

VILNIAUS UNIVERSITETAS

Karolis  
ANDRIUŠKEVIČIUS

Susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka:  
vertės kūrimas susijungiančioms  
įmonėms

**DAKTARO DISERTACIJA**

Ekonomika, 04S

---

VILNIUS 2018

Disertacija rengta 2014-2018 metais Vilniaus universitete, Kauno fakulte.  
Mokslinius tyrimus rėmė Lietuvos mokslo taryba.

**Mokslinis vadovas:**

**prof. habil. dr. Remigijus Čiegis** [Vilniaus universitetas, socialiniai mokslai,  
ekonomika, 04S]

## TURINYS

TURINYS.....	3
ĮVADAS .....	5
1. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ RINKA: IŠTYRIMO LYGIS IR VERTĖS KŪRIMO TEORINIS PAGRINDIMAS .....	18
1.1. Teorinis temos pagrindas: mikroekonominė perspektyva .....	18
1.1.1. Susijungimų ir įsigijimų sandorių tipai ir klasifikacijos.....	19
1.1.2. Susijungimų ir įsigijimų sandorių priežastys ir motyvai .....	24
1.1.3. Susijungimų ir įsigijimų sandorių moderatoriai .....	35
1.1.4. Susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatai įmonių lygiu .....	42
1.1.5. Susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos .....	48
1.1.6. Išvados: teorinis temos pagrindas (mikroekonominė perspektyva).. .....	62
1.2. Teorinis temos pagrindimas: makroekonominė perspektyva .....	63
1.2.1. Susijungimų ir įsigijimų sandorių šrautus veikiantys makroekonominiai veiksniai .....	63
1.2.2. Susijungimų ir įsigijimų sandorių įtaka ekonomikoms .....	75
1.2.3. Ekonominė politika susijungimų ir įsigijimų atžvilgiu .....	78
1.2.4. Išvados: teorinis temos pagrindas (makroekonominė perspektyva). .....	80
1.3. Susijungimų ir įsigijimų abipusis tarpusavio ryšys su makroekonominė aplinka ir ekonominiu augimu .....	81
2. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ REZULTATŲ IR POVEIKIO EKONOMIKAI VERTINIMO METODIKŲ TEORINIAI ASPEKTAI IR TAIKYMO PRAKTIKOS.....	89
2.1. Susijungimų ir įsigijimų sandorių veiklai bendrovių lygiu vertinti naudojamos metodikos .....	90
2.2. Susijungimų ir įsigijimų (M&A) sandorių rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikos .....	97
2.3. Metodologinė sistema, apjungianti susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo įmonių lygiu metodikas su susijungimų ir įsigijimų rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikomis.....	99
2.4. Aptarimas ir išvados dėl susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikų teoriniai aspektų ir taikymo praktikų.....	101
3. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ REZULTATŲ IR POVEIKIO EKONOMIKAI TYRIMO METODOLOGIJA.....	103

3.1.	Susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos Europos Sąjungoje kaip tyrimo objekto pagrindimas.....	103
3.2.	Tyrimo poreikio pagrindimas, hipotezės ir kontroliniai kintamieji.. ..	108
3.3.	Duomenų šaltiniai, tyrimo imtis ir logikos pagrindimas .....	125
3.4.	Įvykio tyrimo metodologija.....	128
3.4.1.	Įvertinimo ir įvykio langai.....	129
3.4.2.	Lyginamasis indeksas ir anomali graža .....	130
3.4.3.	Testavimas, parametriniai ir neparametriniai testai.....	133
3.4.4.	Kryžminė analizė.....	136
4.	SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ REZULTATŲ IR POVEIKIO EKONOMIKAI TYRIMAS .....	140
4.1.	Susijungimų ir įsigijimų sandorių dinamika Europos Sąjungoje 2004 – 2017 m. ....	140
4.2.	Akcininkų disponuojamo turto vertės pasikeitimai susijungimo ir įsigijimo sandorio paskelbimo metu.....	155
4.3.	Vienalytė skerspjuvio analizė ir įvykio tyrimo nepriklausomi kintamieji.....	158
4.4.	Daugialytė skerspjuvio analizė: priklausomas, nepriklausomi ir kontroliniai kintamieji .....	173
	DISKUSIJA.....	183
	IŠVADOS.....	187
	LITERATŪROS SĄRAŠAS.....	196
	PRIEDAI .....	213
	SANTRAUKA .....	215
	PUBLIKACIJŲ SĄRAŠAS IR JŲ KOPIJOS .....	233
	UŽRAŠAMS .....	234

## ĮVADAS

Besikeičiančiose pasaulio rinkose įmonių susijungimai ir įsigijimai yra svarbi ekonomikos ir tarptautinių įmonių valdymo strategijos dalis. Remiantis Thomson Reuters duomenimis, 2017 m. pasauliniu mastu įvykusių globalių susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė viršijo 3,5 trln. JAV ir ketvirtus metus iš eilės siekė daugiau nei 3 trln. JAV dolerių. Pagrindinis susijungimų ir įsigijimų sandorių motyvas yra vertės kūrimas. Nors susijungimų ir įsigijimų strateginiai planai tiesiogiai yra labiausiai susiję su finansų valdymo perspektyva, bet savo prigimtyje jie yra tarpdisciplininis dialogas tarp ekonomikos, apskaitos, buhalterijos, finansų, ekonomikos, strategijos, tarptautinio verslo, teisės, marketingo, žmoniškųjų išteklių ir sociologijos.

Susijungimai ir įsigijimai naudojami kaip strateginiai įmonių restruktūrizavimo įrankiai nuo 1897 m. Siekiant didesnio bendrovių efektyvumo, išnaudojant sinerginę naudą ir ieškant augimo galimybių susijungimai ir įsigijimai tampa efektyviais įrankiais įmonių vadovų rankose. Šių dienų ekonomikos pasižymi nuolatiniu nestabilumu, dėl susijungimų ir įsigijimų tapo įprastu ir dažnu verslo vystymo metodu, kuris plačiai pasitelkiamas vykdant sandorius tiek vienoje šalyje, tiek tarp geografiškai nutolusių šalių. Išskyrus globalios finansų krizės laikotarpį, kurios metu investuotojai buvo atidėję naujas investicijas, nuo 1990-ųjų m. vidurio susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekis ir vertė nuolat augo. Vadovaudamiesi viešai deklaruojamais akcininkų disponuojamos nuosavybės ir turto didinimo vertės tikslais, susijungimų ir įsigijimų sandoriai ne tik formuoja naują ekonominę, socialinę ir kultūrinę aplinką, bet ir leidžia stiprioms įmonėms augti greičiau nei jų konkurentai. Atlikdami rinkos disciplinavimo vaidmenį, susijungimai ir įsigijimai formuoja aplinką, kurioje silpnos bendrovės neišsilaiko, o sėkmingų verslininkų pastangos atlyginamos už verslo vystymą.

Rekordinis susijungimų ir įsigijimų aktyvumo lygis sąlygojo išaugusį susirūpinimą dėl pramonės šakų koncentracijos ir jos neigiamų padarinių. Nors daug studijų spekuliuoja, ar susijungimai ir įsigijimai gerina, ar kenkia ekonominei gerovei, empiriniai rezultatai silpnai patvirtina bet kurią teiginio pusę. Naujos diskusijos kyla dėl to, kad nors susijungimai ir įsigijimai padidina įmonių pelnus, bet dauguma iš jų neveda prie našumo padidėjimo, galinčio padidinti bendrą gerovę. Įmonės dalyvauja susijungimų ir įsigijimų sandoriuose, nes identifikuoja juos kaip pelningas galimybes. Jei pelnas auga dėl žemesnių kaštų (pvz.: dėl aukštesnio produktyvumo ar masto ekonomijos), susijungimai ir įsigijimai gali vesti prie mažesnių kainų vartotojams ir

visuminės gerovės padidėjimo. Kita vertus, jei padidėjęs pelningumas kyla dėl išaugusios koncentracijos ar įmonės rinkos galios padidėjimo ir įmonė naudoja šią situaciją kainoms padidinti, grynasis gerovės efektas gali būti neigiamas. Nors šios sąvokos yra gana intuityvios, bet matavimas, kas atsitinka po susijungimų ir įsigijimų, yra sudėtingas ir pasižymi sistemingos analizės trūkumu. Paskutinįjį dvidešimtojo amžiaus dešimtmetį tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų indėlis į gamybos augimą buvo daug didesnis negu plyno lauko investicijų (angl. greenfield investments) ypač posovietinėse šalyse. Tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų svarba grindžiama faktu, kad jie lemia esminius institucinius ir organizacinius pokyčius pramonės šakose, regionuose ir tarp jų, nes šie sandoriai sukelia didelį išteklių perskirstymą, ypač trumpuoju laikotarpiu (Ferraz & Hamaguchi, 2002, 383 psl.). Tiesioginių užsienio investicijų, tarp jų ir tarvalstybinių susijungimų ir įsigijimų sandorių įplaukos turėjo lemiamą vaidmenį stiprinant privatųjį sektorių ir šalinant daugelio buvusių socialistinių šalių bendrąsias struktūrines ir makroekonominės disbalansus (UNCTAD, 2003 m.).

