėti akivaizdžias priežastis, todėl gilesnei analizei galima pasitelkti trijų arba penkių žingsnių DuPont analizę.

$$ROE = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pardavimo pajamos}} * \frac{\text{Pardavimo pajamos}}{\text{Turtas}} * \frac{\text{Turtas}}{\text{Akcininkų nuosavybė}} \quad (1)$$

$$ROE = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{EBT} * \frac{\text{Pardavimo pajamos}}{\text{Turtas}} * \frac{\text{Turtas}}{\text{Akcininkų nuosavybė}} * \frac{EBT}{EBIT} * \frac{EBIT}{\text{Pardavimo pajamos}} \quad (2)$$

Jos pagalba galima nustatyti, kuris iš kintamųjų turėjo daugiausiai įtakos nuosavo kapitalo grąžos augimui arba mažėjimui. Penkių žingsnių analizės metodas detaliau išskaido pelningumo rodiklius ir jų svarbą bendram rezultatui.

Pelno tenkančio vienai akcijai (EPS) rodiklis yra ypač aktualus akcininkams. Jis tiesiogiai atspindi grynąjį pelną, tenkantį vienai akcijai, kuri įmonė gali pasiekti vykdydama savo veiklą (Djahuri, Yasin ir Jakfar, 2023). Rodiklio kilimas po susijungimo turi teigiamą reikšmę ir parodo, jog susijungusios bendrovės sugeba generuoti geresnius rezultatus veikdamos drauge, nei dirbdamos atskirai, dėl pajamų ar sąnaudų sinergijos, padidėjusios rinkos dalies ir t.t. Žvelgiant iš kitos pusės, EPS sumažėjimas gali pranašauti apie sunkumus, su kuriais susiduria kompanija. Dėl iškilusių kliūčių pelno padidėjimas gali būti nepakankamas norint kompensuoti išaugusį akcijų skaičių ir padidinti EPS rodiklį. Vertinant EPS rodiklį reiktų atsižvelgti į įvykusius kapitalo struktūros pasikeitimus. Dėl susijungimų dažnai keičiasi apyvartoje esančių akcijų skaičius. Pavyzdžiui, padidėjus akcijų skaičiui pelnas tenkantis vienai akcijai sumažėtų, net jei pelnas išliktų tame pačiame lygyje arba augtų, bet mažiau nei apyvartoje atsiradusių akcijų skaičius. Ir atvirkščiai, dėl savų akcijų išpirkimo EPS rodiklis gali būti dirbtinai padidintas ir neatspindėti realios situacijos.

Skolos ir nuosavo kapitalo santykis leidžia įvertinti, kompanijos prisiimamą rizikos toleranciją po susijungimo. Optimalus skolos ir nuosavo kapitalo santykis byloja apie patikimą finansų valdymą ir įmonės gebėjimą efektyviai panaudoti finansinį svertą augimui skatinti. Šio rodiklio pokyčiai gali būti nevienareikšmiški ir priklauso nuo konkrečios įmonės bei ekonominio sektoriaus, kuriame ji vykdo savo veiklą. Teoriškai, išaugęs skolos ir nuosavo kapitalo santykis pranašauja apie didesnę įmonės prisiimamą riziką (Babalola ir Abiola, 2013). Išaugusi skola gali paveikti pelningumą, o tai gali turėti įtakos kitiems rodikliams. Sumažėjęs skolos ir nuosavo kapitalo santykis pranašauja apie rizikos mažėjimą, tačiau tai ne visada gali būti optimalus pasirinkimas. Finansinio sverto neišnaudojimas gali stabdyti įmonės plėtrą.

Mahesh ir Prasad (2012) atlikto tyrimo rezultatai parodė, jog po susijungimo nežymiai išaugo nuosavo kapitalo grąža, išlaidų ir pajamų santykis, pelnas tenkantis vienai akcijai ir dividendai vienai akcijai. Naveen, Upadhyay ir Maheshwari (2023) nagrinėjo Indijos

farmacijos sektoriaus įmonių susijungimus ir įsigijimus ir išskyrė rodiklius į dvi pagrindines grupes, t.y. veiklos efektyvumo ir akcininkų naudos (angl. Shareholder's Wealth) rodiklius. Įmonių finansiniai rodikliai buvo analizuojami tris metus prieš susijungimą ir panašų laikotarpį po jo, o gauti rezultatai atskleidė, jog susijungimas turėjo teigiamos įtakos likvidumui, pelningumui ir veiklos efektyvumui reprezentuojantiems rodikliams. Jallow ir kt. (2017) atliktas tyrimas davė skirtingus rezultatus nuo anksčiau minėtų tyrimų. Atliekant analizę buvo pasitelkta 40 įmonių, įvykdžiusių susijungimą arba įsigijimą 2011 metais D. Britanijoje, finansiniai duomenys. Susijungimo sėkmė buvo vertinama apskaičiuojant jau minėtus finansinius rodiklius, tokius kaip ROA, ROE, EPS ir grynoji pelno marža (4 lentelė)

4 lentelė

Finansinių rodiklių pokyčiai po susijungimo

Rodiklis	Vidutinė vertė	Rodiklis	Vidutinė vertė
ROA prieš susijung.	9,80	EPS prieš susijung.	5,25
ROA po susijung.	1,32	EPS po susijung.	9,06
ROE prieš susijung.	54,64	NPM prieš susijung.	9,63
ROE po susijung.	10,81	NPM po susijung.	8,29

Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis Jallow ir kt. (2017)

Gauti rezultatai atskleidė, jog susijungimai ar įsigijimai ne visada kuria vertę. Po susijungimų matomas ženklus turto (-8,48 %) ir nuosavo kapitalo (-43,83 %) grąžos sumažėjimas liudija apie sunkumus, kilusius norint efektyviai įdarbinti turimą turtą ar kapitalą pelnui uždirbti. Nedidelis EPS augimas gali būti siejamas su po susijungimo vykdomu savų akcijų pirkimu ar sumažėjusiu apyvartoje esančiu jų kiekiu. O grynojo pelningumo sumažėjimas, anot autoriaus, neturi didelės reikšmės bendrai įmonės finansiniai gerovei.

Taigi, finansinių rodiklių analizė yra vienas iš pagrindinių metodų, naudojamų, norint įvertinti susijungimo sėkmę. Nagrinėjant finansinius rodiklius galima išsiaiškinti ar po susijungimo bendrovė pasiekė geresnių pelningumo rezultatų, ar bendras įmonių turtas ir akcininkų nuosavybė yra valdomi efektyviai ir prisideda prie pajamų uždirbimo. Taip pat, galima nustatyti ir vertę, kuri yra sukuriama investuotojams apskaičiavus pelno vienai akcijai rodiklį. Galiausiai, skolos ir nuosavo kapitalo santykis padeda įvertinti kompanijos rizikos profilį.

1.5.3. Kontrafaktinė analizė

Rodiklių pasikeitimai po bendrovių susijungimo gali būti paveikti ne tik pačio susijungimo, tačiau ir bendrų rinkos tendencijų. Pavyzdžiui, augančios kompanijos pajamos nebūtinai gali būti pajamų sinergijos pasekmė, tačiau tam įtakos gali turėti sparti ekonominio sektoriaus, kuriame veikia įmonė, plėtra. Norint atskirti pokyčius dėl susijungimo ir rinkos svyravimų yra naudojama kontrafaktinė analizė (angl. Counterfactual analysis). Tokios analizės metu yra modeliuojama kas būtų, jeigu susijungimas nebūtų įvykęs (Geradin ir Girgenson, 2013). Tai yra, remiantis įvairiais rodikliais, prognozuojami įmonių finansiniai rezultatai, jei tos įmonės būtų veikusios atskirai ir nebūtų susijungę į vieną subjektą. Ši metodika yra pagrįsta prielaida, kad susijungimo pridėtinę vertę reikėtų lyginti su potencialiais atskirų įmonių rezultatais. Atliekant kontrafaktinę analizę yra remiamasi praeities duomenimis, tokiais kaip įmonės ir jos finansinių rodiklių augimas prieš susijungimą, taip pat, rinkos tendencijomis, kurios turi įtakos ne tik įmonėms susijungus, bet ir joms veikiant atskirai, konkurencinės aplinkos dinamika ir įmonių vykdomomis strateginėmis iniciatyvomis, kurios gali turėti reikšmingos įtakos kompanijos finansiniam rezultatam. Taigi, toks analizės būdas atskleidžia susijungimo pasekmes, palygindamas bendrovės pasiekimus po susijungimu su rezultatais, kurių įmonės būtų, galimai, pasiekusius vykdydamos veiklą atskirai.

Taigi, susijungimų vertinimui galima rinktis keletą metodų, kurie įvertina susijungimus skirtingais aspektais (5 lentelė).

5 lentelė

Susijungimų vertinimo būdai

Vertinimo metodas	Vertinimo aspektai
Įvykių tyrimo analizė	Atspindi pirminę investuotojų reakciją į susijungimą per netipinius įmonių akcijų kainų pokyčius.
Finansinių rodiklių analizė	Vertina susijungimo sėkmę lyginant finansinių rodiklių pokyčius po susijungimo.
Kontrafaktinė analizė	Leidžia įvertinti scenarijų ir įmonių veiklos efektyvumą, jei jos nebūtų susijungusios.

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Pradinę rinkos dalyvių reakciją ir susijungimo potencialą atspindi įvykių tyrimo analizė, kurios metu yra analizuojami įmonių akcijų kainų svyravimai po susijungimo paskelbimo. Tačiau ši analizės rūšis parodo tik trumpojo laikotarpio perspektyvą. Finansinių rodiklių analizė padeda išsiaiškinti ilgalaikius susijungimo rezultatus. Vertinant pelningumo, efektyvumo ir rizikos rodiklius, galima išsiaiškinti, ar išsikelti susijungimo tikslai buvo pasiekti ir ar susijungimas turėjo teigiamų pasekmių įmonės veiklai. Galiausiai, pasak Geradin ir Girgenson (2013), kontrafaktinė analizė parodo susijungimo ir įmonių atskiros veiklos scenarijų skirtumus ir atskleidžia susijungimo padarinius.

Susijungimas pasak Mulherin ir kt. (2017) gali būti vienas iš svarbiausių įmonės priimtų sprendimų jos istorijoje. Įmonės jungiasi įvairiais tikslais, norėdamos restruktūrizuoti kompaniją ar pasiekti tam tikrus finansinius ar strateginius tikslus (Depamphilis, 2018). Pagrindiniai motyvai susijungimui yra sinergijos, diversifikacijos, globalios plėtros ar vertikalios integracijos siekis. Tokie motyvai padeda įmonei efektyviau valdyti verslą, pasiekti geresnių finansinių rezultatų, sumažinti riziką ir padidinti bendrovės daromą įtaką rinkoje. Nepaisant to, pasitaiko ir savanaudiškų susijungimo motyvų, kuomet nėra atsižvelgiama į įmonės interesus ir siekiama asmeninės naudos. Susijungimus galima išskirti į tris pagrindinius tipus – horizontaliuosius, vertikaliuosius ir konglomeratinius. Visi šie tipai padeda įmonėms pasiekti skirtingus strateginius tikslus. Horizontalūs susijungimai didina įmonės užimamą rinkos dalį ir konkurencinį pranašumą. Vertikalūs susijungimai suteikia įmonei galimybę valdyti visą tiekimo grandinę ir to pagalba mažinti sąnaudas. Konglomeratiniai susijungimai siūlo išskirtines naudas. Tokias kaip - produktų portfelio diversifikacija, klientų bazės augimas ir patogesnio apsipirkimo galimybės. Finansinis susijungimo vertinimas gali būti atliktas keliais būdais. Pirminę rinkos reakciją parodo įmonių akcijų kainos svyravimai, o jų tyrimo metodas yra vadinamas įvykio tyrimo analize. Norint išsiaiškinti ilgesnio laikotarpio naudą yra pasitelkiama finansinių rodiklių analizė. Jų pokyčiai iš esmės atskleidžia ar įmonei pavyko pasiekti prieš susijungimą išsikeltus finansinius tikslus. Galiausiai, kontrafaktinė analizė parodo, kaip įmonės būtų vystęsi, jeigu nebūtų susijungę, kas padeda atskleisti šių scenarijų skirtumus ir nustatyti tikrąją susijungimo naudą.

2. SUSIJUNGIMŲ REIKŠMĖS FINANSINIAMS RODIKLIAMS TYRIMO METODIKA

Šioje dalyje bus aprašoma tyrimo imtis, t.y., pasirinktas laikotarpis bei kokie susijungimai bus analizuojami. Taip pat, aprašomi analizės eiga – kokie finansiniai rodikliai ir metodai bus naudojami.

2.1. Tyrimo imtis

Remiantis teorinėje dalyje apžvelgtais moksliniais darbais, tyrimo metu bus nagrinėjamas dvejų metų po susijungimo laikotarpis. Susijungimai buvo atrinkti pagal tris pagrindinius kriterijus:

- Susijungimas įvyko 2019-2020 metais;
- Įmonės susijungė į vieną juridinį asmenį;
- Abi įmonės prieš susijungimą ir po jo buvo kotiruojamos Jungtinių Amerikos valstijų akcijų biržose.

Susijungimo metai yra pasirinkti norint atspindėti naujausius rinkos duomenis, be to, dvejų metų laikotarpis po susijungimo yra laikomas pakankamu, norint įvertinti susijungimo naudą. Metai, kuriais įvyko susijungimas į analizę nebus traukiami. Svarbu pabrėžti, kad abi įmonės prieš susijungimą privalėjo būti kotiruojamos vienoje iš JAV akcijų biržų, kad būtų prieinami jų finansiniai duomenys tolesnių rezultatų prognozei.

Susijungimų, atitinkančių anksčiau minėtus kriterijus, buvo ieškoma oficialioje Jungtinių Amerikos valstijų vertybinių popierių ir akcijų biržų komisijos internetiniame puslapyje, daugiausiai, nagrinėjant įmonių teikiamas 8-K formas, kuriose bendrovės akcininkams praneša apie svarbius įvykčius arba planuojamus įvykius. Iš viso buvo peržiūrėta daugiau nei 150 skirtingų susijungimų bei įsigijimų atvejų, tačiau viršuje minėtus kriterijus atitiko vos keturi atvejai. Atrinkti susijungimai, susijungusių įmonių veiklos sektoriai ir jungtiniai subjektų pavadinimai yra pateikti 6 lentelėje.