Po administracinės ir planavimo sistemos žlugimo, posocialistinės šalys neturėjo pakankamai finansinių išteklių, kad galėtų įgyvendinti brangių inovatyvų technologinės modernizacijos modelį, todėl jos sutelkė dėmesį į didelio masto tiesioginių užsienio investicijų mobilizavimą. Posovietinės šalys sukūrė sąlygas pritraukti tarptautines įmones ir didinti tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumą kaip pagrindinį tiesioginių užsienio investicijų pritraukimo būdą. Siekdamos padidinti investicijų patrauklumą šios šalys taikė skatinamąsias priemones, pavyzdžiui, muitų ir mokesčių lengvatas arba tiesioginių investicijų sąlygų gerinimą užsienio investuotojams (pvz.: laisvųjų ekonominių zonų ir pramoninių parkų įsteigimas (UNCTAD, 2003 m.)). Atverdamos savo ekonomikas užsienio prekybai ir investicijoms posovietinės šalys siekė laisvo ir netrukdomo tarptautinių bendrovių patekimo į rinką, kurios pakeitė pasenusią šalių gamybos struktūrą. Todėl tiesioginės užsienio investicijos ir tarpvalstybiniai susijungimai ir įsigijimai augo šalyse, kurios sėkmingai įvykdė rinkos liberalizavimo ir privatizavimo procesus (ypač Čekijoje, Vengrijoje ir Lenkijoje). Tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų sandorių poveikis daugiausia priklauso nuo teisinės ir institucinės aplinkos priimančiojoje ir buveinės šalyje (Rossi & Volpin, 2004). Šių sandorių ekonominis poveikis posovietinėse šalyse skiriasi ir daugiausia priklauso nuo institucinių priemonių ir struktūrinių ekonominių permainų vystymosi.

Tapusios kandidatėmis į Europos Sąjungą, Vidurio ir Rytų Europos šalys turėjo įvykdyti įvairius institucinius reikalavimus, tarp jų ir Kopenhagos ekonomikos kriterijus. Pasitelkdamos modernių institucijų kūrimą, teisinės ir institucinės struktūros pokyčius posovietinės šalys pagerino institucinės aplinkos kokybę ir atitiko stojimo į ES institucinius kriterijus. Integracija su ES vaidino svarbų vaidmenį vykdant institucinių pokyčių strategiją, o narystės ES perspektyva buvo stiprus pokyčių tikslas.

Disertacijoje analizuojamos **temos aktualumą** kitų mokslininkų atliktų tyrimų kontekste apibrėžia keletas momentų:

- ✓ Remiantis tradicine ekonomikos teorija, išsivysčiusios ekonomikos šalys pritraukia didelės vertės investicijas ir investuoja į kitas išsivysčiusias šalis, nes jos turi panašų institucinį pagrindą ir yra veikiamos panašaus rinkos vystymosi. Tačiau po ekonominių reformų 1980-aisiais ir 1990-aisiais išsivysčiusios šalys pradėjo investuoti besivystančiuose ekonomikose daugiausia dėl rinkos potencialo ir pigios darbo jėgos. Pandya (2016) pažymi, kad susijungimai ir įsigijimai kartu su tiesioginėmis užsienio investicijomis tapo pagrindine globalios ekonominės integracijos varomąja jėga, kuriai be būdinga dosni finansinė parama, dvišalių ir daugiašalių sutarčių pasirašymas. Atsižvelgiant į tarptautinius srautus ir pokyčius ekonomikoje, svarbu nustatyti ir pasirinkti pageidaujama sandorio vykdymo šalį.
- ✓ Tradicinė finansų ir industrinės organizacijos mokslų problematika susijungimų ir įsigijimų sandorių kontekste nagrinėja susijungimų ir įsigijimų sandorių priežastis ir efektus. Tikriausiai labiausiai fundamentalus nagrinėjamas klausimas yra potencialus kompromisas tarp išaugusios rinkos galios ir išaugusio efektyvumo. Nors teorija yra aiški, bet empirinis efektų įvertinimas yra sudėtingas. Be to, aktualūs susijungimų ir įsigijimų sandorių efektai ekonomikoje yra svarbūs ne tik akademinėje literatūroje, bet ir yra vienas pagrindinių klausimų socialinės gerovės srityje.
- ✓ Globalus susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumas, sandorių vertės ir kiekio augimas neišvengiamai keičia ne tik į sandorius įtrauktų įmonių veiklą, bet ir pramoninį ir ekonominį šalių kraštovaizdį. Susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumo augimas pažymi, jog verslo veiklą internacionalizavimas tapo būtinybe bendrovėms išgyventi. Pasinaudodamos susijungimais ir įsigijimais, gilindamos ir platindamos tarpvalstybines vertės grandines,

besivystančios į tarptautines bendroves įmonės generuoja konkurencinius pranašumus.

- ✓ Pažymėtina, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumas yra labai cikliškas ir dabartinės sandorių bangos judėjimas, tikėtina, sutaps su dabartinio ekonomikos ciklo kryptimi. Žvelgiant į ankstesnius istorinius duomenis, pastebima, jog kiekviena susijungimų ir įsigijimų sandorių banga pasiekia vis aukštesnius lygius ir po kiekvienos bangos užsienio investuotojų įsigytų įmonių vaidmuo šalyje ir vietinių įmonių tarptautinių operacijų skaičius išauga. Klausimas, kokią įtaką daro tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai nėra naujas, tačiau jis tampa vis aktualesnis atsižvelgiant į didėjančių visuminį sandorių kiekį ir vertę. Kaip pažymi Halebian ir kt. (2009), nors skirtingos mokslo disciplinos (ekonomika, vadyba, sociologija, teisė) sukaupė nemažai žinių apie susijungimų ir įsigijimų sandorius, tačiau joms trūksta teorinės integracijos. Dėl šios priežasties mokslininkų galimybės sintezuoti esmines disciplinų žinias, o verslininkų, politikų ir investuotojų galimybės šias žinias pritaikyti yra ribotos.
- ✓ Nors dauguma išsivysčiusių ir besivystančių pasaulio šalių liberalizavo tiesioginių užsienio investicijų režimus ir politiką, susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos lygio ir aktyvumo augimas reprezentuoja naujus iššūkius. Caves (1987) išvelgia, jog industrinės organizacijos specialistai buvo pirmieji, nagrinėję susijungimų ir įsigijimų efektus. Vystantis rinkai bei plintant diversifikuojantiems, horizontaliems ir vertikaliesiems sandoriams besidominčių šia sritimi tyrėjų ir mokslo kryptių skaičius stipriai išaugo. Susijungimų ir įsigijimų sandoriai daro įtaką plačiam šalių spektrui ir šį įtaką negali būti nagrinėjama izoliuotai. Holistinis susijungimų ir įsigijimų sandorių procesų ir pasekmių supratimas yra svarbus įvairioms suinteresuotoms šalims ir sritims, kurios yra tiesiogiai veikiamos susijungimų ir įsigijimų:
  1. Įsigyjančiosios įmonės vadovai, darbuotojai ir akcininkai;
  2. Įsigyjamos įmonės vadovai, darbuotojai ir akcininkai;
  3. Esami ir potencialūs įsigyjančių ir įsigytų įmonių konkurentai;
  4. Tarptautiniame susijungimų ir įsigijimų sandorių kontekste, ekonominė ir socialinė įtaka įsigyjamos įmonės šalis (angl. host/inward country) ir įsigyjančios įmonės šalis (angl. source/outward country).



- ✓ Susijungimų ir įsigijimų sandorių reikšmė aukščiau išvardintoms suinteresuotoms šalims yra skirtinga, tačiau remiantis Buckley ir Ghauri (2002) apibendrinimu jas vienija tai, kad susijungimų ir įsigijimų sandoriai gali būti nagrinėjami iš kelių plačių perspektyvų:
  1. Rinkos įmonių kontrolei (angl. market for corporate control);
  2. Sandorio sąnaudų teorija (angl. transaction cost theory);
  3. Ištekliais pagrįstas įmonės vaizdas (angl. the resource based view of the firm);
  4. Nacionalinių ir organizacinių kultūrų įtaka;
  5. Procesai: strategijos prieš įsigijimų ir susijungimų paskelbimą ir po sandorių paskelbimo, jų vykdymo metu.
- ✓ Brakman ir kt. (2006) savo tyrime naudojo detalią ir plačią tarpšalinių susijungimų ir įsigijimų sandorių imtį. Mokslininkų tyrime išskirti ryšiai tarp skirtingų teorijų ir identifikuotos šios pagrindinės susijungimų ir įsigijimų sandorių empirinės charakteristikos:
  1. Dauguma tiesioginių užsienio investicijų vyksta susijungimų ir įsigijimų sandorių forma;
  2. Dalyvaudamos ir vykdydamos susijungimų ir įsigijimų sandorius įmonės sieka naujų rinkų;
  3. Susijungimų ir įsigijimų sandoriai vyksta bangomis (dabartinė banga vis dar vystosi);
  4. Ekonominė integracija (tarptautinė dereguliacija) stimuliuoja susijungimų ir įsigijimų sandorius;
  5. Susijungimų ir įsigijimų sandorių dydis ir nelygybė tarp jų auga laikui bėgant.