6 lentelė

Tyrimui pasirinkti susijungimai

Įmonė	Sektorius	Susijungusios įmonės pavadinimas
Raytheon Company	Gynybos	Raytheon Technologies Corporation
United Technologies Corporation	Aviacijos	
Builders FirstSource	Statybos	Builders FirstSource
BMC Stock Holdings	Statybos	
New Media Investment Group	Žiniasklaida	Gannett
Gannett Company	Žiniasklaida	
CenterPoint Energy	Energetikos	CenterPoint Energy
Vectren Corp.	Energetikos	

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Raytheon įmonė buvo technologijų ir inovacijų lyderė, besispecializuojanti gynybos ir kibernetinio saugumo sprendimų srityje. 2019 m. jos pardavimai siekė 45 mlrd. JAV dolerių ir įmonėje dirbo daugiau nei 70 tūkst. darbuotojų. United Technologies Corp. Teikė aukštųjų technologijų gaminius ir paslaugas aviacijos ir kosmoso pramonei visame pasaulyje. Bendrovės pardavimai per 2019 metus siekė 77 mlrd. JAV dolerių. Pagrindiniai susijungimo motyvai buvo noras pasiekti pajamų ir sąnaudų sinergiją bei verslo diversifikacija, kadangi įmonės turėjo bendrą klientų, tačiau jų teikiamos paslaugos ir produktai buvo skirtingi. Builders FirstSource ir BMC Stock holdings priklausė JAV statybos sektoriui. Builders FirstSource pardavimai 2019 metais buvo bene du kartus didesni nei BMC ir siekė 7,2 mlrd. JAV dolerių, kai BMC sugeneravo 3,6 mlrd. pajamų. Pagrindinis motyvas šiam susijungimui buvo rinkos dalies didinimas. Gannet kompanija buvo JAV žiniasklaidos holdingo bendrovė, ji buvo viena didžiausių JAV laikraščių leidėjų pagal bendrą dienos tiražą. New Media Investment grupė valdė laikraščių ir žiniasklaidos turinio verslą. Per 2018 metus Gannet gavo beveik 3 mlrd. pajamų, kai New Media Investment Group – 1,5 mlrd. Šių įmonių susijungimas, taip pat, buvo paremtas rinkos dalies plėtimo motyvu. CenterPoint Energy ir Vectren Corp. veikė energetikos sektoriuje. CenterPoint Energy pagrindinė veikla buvo elektros energijos ir gamtinių dujų skirstymas bei perdavimas, o Vectren – gamtinių dujų skirstymas ir elektros energijos gamyba. Paskutiniaisiais metais prieš susijungimą bendrovės atitinkamai gavo 10,5 mlrd. ir 2,7 mlrd. pajamų ir susijungimo pagalba siekė didinti užimamą rinkos dalį bei plėsti siūlomų paslaugų portfelį. (SEC.gov, 2024)

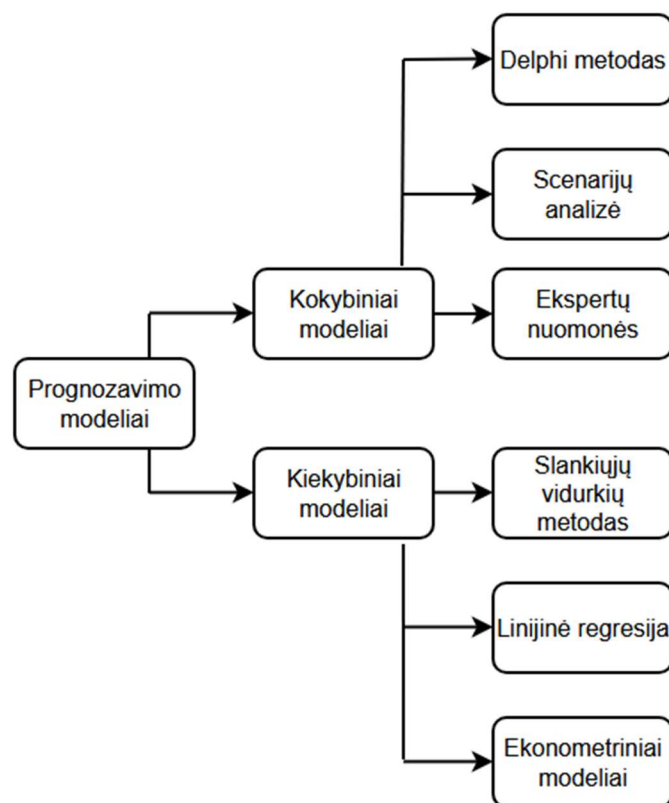
2.2. Kontrafaktinės analizės taikymas

Norint išsiaiškinti tikrąją susijungimo naudą – svarbu išsiaiškinti kokia dalis įmonės rezultatų buvo pasiekta dėka susijungimo, o ne dėl palankių rinkos sąlygų ar kitų, su susijungimu nesusijusių, veiksnių. Bendrovės finansinių rodiklių po susijungimo palyginimas su rodikliais prieš susijungimą gali būti neobjektyvus, kadangi negalima teigti, kad jei įmonės nebūtų susijungę, jų finansiniai rezultatai būtų išlikę tokie pat. Kad būtų to išvengta, tyrime bus atliekama kontrafaktinė analizė, t. y. bus prognozuojami galimi įmonių rezultatai, jeigu tos įmonės nebūtų susijungusios ir veiktų atskirai.

Wang ir Chaovalitwongse (2011) aprašo finansinio prognozavimo modelius. Autoriai išskiria juos į dvi pagrindines grupes – kokybinius ir kiekybinius (5 pav.).

5 paveikslas

Finansinio prognozavimo metodai



Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis Wang ir Chaovalitwongse, 2011

Pasak autoriaus, tiksliausias prognozes galima pasiekti apjungiant abiejų rūšių modelius, tačiau finansinis prognozavimas nėra pagrindinis šio darbo tikslas, todėl prognozėms bus naudojamas kiekybinis slankiųjų vidurkių metodas. Jo pagalba, pasitelkiant

istorinius duomenis, yra apskaičiuojamas norimo rodiklio vidurkis ir gauta reikšmė pritaikoma ateinantiems periodams. Taigi, prognozuojant sekančių metų finansinį rodiklį, bus pasitelkta apačioje pateikta formulė (3).

$$Y_{n+1} = \frac{Y_n + Y_{n-1} + \dots + Y_{n-9}}{n} \quad (3)$$

Siekiant tikslesnių rezultatų istorinių duomenų turėtų būti kuo daugiau, todėl tyrime bus naudojama 10 metų (arba maksimalus metų skaičius, jei įmonė buvo įkurta ar tapo listinguojama vėliau nei 10 metų iki susijungimo) metiniai finansiniai duomenys.

Norint įvertinti visapusišką susijungimo įtaką įmonės finansiniams rodikliams tyrime bus naudojami trijų tipų indikatoriai, pateikti 7 lentelėje.

7 lentelė

Finansiniai indikatoriai, kurie bus naudojami atliekant tyrimą

Rodiklio tipas	Rodiklis	Formulė
Pelningumo	Veiklos pelningumas	$\frac{\text{Veiklos pelnas}}{\text{Pardavimo pajamos}}$
	Grynasis pelningumas (NPM)	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pardavimo pajamos}}$
	Turto grąža (ROA)	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Turtas}}$
	Nuosavo kapitalo grąža (ROE)	$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Akcininkų nuosavybė}}$
Kapitalo	Pelnas tenkantis vienai akcijai (EPS)	$\frac{\text{Grynasis pelnas} - \text{priv. akc. div.}}{\text{Vid. paprastųjų akcijų kiekis}}$
Finansinio sverto	Skolos ir nuosavo kapitalo santykis	$\frac{\text{Visi įsipareigojimai}}{\text{Akcininkų nuosavybė}}$

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Pasirinktiems rodikliams apskaičiuoti bus prognozuojami atitinkami finansiniai duomenys pagal istorinius jų augimo / mažėjimo duomenis, panaudojant paprastojo slankiojo vidurkio formulę, pavyzdžiui, skaičiuojant veiklos pelningumą bus prognozuojamos veiklos pelno ir pardavimo pajamų sumos. Apskaičiavus rodiklių augimo tempą, jis bus taikomas paskutiniams metiniams įmonės duomenims prieš susijungimą ir bus lyginamas su pirmųjų

metų po susijungimo duomenimis. Dvejų metų po susijungimo duomenys bus lyginami su prognozuojamais antrų metų atskirų įmonių rezultatais, kaip pateikta formulėse (4), (5).

$$Fin.rodiklis_{1\text{ m. po susijung.}} = Fin.rodiklis_{prieš\text{ susijung.}} * (1 + Augimo\ dydis) \quad (4)$$

$$Fin.rodiklis_{2\text{ m. po susijung.}} = Fin.rodiklis_{1\text{ m. po susijung.}} * (1 + Augimo\ dydis) \quad (5)$$

Kadangi susijungimo metu dvi įmonės susijungia į vieną juridinį asmenį, norint palyginti susijungusią įmonę su dviem atskiromis, bus apskaičiuojamas atskirų įmonių suprognuotų finansinių rodiklių svertinis vidurkis. Pavyzdžiui, apskaičiuojant atskirų įmonių veiklos pelningumą bus naudojama apačioje pateikta formulė (6). Šis vidurkis bus lyginamas su faktiniu susijungusios įmonės veiklos pelningumu.

$$Veiklos\ pelningumas_{A+B} = Svoris_A * \frac{Veiklos\ pln._A}{Pardavimo\ pajamos_A} + Svoris_B * \frac{Veiklos\ pln._B}{Pardavimo\ pajamos_B} \quad (6)$$

Visi įmonių finansiniai duomenys bus naudojami iš oficialių, įmonių pateiktų, finansinių ataskaitų, prie kurių prieiga yra galima per oficialią JAV vertybinių popierių ir biržų komisijos svetainę (SEC.gov).

3. SUSIJUNGUSIŲ IR ATSKIRŲJŲ BENDROVIŲ FINANSINIŲ INDIKATORIŲ PALYGINIMAS

Šioje dalyje bus aprašomas atliktas tyrimas, kuriam įgyvendinti buvo prognozuojami aštuonių, anksčiau minėtų įmonių, finansiniai duomenys praėjus dviem metams po susijungimo. Taip pat, suprognozuoti rezultatai bus palyginti su susijungusių įmonių finansiniais rodikliais, taip atskleidžiant susijungimo įtaką finansiniams rodikliams.

3.1. Finansinių duomenų prognozavimas

Kaip buvo minėta antroje šio darbo dalyje, finansinių duomenų prognozavimui buvo pasitelkti istoriniai įmonių duomenys. Bendrovėms, kurios veikė pakankamai ilgą laiką buvo naudojami 10 metų duomenys, o toms, kurios susikūrė arba tapo kotiruojamomis vėliau – maksimalus prieinamas duomenų skaičius. Svarbu paminėti, jog per dešimties metų laikotarpį kompanija galėjo dalyvauti ir kituose susijungimuose, padalijimuose ar kituose, smarkiai finansinius duomenis keičiančiuose, įvykiuose. Tokie pokyčiai gali iš esmės pakeisti finansinių rodiklių augimo duomenis ir taip iškreipti bendrą augimo tendenciją. Dėl šios priežasties, laikotarpiai, per kurios įmonėje nutiko didžiuliai pokyčiai, į bendrus augimo vidurkius nebuvo traukiami. Nepaisant to, 10 metų vidurkis buvo išlaikomas, pridedant papildomus metus, jei tam buvo prieinami duomenys. Toliau bus aprašomi kiekvienos įmonių poros finansinių rodiklių prognozavimo rezultatai.

3.1.1. Raytheon ir United Technologies Corporation

United Technologies Corp. (UTX) ir Raytheon įmonės susijungimą oficialiai užbaigė 2020 metų balandžio 3 dieną, tačiau įmonių balansai buvo apjungti jau 2019 metų finansinėse ataskaitose, todėl buvo nuspręsta į vidurkių skaičiavimą neįtraukti 2019 metų duomenų. Taip pat, svarbu paminėti, jog 2019 metais, prieš pat susijungimą su Raytheon, UTX įmonėje įvyko padalijimas ir 2 iš keturių, grupę sudarančių įmonių, atsiskyrė, kas galėjo turėti didelės įtakos įmonės rezultatams. 8 lentelėje yra pateikiama UTX finansinių rodiklių prognozė 2021-2022 metams (duomenys pateikti mln. dolerių). 2020 metai taip pat buvo prognozuojami, tačiau jie nebus lyginami – kaip buvo minėta antroje darbo dalyje.

8 lentelė

United Technologies Corp. finansinių duomenų prognozė

Rodikliai	2022	2021	2020
Pardavimo pajamos:	72 361	70 361	68 431

<i>Augimas:</i>	2,84%	2,82%	2,90%
Veiklos pelnas:	7 115	7 107	7 091
<i>Augimas:</i>	0,12%	0,23%	1,47%
Grynasis pelnas:	5 805	5 649	5 481
<i>Augimas:</i>	2,77%	3,06%	4,03%
Turtas:	190 707	168 408	149 813
<i>Augimas:</i>	12,88%	12,10%	11,38%
Akcininkų nuosavybė:	51 356	47 303	43 811
<i>Augimas:</i>	9,20%	8,50%	8,29%
Įsipareigojimai:	139 351	121 104	106 001
<i>Augimas:</i>	15,32%	14,47%	13,42%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	765	777	789
<i>Augimas:</i>	-1,51%	-1,53%	-1,47%

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Pelningumo rodikliai įmonėje stabiliai augo beveik visą nagrinėjamą laikotarpį, todėl 2021-2022 metais yra matomas beveik 3% pardavimo pajamų augimas, minimalus veiklos pelno augimas bei apie 3% svyruojantis grynojo pelno augimas. Įmonės balansas augo sparčiau – turtas apie 12% per metus, akcininkų nuosavybė – 8,50%, o įsipareigojimai augo greičiausiai, po vidutiniškai 14% per metus, kas gali indikuoti apie bendrą įmonės veiklos plėtrą. Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis mažėjo po 1,5% per metus, kas leido įmonės akcininkams didinti savo turimų pozicijų vertę.

Raytheon korporacijos pelningumo rodikliai pasižymėjo greitesniu augimu nei UTX, tačiau įmonės balansas augo lėčiau (9 lentelė).

9 lentelė

Raytheon finansinių duomenų prognozė

Rodikliai	2022	2021	2020
Pardavimo pajamos:	39 957	37 914	36 209
<i>Augimas:</i>	5,39%	4,71%	4,35%
Veiklos pelnas:	5 491	5 123	4 773
<i>Augimas:</i>	7,20%	7,33%	5,17%
Grynasis pelnas:	3 470	3 236	3 035
<i>Augimas:</i>	7,21%	6,63%	5,28%
Turtas:	35 605	34 380	33 094
<i>Augimas:</i>	3,15%	3,42%	3,42%
Akcininkų nuosavybė:	12 497	11 968	11 701
<i>Augimas:</i>	5,01%	2,94%	2,60%
Įsipareigojimai:	23 108	22 413	21 393

<i>Augimas:</i>	3,42%	5,13%	5,25%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	260	268	277
<i>Augimas:</i>	-2,97%	-3,24%	-3,37%

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Pardavimo pajamos iki 2020 metų vidutiniškai augo po 4,35% ir siekė 36,2 mlrd. dolerių. Veiklos pelnas per tiriamąjį laikotarpį augo po vidutiniškai 6,50%, o grynas pelnas - kiek daugiau nei 6% per metus. Tai rodo, jog bendrovės veikla yra aktuali ir pelninga. Žvelgiant į įmonės balansą, taip pat, galima pastebėti stabilų augimą. Įmonės turtas vidutiniškai augo po 3% per metus ir pagal prognozę, 2022 metais turėjo viršyti 35 mlrd. dolerių. Akcininkų nuosavybės augime galima pastebėti greitėjimą, o įsipareigojimų dalyje – lėtėjimą. Abu rodikliai augo po vidutiniškai 3,5-4% per metus. Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis mažėjo bene dvigubai sparčiau nei UTX – po 3% per metus.

Apibendrinant galima teigti, jog tiek United Technologies Corporation, tiek Raytheon veikdamos atskirai būtų išlikusios pelningomis įmonėmis ir pasiekusios gerų augimo rezultatų. UTX spartus balanso augimas prognozuoja apie visapusišką įmonės plėtrą, o Raytheon pajamingumo duomenų augimas – vykdomos veiklos pelningumą.

3.1.2. BMC Stock Holdings ir Builders FirstSource

BMC Stock Holdings ir Builders FirstSource susijungimas buvo užbaigtas 2021 m. sausio 4 dieną, tačiau į tyrimą nebus traukiami 2020 metai, kadangi pastaraisiais įvyko daugiausiai su susijungimu susijusių procesų. Nagrinėjant šį susijungimą, kaip ir prieš tai minėtą, bus prognozuojami 2020-2022 metų duomenys ir 2021-2022 metų duomenys bus lyginami su susijungusios įmonės finansiniais rodikliais. BMC Stock Holdings įmonės prognozavimui buvo panaudoti tik 9 metų duomenys, nes vėlesnė informacija nėra viešai prieinama JAV vertybinių popierių ir biržos komisijos puslapyje (SEC.gov). Gauti rezultatai yra pateikti 10 lentelėje.

10 lentelė

BMC Stock Holdings finansinių duomenų prognozė

Rodikliai	2022	2021	2020
Pardavimo pajamos:	7 186	5 783	4 604
<i>Augimas:</i>	24,26%	25,61%	26,95%
Veiklos pelnas:	2 494	1 142	423
<i>Augimas:</i>	118,41%	169,84%	171,11%

Grynasis pelnas:	1 894	701	265
<i>Augimas:</i>	170,05%	164,88%	141,01%
Turtas:	5 153	3 640	2 591
<i>Augimas:</i>	32,56%	34,06%	32,00%
Akcininkų nuosavybė:	3 784	2 364	1 485
<i>Augimas:</i>	67,02%	64,76%	55,13%
Įsipareigojimai:	1 368	1 276	1 105
<i>Augimas:</i>	20,10%	22,97%	23,59%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	96	84	74
<i>Augimas:</i>	14,28%	13,13%	11,44%

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Įmonės pelningumo rodiklių augimas per pastaruosius metus buvo labai reikšmingas. Pardavimo pajamos augo po daugiau nei 25% per metus, veiklos pelno ir grynojo pelno augimas buvo dar spartesnis ir viršijo 100% per metus. Tai parodo, jog įmonė sparčiai didino užimamą rinkos dalį. Bendrovės turto augimas, taip pat, buvo labai spartus – 30% per metus. Akcininkų nuosavybė augo dvigubai greičiau nei turtas ir viršijo 60% per metus augimą. Lėtesniu augimo tempu pasižymėjo įsipareigojimai – didėjantys po vidutiniškai 20% per metus. Augantis išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis rodo įmonės siekį pritraukti papildomo kapitalo veiklos plėtrai.

Prognozuojant Builders FirstSource bendrovės finansinius duomenis nebuvo traukiami 2015 metų rezultatai, kadangi tais metais įmonė įsigijo ProBuild Holdings LLC kompaniją, kas labai smarkiai pakeitė finansinius rodiklius – pajamų duomenys padvigubėjo, o balansas padidėjo beveik 5 kartus. Eliminavus 2015 metų duomenis, bendrovės pelningumo rodiklių augimas buvo panašus į BMC Stock Holdings (11 lentelė).

11 lentelė

Builders FirstSource finansinių duomenų prognozė

Rodikliai	2022	2021	2020
Pardavimo pajamos:	13 583	10 894	8 833
<i>Augimas:</i>	24,68%	23,33%	21,33%
Veiklos pelnas:	3 558	1 635	779
<i>Augimas:</i>	117,61%	109,97%	98,47%
Grynasis pelnas:	3 505	1 332	533
<i>Augimas:</i>	163,14%	149,97%	140,22%
Turtas:	4 446	4 017	3 608
<i>Augimas:</i>	4,68%	6,17%	5,04%
Akcininkų nuosavybė:	1 866	1 429	1 159

<i>Augimas:</i>	38,95%	31,40%	52,24%
Įsipareigojimai:	2 580	2 587	2 449
<i>Augimas:</i>	4,38%	9,44%	5,03%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	146	141	135
<i>Augimas:</i>	3,99%	3,95%	16,96%

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Pardavimo pajamos augo po daugiau nei 20% per metus, o veiklos pelno ir grynojo pelno rodikliai kasmet daugiau nei padvigubėdavo. Tai parodo sparčią įmonės vykdomos veiklos plėtrą. Įmonės balansas augo lėčiau, didžiausiu augimo pasižymėjo akcininkų nuosavybė, o turtas ir įsipareigojimai augo po 4-8% per metus. Be to, galima pastebėti išleistų paprastųjų akcijų vidurkio augimą, kas, taip pat kaip ir BMC Stock Holdings įmonėje, leidžia spręsti apie bendrovės norą pritraukti papildomo kapitalo veiklos plėtrai.

Apibendrinant šiame susijungime dalyvavusias įmones ir jų finansinius rezultatus, galima teigti, jog susijungė jaunesnės ir greitesnio augimo potencialo turinčios įmonės. Abejų įmonių pelningumo rodikliai augo labai staigiai, kas parodo įmonės vykdomos veiklos aktualumą ir plėtrą. BMC Stock Holdings, taip pat, pasižymėjo ir labai sparčiu balanso straipsnių augimu, kas irgi signalizuoja įmonės augimą. Galiausiai, abi įmonės aktyviai pritraukinėjo kapitalą didindamos išleistų paprastųjų akcijų skaičių.

3.1.3. New Media Investment Group ir Gannett Co.

Gannett Co. ir New Media Investment Group (NEWM) susijungimą užbaigė 2019 metų lapkričio 19 d., todėl, skirtingai nei prieš tai minėtuose dviejuose susijungimuose, tyrimui buvo prognozuojami 2019-2021 metų duomenys. NEWM kotiruojama biržoje tapo sąlyginai neseniai – 2014 metais, todėl vidurkiams bus naudojami tik 6 metų duomenys. Taip pat, labai svarbu paminėti, jog įmonės grynasis pelnas per nagrinėjamą laikotarpį buvo labai nestabilus, o tai privedė prie augimo vidurkių, siekiančių tūkstančius procentų, kas sunkiai atitinka realybę. Dėl šios priežasties grynojo pelno augimo vidurkis nebuvo skaičiuojamas, o vietoje to, buvo pasirinkta apskaičiuoti, kokį procentą nuo pardavimo pajamų sudarė grynasis pelnas per nagrinėjamą laikotarpį ir iš to išvesti vidurkį. Kitaip tariant, buvo prognozuojamas ne grynojo pelno augimas, o grynojo pelno marža. Gauti rezultatai pateikti 12 lentelėje.

12 lentelė

New Media Investment Group finansinių duomenų prognozė

Rodikliai	2021	2020	2019
Pardavimo pajamos:	2 859	2 466	1 939
<i>Augimas:</i>	15,96%	27,19%	27,04%
Veiklos pelnas:	232	182	106
<i>Augimas:</i>	27,55%	71,70%	82,36%
Grynasis pelnas:	45	55	38
<i>Augimas:</i>	1,57%	2,25%	1,94%
Turtas:	2 201	1 981	1 692
<i>Augimas:</i>	10,72%	16,58%	16,88%
Akcininkų nuosavybė:	971	906	813
<i>Augimas:</i>	7,60%	11,94%	13,69%
Įsipareigojimai:	1 230	1 075	879
<i>Augimas:</i>	14,77%	22,87%	21,22%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	87	77	67
<i>Augimas:</i>	12,01%	16,39%	14,76%

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Pajamų rodikliai per tiriamąjį laikotarpį augo, tačiau galima pastebėti, jog augimo tempas 2021 metais sulėtėjo. Pardavimo pajamos 2019-2020 metais augo po 27%, o 2021 – 16%. Panaši situacija susiklostė ir veiklos bei grynojo pelno augimo tendencijose. Veiklos pelnas iki 2021 metų augo greičiau nei po 70% per metus, o 2021 metais sulėtėjo iki 27,55%. Grynojo pelno marža, taip pat, iki 2021 metų augo greičiau. Tokie rezultatai gali pranašauti apie įmonės veiklos stabilizavimąsi arba brendimą. Balanso rodiklių ir išleistų paprastųjų akcijų vidurkio augimo tendencijos irgi rodo augimo lėtėjimą 2021 metais.

Gannett korporacija yra kotiruojama žymiai ilgiau, todėl jos duomenų prognozavimui buvo naudojamas 10 metų laikotarpis. Tačiau, 2015 metai nebuvo traukiami į vidurkių skaičiavimą, kadangi tais metais įmonė buvo padalinta į dvi atskiras bendroves – Gannett ir Tegna. Išlikusios Gannett įmonės finansiniai duomenys sumažėjo daugiau nei 70%, o toks kritimas būtų smarkiai iškreipęs tikrąją augimo tendenciją. Gauti rezultatai yra pateikti 13 lentelėje.

13 lentelė

Gannett finansinių duomenų prognozė

Rodikliai	2021	2020	2019
Pardavimo pajamos:	3 087	3 012	2 959
<i>Augimas:</i>	2,48%	1,80%	1,45%
Veiklos pelnas:	19	22	26
<i>Augimas:</i>	-14,67%	-14,92%	-8,92%
Grynasis pelnas:	24	20	18
<i>Augimas:</i>	17,84%	13,67%	19,14%
Turtas:	3 256	2 936	2 685
<i>Augimas:</i>	10,34%	8,86%	7,36%
Akcininkų nuosavybė:	1 266	1 194	1 125
<i>Augimas:</i>	6,70%	6,81%	9,78%
Įsipareigojimai:	1 991	1 742	1 560
<i>Augimas:</i>	14,71%	12,14%	8,90%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	110	112	112
<i>Augimas:</i>	-0,94%	-0,79%	-0,48%

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Skirtingai nei NEWM kompanijoje, pajamų rodikliai augo ne taip staigiai. Pardavimo pajamos pasižymėjo konservatyviu 1,45-2,48% augimu. Veiklos pelnas įmonėje beveik per visą tiriamąjį laikotarpį palaikė mažėjančią tendenciją ir 2019-2021 metais vidutiniškai krito po 9-14%. Grynasis pelnas, atvirkščiai, augo po vidutiniškai 16% per metus. Tokie pajamingumo augimo rezultatai pranašauja apie tai, jog įmonė susiduria su sunkumais plečiant savo veiklą. Kompanijos balansas pasižymėjo stabiliu augimu, tačiau greičiausiai augo įsipareigojimų dalis – po 9-14% per metus. Mažėjantis išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis parodo įmonės vykdomą akcijų išpirkimo politiką, kuriančią vertę investuotojams.

Taigi, abiejų įmonių finansinių duomenų prognozės rodo, jog įmonės ir toliau būtų augusios. NEWM pasižymėjo spartesniu, nors ir lėtėjančiu, pajamingumo duomenų augimu. Taip pat, įmonės balansas augo greičiau nei Gannett. Pastarosios augimas buvo komplikotas beveik visą tiriamąjį laikotarpį, be to, įvykęs kompanijos padalijimas galėjo turėti didelės įtakos ateities augimui, kas privedė prie mažų ar net neigiamų suprognuotų augimo vidurkių.