Šie stilizuoti faktai ir empirinės charakteristikos turėtų būti plačiau išnagrinėtos bei prisidėti prie tarptautinės ekonomikos supratimo. Nors kai kurie egzistuojantys ekonominiai modeliai (pvz. Neary, 2003) paaiškina dalį empirinių charakteristikų, bet yra ryškus ir aiškus poreikis modelio, kuris pilnai, visa apimančiai ir įvairiai galėtų paaiškinti tiek visuminį susijungimų ir įsigijimų sandorių modelį, tiek atskiras sandorių charakteristikas.

**Mokslinė problematika ir jos ištyrimo lygis.** Disertacijoje nagrinėjamos temos problematiškumą sąlygoja atliktų tyrimų teorinės ir praktinės išvalgos. Vertėtų atkreipti dėmesį į šias tyrėjų formuluojamas išvalgas ir tolimesnių tyrimų galimybes:

1. Įvairios mokslinės disciplinos nagrinėja, kodėl įmonės vykdo susijungimų ir įsigijimų sandorius. Dauguma atliktų ekonominių tyrimų patvirtina, jog įsigijimo sandoriai vidutiniškai nėra naudingi įsigyjantioms

įmonėms, o didžiausia nauda atitenka įsigyjamai įmonei. Nepaisant to egzistuoja veiksmų ir situacijų grupė (moderatoriai), teigiamai veikiančių sandorių rezultatus. Disertacijoje siekiama įvertinti skirtingų veiksmų įtaką susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatams bei prisidėti prie mokslinės diskusijos nustatant, kokiais atvejais susijungimai ir įsigijimai didina akcininkų disponuojamo turto vertę.

2. Golbe ir White (1993) pirmieji pastebėjo, jog bendrovių susijungimai bei įsigijimai vyksta cikliška. Ekonominėje literatūroje plačiai ir išsamiai yra išnagrinėtos penkios susijungimų ir įsigijimų bangos, apimančios 1893-2002 m. laikotarpį. Nors atskiri autoriai, ekonominių ir statistinių tyrimų centrai, centriniai ir investiciniai bankai nagrinėja, kas yra būdinga dabartiniams sandoriams (2002 – 2016 m. laikotarpis), tačiau dabartinės šeštosios susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos būdingos charakteristikos ir išskirtinumas nėra apibrėžti. Atsižvelgiant, kad kiekvienos bangos metu laikini ir epizodiniai veiksniai daro įtaką rinkos reakcijai į susijungimų ir įsigijimų sandorius, disertacijoje dabartinių sandorių charakteristikos ir elgsena lyginami su ankstesnių bangų veiksniais.

3. Mokslinėje literatūroje tyrimai, nagrinėję susijungimų ir įsigijimų ryšius su makroekonominiais veiksniais, nėra nauja sritis. Pavyzdžiui, Nelson (1959), Gort (1969), Beckenstein (1979), Beckett (1986), Guerard (1989), Andrade ir kt. (2001) ir Mulherin ir Boone (2000) susieja susijungimų ir įsigijimų rinkos aktyvumą su įvariais makroekonominiais rodikliais. Nepaisant to, nedidelė mokslinių tyrimų dalis nagrinėja, kaip susijungimai ir įsigijimai veikia nacionalinių ekonomikų vystymąsi. Nors atskiros studijos nagrinėja įtaką konkrečioms ekonominiams rodikliams (Nadiri (1991), Blomström ir Wolf (1994), Chuang ir Lin (1999), Liu et al. (2000), Driffield (2001) and Kolasa (2008). Estrin et al. (1997), Ikiara (2003), Torlak (2004), Stephan (2005) and Perez (2008), Lin (2008)), literatūroje ir empiriniuose tyrimuose pasigendama studijos, integruojančios individualius atvejus į visumą. Per pastaruosius dešimt metų globali susijungimų ir įsigijimų sandorių metinė vertė išaugo 4 kartus, o jos dalis pasauliniame BVP minėtu laikotarpiu kito tarp 4-10 proc. Akivaizdu, kad susijungimų ir įsigijimų rinka sudaro reikšmingą BVP dalį. Dėl to kyla klausimas, kaip tai susijungimai ir įsigijimai veikia pasaulinę ekonomiką ir nacionalinių valstybių ekonomikas. Be to, yra įdomu, ar įmonių įsigijimai ir susijungimai skatina ne tik pačių įmonių augimą ir sandorių tikslų pasiekimą, bet ir visuminių sektorių ir ekonominį augimą.

4. OECD (2002) apžvalgoje nagrinėjami susijungimų ir įsigijimų nauda ir kaštai sandorius priimančioms nacionalinėms valstybėms. Remiantis tyrimu, teigiama nauda priklauso nuo verslo aplinkos ir institucinių aplinkybių. Aristidis ir kt. (2013) pažymi, jog reikalingas detalesnis tyrimas, nagrinėjantis, kaip susijungimai ir įsigijimai veikia nacionalinių valstybių ekonomikas.

Atsižvelgiant į diskusiją aukščiau, **pagrindinis darbo tikslas** yra nustatyti susijungimų ir įsigijimų sandorių metu sukuriamos vertės didinimo galimybes besijungiančioms įmonėms lygiagrečiai įvertinant tarpusavio ryšius tarp sandorių ir šalių, kuriose jie vyksta, ekonomikų.

Tiksliui pasiekti keliami šie **tyrimo uždaviniai**:

1. Sukurti modelį, nusakantį ryšius ir aplinkybes, kuriomis susijungimai ir įsigijimai potencialiai yra naudingi besijungiančioms įmonėms ir prisideda prie akcininkų disponuojamo turto vertės kūrimo.

2. Atlikti Europos susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos analizę bei identifikuoti pagrindines rinkos tendencijas 2004-2017 m. laikotarpiu.

3. Nustatyti pagrindinius dabartinės susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos Europoje bruožus ir charakteristikas, skirtumus nuo ankstesnių susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų. Išsiaiškinti, kokios charakteristikos yra būdingos 2008 m. prasidėjusiai šeštajai susijungimų ir įsigijimų bangai ir kurioje ciklo stadijoje šiuo metu randamasi.

4. Sukurti modelį, nusakantį, kaip susijungimai ir įsigijimai yra veikiami makroekonominių kintamųjų.

5. Integruoti sukurtus modelius į visumą, leidžiančią holistiškai įvertinti susijungimų ir įsigijimų sandorius bei galimus jų rezultatus mikro lygmenyje.

**Gintini teiginiai:**

1. Susijungimų ir įsigijimų sandorių paskelbimas veikia įsigijančios įmonės akcijų kainą. Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo metu.

2. Susijungimų ir įsigijimų sandorių paskelbimo metu generuojama įsigyjančiųjų įmonių akcijų kainos grąža ar nuostolis gali būti aiškinami ne tik sandorio ar įmonės charakteristikomis, bet ir šalies, kurioje yra registruota įsigyjančioji šalis atributų.

3. Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai yra įsigyjama ar prisijungiama

įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys.

4. Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai susijungimai ir įsigijimai yra vykdomi tarptautinėje, o ne vidaus rinkoje.

5. Kultūriniai ir instituciniai skirtumai tarp įsigyjančiosios ir įsigyjamų bendrovių kilmės šalių įsigyjančiosios įmonės akcininkams generuoja akcijų kainų prieaugį sandorio paskelbimo metu.

6. Įsigyjančiosios bendrovės akcininkai bendrosios teisės šalyje gauna didesnę naudą negu civilinės teisės šalies bendrovės akcininkai.

Atsakant į pagrindinį darbo problematiką, tikslą ir iškeltus uždavinius, disertacija yra **naudinga** dėl praktinių ir mokslinių priežasčių:

1. Atsižvelgiant, kad mokslininkai galėjo išskirti tam tikras sąlygas, kurias patenkinus susijungimai ir įsigijimai generuoja vertę, vis dar išlieka mįslinga, kodėl susijungimai ir įsigijimai veda prie vidutinių rezultatų. Galbūt mokslininkų pastebėjimai nepasiekia praktikų, galbūt jie yra nepraktiški ar negalimi įgyvendinti. Taip pat yra tikimybė, kad nors gaunami ir statistikai reikšmingi rezultatai, reikalingi publikacijoms moksliniuose straipsniuose, rezultatai negeneruoja pakankamo akcininkų disponuojamo turto vertės kilimo iki tokio lygio, kad būtų patenkinami sprendimai juos įdiegti. Nepaisant to, yra akivaizdu, kad gilesnis holistinis susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos supratimas yra reikalingas. Atliekamu tyrimu siekiama nustatyti, ar ir jei taip, tai kokiomis sąlygomis susijungimai ir įsigijimai generuoja vertę skirtingoms suinteresuotoms šalims.

2. Atsižvelgiant į dinaminį susijungimų ir įsigijimų vystymąsi ekonomistams, politikams ir verslininkams svarbu nustatyti bei suprasti, kaip besikeičianti ekonominė aplinka daro įtaką susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumą ir potencialius rezultatus įmonės ar valstybės lygiais.