3.1.4. CenterPoint ir Vectren

CenterPoint Energy ir Vectren susijungė 2019 metų vasario 1 d., todėl, kaip ir Gannett susijungime, bus nagrinėjami 2020-2021 metai. Renkant finansinius duomenis apie Vectren įmonę, buvo susidurta su 2018 metų finansinių ataskaitų trūkumu, nepaisant to, jog susijungimas, užbaigiantis atskirųjų įmonių veiklą ir pradedantis apjungtos bendrovės egzistavimą įvyko tik 2019 metais. Dėl šios priežasties 2018 metų Vectren įmonės finansiniai duomenys irgi buvo prognozuojami pagal nustatytas taisykles. Prognozių rezultatai pateikiami 14 lentelėje.

14 lentelė

Vectren finansinių duomenų prognozė

Rodikliai	2021	2020	2019
Pardavimo pajamos:	2 920	2 821	2 748
<i>Augimas:</i>	3,50%	2,67%	3,40%
Veiklos pelnas:	316	318	321
<i>Augimas:</i>	-0,64%	-1,09%	0,90%
Grynasis pelnas:	269	250	232
<i>Augimas:</i>	7,22%	7,79%	7,58%
Turtas:	7 029	6 752	6 485
<i>Augimas:</i>	4,10%	4,12%	3,93%
Akcininkų nuosavybė:	2 067	1 991	1 917
<i>Augimas:</i>	3,84%	3,87%	3,65%
Įsipareigojimai:	4 963	4 762	4 568
<i>Augimas:</i>	4,22%	4,24%	4,06%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	84	83	83
<i>Augimas:</i>	0,27%	0,27%	0,32%

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Pajamingumo rodikliai parodo stabilų, įmonės vykdomos veiklos, plėtrą. Per tiriamąjį laikotarpį pardavimo pajamos augo po vidutiniškai 3% per metus. Minimaliai mažėjantis veiklos pelnas gali pranašauti apie nežymiai išaugusias pardavimo ar bendrąsias ir administracines sąnaudas. Kita vertus, grynasis pelnas įmonėje augo sparčiai, kas leidžia manyti, kad įmonė ir toliau būtų buvusi pelninga. Balanso pusėje, taip pat, matomas stabilus augimas. Turtas ir įsipareigojimai augo po 4% per metus, o akcininkų nuosavybė – 3% per metus. Teigiama finansinių duomenų augimo tendencija ir augantis išleistų paprastųjų akcijų vidurkis parodo, kad įmonė ir toliau būtų augusi.

Lyginant finansinius duomenis, CenterPoint Energy buvo bene 3 kartus didesnė įmonė už Vectren, tačiau jos duomenų pokyčių dinamikoje galima pastebėti labai panašias tendencijas (15 lentelė).

15 lentelė

CenterPoint Energy finansinių duomenų prognozė

Rodikliai	2021	2020	2019
Pardavimo pajamos:	11 822	11 347	10 976
<i>Augimas:</i>	4,18%	3,38%	3,65%
Veiklos pelnas:	736	772	809
<i>Augimas:</i>	-4,71%	-4,61%	-2,60%
Grynasis pelnas:	1 047	798	537
<i>Augimas:</i>	31,21%	48,79%	45,79%
Turtas:	31 068	29 700	28 279
<i>Augimas:</i>	3,56%	4,00%	3,77%
Akcininkų nuosavybė:	11 779	10 504	9 224
<i>Augimas:</i>	13,61%	15,45%	16,03%
Įsipareigojimai:	19 288	19 196	19 056
<i>Augimas:</i>	1,29%	1,49%	1,22%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	470	466	460
<i>Augimas:</i>	1,00%	1,29%	2,40%

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Pardavimo pajamos augo lėtai, bet stabiliai, 3,5-4% greičiu. Veiklos pelnas irgi mažėjo, tačiau kritimas buvo staigesnis nei Vectren ir siekė apie 4%. Nepaisant to, grynasis pelnas augo labai smarkiai, vidutiniškai po daugiau nei 40% per metus. Tokie rezultatai gali parodyti puikų įmonės finansinių sąnaudų valdymą. Bendrovės turtas didėjo daugiau nei dvigubai greičiau nei įsipareigojimai, o akcininkų nuosavybė augo po 13-15%. Taip pat, išleistų paprastųjų akcijų skaičius per laikotarpį augo, kas parodo įmonės siekį pritraukti daugiau kapitalo.

Taigi, abi įmonės pasižymėjo stabiliai augimu tiek nagrinėjant pelno nuostolių ataskaitą, tiek balansą. Abejų įmonių grynasis pelnas augo sparčiai, neatsižvelgiant į tai, jog pajamos augo pakankamai lėtai. Vectren balanso straipsniai pasižymėjo tolygiu augimu, o CenterPoint Energy bendrovėje sparčiausiai augo akcininkų kapitalas. Galiausiai, abi įmonės didino išleistų paprastųjų akcijų svertinį vidurkį, siekdamos pritraukti papildomo kapitalo.

Reziumuojant atliktas įmonių finansinių rodiklių prognozes, galima teigti, jog dauguma įmonių ir veikdamos atskirai būtų išlikusios pelningomis ir konkurencingomis.

Vidutinis pardavimo pajamų augimas buvo 10%, o veiklos ir grynojo pelno augimas buvo kur kas spartesnis ir siekė 30-50%. Tarp balanso straipsnių sparčiausiai augo nuosavas kapitalas (18%), o turtas ir įsipareigojimai didėjo panašiu, 10% tempu. Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis kilo po vidutiniškai 3,50% per metus. Tai parodo, jog susijungusios įmonės fin. rodiklių palyginimas su atskirųjų įmonių rodikliais prieš susijungimą, neatskleistų tikrosios susijungimo įtakos.

3.2. Finansinių rodiklių palyginimas

Šiame poskyryje bus aprašomas atskirųjų įmonių ir susijungusios įmonės finansinių rodiklių palyginimas. Atlikus finansinių duomenų prognozavimą, buvo apskaičiuoti atskirųjų įmonių finansiniai indikatoriai. Norint išlaikyti palyginamumą, iš atskirųjų bendrovių finansinių indikatorių buvo išvestas svertinis vidurkis. Susijungusios kompanijos rodikliai buvo apskaičiuojami naudojant atitinkamų metų finansinius duomenis.

3.2.1. Raytheon Technologies Corp.

Įmonės vadovybės teigimu, susijungimą lėmė keltas svarbių priežasčių. Visų pirma, šiuo strateginiu žingsniu buvo bandoma užtikrinti kylančius klientų reikalavimus, plečiant žmogiškojo kapitalo, turinčio praktinės patirties, ir mokslinių tyrimų ir plėtros veiklą. Antra, buvo bandoma pasiekti sąnaudų sinergijos, norint efektyvinti abiejų bendrovių veiklą. Galiausiai, susijungimas turėjo apsaugoti įmonę nuo rinkos cikliškumo, kadangi, vadovybės teigimu, iššūkius vienoje rinkoje, dažnai, atsveria stipriosios kitos rinkos pusės. Susijungusios įmonės finansiniams indikatoriams apskaičiuoti buvo panaudoti jos finansiniai duomenys, pateikti 16 lentelėje.

16 lentelė

Raytheon Technologies Corp. finansiniai duomenys

	2022	2021
Pardavimo pajamos:	67 074	64 388
<i>Augimas:</i>	4,17%	
Veiklos pelnas	5 414	4 958
<i>Augimas:</i>	9,20%	
Grynasis pelnas:	5 327	4 145
<i>Augimas:</i>	28,52%	
Turtas:	158 864	161 404
<i>Augimas:</i>	-1,57%	
Akcininkų nuosavybė:	74 178	74 664
<i>Augimas:</i>	-0,65%	

Išsipareigojimai:	84 686	86 740
<i>Augimas:</i>	-2,37%	
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	1 476	1 502
<i>Augimas:</i>	-1,74%	

Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis SEC.gov (2024)

Iš jos galima pastebėti, jog pajamingumo rodikliai susijungusioje įmonėje augo greičiau už vidutinį augimą atskirosiose. Pardavimo pajamos paaugo 4%, veiklos pelnas – 9,20%, o grynojo pelno augimas siekė beveik 30%. Pagal šiuos rodiklius galima spręsti, jog bendrovei pavyko pasiekti sąnaudų sinergiją. Kita vertus, atskirosiose įmonėse, pagal prognozę, augo tiek turtas, tiek nuosavas, tiek skolintas kapitalas, o po susijungimo šie rodikliai mažėjo. Prie turto mažėjimo labiausiai prisidėjo pinigų ir jų ekvivalentų pokytis, kuris, vadovybės teigimu, buvo panaudotas dividendams ir akcijų išpirkimui.

Naudojant 3.1 skyriuje suprognuotus atskirųjų įmonių finansinius duomenis ir viršuje pateiktus susijungusios įmonės duomenis, buvo apskaičiuoti susijungusios įmonės finansiniai rodikliai bei atskirųjų įmonių finansinių indikatorių svertinis vidurkis. Informacija yra pateikta 17 lentelėje.

17 lentelė

Raytheon Technologies Corp. ir atskirųjų įmonių finansinių indikatorių vidurkio palyginimas

	Veiklos pelningumas	Grynasis pelningumas	Turto grąža	Nuosavo kapitalo grąža	Pelnas tenkantis vienai akcijai	Skolos ir nuosavo kapitalo santykis
United Technologies Corp. (UTX)						
2022	9,83%	8,02%	3,04%	11,30%	7,59	2,71
2021	10,10%	8,03%	3,35%	11,94%	7,27	2,56
Raytheon						
2022	13,74%	8,68%	9,75%	27,77%	13,35	1,85
2021	13,51%	8,54%	9,41%	27,04%	12,08	1,87
Svertinis vidurkis						
2022	11,22%	8,26%	5,43%	17,16%	9,64	2,41
2021	11,29%	8,21%	5,48%	17,23%	8,96	2,32
Raytheon Technologies Corp.						
2022	8,07%	7,94%	3,35%	7,18%	3,61	1,14
2021	7,70%	6,44%	2,57%	5,55%	2,76	1,16

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Vidutinis atskirųjų įmonių veiklos pelningumas siekė 11,29% 2021 metais ir 11,22% 2022. Raytheon įmonės veiklos pelningumas buvo daugiau nei 3% aukštesnis už UTX.

Susijungusios kompanijos veiklos pelningumas buvo žemesnis nei atskirųjų vidurkis ir siekė 7,70-8,07%. Grynasis pelningumas tiek UTX, tiek RTN kompanijose buvo labai panašus – apie 8%. 2021 metais RTX grynasis pelningumas atsiliko ir buvo vos 6,44%, tačiau 2022 metais, nuo vidurkio skyrėsi vos per 32 bazinius punktus. Turto ir nuosavo kapitalo grąžos susijungusioje įmonėje buvo mažesnės nei atskirosiose. Pastarųjų vidurkį smarkiai pakėlė Raytheon grąžos rezultatai, kur turto grąža siekė beveik 10%, o nuosavo kapitalo – daugiau nei 25%. Po susijungimo grąžos sumažėjo, kadangi pajamingumo rodikliai išliko panašiam lygyje, kokiame buvo prieš susijungimą atskirosiose bendrovėse, tačiau tiek įmonės turtas, tiek kapitalas padvigubėjo. Iš to galima spręsti, kad susijungusi įmonė turto ir kapitalo nevaldo efektyviai ir jį reikėtų mažinti, kas ir yra daroma remiantis 2021-2022 metų įmonės finansiniais duomenimis arba reiktų didinti turto ir kapitalo naudojimo efektyvumą. Pelnas tenkantis vienai akcijai buvo apie 3 kartus mažesnis po susijungimo. Tai lėmė labai smarkiai išaugęs išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis. Atskirosiose įmonėse šis vidurkis 2021-2022 metais kartu sudėjus buvo apie 1 000 mln., o po susijungimo akcijų skaičius išaugo iki 1 400 – 1 500 mln. Vienintelis teigiamas finansinių indikatorių pokytis po susijungimo buvo skolos ir nuosavo kapitalo santykio sumažėjimas. Vidutinė atskirųjų kompanijų reikšmė buvo apie 2,36, o susijungusios įmonės sumažėjo iki 1,1. Tai parodo, jog po susijungimo įmonė veikia pasitelkdama beveik tokią pat dalį nuosavo kaip ir skolinto kapitalo, kas sumažina kompanijos rizikingumą.

Apibendrinant galima teigti, jog atskirai veikiančių įmonių rezultatai būtų geresni nei susijungusios įmonės. Nors ir po susijungimo pajamingumo duomenys augo greičiau, nei vertinant atskirųjų įmonių suprognozuotus rezultatus, kas leistų teigti, jog buvo pasiekta sąnaudų sinergija, pelningumo rodikliai buvo aukštesni atskirosiose įmonėse. Taip pat, po susijungimo bendrovėje smarkiai išaugo turtas, kapitalas ir išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis, o grynasis pelnas paaugo nežymiai. Tai lėmė prastesnius pelno tenkančio vienai akcijai, turto ir nuosavo kapitalo grąžos rodiklius. Galiausiai, išaugęs nuosavas kapitalo leido sumažinti skolos ir nuosavo kapitalo santykį.

3.2.2. Builders FirstSource

Builders FirstSource susijungimą grindė sąnaudų mažinimu, kuris neturėtų įtakos pajamų ir investicijų augimui. Taip pat, 2020 metų finansinėje ataskaitoje buvo išskirtos ir pagrindinės rizikos, dėl kurių susijungimas galėtų būti nesėkmingas. Pagrindė iš jų buvo nesugebėjimas suvaldyti išaugusios įmonės ir nesėkminga kompanijų integracija, dėl kurios

įmonės veiktų neefektyviai. Susijungusios įmonės 2021-2022 metų finansiniai duomenys pateikiami 18 lentelėje.

18 lentelė

Builders FirstSource finansiniai duomenys

	2022	2021
Pardavimo pajamos:	22 726	19 894
<i>Augimas:</i>	14,24%	
Veiklos pelnas	3 770	2 387
<i>Augimas:</i>	57,92%	
Grynasis pelnas:	2 749	1 725
<i>Augimas:</i>	59,35%	
Turtas:	10 595	10 714
<i>Augimas:</i>	-1,11%	
Akcininkų nuosavybė:	4 963	4 802
<i>Augimas:</i>	3,33%	
Įsipareigojimai:	5 633	5 912
<i>Augimas:</i>	-4,72%	
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	162	202
<i>Augimas:</i>	-19,76%	

Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis SEC.gov (2024)

Pelningumo rodikliai augo labai greitu tempu, tačiau vis tiek buvo žemesni nei vidutinis augimas atskirosiose įmonėse. Pajamos paaugo 14,24%, o veiklos ir grynasis pelnas didėjo daugiau nei po 50%. Galima teigti, jog įmonei pavyko pasiekti sąnaudų sinergiją. Kitokia situacija nei atskirųjų įmonių prognozėse yra matoma balanse, kur turtas ir įsipareigojimai mažėjo, o ne augo dešimtimis procentų. Tik įmonės kapitalas paaugo 3,33%, tačiau taip pat neprilygo suprognuotam 50% augimui atskirosiose įmonėse. Taip pat, išleistų paprastųjų akcijų vidurkis gana smarkiai sumažėjo (-19,76%).

Apskaičiuotų atskirųjų ir susijungusios bendrovės finansinių indikatorių palyginimas yra pateikiamas 19 lentelėje.

19 lentelė

Builders FirstSource ir atskirųjų įmonių finansinių indikatorių vidurkio palyginimas

	Veiklos pelningumas	Grynasis pelningumas	Turto grąža	Nuosavo kapitalo grąža	Pelnas tenkantis vienai akcijai	Skolos ir nuosavo kapitalo santykis
Bmc Stock Holdings						
2022	34,70%	26,35%	36,75%	50,04%	19,70	0,36
2021	19,74%	12,13%	19,27%	29,66%	8,34	0,54
Builders FirstSource						
2022	26,19%	25,80%	78,83%	187,86%	23,96	1,38
2021	15,01%	12,23%	33,16%	93,18%	9,47	1,81
Vidurkis						
2022	29,14%	25,99%	64,27%	140,18%	22,49	1,03
2021	16,65%	12,19%	28,34%	71,15%	9,08	1,37
Builders FirstSource (po susijungimo)						
2022	16,59%	12,10%	25,95%	55,40%	16,98	1,14
2021	12,00%	8,67%	16,10%	35,93%	8,55	1,23

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Lyginant finansinius indikatorius po šio susijungimo su atskirųjų įmonių vidurkiu, galima pastebėti panašią tendenciją, kaip ir prieš tai aprašytame atvejuje. Nors ir pajamingumo rodikliai po susijungimo augo, tačiau jų augimas buvo ženkliai mažesnis nei suprognuotas atskirosioms įmonėms. Tai lėmė, kad veiklos ir grynojo pelningumo rodikliai po susijungimo buvo žemesni. Veiklos pelningumo vidurkis tarp atskirųjų įmonių 2021-2022 metais siekė atitinkamai 16,65% ir 29,14%, kai susijungusios įmonės – 12% ir 16,59%. Taip pat ir susijungusios įmonės grynasis pelningumas buvo 3,52% ir 13,89% mažesnis 2021-2022 metais. Daugiau nei 100% per metus augantis abiejų atskirųjų įmonių grynasis pelnas privedė prie labai aukštų turto ir nuosavo kapitalo grąžos rodiklių, nepaisant to, jog ir turtas, ir nuosavas kapitalas bendrovėse augo pakankamai ženkliai. Susijungusioje įmonėje turtas ir nuosava kapitalas svyravo nedaug, tačiau grynasis pelnas augo žymiai lėčiau. Todėl turto ir nuosavo kapitalo grąžos rodikliai 2022 metais buvo daugiau nei dvigubai žemesni už atskirųjų įmonių vidurkį. Tokia pat situacija susiklostė ir su pelnu tenkančiu vienai akcijai. Po susijungimo išleistų paprastųjų akcijų skaičius smarkiai sumažėjo, tačiau to nepakako didžiuliam grynojo pelno augimui atskirosiose įmonėse atverti. 2021 metais EPS rodiklis buvo panašus, tačiau 2022 metais susijungusioje įmonėje jis buvo beveik 25% mažesnis. Galiausiai, skolos ir nuosavo kapitalo santykis išliko panašus. Atskirųjų įmonių vidurkis 2021-2022 metais siekė 1,37-1,03, o susijungusios bendrovės – 1,23-1,14.

Taigi, visi atskirųjų įmonių finansinių indikatorių vidurkiai viršijo susijungusios įmonės rodiklius. Pagrindinė to priežastis buvo labai smarkiai augantis atskirųjų įmonių veiklos bei grynasis pelnas.

3.2.3. Gannett

Gannett ir New Media susijungimas turėjo padėti bendrovei sukurti pirmaujančią spausdintinių ir skaitmeninių naujienų organizaciją Jungtinėse Amerikos valstijose. Susijungimo pagalba buvo tikimasi sugrąžinti pardavimo pajamų augimą bei pasiekti sąnaudų sinergiją, kurios dėka jos sumažėtų 300 mln. dolerių (įmonės skaičiavimais). Įmonės finansiniai rezultatai pateikiami 20 lentelėje.

20 lentelė

Gannett finansiniai duomenys

	2021	2020
Pardavimo pajamos:	3 208	3 406
<i>Augimas:</i>	-5,80%	
Veiklos pelnas	109	-448
<i>Augimas:</i>	124,35%	
Grynasis pelnas:	-135	-670
<i>Augimas:</i>	79,87%	
Turtas:	2 828	3 109
<i>Augimas:</i>	-9,03%	
Akcininkų nuosavybė:	530	364
<i>Augimas:</i>	45,46%	
Įsipareigojimai:	2 298	2 745
<i>Augimas:</i>	-16,26%	
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	135	132
<i>Augimas:</i>	2,31%	

Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis SEC.gov (2024)

Gannett ir NEWM susijungimas nebuvo sėkmingas, vertinant finansinių rodiklių pokytį. Įmonės pardavimo pajamos per 2020-2021 metų laikotarpį sumažėjo, kas gali signalizuoti prarastą rinkos dalį, o rinkos dalies didinimas buvo vienas iš pagrindinių susijungimo tikslų. Taip pat, COVID-19 pandemijos metu, daugelis žiniasklaidos įmonių rodė geresnius finansinius rezultatus, tačiau Gannett to padaryti nepavyko. 2021 metais įmonei pavyko uždirbti iš pagrindinės savo veiklos, t.y. veiklos pelnas tapo teigiamas, iš ko galima spręsti, jog bendrovei sekėsi mažinti veiklos sąnaudas. Nepaisant to, įmonė patyrė 135 mln. nuostolį. Ženkliai per metus sumažėję įsipareigojimai turėtų palengvinti įmonės finansinę naštą ir leisti lengviau pasiekti pelningumą. Mažėjantis įmonės turtas gali reikšti veiklos

efektyvumo didinimą, tačiau šiuo atveju, kuomet įmonė patiria nuostolį ir smarkiai mažina įsipareigojimus, tai gali signalizuoti apie skolos mažinimą perleidžiant turtą. Augantis išleistų paprastųjų akcijų skaičius rodo bendrovės norą pritraukti papildomą kapitalą.

Susijungusios ir atskirųjų įmonių finansinių rodiklių palyginimas yra pateikiamas 21 lentelėje.

21 lentelė

Gannett ir atskirųjų įmonių finansinių indikatorių vidurkio palyginimas

	Veiklos pelningumas	Grynasis pelningumas	Turto grąža	Nuosavo kapitalo grąža	Pelnas tenkantis vienai akcijai	Skolos ir nuosavo kapitalo santykis
NEWM						
2021	8,12%	1,57%	2,04%	4,62%	0,52	1,27
2020	7,38%	2,25%	2,80%	6,12%	0,72	1,19
Gannett						
2021	0,62%	0,78%	0,74%	1,90%	0,22	1,57
2020	0,74%	0,68%	0,69%	1,71%	0,18	1,46
Vidurkis						
2021	4,22%	1,16%	1,36%	3,20%	0,36	1,43
2020	3,73%	1,38%	1,64%	3,69%	0,42	1,34
Gannett (po susijungimo)						
2021	3,40%	-4,21%	-4,77%	-25,48%	-1,00	4,34
2020	-13,15%	-19,69%	-21,57%	-184,14%	-5,09	7,54

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Iš pateiktų duomenų galima pastebėti, jog atskirųjų bendrovių maržos yra ženkliai mažesnes už prieš tai aptartų įmonių rezultatus. Tačiau, kadangi pagal suprognuotus rezultatus abi įmonės išliko pelningomis, o susijungusi įmonė dirbo nuostolingai, didžioji dalis jos rodiklių buvo neigiami ir, tuo pačiu, žemesni už atskirųjų įmonių vidurkį. Atskirųjų įmonių veiklos pelningumas 2020-2021 metais siekė 3,76-4,22%. 2021 metais, kuomet susijungusiai įmonei pavyko pasiekti teigiamą rezultatą iš pagrindinės veiklos, marža buvo gana panaši – 3,40%. Grynąjį pelningumą, turto bei nuosavo kapitalo grąža ir EPS lyginti yra sunku dėl susijungusios įmonės patirto nuostolio. Nors dėl jo pastarieji rodikliai yra neigiami, tačiau galima pastebėti teigiamą tendenciją, kitaip nei atskirųjų įmonių rezultatuose, kur matyti minėtų rodiklių mažėjimas 2021 metais. Iš to galima daryti išvadą, jog, galimai, kelių metų bėgyje, susijungusi įmonė pasieks geresnių rezultatų, nei kompanijoms operuojant atskirai. Galiausiai, nors ir susijungusi įmonė gana agresyviai mažino turimus įsipareigojimus, skolos ir nuosavo kapitalo santykis 2020 metais buvo daugiau nei 5 kartus

didesnis už atskirųjų įmonių vidurkį, o 2021 metais – 3 kartus. Tai parodo, jog įmonės susijungusios Gannett veikla buvo labiau remiama skolinto, o ne nuosavo kapitalo, kas didina įmonės rizikingumą.

Taigi, po susijungimo Gannett nesugebėjo tapti pelninga įmone, kas lėmė, jog visi su pelningumu susiję rodikliai buvo prastesni už suprognuotus atskirųjų įmonių vidurkius. Tačiau, buvo galima pastebėti neigiamų rodiklių mažėjimą, kas leistų tikėtis geresnių bendrovės rezultatų ateityje. Taip pat, skolos ir nuosavo kapitalo santykis apjungtoje įmonėje buvo labai aukštas lyginant su atskirųjų įmonių vidurkiu, dėl ko išauga įmonės kredito rizika.

3.2.4. CenterPoint Energy

CenterPoint Energy ir Vectren integracija buvo siekiama praplėsti siūlomų produktų ir paslaugų portfelį bei padidinti klientų bazę. Taip pat, buvo siekiama plėtros užsienio rinkose ir veiklos efektyvumo gerinimo panaudojant bendrus abiejų kompanijų išteklius. Susijungusios įmonės finansiniai duomenys pateikiami 22 lentelėje.

22 lentelė

CenterPoint Energy finansiniai duomenys

	2021	2020
Pardavimo pajamos:	8 352	7 418
<i>Augimas:</i>	12,59%	
Veiklos pelnas	1 363	1 039
<i>Augimas:</i>	31,18%	
Grynasis pelnas:	1 486	-773
<i>Augimas:</i>	192,24%	
Turtas:	37 679	33 471
<i>Augimas:</i>	12,57%	
Akcininkų nuosavybė:	9 415	8 348
<i>Augimas:</i>	12,78%	
Įsipareigojimai:	28 264	25 123
<i>Augimas:</i>	12,50%	
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	593	531
<i>Augimas:</i>	11,68%	

Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis SEC.gov (2024)

Pajamingumo rodiklių augimas po susijungimo parodo sėkmingą integraciją ir veiklos sinergiją. Pardavimo pajamos per metus išaugo 12,59% iki 8,352 mlrd. Daugiau nei 30% išaugęs veiklos pelnas rodo veiklos bei sąnaudų valdymo efektyvumą. Taip pat, 2021 metais įmonė uždirbo 1,49 mlrd. pelno, kai 2020 metais patyrė 773 mln. nuostolį. Visos balanso

dalys per tiriamąjį laikotarpį augo panašiu greičiu. Bendrovės turtas padidėjo 12,57%, kapitalas – 12,78%, o įsipareigojimai – 12,50%. Tai parodo bendrą įmonės ir jos veiklos plėtrą. Be to, augo ir išleistų paprastųjų akcijų skaičius, kas irgi patvirtina įmonės plėtrą.

Susijungusios ir atskirųjų įmonių finansinių rodiklių palyginimas yra pateiktas 23 lentelėje.

23 lentelė

CenterPoint Energy ir atskirųjų įmonių finansinių indikatorių vidurkio palyginimas

	Veiklos pelningumas	Grynasis pelningumas	Turto grąža	Nuosavo kapitalo grąža	Pelnas tenkantis vienai akcijai	Skolos ir nuosavo kapitalo santykis
Vectren						
2021	10,81%	9,20%	3,82%	12,99%	3,21	2,40
2020	11,26%	8,88%	3,71%	12,58%	3,00	2,39
CenterPoint Energy						
2021	6,22%	8,86%	3,37%	8,89%	2,23	1,64
2020	6,80%	7,03%	2,69%	7,60%	1,71	1,83
Vidurkis						
2021	7,13%	8,93%	3,46%	9,70%	2,42	1,79
2020	7,69%	7,40%	2,89%	8,59%	1,97	1,94
CenterPoint Energy (po susijungimo)						
2021	16,32%	17,79%	3,94%	15,78%	2,51	3,00
2020	14,01%	-10,42%	-2,31%	-9,26%	-1,46	3,01

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Iš pateiktų duomenų galima pastebėti, jog veiklos pelningumas po susijungimo buvo ženkliai aukštesnis, nei atskirųjų įmonių - 2020 metais daugiau nei 6%, o 2021 metais – 9%. Iš to galima spręsti, jog įmonė pasiekė sinergiją. Kadangi po susijungimo, 2020 metais, Centerpoint patyrė nuostolį, visi su grynuoju pelnu susiję rodikliai buvo mažesni lyginant su atskirųjų įmonių vidurkiu. Tačiau 2021 metais, kuomet susijungusi įmonė buvo pelninga, jos rodikliai viršijo atskirųjų vidurkį. CenterPoint grynasis pelningumas 2021 metais buvo 17,79%, t.y. 8,87% didesnis nei nesusijungusių įmonių. Turto grąžą po susijungimo taip pat išaugo 0,48%, o nuosavo kapitalo grąža – 6,08%. Pelnas tenkantis vienai akcijai po susijungimo, taip pat išaugo ir viršijo atskirųjų įmonių vidurkį 0,08. Skolos ir nuosavo kapitalo santykis po susijungimo abejais metais buvo apie 60% didesnis nei atskirųjų įmonių. Tam daugiausiai įtakos turėjo sumažėjęs bendrovės kapitalas po susijungimo, lyginant su tyrimo metu suprognuotais atskirųjų įmonių kapitalo duomenimis.