3. Užsienio kapitalo įtakos ekonominiam augimui ryšiai yra svarbūs ekonominei politikai vystyti ir vykdyti. Atliekamu tyrimu siekiama nustatyti, kaip sandoriai daro įtaką nacionalinių valstybių vystymuisi. Jei užsienio kapitalas, kontroliuojant endogeniškumą ir kitus augimo determinantus, turi teigiamą įtaką nacionalinių valstybių vystymuisi ir ekonominiam augimui, tuomet susijungimų ir įsigijimų skatinimas ir investicinės aplinkos liberalizavimas turėtų būti apsvarstyti politikų ir ekonomistų. Jei užsienio investicijos neskatina ekonominio augimo, tuomet reikėtų persvarstyti sparčiai plečiamas mokesčių lengvatas, infrastruktūros subsidijas, atleidimą

nuo muitų ir kitas priemones, kurias šalys yra priėmusios siekdamos pritraukti užsienio investicijas.

4. Gauti rezultatai turi politinių pasekmių įvertinant susijungimų ir įsigijimų naudą. Sandorius priimančios šalys bijo galimų neigiamų padarinių tokių kaip darbuotojų atleidimas, nuosavybės perleidimas. Tokiu būdu šalys įstatymais mėgina įvesti tam tikrus apribojimus susijungimams ir įsigijimams siekiant apsaugoti vietines įmones.

5. Tendencija link didesnio ekonominio tarpusavio priklausomumo per tiesiogines užsienio investicijas sąlygoja, jog šalių verslo ciklai pasižymės sinchroniškesne elgsena nei anksčiau. Tačiau tai nevienareikšmiškai reiškia, jog tarptautinė produkcija ir gamyba judės ta pačia kryptimi visą laiką. Kaip rodo 1990-ųjų metų patirtis, didelių asimetrinių šokų efektai gali panaikinti teigiamą tarpusavio priklausomybės įtaką. Darbu siekiama išsiaiškinti, kaip susiję verslo bei susijungimų ir įsigijimų sandorių ciklai.

6. Tiesioginės užsienio investicijos tapo svarbiu kanalu tarptautinių šokų ir neramumų perkėlimui. Šie globalūs ryšiai turėtų būti inkorporuoti į globalius modelius, kurie ekonomistų bei tarptautinių organizacijų naudojami prognozavimui, scenarijų įvertinimui ir politikos įvertinimui. Tarptautinė prekyba ir finansinio turto kaina yra pagrindiniai ryšiai tarp individualių ekonomikų ir šių modelių. Suvokimas, kaip tiksliai veikia tiesioginių užsienio investicijų kanalas yra įdomi ir iššūkį kelianti užduotis.

#### **Darbo mokslinis naujumas ir teorinis reikšmingumas:**

- Išanalizuotos ir susistemintos susijungimų ir įsigijimų sandorius rezultatus nagrinėjančios teorijos. Remiantis atlikta analize, disertacijoje siūlomas teorijas sistemintis modelis „Kiekybinio modelio pritaikymas disertacijos hipotezėms: susijungimo/įsigijimo sandorio rezultatai“. Remiantis empirinio tyrimo rezultatais, sukurtas modelis paaiškina 63 proc. disertacijoje nagrinėjamo įvykio dinamikos. Atliktas tyrimas gali būti naudojamas tolesniam susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų problematikos nagrinėjimui bei mokslinių tyrimų šioje srityje vystymui.

- Pasiūlyta susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų tyrimo metodika bei atliktas empirinis tyrimas gali pasitarnauti plėtojant susijungimų ir įsigijimų sandorius aiškinančias teorijas bei rengiant unifikuotą susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų tyrimo metodiką.

- Detaliai išnagrinėtos ir susistemintos susijungimų ir įsigijimų sandorių vertinimo metodikos mikro ekonomikos ir makroekonomikos lygmenimis. Siūlomas skirtingas metodologijas integruojantis modelis - metodologinė

sistema „Susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo metodikas ir susijungimų ir įsigijimų poveikio ekonomikai vertinimo metodikas apimanti metodologinė sistema“. Siūloma sistema reikalauja empirinio ištyrimo, patikrinimo ir generuoja potencialų tyrimo objektą ateities darbams.

- Disertacijoje atliekamo empirinio tyrimo duomenų pagrindą sudaro susijungimų ir įsigijimų sandoriai Švedijoje, Vokietijoje bei 13 Europos Sąjungos šalių, kurios prie ES prisijungė 2004 m. ir vėliau. Atsižvelgiant į disertacijoje pagrįstą tyrimų šiame regione trūkumą, tyrimo metu gauti rezultatai yra aktualūs ir skatina tolimesnes diskusijas, nes dauguma susijungimų ir įsigijimų sandorių teorijų yra išvystytos JAV ir senosiose ES šalyse, isivysčiusiose ekonomikose. Tuo tarpu, nėra aišku, koks šių teorijų validumas ir perspektyvos besivystančiuose regionuose. Disertacijoje gauti rezultatai konfrontuoja tradicinių teorijų perspektyvas bei vertinimus.

#### **Darbo praktinis reikšmingumas:**

- Išanalizuotos ir susistemintos susijungimų ir įsigijimų sandorius rezultatus nagrinėjančios teorijos leidžia holistiškai įvertinti susijungimų ir įsigijimų sandorių įtaką.

- Parengtas modelis „Kiekybinio modelio pritaikymas disertacijos hipotezėms: susijungimo/įsigijimo sandorio rezultatai“ gali būti naudojamas susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų analizei vykdyti bei prognozuoti.

- Tyrimo rezultatai leidžia identifikuoti, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių vykdymas yra įsigyjančiųjų įmonių vertę didinanti veikla. Be to, remiantis empiriniu tyrimu, susijungimų ir įsigijimų sandorių vykdymo metu generuojamos grąžos skirtumai gali būti pagrįsti sandorio charakteristikomis, įmonių charakteristikomis ir šalių, kuriose yra įregistruotos sandorius vykdančios bendrovės, skirtumų. Disertacijoje analizuojami ir grindžiami empiriniai ryšiai leidžia įmonių vadovams, ekonomistams, politikams bei kitiems nagrinėjama sritimi besidomintiems asmenims numatyti susijungimų ir įsigijimų sandorių įtaką.

- Tyrimo instrumentarijus potencialiai gali būti adaptuojamas ir naudojamas ne tik susijungimų ir įsigijimų sandorių paskelbimui, bet ir kitiems įvykiams analizuoti. Pavyzdžiui, vykdant tiesiogines užsienio investicijas, išleidžiant naujų akcijų emisiją, skelbiant primingį akcijų siūlymą ir kt.

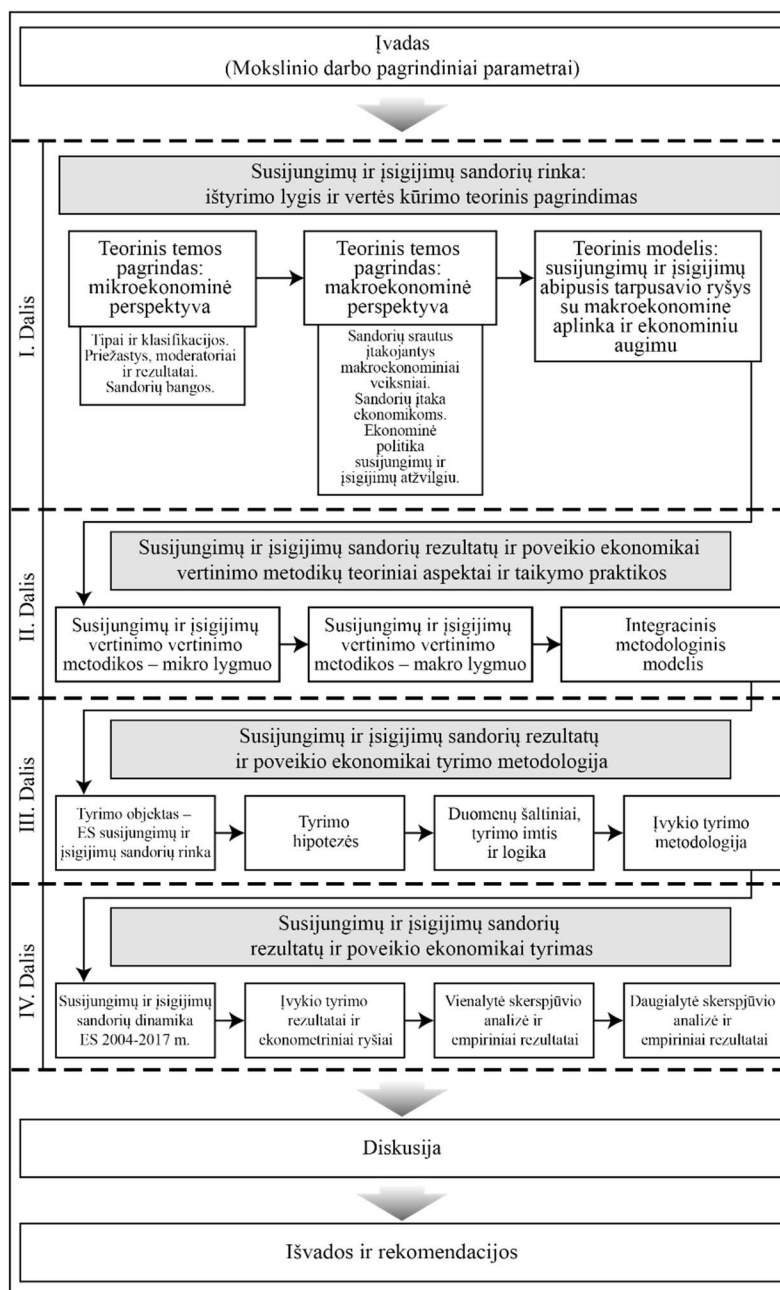
#### **Mokslinio tyrimo metodai ir metodologinės darbo nuostatos.**

Darbe naudojama mokslinės literatūros analizė, loginė lyginamoji analizė, duomenų grafinė bei statistinė analizė. Taikant abstrakcijos metodą, atlikta

mokslinės literatūros analizė ir jos vykdymo metu išgryninti esminiai tyrimo objekto aspektai. Lyginamosios analizės metodas pritaikomas gretinant skirtingas teorijas, gautus empirinio tyrimo rezultatus. Tyrimui atlikti įmonių lygiu, pasitelkta įvykio tyrimo (angl. event study) metodologija. Atliekama vienalytė ir daugialytė skerspjūvio analizės.