Apibendrinant galima teigti, jog antraisiais metais po susijungimo įmonė pasiekė sinergiją ir jos finansiniai rodikliai buvo geresni nei suprognuoti atskirųjų įmonių vidurkiai. Išaugęs veiklos ir grynasis pelningumas rodo įmonės sugebėjimą efektyviau ir pelningiau vykdyti savo veiklą. Be to, turto ir nuosavo kapitalo grąžos augimas liudija apie geriau valdomus įmonės resursus siekiant uždirbti pelną. Išaugęs kompanijos išleistų akcijų skaičius neleido pasiekti geresnio EPS rezultato, tačiau išleistų akcijų augimas irgi leidžia pranašauti apie tolimesnę įmonės plėtrą.

Rezultatams reziumuoti buvo sudaryta 24 lentelė, kurioje parodomas skirtumas tarp susijungusios kompanijos (realių) ir dviejų atskirai veikiančių įmonių (suprognuotų) rezultatų.

24 lentelė

Finansinių rodiklių pokyčiai po susijungimo

	Veiklos pelningumas	Grynasis pelningumas	Turto grąža	Nuosavo kapitalo grąža	Pelnas tenkantis vienai akcijai	Skolos ir nuosavo kapitalo santykis
Raytheon Technologies Corp.						
2022	-3,15%	-0,32%	-2,08%	-9,98%	-6,03	-1,26
2021	-3,59%	-1,77%	-2,91%	-11,68%	-6,20	-1,16
Builders FirstSource						
2022	-12,55%	-13,89%	-38,32%	-84,77%	-5,51	0,11
2021	-4,65%	-3,52%	-12,24%	-35,23%	-0,53	-0,14
Gannett						
2021	-0,82%	-5,36%	-6,13%	-28,69%	-1,36	2,91
2020	-16,88%	-21,07%	-23,21%	-187,83%	-5,51	6,20
CenterPoint Energy						
2021	9,19%	8,87%	0,48%	6,08%	0,08	1,21
2020	6,31%	-17,82%	-5,20%	-17,85%	-3,43	1,07

Šaltinis: Sudaryta autoriaus

Veiklos pelningumas trijose iš keturių tirtų įmonių po susijungimo mažėjo. Pirmaisiais metais didžiausias skirtumas tarp susijungusios ir atskirųjų įmonių veiklos pelningumo susidarė Gannett įmonėje (-16,88%), antraisiais metais – Builders FirstSource (-12,55%). Vienintelė įmonė, kurioje veiklos pelningumas buvo didesnis po integracijos buvo CenterPoint Energy, kur pirmaisiais ir antraisiais metais veiklos pelningumas buvo didesnis atitinkamai 6,31% ir 9,19%. Grynojo pelningumo skirtumas pirmaisiais metais bendrovėse buvo didesnis už veiklos pelningumo skirtumus, tačiau antraisiais metais susijungusiose įmonėse grynasis pelningumas augo ir skirtumas su atskirųjų įmonių vidurkiu mažėjo.

Daugiausiai prie to pirmaisiais metais prisidėjo Gannett kompanija, kur grynasis pelningumas atskirosiose įmonėse buvo 21,07% didesnis, o antraisiais - Builders FirstSource (-13,89%). CenterPoint Energy grynasis pelningumas buvo didesnis tik antraisiais metais, kadangi pirmaisiais įmonė patyrė nuostolį. Tiek turto, tiek nuosavo kapitalo valdymo efektyvumas po susijungimų sumažėjo. Didžiausias turto grąžos skirtumas pirmaisiais metais susidarė po Gannett susijungimo (-23,21%), antraisiais metais - Builders FirstSource (-38,32%). Nuosavo kapitalo grąžos skirtumas tarp atskirųjų ir susijungusių įmonių irgi buvo didžiausias nagrinėjant Gannett ir Builders FirstSource atvejus. Tokie dideli skirtumai atsirado dėl po susijungimo smarkiai išaugusių verslų turto ir nuosavo kapitalo verčių (sujungus abiejų įmonių turtą ir nuosavą kapitalą) ir atsiliekančio grynojo pelno augimo. Pelnas tenkantis vienai akcijai pirmaisiais metais po susijungimo buvo aukštesnis tarp atskirųjų įmonių, antraisiais metais – CenterPoint Energy sugeneravo aukštesnę grąžą tenkančią vienai akcijai už atskirųjų įmonių vidurkį. Didžiausi skirtumai abejais metais susidarė nagrinėjant Raytheon Technologies Corp. susijungimą. Galiausiai, skolos ir nuosavo kapitalo santykis išaugo po visų susijungimų, išskyrus Raytheon Technologies Corp. Nepaisant to, kad daugumos finansinių rodiklių pokytis po susijungimų buvo neigiamas, iš lentelėje pateiktų duomenų galima pastebėti teigiamą pokyčio tendenciją, kas gali reikšti, jog 2 metai nėra pakankamas laiko tarpas, norint nustatyti tikrąją susijungimo naudą. Ilgesnis laiko tarpas gali padėti įmonei pasiekti pajamų/sąnaudų sinergiją, padidinti naudojamo turto ar kapitalo efektyvumą arba leisti pilnai suderinti vertikaliai integruotus procesus. Be to, prognozuojant finansinius rodiklius šiam darbui pasirinkta metodika, buvo sunku įvertinti tuo metų didžiulę makroekonominę įtaką turinčius įvykius, tokius kaip COVID-19 pandemija ar 2022 metais rusijos pradėtas karas Ukrainoje. Tačiau vertinant turimus duomenis, galima teigti, jog įmonių susijungimai turi neigiamą įtaką finansiniams rodikliams, vertinant pirmuosius dvejus metus po bendrovių integracijos.

Išvados

1. Apibendrinant įmonių susijungimo motyvus galima teigti, jog pagrindinis susijungimo tikslas yra pelno ir akcininkų grąžos maksimizavimas, kuris gali būti pasiektas pritaikant skirtingas strategijas. Efektyviausia iš jų yra sinergijos siekimas tarp susijungusių įmonių, kurios pagalba kompanija gali generuoti didesnius pardavimus, mažinti sąnaudas ar optimizuoti finansinę veiklą. Susijungimų pagalba gali būti plečiama rinkos dalis užsienio rinkose, kas yra labai aktualu šiuo metu, sparčios globalizacijos kontekste. Be to, susijungimas gali būti naudojami kaip strateginis manevras, norint apsisaugoti nuo rizikos, praplečiant siūlomų produktų ar paslaugų portfelį. Pelno maksimizavimas gali būti pasiektas ir vertikalios integracijos metu, kuomet bendrovei susijungus su tiekėju arba pirkėju yra panaikinamas dvigubas apmokestinimas ir atsiranda galimybė tiesiogiai valdyti visą tiekimo grandinę. Nepaisant vertę kuriančių motyvų, pasitaiko ir savanaudiškų susijungimo pagrindimų, tokių kaip asmeninės naudos siekis ar noras sumažinti mokestines prievoles. Tokio tipo motyvai ilgalaikėje perspektyvoje gali lemti neefektyvią įmonės veiklą.
2. Išanalizavus susijungimų privalumus bei trūkumus, galima daryti išvadą, kad susijungimai gali būti ne tik naudingi, tačiau ir sukelti tam tikras rizikas. Pagrindinės susijungimų teikiamos naudos yra įmonės veiklos efektyvumo augimas, sisteminės rizikos mažinimas ir rinkos dalies plėtra. Susijungimų trūkumai gali atsirasti tuomet, kai nepavyksta įgyvendinti nustatytų tikslų. Vertikalios integracijos metu įmonė gali susidurti su grėsme dėl sumažėjusio įmonės lankstumo. Plečiantis į užsienio rinkas atsiranda rizika dėl siūlomo produkto ar paslaugos paklausos jose. Diversifikuojant įmonę susiduriama su rizika dėl bendrovių tarpusavio integracijos.
3. Įmonių susijungimo padariniai gali būti vertinami keletu būdų. Pirminei investuotojų reakcijai į susijungimą nustatyti yra naudojama įvykių tyrimo analizė. Jos pagalba yra analizuojami neįprasti įmonių akcijų kainų svyravimai. Ilgajame laikotarpyje susijungimo įtaką įmonės veiklai padeda nustatyti finansinių rodiklių analizė. Pasitelkus šią analizės būdą, galima nustatyti ar buvo pasiekti, prieš susijungimą išsikelti, įmonių tikslai. Kontrafaktinė analizė leidžia nustatyti,

kokią dalį finansinių rodiklių pokyčių galima priskirti susijungimo teikiamai naudai, prognozuojant įmonių veiklą, jei jos nebūtų susijungę.

4. Pagal kitų mokslininkų tyrimus buvo nustatyta, jog analizuojant susijungimo įtaką finansiniams rodikliams reikia nagrinėti skirtingų tipų rodiklius, tokius kaip pelningumo, kapitalo, finansinio sverto ir t.t. Remiantis tuo, tyrimui atlikti buvo pasirinkti 6 skirtingų tipų finansiniai rodikliai. Tyrimo imtis buvo sudaryta norint atspindėti naujausius duomenis. Taip pat, tyrimui atlikti bus naudojama kontrafaktinė analizė, siekiant gauti unikalius rezultatus.
5. Sudarius nagrinėjamų įmonių finansinių rodiklių prognozes paaiškėjo, jog dauguma įmonių būtų ir toliau augusios per tiriamąjį laikotarpį. Šios prognozės leidžia eliminuoti su susijungimu nesusijusius makroekonominis veiksnius ir atskleisti tikrąją susijungimo daromą įtaką bendrovių finansiniams indikatoriams.
6. Palyginus susijungusių ir atskirųjų įmonių finansinius rodiklius galima teigti, jog susijungimai turėjo neigiamos įtakos finansinių indikatorių pokyčiams. Atlikta analizė parodė, jog pirmaisiais ir antraisiais metais veiklos pelningumas atitinkamai mažėjo po 1,83-4,70%, grynasis pelningumas – 2,68-11,04%. Neigiamiems pelningumo pokyčiams daugiausiai įtakos turėjo Gannett ir Builders FirstSource susijungimai. Be to, turtas ir nuosavas kapitalas po susijungimų buvo valdomas ne taip efektyviai, dėl ko smuko ROA ir ROE rodikliai. Pelnas tenkantis vienai akcijai po susijungimų, taip pat, sumažėjo. Nepaisant to, finansinių indikatorių pokyčiuose yra matoma teigiama tendencija, kas gali reikšti, jog dviejų metų tiriamasis laikotarpis yra per trumpas tikrosioms susijungimo naudoms atsiskleisti.
7. Finansų rinkų dalyviams rekomenduotina atsižvelgti į tokius fin. rodiklių pokyčius prieš priimant investicinius sprendimus. Investuojant į vieną iš įmonių prieš susijungimą arba į bendrovę ką tik po susijungimo, atsiranda didelė tikimybė, jog akcijų kainos trumpajame laikotarpyje smuks, dėl nepalankių finansinių rezultatų pokyčių. Žvelgiant iš įmonės perspektyvos, vadovybė turėtų numatyti, jog 2 metai gali būti nepakankamas laiko tarpas, norint užtikrinti pilną kompanijų integraciją ir sinergijos pasiekimą. Tai gali lemti prastesnius finansinius rodiklius trumpajame laikotarpyje, negu buvo tikėtasi.

Literatūros sąrašas

- Babalola, Y. A. & Abiola, F. R. (2013). Financial Ratio Analysis of Firms: A Tool for Decision Making. *International Journal of Management Sciences*, 1(4), 132–137.
- Bhamornsathit, S. ir Katawandee P. (2016). An Analysis of Thai Listed Hotels: Financial and Operational Performance. *Journal of Business and Behavior Sciences*, 28(2), 55.
- Burger King to buy Canada's Tim Hortons for \$11.5 billion* Reuters.com. Prieiga per: <https://www.reuters.com/article/us-tim-hortons-burger-kg-wld-offer-idUSKBN0GQ11L20140826/>
- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal*, 7(2), 119–139. <https://doi.org/10.1002/smj.4250070203>
- Chen, Z., & Rey, P. (2023). A Theory of Conglomerate Mergers. *Working Papers*, 1447.
- Chiu, W.-H., Shih, Y.-S., Chu, L.-S., & Chen, S.-L. (2022). Merger and Acquisitions Integration, Implementation as Innovative Approach Toward Sustainable Competitive Advantage: A Case Analysis From Chinese Sports Brands. *Frontiers in Psychology*, 13. frontiersin. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.869836>
- Depamphilis, D. M. (2018). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities : an integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Academic Press An Imprint Of Elsevier.
- Dilshad, M. N. (2013). Profitability Analysis of Mergers and Acquisitions: An Event Study Approach. *Business and Economic Research*, 3(1). <https://doi.org/10.5296/ber.v3i1.2781>
- Djauhari, M., Yasin, M., & Jakfar. (2023). The effect of return on investment and operating cash flow ratio on earnings per share at pt. Gold battle shipping (TEMAS). *International journal of innovations in engineering research and technology*, 10(6), 47–61.
- Fabiosa, J. F. (2011). Globalization and Trends in World Food Consumption. *The Oxford Handbook of the Economics of Food Consumption and Policy*, 590–611. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199569441.013.0024>

- Feldman, E., & Hernandez, E. (2021). Synergy in Mergers and Acquisitions: Typology, Lifecycles, and Value. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3816956>
- Fiorentino, R., & Garzella, S. (2015). Synergy management pitfalls in mergers and acquisitions. *Management Decision*, 53(7), 1469–1503. <https://doi.org/10.1108/md-12-2014-0692>
- Geradin, D., & Girgenson, I. (2013). The Counterfactual Analysis in EU Merger Control. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2357026>
- Gray, C., Alpert, A., & Sood, N. (2023). Disadvantaging Rivals: Vertical Integration in the Pharmaceutical Market. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4533250>
- Ida Minerva Tarbell. (1904). *The History of the Standard Oil Company*.
- Yuan, C., Geng, C., Sun, J., & Cui, H. (2022). Vertical integration and corporate value under uncertainty shock: Evidence from the COVID-19 pandemic. *China Economic Quarterly International*, 2(4), 239–251. <https://doi.org/10.1016/j.ceqi.2022.11.002>
- Jallow, M. S., Masazing, M., & Basit, A. (2017). The effects of mergers & acquisitions on financial performance: case study of UK companies. *International Journal of Accounting & Business Management*, 5(1), 74–92. <https://doi.org/24924/ijabm/2017.04/v5.iss1/74.92>
- Johnson Controls and Tyco to Merge. (2016). Prieiga per: Johnson Controls and Tyco to Merge
- Katz, M. L. (2020). BIG-TECH MERGERS: Innovation, Competition for the Market, and the Acquisition of Emerging Competitors. *Information Economics and Policy*, 54, 100883. <https://doi.org/10.1016/j.infoecopol.2020.100883>
- Kedia, S., Ravid, S. A., & Pons, V. (2011). When Do Vertical Mergers Create Value? *Financial Management*, 40(4), 845–877. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053x.2011.01164.x>
- Liang, J., Yang, S., Huang, X., & Zhu, J. (2022). Forward or backward: The Impact of Vertical Integration Direction on the bullwhip effect. *International Journal of Production Research*, 60(22), 1–22. <https://doi.org/10.1080/00207543.2022.2051765>

M&A Statistics (2024). Prieiga per: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>.

Mahesh, R., & Prasad, D. (2012). Post merger and acquisition financial performance analysis : a case study of select indian airline companies. *International Journal of Engineering and Management Sciences*, 3(3), 362–369.

Meador, A. L., Church, P. H., & Rayburn, L. G. (1996). Development of prediction models for horizontal and vertical mergers. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 9(1), 11–23.

Meier, J.-M., & Smith, J. (2020). Tax Avoidance through Cross-Border Mergers and Acquisitions. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3639640>

Mulherin, J. H., Netter, J. M., Poulsen, A. B. (2017). *The Evidence on Mergers and Acquisitions: A Historical and Modern Report. The Handbook of the Economics of Corporate Governance*. <http://dx.doi.org/10.1016/bs.hes.2017.06.004>.

Naveen, K. K., Upadhyay, M., & Maheshwari, D. (2023). An examination of financial performance before and after mergers: a case study of selected indian pharmaceutical companies. *Journal of Research Administration*, 5(2), 4132–4142.

Niemczyk, J., Sus, A., Borowski, K., Jasiński, B., & Jasińska, K. (2022). The Dominant Motives of Mergers and Acquisitions in the Energy Sector in Western Europe from the Perspective of Green Economy. *Energies*, 15(3), 1065. <https://doi.org/10.3390/en15031065>

Partacz, K. (2022). Creating value through synergy in mergers and acquisitions *Bielsko-Biala School of Finance and Law*, 26(4), 18–25. <https://doi.org/10.19192/wsfp.sj4.2022.3>

Patrick, P. H. (2018). Renegotiations of Target CEOs' Personal Benefits During Mergers and Acquisitions. *Contemporary Accounting Research*, 35(4), 1999–2029. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12384>

Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press.

Prager, R. A. (1992). The Effects of Horizontal Mergers on Competition: The Case of the Northern Securities Company. *The RAND Journal of Economics*, 23(1), 123–133. <https://doi.org/10.2307/2555436>

Quyet, N. (2021). Macroeconomic Factors Affecting Merger and Acquisition (M&A) Activity in Vietnam. *Global Changes and Sustainable Development in Asian Emerging Market Economies*, 1, 439–448. https://doi.org/10.1007/978-3-030-81435-9_31.

RAY, K. G. (2022). *MERGERS AND ACQUISITIONS, SECOND EDITION*. PHI Learning Pvt. Ltd.

Reddy, C. V. (2013). An Analysis of Profitability Ratios of Dr Reddy's Laboratories Ltd. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3464351>

Rozen-Bakher, Z. (2017). Comparison of merger and acquisition (M&A) success in horizontal, vertical and conglomerate M&As: industry sector vs. services sector. *The Service Industries Journal*, 38(7-8), 492–518. <https://doi.org/10.1080/02642069.2017.1405938>

Schossler, M., & Wittmer, A. (2015). Cost and revenue synergies in airline mergers – Examining geographical differences. *Journal of Air Transport Management*, 47, 142–153. <https://doi.org/10.1016/j.jairtraman.2015.05.004>

SEC.gov | EDGAR Full Text Search. (2024). Prieiga per: <https://www.sec.gov/edgar/search/>

Signori, A., & Vismara, S. (2018). M&A synergies and trends in IPOs. *Technological Forecasting and Social Change*, 127, 141–153. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2017.05.014>

Sultan, A. S. (2014). Financial Statements Analysis - Measurement of Performance and Profitability: Applied Study of Baghdad Soft-Drink Industry. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(4), 49–56.

THE EXXON-MOBIL MERGER. (1999). Wwww.govinfo.gov. Prieiga per: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CHRG-106hhrg55637/html/CHRG-106hhrg55637.htm>

Total Market Value of the U.S. Stock Market (2024). Prieiga per: <https://siblisresearch.com/data/us-stock-market-value/>

Velasquez, H., Jesus, J. (2020). Allocating Investments in Conglomerate Mergers: A Game Theoretic Approach. *RePEc: Research Papers in Economics*.

Wang, S., & Chaovalitwongse, W. A. (2011). *Evaluating and Comparing Forecasting Models*
<https://doi.org/10.1002/9780470400531.eorms0307>

AN ANALYSIS OF THE IMPACT OF MERGERS ON CORPORATE FINANCIAL PERFORMANCE ON THE UNITED STATES STOCK EXCHANGES

ŽILVINAS ZAVISTANAVIČIUS

Master thesis

Finance and Banking

Vilnius University, Faculty of Economics and Business Administration

Supervisor – Doc. Dr. Algimantas Laurinavičius

Vilnius, 2024

SUMMARY

68 pages, 24 charts, 5 pictures, 42 references.

The main objective of the Master Degree thesis is to analyse the impact of mergers on companies' financial indicators by assessing the counterfactual situation if the companies had not been merged.

The thesis consists of three main parts: literature study, the analysis of the research and its methodology, the conducted research and obtained results.

The literature review examines three main aspects of mergers. Firstly, the motivations for mergers and their advantages and disadvantages are discussed. Secondly, the possible types of mergers are described and, finally, the methods of merger evaluation are analysed.

The methodology part describes the study sample. The research examined four mergers involving 8 companies listed on US stock exchanges. The sample of financial data employed was the 10-year pre-merger financial figures, with some exceptions, for certain companies. The collected data were used for counterfactual analysis, i.e. the financial performance of the individual companies for the next two years was forecasted and compared with the financial data of the merged company. The merger had to take place in 2019-2020 as the year in which the merger was finalised was not included in the study. The following two years were used for comparison, based on studies already carried out, which suggest that this is a sufficient period for the benefits of the merger to be revealed.

A comparison of the predicted financial indicators of the individual companies with the actual indicators of the merged company produced ambiguous results. In three out of four cases, the predicted financial indicators of the separate companies were better than those of the merged company. However, there was a tendency in the results that the difference between the indicators of the separate and the merged company decreased in the second year after the merger. Similarly, in the merger of CenterPoint Energy, the only company where the merger outperformed the stand-alone companies, it was possible to observe that in the first year after the merger only operating profit exceeded the stand-alone companies' result, while in the second year all the indicators calculated were higher.

Summarising it is feasible to state that mergers have a negative impact on financial performance in the first two years after the merger. Yet, there is a positive tendency in the indicators, which may demonstrate that the two-year study period is too short for the true benefits of the merger to become apparent.

Priedai

1 priedas. United Technologies įmonės fin. duomenys

United Technologies Corp. (UTX)

(Milijonais \$)

	2022	2021	2020	2019	2018
Pardavimo pajamos:	72 361	70 361	68 431	77 046	66 501
Augimas:	2,84%	2,82%	2,90%	15,86%	11,14%
Veiklos pelnas:	7 115	7 107	7 091	8 445	6 988
Augimas:	0,12%	0,23%	1,47%	20,85%	3,07%
Grynasis pelnas:	5 805	5 649	5 481	5 537	5 269
	2,77%	3,06%	4,03%	5,09%	15,75%
Turtas:	190 707	168 408	149 813	139 716	134 211
Augimas:	12,88%	12,10%	11,38%	4,10%	38,48%
Akcininkų nuosavybė:	51 356	47 303	43 811	44 231	40 610
Augimas:	9,20%	8,50%	8,29%	8,92%	29,24%
Įsipareigojimai:	139 351	121 104	106 001	95 485	93 601
Augimas:	15,32%	14,47%	13,42%	2,01%	42,90%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	765	777	789	855	800
	-1,51%	-1,53%	-1,47%	6,80%	1,32%

United Technologies Corp. (UTX)

(Milijonais \$)

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Pardavimo pajamos:	59 837	57 244	56 098	65 100	62 626	57 708	55 754	54 326	52 425
Augimas:	4,53%	2,04%	-13,83%	3,95%	8,52%	3,50%	2,63%	3,63%	
Veiklos pelnas:	6 780	7 387	7 502	8 518	8 058	6 732	7 273	7 186	6 377
Augimas:	-8,22%	-1,53%	-11,93%	5,71%	19,70%	-7,44%	1,21%	12,69%	
Grynasis pelnas:	4 552	5 055	7 608	6 220	5 721	5 130	4 979	4 711	4 179
	-9,95%	-33,56%	22,32%	8,72%	11,52%	3,03%	5,69%	12,73%	
Turtas:	96 920	89 706	87 484	91 289	90 594	89 409	61 452	58 493	55 762
Augimas:	8,04%	2,54%	-4,17%	0,77%	1,33%	45,49%	5,06%	4,90%	
Akcininkų nuosavybė:	31 421	29 169	28 844	32 564	33 219	27 069	22 820	22 332	20 999
Augimas:	7,72%	1,13%	-11,42%	-1,97%	22,72%	18,62%	2,19%	6,35%	
Įsipareigojimai:	65 499	60 537	58 640	58 725	57 375	62 340	38 632	36 161	34 763
Augimas:	8,20%	3,23%	-0,14%	2,35%	-7,96%	61,37%	6,83%	4,02%	
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	790	818	873	898	901	895	892	908	917
	-3,45%	-6,24%	-2,85%	-0,30%	0,65%	0,33%	-1,72%	-0,99%	

2 priedas. Raytheon įmonės fin. duomenys

Raytheon Company (Milijonais \$)

	2022	2021	2020	2019	2018
Pardavimo pajamos:	39 957	37 914	36 209	45 349	34 701
Augimas:	5,39%	4,71%	4,35%	30,68%	36,90%
Veiklos pelnas:	5 491	5 123	4 773	4 774	4 538
Augimas:	7,20%	7,33%	5,17%	5,20%	7,26%
Grynasis pelnas:	3 470	3 236	3 035	3 329	2 883
	7,21%	6,63%	5,28%	15,47%	44,22%
Turtas:	35 605	34 380	33 094	139 615	31 864
Augimas:	3,15%	3,42%	3,42%	338,16%	3,25%
Akcininkų nuosavybė:	12 497	11 968	11 701	44 231	11 472
Augimas:	5,01%	2,94%	2,60%	285,56%	15,15%
Įsipareigojimai:	23 108	22 413	21 393	95 384	20 392
Augimas:	3,42%	5,13%	5,25%	367,75%	-2,42%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	260	268	277	280	287
	-2,97%	-3,24%	-3,37%	-2,27%	-1,58%

Raytheon Company (Milijonais \$)

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Pardavimo pajamos:	25 348	24 124	23 247	22 826	23 706	24 414	24 791	25 150	24 881
Augimas:	5,07%	3,77%	1,84%	-3,71%	-2,90%	-1,52%	-1,43%	1,08%	
Veiklos pelnas:	4 231	3 240	3 013	3 179	2 938	2 989	2 830	2 607	3 042
Augimas:	30,59%	7,53%	-5,22%	8,20%	-1,71%	5,62%	8,55%	-14,30%	
Grynasis pelnas:	1 999	2 211	2 074	2 244	1 996	1 888	1 866	1 840	1 976
	-9,59%	6,61%	-7,58%	12,42%	5,72%	1,18%	1,41%	-6,88%	
Turtas:	30 860	30 052	29 281	27 900	25 967	26 686	25 854	24 422	23 607
Augimas:	2,69%	2,63%	4,95%	7,44%	-2,69%	3,22%	5,86%	3,45%	
Akcininkų nuosavybė:	9 963	10 066	10 330	9 721	11 197	8 190	8 340	9 890	9 939
Augimas:	-1,02%	-2,56%	6,26%	-13,18%	36,72%	-1,80%	-15,67%	-0,49%	
Įsipareigojimai:	20 897	19 986	18 951	18 179	14 770	18 496	17 514	14 532	13 668
Augimas:	4,56%	5,46%	4,25%	23,08%	-20,14%	5,61%	20,52%	6,32%	
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	291	297	305	312	323	333	352	373	390
	-1,82%	-2,72%	-2,31%	-3,53%	-2,94%	-5,26%	-5,63%	-4,53%	

3 priedas. BMC Stock Holdings įmonės fin. duomenys

Bmc Stock Holdings
(Tūkstančiais \$)