**Moksliniame darbe naudojami šaltiniai:** moksliniai straipsniai ir knygos, ekonominės studijos, ataskaitos ir tarptautinių organizacijų tyrimai naudojami atliekant tyrimo objekto analizę. Kitų mokslininkų atlikti tyrimai ir studijos analizuoti atskleidžiant tyrimo tematikos problematiškumą. Vykstant empirinį tyrimą DataStream 5.1 duomenų bazė pasitelkta identifikuoti susijungimų ir įsigijimų sandoriuose 2004-2017 m. dalyvavusias Europos įmones, gauti sandorių charakteristikas, įmonių akcijų kainas. Informacija ir duomenys prieinami CIA World Fact Book, Eurostat, ECB, UNCTAD, Heritage foundation ir Geert Hofstede duomenų bazėse papildoma disertacijoje atliktą įvykio studija.

**Mokslinio tyrimo eiga.** Mokslinio darbo tyrimo eiga ir struktūra grindžiama tyrimo tikslui pasiekti iškeltų uždavinių pagrindu (1 pav.). Pirmoje disertacijos dalyje nagrinėjamas susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos mokslinis ištyrimo lygis ir pristatomos vertės kūrimo susijungimų ir įsigijimų sandoriais potencialo galimybės. Pristatomas su moksliniu tyrimu susijęs problematiškumas ir egzistuojantis kitų mokslininkų bei tyrėjų įdirbis disertacijos tematikoje. Antroje disertacijos dalyje nagrinėjami susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikų teoriniai aspektai ir taikymo praktiko. Šiame skyriuje aptariamos mokslininkų atliekamų empirinių tyrimų turinys ir problematika. Antrame disertacijos skyriuje kritiškai įvertinamos susijungimų ir įsigijimų sandorių įtakos bendrovių ir ekonomikų lygmenimis metodologijos. Skyrius užbaigiamas disertacijos autoriaus sukurtu teoriniu modeliu, apjungiančiu susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo įmoniu lygiu metodikas su susijungimų ir įsigijimų rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikomis. Trečioje darbo dalyje ES susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka pagrindžiama kaip tyrimo objektas, suaktualizuojamos ir suformuojamos galutinės disertacijos hipotezės bei pristatoma disertacijos autoriaus atliekamo empirinio tyrimo metodologija. Ketvirtoje disertacijos dalyje pristatomi atlikto empirinio tyrimo rezultatai. Disertacija baigiama išvadamis, rezultatų aptarimu ir rekomendacijomis.



Šaltinis: sukurta autoriaus

1 pav. Disertacijos loginė struktūra



**Disertacinio tyrimo rezultatų aprobavimas ir sklaida** vyko disertacijos autoriui disertacijos tema skelbiant publikacijas ir skaitant pranešimus tarptautinėse konferencijose. **Publikacijų disertacijos tema sąrašas:**

1. *Karolis Andriuškevičius (2017)*. M&A performance and economic impact: integration and critical assessment of methodological approach // Trends Economics and Management (Czech Republic).
2. *Remigijus Čiegis, Karolis Andriuškevičius (2017)*. Developments and challenges of measuring M&A performance on a corporate and macroeconomic levels // *Oeconomia Copernicana*, 8(2), 199–220. doi: 10.24136/oc.v8i2.13
3. *Remigijus Čiegis, Aidan Dilius, Karolis Andriuškevičius (2017)*. An Assessment of Impact of Income Inequality on Sustainable Economic Growth in the Context of Saving // *Inžinerine Ekonomika-Engineering Economics*.
4. *Remigijus Čiegis, Karolis Andriuškevičius (2016)*. Tarpusavio ryšiai tarp susijungimų ir įsigijimų sandorių ir nacionalinių valstybių ekonomikų // *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai / Applied Economics: Systematic Research 2016*. Volume 10, Issue 1.
5. *Karolis Andriuškevičius*. Opportunities and challenges of value creation through merger and acquisitions in cyclical economies // 20th International Scientific Conference Economics and Management - 2015 (ICEM-2015). *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 213 (2015) 764 – 769.
6. *Remigijus Čiegis, Karolis Andriuškevičius (2015)*. Interlinkages between mergers and acquisitions and economic cycle: turning challenges into opportunities // *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai / Applied Economics: Systematic Research 2015*, nr. 9(2)

**Disertacijos struktūra ir apimtis.** Disertaciją sudaro įvadas, keturios dalys, išvados, literatūros sąrašas ir priedai. Disertaciją sudaro 174 puslapiai (be priedų), 21 lentelė, 32 paveikslai, 1 priedas; panaudoti 185 literatūros šaltiniai.

# 1. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ RINKA: IŠTYRIMO LYGIS IR VERTĖS KŪRIMO TEORINIS PAGRINDIMAS

Šiame disertacijos skyriuje iš mikro- ir makro ekonomikos perspektyvos nagrinėjami susijungimų ir įsigijimų sandoriai, tiriamas susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos mokslinis ištyrimo lygis ir pristatomos vertės kūrimo susijungimų ir įsigijimų sandoriais potencialo galimybės. Pirmajame disertacijos skyriuje pristatomas su moksliniu tyrimu susijęs problematiškumas ir egzistuojantis kitų mokslininkų bei tyrėjų įdirbis disertacijos tematikoje. Pirmoje skyriaus dalyje susijungimų ir įsigijimų sandoriai analizuojami iš mikroekonominės perspektyvos (tipai ir klasifikacijos, priežastys ir motyvai, sandorių rezultatai ir rezultatų moderatoriai, sandorių bangos). Antroje skyriaus dalyje nagrinėjami susijungimų ir įsigijimų sandorių srautus veikiantys makroekonominiai veiksniai, susijungimų ir įsigijimų sandorių įtaka ekonomikoms ir ekonominė politika susijungimų ir įsigijimų sandorių atžvilgiu. Skyrius baigiamas įžvalgomis apie susijungimų ir įsigijimų abipusį tarpusavio ryšys su makroekonominė aplinka ir ekonominiu augimu.

## 1.1. Teorinis temos pagrindas: mikroekonominė perspektyva

Įmonės visame pasaulyje restruktūrizuoja savo operacijas naudodamos įvairius konsoliduojančių strategijų tipus, ypačingai susijungimus ir įsigijimus, siekdamos įveikti naujo globalizacijos modelio keliamus iššūkius. Tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekis ir vertė stipriai išaugo per pastaruosius du dešimtmečius kaip atsakas į finansinio liberalizavimo politiką, skatinamąsias vyriausybių politikas ir regioninius susitarimus. Susiklosčiusi ekonominė ir politinė situacija lemia, kad pagrindinės temos susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkoje šiuo metu yra:

1. Skatinanti vykdyti sandorius aplinka toliau išlieka. Sandorius vykdančios įmonės ir toliau gali gauti naudos iš susijungimų ir įsigijimų. Tikėtina, kad bendrovės inicijuos tolimesnius sandorius dėl „domino efekto“, pastebėjusios sėkmingus ankstesnių metų rezultatus ir imituodamos konkurentų elgseną. Be to, tikėtina, kad sandoriai bus vykdomi žaliavų sektoriuje.

2. Subalansuotas derinys charakterizuos sandorius: savimi pasitikintys įmonių vadovai disponuoja daugiau nei 6 trilijonais JAV dolerių grynujų pinigų rezervu. Žaliavų kainos išsilaiko rekordinėse žemumose. Privataus kapitalo investiciniai fondai ieško investavimo galimybių.

3. Aktyvūs investuotojai sieks plėtos. Investuotojų akys krypsta nuo Šiaurės Amerikos į Europą, Viduriniuosius Rytus, Afriką ir Japoniją.

Dabartinė susijungimų ir įsigijimų sandorių aplinka susiformavo kaip atsakas į daugybę ekonominių, politinių, institucinių, socialinių, kultūrinių ir organizacinių pokyčių. Siekiant holistiškai įvertinti sandorių rinką ir atsakyti į pagrindinius disertacijos klausimus, visų pirma teorinėje dalyje analizuojami susijungimų ir įsigijimų sandorių tipai, klasifikacijos, priežastys ir motyvai, cikliškumas. Atliekant egzistuojančių empirinių tyrimų kritinę literatūros analizę ir vystant teorinę dalį formuluojamos pirminės hipotezės, kurios bus tikrinamos analitinėje dalyje.