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Pardavimo pajamos:	7 186	5 783	4 604	3 627	3 682	3 366	3 094
Augimas:	24,26%	25,61%	26,95%	-1,52%	9,40%	8,80%	96,21%
Veiklos pelnas:	2 494	1 142	423	156	170	101	84
Augimas:	118,41%	169,84%	171,11%	-8,36%	68,33%	20,82%	583,67%
Grynasis pelnas:	1 894	701	265	110	120	57	31
Augimas:	170,05%	164,88%	141,01%	-8,26%	108,51%	85,96%	639,21%
Turtas:	5 153	3 640	2 591	1 906	1 576	1 473	1 395
Augimas:	32,56%	34,06%	32,00%	20,94%	6,97%	5,62%	1,38%
Akcininkų nuosavybė:	3 784	2 364	1 485	982	875	747	681
Augimas:	67,02%	64,76%	55,13%	12,22%	17,11%	9,74%	8,22%
Įsipareigojimai:	1 368	1 276	1 105	925	701	726	714
Augimas:	20,10%	22,97%	23,59%	31,81%	-3,44%	1,69%	-4,37%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	96	84	74	67	67	67	66
	14,28%	13,13%	11,44%	-0,85%	0,56%	1,28%	60,09%

Bmc Stock Holdings
(Tūkstančiais \$)

	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Pardavimo pajamos:	1 577	1 311	1 210	887	644	
Augimas:	20,22%	8,37%	36,47%	37,60%		
Veiklos pelnas:	12	54	45	7	-4	
Augimas:	-77,37%	19,21%	581,29%	181,31%		
Grynasis pelnas:	-5	94	22	-18	-35	
Augimas:	-105,14%	334,23%	123,51%	-49,96%		
Turtas:	1 376	589	468	321	278	
Augimas:	133,81%	25,68%	46,10%	15,47%		
Akcininkų nuosavybė:	629	179	82	56	72	
Augimas:	251,21%	117,78%	46,69%	-21,90%		
Įsipareigojimai:	747	409	386	264	206	
Augimas:	82,47%	6,06%	45,98%	28,50%		
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	41	39	38			
	6,26%	1,32%				

4 priedas. Builders FirstSource įmonės fin. duomenys

Builders FirstSource
(Tūkstančiais \$)

	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Pardavimo pajamos:	13 583	10 894	8 833	7 280	7 725	7 034	6 367
Augimas:	24,68%	23,33%	21,33%	-5,75%	9,82%	10,47%	78,63%
Veiklos pelnas:	3 558	1 635	779	392	369	285	236
Augimas:	117,61%	109,97%	98,47%	6,33%	29,42%	20,63%	160,81%
Grynasis pelnas:	3 505	1 332	533	222	205	39	144
Augimas:	163,14%	149,97%	140,22%	8,10%	429,10%	-73,13%	632,21%
Turtas:	4 446	4 017	3 608	3 249	2 932	3 006	2 910
Augimas:	4,68%	6,17%	5,04%	10,82%	-2,46%	3,31%	0,97%
Akcininkų nuosavybė:	1 866	1 429	1 159	825	596	376	310
Augimas:	38,95%	31,40%	52,24%	38,34%	58,51%	21,51%	107,53%
Įsipareigojimai:	2 580	2 587	2 449	2 425	2 336	2 630	2 600
Augimas:	4,38%	9,44%	5,03%	3,79%	-11,18%	1,14%	-4,85%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	146	141	135	116	115	113	111
	3,99%	3,95%	16,96%	0,98%	1,78%	1,66%	7,33%

Builders FirstSource
(Tūkstančiais \$)

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Pardavimo pajamos:	3 564	1 604	1 490	1 071	779	700	678
Augimas:	122,21%	7,67%	39,15%	37,43%	11,24%	3,31%	
Veiklos pelnas:	91	50	48	-9	-37	-64	-61
Augimas:	81,17%	4,11%	552,02%	76,78%	41,20%	-5,05%	
Grynasis pelnas:	-23	19	-42	-54	-65	-94	-62
Augimas:	-123,03%	143,81%	22,15%	15,80%	31,46%	52,44%	
Turtas:	2 882	583	516	551	494	413	435
Augimas:	394,29%	13,03%	-6,35%	11,55%	19,62%	-5,09%	
Akcininkų nuosavybė:	149	40	15	48	101	160	47
Augimas:	271,13%	161,58%	-68,05%	-52,49%	-36,54%	239,76%	
Įsipareigojimai:	2 733	543	500	503	393	253	388
Augimas:	403,41%	8,47%	-0,45%	28,07%	54,98%	-34,72%	
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	103	98	96	95	95	92	39
	5,24%	1,66%	1,03%	0,54%	3,57%	134,08%	

5 priedas. NMIG įmonės fin. duomenys

New Media Investment Group (Tūkstančiais \$)

	2021	2020	2019	2018
Pardavimo pajamos:	2 859	2 466	1 939	1 526
Augimas:	15,96%	27,19%	27,04%	13,71%
Veiklos pelnas	232	182	106	58
Augimas:	27,55%	71,70%	82,36%	67,97%
Grynasis pelnas:	45	55	38	18
Augimas:	1,57%	2,25%	1,94%	1,19%
Turtas:	2 201	1 981	1 692	1 444
Augimas:	10,72%	16,58%	16,88%	12,49%
Akcininkų nuosavybė:	971	906	813	717
Augimas:	7,60%	11,94%	13,69%	6,35%
Įsipareigojimai:	1 230	1 075	879	727
Augimas:	14,77%	22,87%	21,22%	19,29%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	87	77	67	58
	12,01%	16,39%	14,76%	9,44%

New Media Investment Group (Tūkstančiais \$)

	2017	2016	2015	2014	2013
Pardavimo pajamos:	1 342	1 255	1 196	652	517
Augimas:	6,90%	4,98%	83,32%	26,29%	
Veiklos pelnas	35	61	103	26	-74
Augimas:	-43,60%	-40,66%	292,42%	135,68%	
Grynasis pelnas:	-1	32	68	3	796
Augimas:	-0,07%	2,52%	5,65%	0,42%	
Turtas:	1 284	1 336	1 197	821	693
Augimas:	-3,93%	11,60%	45,84%	18,38%	
Akcininkų nuosavybė:	674	755	647	484	395
Augimas:	-10,67%	16,68%	33,66%	22,45%	
Įsipareigojimai:	609	581	550	337	298
Augimas:	4,84%	5,64%	63,36%	12,97%	
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	53	45	44	32	30
	17,19%	2,26%	38,29%	6,62%	

6 priedas. Gannett įmonės fin. duomenys

Gannett

(Tūkstančiais \$)

	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Pardavimo pajamos:	3 087	3 012	2 959	2 917	3 146	3 047
Augimas:	2,48%	1,80%	1,45%	-7,30%	3,25%	5,63%
Veiklos pelnas	19	22	26	29	68	79
Augimas:	-14,67%	-14,92%	-8,92%	-57,43%	-14,56%	-53,32%
Grynasis pelnas:	24	20	18	15	7	53
Augimas:	17,84%	13,67%	19,14%	118,38%	-86,93%	-63,92%
Turtas:	3 256	2 936	2 685	2 478	2 570	2 845
Augimas:	10,34%	8,86%	7,36%	-3,56%	-9,66%	17,17%
Akcininkų nuosavybė:	1 266	1 194	1 125	1 035	1 017	857
Augimas:	6,70%	6,81%	9,78%	1,74%	18,75%	-19,06%
Įsipareigojimai:	1 991	1 742	1 560	1 443	1 553	1 988
Augimas:	14,71%	12,14%	8,90%	-7,04%	-21,90%	45,19%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	110	112	112	113	113	116
	-0,94%	-0,79%	-0,48%	-0,07%	-2,56%	0,74%

Gannett

(Tūkstančiais \$)

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Pardavimo pajamos:	2 885	6 008	5 161	5 353	5 240	5 439	5 510
Augimas:	-51,98%	16,41%	-3,58%	2,16%	-3,65%	-1,29%	
Veiklos pelnas	169	1 058	739	790	831	1 000	719
Augimas:	-83,99%	43,12%	-6,40%	-4,94%	-16,90%	39,06%	
Grynasis pelnas:	146	1 130	446	475	500	623	382
Augimas:	-87,08%	153,52%	-6,12%	-5,02%	-19,70%	62,89%	
Turtas:	2 428	11 205	9 241	6 380	6 616	6 817	7 148
Augimas:	-78,33%	21,26%	44,84%	-3,58%	-2,94%	-4,64%	
Akcininkų nuosavybė:	1 059	3 489	2 895	2 540	2 512	2 334	1 747
Augimas:	-69,66%	20,54%	13,97%	1,11%	7,62%	33,57%	
Įsipareigojimai:	1 369	7 716	6 346	3 840	4 104	4 483	5 401
Augimas:	-82,26%	21,59%	65,26%	-6,44%	-8,44%	-17,00%	
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	115	115	229	232	239	238	234
	0,18%	-49,70%	-1,63%	-2,88%	0,42%	1,95%	

7 priedas. Vectren įmonės fin. duomenys

Vectren

(Milijonais \$)

	2021	2020	2019	2018	2017
Pardavimo pajamos:	2 920	2 821	2 748	2 743	2 657
Augimas:	3,50%	2,67%	3,40%	3,24%	8,54%
Veiklos pelnas	316	318	321	326	318
Augimas:	-0,64%	-1,09%	0,90%	2,25%	-16,54%
Grynasis pelnas:	269	250	232	231	216
Augimas:	7,22%	7,79%	7,58%	6,79%	2,08%
Turtas:	7 029	6 752	6 485	6 471	6 239
Augimas:	4,10%	4,12%	3,93%	3,71%	7,56%
Akcininkų nuosavybė:	2 067	1 991	1 917	1 915	1 849
Augimas:	3,84%	3,87%	3,65%	3,57%	4,59%
Įsipareigojimai:	4 963	4 762	4 568	4 556	4 390
Augimas:	4,22%	4,24%	4,06%	3,78%	8,86%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	84	83	83	83	83
	0,27%	0,27%	0,32%	0,35%	0,24%

Vectren

(Milijonais \$)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Pardavimo pajamos:	2 448	2 435	2 612	2 491	2 233	2 325	2 130	2 089
Augimas:	0,56%	-6,78%	4,84%	11,57%	-3,97%	9,19%	1,94%	
Veiklos pelnas	382	362	315	334	353	370	317	280
Augimas:	5,44%	15,04%	-5,73%	-5,36%	-4,73%	16,79%	13,10%	
Grynasis pelnas:	212	197	167	137	159	142	134	133
Augimas:	7,25%	18,21%	22,18%	-14,09%	12,29%	5,91%	0,45%	
Turtas:	5 801	5 400	5 162	5 103	5 089	4 879	4 764	4 672
Augimas:	7,42%	4,60%	1,17%	0,27%	4,31%	2,41%	1,98%	
Akcininkų nuosavybė:	1 768	1 684	1 607	1 554	1 526	1 466	1 439	1 397
Augimas:	5,01%	4,81%	3,36%	1,85%	4,14%	1,85%	2,98%	
Įsipareigojimai:	4 033	3 716	3 556	3 548	3 563	3 413	3 325	3 275
Augimas:	8,51%	4,51%	0,21%	-0,41%	4,38%	2,65%	1,54%	
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	83	83	83	82	82	82	81	81
	0,12%	0,24%	0,24%	0,37%	0,24%	0,74%	0,62%	

8 priedas. CenterPoint Energy įmonės fin. duomenys

CenterPoint Energy
(Milijonais \$)

	2021	2020	2019	2018	2017
Pardavimo pajamos:	11 822	11 347	10 976	10 589	9 614
Augimas:	4,18%	3,38%	3,65%	10,14%	27,71%
Veiklos pelnas	736	772	809	831	1 072
Augimas:	-4,71%	-4,61%	-2,60%	-22,48%	11,78%
Grynasis pelnas:	1 047	798	537	368	1 792
Augimas:	31,21%	48,79%	45,79%	-79,46%	314,81%
Turtas:	31 068	29 700	28 279	27 009	22 736
Augimas:	3,56%	4,00%	3,77%	18,79%	4,16%
Akcininkų nuosavybė:	11 779	10 504	9 224	8 058	4 688
Augimas:	13,61%	15,45%	16,03%	71,89%	35,49%
Įsipareigojimai:	19 288	19 196	19 056	18 951	18 048
Augimas:	1,29%	1,49%	1,22%	5,00%	-1,75%
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	470	466	460	449	431
	1,00%	1,29%	2,40%	4,18%	0,00%

CenterPoint Energy
(Milijonais \$)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Pardavimo pajamos:	7 528	7 386	9 226	8 106	7 452	8 450	8 785	8 281
Augimas:	1,92%	-19,94%	13,82%	8,78%	-11,81%	-3,81%	6,09%	
Veiklos pelnas	959	933	935	1 010	1 038	1 249	1 298	1 124
Augimas:	2,79%	-0,21%	-7,43%	-2,70%	-16,89%	-3,78%	15,48%	
Grynasis pelnas:	432	-692	611	311	417	1 357	442	372
Augimas:	162,43%	-213,26%	96,46%	-25,42%	-69,27%	207,01%	18,82%	
Turtas:	21 829	21 334	23 200	21 870	22 871	21 703	20 111	19 773
Augimas:	2,32%	-8,04%	6,08%	-4,38%	5,38%	7,92%	1,71%	
Akcininkų nuosavybė:	3 460	3 461	4 548	4 329	4 301	4 222	3 198	2 639
Augimas:	-0,03%	-23,90%	5,06%	0,65%	1,87%	32,02%	21,18%	
Įsipareigojimai:	18 369	17 873	18 652	17 541	18 570	17 481	16 913	17 134
Augimas:	2,78%	-4,18%	6,33%	-5,54%	6,23%	3,36%	-1,29%	
Išleistų paprastųjų akcijų svertinis vidurkis	431	430	430	428	427	426	410	365
	0,23%	0,00%	0,47%	0,23%	0,23%	3,90%	12,33%	