1.1.1. Susijungimų ir įsigijimų sandorių tipai ir klasifikacijos  
Sąvokos „susijungimas“ ir „įsigijimas“ nėra vienodos, tačiau dažnai klaidingai vartojamos lygiagrečiai. 1 lentelėje pateikiamos skirtingų autorių bei šaltinių vartojamos sąvokos, apibrėžiančios susijungimus ir įsigijimus bei nusakančios skirtumus tarp jų.

**1 lentelė.** Susijungimų ir įsigijimų sandorių terminologija

Šaltinis	Sąvoka
2004 m. sausio 20 d. Europos Komisijos reglamentas Nr. 139/2004 dėl įmonių kontrolės koncentracijos (ES susijungimų reglamentas)	Susijungimas – dviejų ar daugiau anksčiau nepriklausomų įmonių arba jų dalių susijungimas. Įsigijimas – dalies arba visos įmonės vertybinių popierių, turto įsigijimas tokiu būdu tiesiogiai ar netiesiogiai perimant kontrolę.
Lietuvos Respublikos 14-asis verslo apskaitos standartas (2007-12-19)	Įmonės įsigijimas – kai įsigyjančioji įmonė, perdavusi turtą, prisiėmusi įsipareigojimus ar išleidusi nuosavybės vertybinius popierius, ima kontroliuoti įsigytosios įmonės grynąjį turtą ir veiklą. Įmonių reorganizavimas jungimo būdu – dviejų ar daugiau įmonių jungimas į vieną įmonę. Verslo jungimai – tiesioginės ar netiesioginės įmonės kontrolės įsigijimas (įmonių jungimas į vieną finansines

	ataskaitas teikiančių ekonominį vienetą), verslo įsigijimas ir įmonių reorganizavimas prijungimo ir sujungimo būdu.
A. J. Sherman, M. A. Hart (2006)	<p>Susijungimas apibrėžiamas kaip dviejų ar daugiau įmonių darinys, kai perkanti įmonė įsigyja perkamos įmonės turtą ir įsipareigojimus. Nors perkanti įmonė gali būti visiškai kitokia organizacija po susijungimo, ji išsaugo savo pirminį identitetą. Pavyzdžiui, 1999 m. susijungė Exxon ir Mobil bendrovės ir tokiu būdu sukūrė ypatingai stiprų rinkos dalyvį energetikoje.</p> <p>Įsigijimas apibrėžiamas kaip turto, padalinio ar visos įmonės įsigijimas. Pavyzdžiui, 2015 m. Anheuser Busch Inbev SA už 104 mlrd. USD įsigijo savo konkurentą SABMiller plc.</p>
Gaughan, P.A. (2015)	<p>Susijungimai įvyksta, ka dvi ar daugiau įmonių (dažnai panašaus dydžio) susitaria suformuoti vieną naują bendrovę, o ne likti atskirai valdomos ir vykdančios nepriklausomas veiklas. Abiejų bendrovių akcijos yra perleidžiamos ir vietoj jų išleidžiamos naujos bendrovės akcijos.</p> <p>Įsigijimo sandoriai įvyksta, kai viena benrovė perima kitą ir aiškiai įsitvirtina kaip naujas savininkas. Teisiniu požiūriu, įsigyjama įmonė nustoja egzistuoti, įsigyjanti įmonė perima verslą ir įsigyjamosios įmonės akcijomis toliau prekiaujama.</p>

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Susijungimai ir įsigijimai (angl. mergers and acquisitions, trumpinama M&A) gali būti apibrėžiama kaip *įmonių strategijos, finansų ir veiklos valdymo sritis, apimanti bendrovių ar reikšmingo turto (verslo) dalies pirkimą ir pardavimą*<sup>1</sup>. Kancerevyčius G. (2009) susijungimus ir įsigijimus apibrėžia kaip *vieną iš restruktūrizacijos (angl. restructuring) formų, kuria siekiama produkto, rinkos, turto naudojimo, finansinių, valdymo struktūrų pokyčių siekiant veiklos efektyvumo padidinimo bei kaštų mažinimo*. 2 pav. pateikiamos pagrindinės įmonių restruktūrizacijos formos.

<sup>1</sup> [http://www.vusif.lt/failai/vilnius-invest/08/M&A\\_sandoriu\\_Lietuvoje\\_ypatumai\\_M.%20Matulaitis.pdf](http://www.vusif.lt/failai/vilnius-invest/08/M&A_sandoriu_Lietuvoje_ypatumai_M.%20Matulaitis.pdf)

## Restruktūrizacijos formos

<p><b>Ekspansinė</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Firmų susijungimai (angl. <i>mergers</i>)</li> <li>• Firmų draugiški ir priešiški perėmimai (angl. <i>friendly/hostile takeover</i>)</li> <li>• bendros firmos (angl. <i>joint venture</i>)</li> </ul>	<p><b>Išpardavimo (angl. sell-offs)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Atskyrimo (angl. <i>spin-offs</i> arba <i>spin-outs</i>)</li> <li>• Atsisakymai (angl. <i>divestitures</i>)</li> <li>• Akcijų atsisakymai (angl. <i>equity carve-out</i>)</li> </ul>	<p><b>Akcininkų struktūros pasikeitimai</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Akcijų supirkimas (angl. <i>stock repurchase</i>)</li> <li>• Apsikeitimo pasiūlymas (angl. <i>stock repurchase</i>)</li> <li>• Skolų akcijas (angl. <i>debt for equity</i>)</li> <li>• Privilegijuotos akcijos akcijas (angl. <i>preferred for common</i>)</li> </ul>	<p><b>Firmos pavertimas atvira (vieša) bendrove (angl. going public)</b></p>	<p><b>Firmos pavertimas uždara bendrove (angl. going private)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• dalinis išpirkimas (angl. <i>leveraged buyout, LBOs</i>)</li> <li>• vadovybės išpirkimas (angl. <i>management buyout</i>)</li> <li>• svertinis išpirkimas (angl. <i>leveraged cash-out, LCO's, defensive recapitalization</i>)</li> </ul>	<p><b>Įmonės kontrolė (angl. corporate control)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Skirtingos akcijų klasės, duodančios skirtingą balsų skaičių (angl. <i>dual capitalization</i>)</li> <li>• Akcininkų kovos (angl. <i>proxy contests/fights</i>)</li> <li>• Supirkimas su premija (angl. <i>premium buybacks</i>)</li> </ul>
--	---	--	--	--	--

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Kancerevyčius, 2009.

### 2 pav. Pagrindinės įmonių restruktūrizacijos formos

Plačiąja prasme susijungimai ir įsigijimai susideda iš susijungimų (angl. *mergers*), įsigijimų (angl. *acquisitions*), draugiškų ir priešišku perėmimų (angl. *friendly/hostile takeovers*), bendrų firmų (angl. *joint ventures*), atskyrimų (angl. *spin-offs* arba *spin-outs*), atsisakymų (angl. *divestitures*), akcijų atsisakymų (angl. *equity carve-out*), akcijų supirkimo (angl. *stock repurchase*), apsikeitimo pasiūlymų (angl. *exchange offer*). Dažnai visi šie terminai naudojami kaip sinonimai, tačiau pabrėžtina, kad jų tikslios reikšmės skiriasi. Pagrindinis skirtumas tarp susijungimo ir įsigijimo yra jo forma ir kaip tai pateikiama rinkai. Jeigu procesas yra draugiškas ir abiem pusėms priimtinas, tai gali būti pateikiamas kaip susijungimas. Jeigu priešiškas – kaip įsigijimas.

Individualioms įmonėms ekonominis susijungimų ir įsigijimų vaidmuo yra padėti pasiekti ar išlaikyti konkurencinį pranašumą skatinant ir prisitaikant prie pokyčių. Ekonomikoms susijungimai ir įsigijimai padeda perkelti pajėgumus nuo žemesnės į aukštesnę pridėtinės vertės kūrimo.

Remiantis Haspeslagh ir Jemison (1991), egzistuoja 4 skirtingos minčių mokyklos (žr. 3 pav.), žvelgiančios į susijungimų ir įsigijimų sandorius iš individualių perspektyvų.



Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis Haspeslagh ir Jemison (1991)

### 3 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandorių minčių mokyklos

Kapitalo rinkų mokykla nagrinėja, kurioms grupėms ir kokia vertė yra sukuriama susijungimų ir įsigijimų sandorių metu. Iš esmės ši mokykla tiria įsigijimų poveikį turto kūrimui visuomeniniu lygiu. Ji taip pat nagrinėja agentų klausimus, investuotojų vaidmenį, skirtumus tarp viešų ir privačių įmonių.

Strateginio valdymo mokykla daugiausia dėmesio skiria diversifikavimo strategijai ir analizei, kaip susiję ir nesusiję įsigijimai veikia vieni kitus. Ši mokykla siekia susieti išsityjamos ir išsityjančiosios įmonės veiklas.

Organizacinio elgesio mokykla sutelkia dėmesį į susijungimų ir įsigijimų sandorių elgsenos poveikį individualiu ir organizaciniu lygiais. Susijungimų sandorių tyrimuose organizacinis elgsenys nagrinėjamas dviem pagrindinėmis kryptimis: kaip žmonės reaguoja į susijungimų sandorius ir kokią įtaką susijungimų sandoriai turi organizacijoms ir žmonėms jose.

Žvelgiant iš proceso perspektyvos, daugiausia dėmesio skiriama vadovybės veiksams, kuriais vadovaujamosi integracijos procese po įsigijimo. Susijungimų ir įsigijimų sandorių nauda ir sinergija priklauso nuo to, kaip veiksmingai ir efektyviai įmonių vadovai valdo posandorinius procesus.

Remiantis Buckley ir Ghauri (2002), pagrindiniai įsigijimų (susijungimų) tipai yra šie:

- *Horizontalieji įsigijimai/susijungimai* – susijungimo tipas, kai susijungiančios kompanijos gamina (parduoda, teikia paslaugas) tokius pačius ar panašius produktus toje pačioje rinkoje. Tokiu įsigijimu siekiama masto ekonomijos gamyboje ir paskirstymo kanaluose, taip pat didesnio svorio rinkoje. Horizontalių įsigijimų/susijungimų pavyzdžiai: Chrysler ir Daimler, Lipton India ir Brooke Bond, UAB „Carlsberg“ ir AB „Švyturys“, AB SEB bankas ir AB Vilniaus bankas, AB „Bryggerigruppen“ ir AB „Kalnapilis“, Banko of Madura ir ICICI Bank, BSES Ltd ir Orissa Power Supply Company, Associated Cement Companies Ltd ir Damodar Cement.
- *Vertikalieji įsigijimai/susijungimai* – susijungimo tipas, kai susijungia dvi kompanijos, dirbančios to paties produkto skirtinguose kūrimo procese etapuose. Dažnu atveju vertikalieji sandoriai įvyksta dėl stiprių kliento ir tiekėjo ryšių. Perkanti firma yra arba įsigyjamos firmos tiekėja, arba produkto pirkėja, klientė. Remiantis praktika, vertikali integracija naudojama, kai tarpinio produkto rinka yra netobula. Pavyzdžiui, dėl išteklių ribotumo arba norint kontroliuoti tarpinio produkto specifikacijas. Vertikalių įsigijimų/susijungimų pavyzdžiai: Time Warner Incorporated ir Turner Corporation, Pixar ir Disney, Time Warner ir AOL, BP ir TNK.
- *Konglomeratiniai įsigijimai/susijungimai* – įmonių, kurių produkcija yra skirtinga, susijungimas. Inicijuojant ir atliekant šiuos sandorius perkanti firma tikisi padidinti savo stabilumą, subalansuoti įmonės pajamų portfelį įsigyjant nesusijusios verslo šakos įmonę. Konglomeratinių įsigijimų/susijungimų pavyzdžiai: Disney Company ir American Broadcasting Company, Philip Morris ir General Foods.
- *Koncentriniai įsigijimai/susijungimai* - perkamos įmonės, susietos panašiais gamybos procesais, technologijomis arba produktų linijomis. Sandoriu siekiama pasinaudoti bendrais ištekliais, bendrais paskirstymo kanalais, žengti į susijusio produkto rinką.

Naudodami tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų sandorių duomenis, Herger ir Mccorriston (2016) tyrė pasirinkimus tarp alternatyvių strategijų, kuriomis tarptautinės įmonės vadovaujasi integruodamos įsigytas įmones į savo organizacinę struktūrą. Remiantis autoriais, išskiriamos 4 pagrindinės tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų sandorių strategijos: grynasis horizontalusis, grynasis vertikalusis, grynasis konglomeratas ir

likutinis (kompleksinis) susijungimų ir įsigijimų sandoris. Žvelgiant iš šios perspektyvos, 2 lentelė apibendrina skirtingus tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų sandorių strategijų apibrėžimus.

2 lentelė. **Tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų sandorių strategijos ir jų apibrėžimai**

<i>Strategija</i>	<i>Apibrėžimas</i>
Grynasis horizontalusis	Produkcijos replikacija įsigyjant užsienio objektą toje pačioje pramonės šakoje ir toje pačioje tiekimo grandinės grandyje.
Grynasis vertikalusis	Gamybos suskaidymas įsigyjant užsienio objektą kitoje pramonės šakoje ar gamybos stadijoje, bet esantį toje pačioje vertės grandinėje.
Grynasis konglomeratas	Susijungiančios įmonės nėra nei horizontaliai susijusios toje pačioje pramonės šakoje, nei vertikalčiai susijusios per tiekimo grandinę.
Likutinis (kompleksinis)	Tais atvejais, kai klasifikacija yra neaiški (arba tarptautinė įmonė vykdo sudėtingą strategiją)

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Herger ir Mccorrison (2016)

Herger ir Mccorrison (2016) pažymi tris naujas tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų sandorių charakteristikas. Pirma, horizontalūs ir vertikalūs tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai yra santykinai stabilūs laikui bėgant. Antra, didelė dalis sandorių yra konglomerato įsigijimai. Juose finansų sektoriui yra ypač svarbus segmentas. Trečia, į bangą panašus tarpvalstybinių susijungimų ir sandorių audimas visų pirma kyla dėl konglomerato veiklos pokyčių.

#### 1.1.2. Susijungimų ir įsigijimų sandorių priežastys ir motyvai

Haleblian J., Devers E.C. ir kt. (2009) struktūrizavo įvairių susijungimų ir įsigijimų sandorių, nagrinėjančių empirinių tyrimų vadybos, ekonomikos, finansų, buhalterijos ir sociologijos srityse, rezultatus bei pastebėjimus. Autoriai siūlo į susijungimus ir įsigijimus žvelgti iš holistinės perspektyvos. Jų siūlomas modelis integruoja bei konsoliduoja įvairių empirinių tyrimų rezultatus ir įvairiapusiai aprašo susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aplinką. 4 pav. pateikiamas autorių siūlomas modelis literatūrinės medžiagos ir empirinių tyrimų klasifikaciją skirstyti į 4 plačias kategorijas:

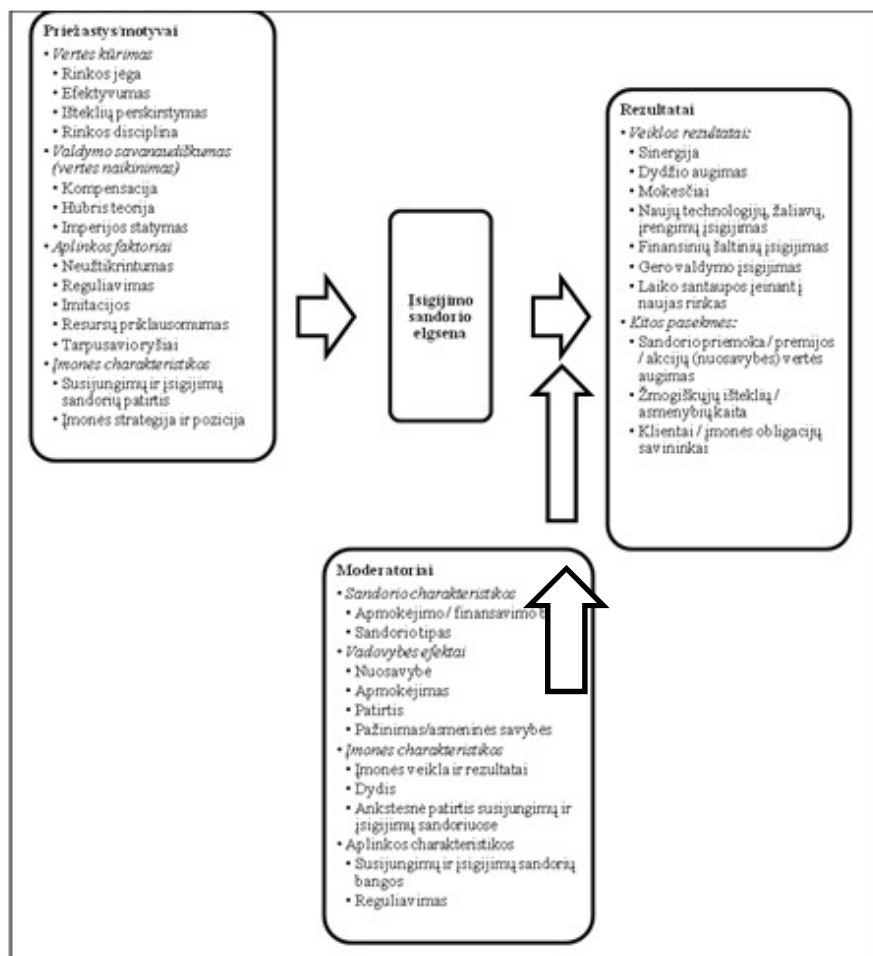


1. Studijas, nagrinėjančias priežastis, skatinančias įmones vykdyti susijungimų ir įsigijimų sandorius;
2. Tyrimus, kurių objektas yra įsigijimų ir susijungimų sandorio elgsena;
3. Tyrimus, nagrinėjusius moderatorius, vidinius ir išorinius faktorius, veikiančius susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus;
4. Mokslinius darbus, aprašančius susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus.

Visų pirma, Haleblan J., Devers E.C. ir kt. (2009) pastebi įvairiose studijose atliktus susijungimų bei įsigijimų sandorių priežasčių bei motyvų tyrimus. Antra koncentrine mokslinių tyrimų sritimi autoriai išskiria susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų ir pasekmių moderatorius, t.y. vidinius bei išorinius veiksnius veikiančius susijungimų bei įsigijimų sandorių rezultatus. Nors dauguma atliktų tyrimų patvirtina, jog vidutiniškai įsigijimo sandoriai nėra naudingi įsigyjančioms įmonėms, visgi yra veiksniai ir situacijų grupė (moderatoriai), teigiamai veikiančių sandorių rezultatus. Trečia, autoriai išskiria didelę empirinių tyrimų dalį nagrinėjančią susijungimų ir įsigijimų rezultatus ir pasekmes.

Žemiau aptariami svarbiausi darbai ir empiriniai tyrimai, kuriais siekiama apibendrinti 4 pav. siūlomą modelį, aprašantį literatūrinės medžiagos ir empirinių tyrimų klasifikaciją.

**Susijungimų ir įsigijimų sandorių priežastys.** Novickytė L., Šileika T. (2010) analizuodami pagrindinius įmonių susiliejumus ir įsigijimus skatinančius strateginius tikslus ir motyvus įvardino laukiamus sinerginius rezultatus kaip pagrindinį faktorių, skatinantį įmonių susiliejumus ar įsigijimus. Literatūroje skiriamos keturios pagrindinės sinergijos rūšys: kaštų, pajamų, rinkos galios ir neapčiuopiama – nemateriali sinergija.

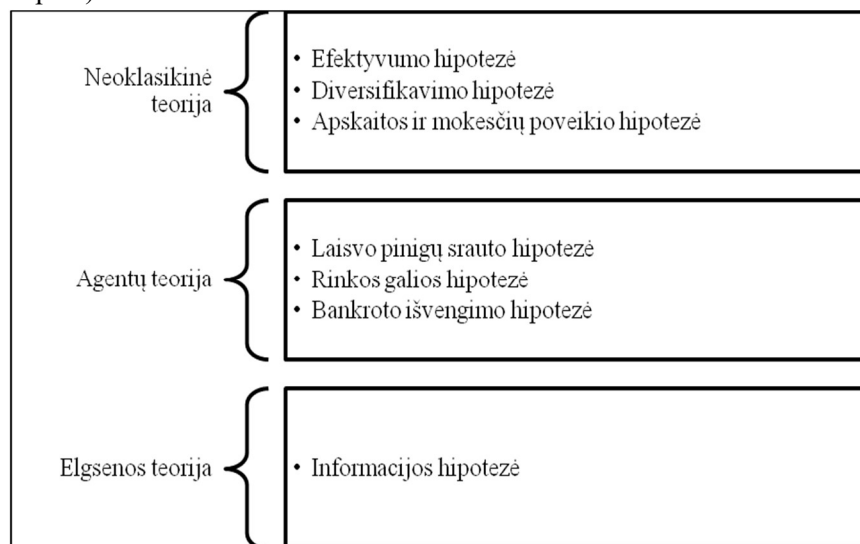


Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Haleblian J., Devers E.C. ir kt. (2009,) ir Kancerevyčius (2009)

#### 4 pav. Susijungimų ir įsigijimų literatūros apžvalga

Literatūroje yra išskiriamos įvairios teorijos, aiškinančios susijungimų ir įsigijimų sandorių motyvus. Harford (2011), apibendrinamas susijungimų ir įsigijimų vyksmo motyvus, nurodo, kad susijungimus ir įsigijimus aiškinantys motyvai ir priežastys gali būti skirstomos į neoklasikinės, agentų ir elgsenos teorijas. Novickytė ir Saikevičius (2013), remdamiesi Harford (2011) tyrimu, išplečia teorinius susijungimų bei įsigijimų sandorių motyvus bei Harford (2011) įvestą modelį. Remiantis autoriais, susijungimų ir įsigijimų sandorių

sudarymas gali būti grindžiamas neoklasikine, agentų ir elgsenos teorijomis (žr. 5 pav.)



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Novickytė, Saikevičius, 2013

### 5 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandorių sudarymą aiškinančios teorijos

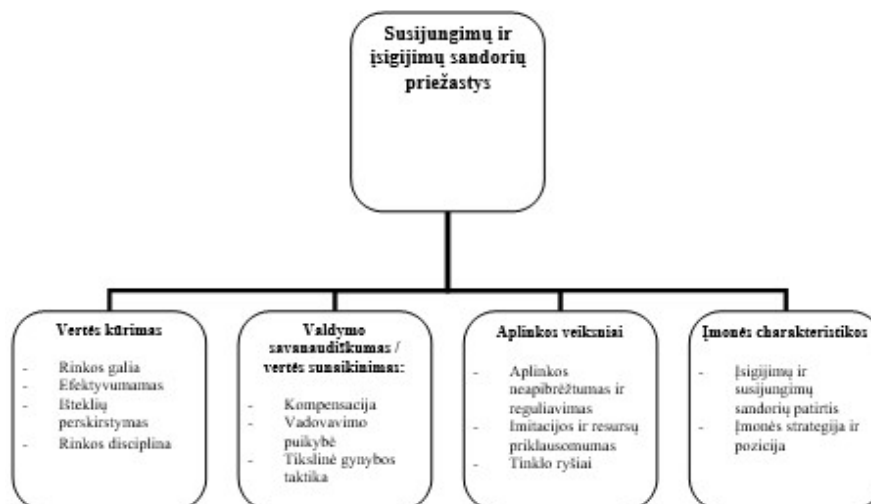
*Neoklasikine teorija* aiškinami ir grindžiami susijungimai ir įsigijimai, kuriuos sukelia ekonominiai sutrikimai, dėl kurių vyksta ekonomikos sektoriaus pertvarkymas. Teigiama, kad rinkoje įvyksta įmonės veiklos rezultatų gerinimas ir (ar) motyvacija atlikti veiklos perskirstymą naudojant susijungimų ir įsigijimų sandorius, kai ekonomikoje susiformuoja technologiniai, reguliavimo arba ekonominiai šokai. Apibendrinant, remiantis neoklasikine susijungimų bei įsigijimų rinkos hipoteze, susijungimai bei įsigijimai vyksta dėl atsiradusių reorganizacinių bei sinergijos galimybių ryšium su ekonominiais, technologiniais bei reguliavimo pokyčiais. *Agentų teorijoje* yra aiškinamas įmonės savininkų ir jos vadovų ryšys. Ja remiantis egzistuoja dvilypis konfliktas tarp įmonės savininkų ir įmonei vadovaujančių asmenų: pirmu atveju – yra skirtinga akcininkų ir vadovų įmonei nustatytų tikslų ir uždavinių samprata bei jų įgyvendinimas, antru atveju – abi pusės skirtingai vertina riziką. Remiantis *elgsenos teorija*, svarbus vaidmuo tenka informacijos hipotezei, pagal kurią įmonės susijungimų bei įsigijimų sandoriai vykdomi remiantis turima informacija. Šios teorijos prielaidos yra tai, jog efektyvios kapitalo rinkos neegzistuoja, bendrovių vadovai nesiekia akcininkų gerovės maksimizavimo. Ši teorija atsižvelgia į psichologinius žaidėjų

aspektus bei faktą, jog dauguma susijungimų bei įsigijimų įvyksta akcijų rinkų bumo metu. Prie elgsenos teorijos priskiriamos įvairios hipotezės. Pavyzdžiui, remiantis puikybės (angl. hubris) hipoteze (Roll 1986), per didelė vadovų arogancija ir pasitikėjimas savimi sudaro sąlygas vadovams pervertinti susijungimo ir įsigijimo naudą ir tai lemia, jog gali būti permokėta už įsigyjamą.

Susisteminę literatūrą, Haleblan J., Devers E.C. ir kt. (2009) siūlo susijungimų ir įsigijimų sandorių priežastis skirstyti į keturias bendras kategorijas: vertės kūrimo (angl. value creation), valdymo savanaudiškumas/vertės sunaikinimas (angl. managerial self-interest / value destruction), aplinkos veiksniai (angl. environmental factors) ir įmonės charakteristikos (angl. firm characteristics). Autorių siūlomas modelis pateikiamas 6 pav. Remiantis šiuo modeliu, toliau pateikiamos kiekvienos kategorijos interpretacijos.

**Vertės kūrimas** kaip susijungimų ir įsigijimų sandorių priežasčių kategorija susideda iš kelių komponentų:

-*Rinkos galia*. Rinkos galia gali būti laikoma mėginimu atimti dalį vartotojų naudingumo ir vertės. Finansų literatūra nagrinėjo konkurencinių įmonių akcijų kainų reakcijas į horizontalius susijungimus ir pirmoji mėgino ištirti rinkos galios hipotezės idėją, tvirtinančią, kad sektoriuje esant mažiau įmonių išauga įmonių kainų nustatymo galia. Nors ankstyvuose tyrimuose nepatvirtinta, kad rinkos galia skatina įsigijimus (Eckbo, 1983; Stillman, 1983), kai kurie ekonomistai kritikavo rezultatus, kadangi tyrimuose buvo naudojami stambūs konkurentai, plataus produktų portfelio įmonės, kurios gaudavo tik mažą savo pajamų dalį iš veikianos rinkos. Be to, pastebėta, kad po nagrinėjamo laikotarpio buvo vykdomi reikšmingų antimonopolinių teisės aktų įteisinimai. Prager (1992) nagrinėjo ankstyvuosius 1900-uosius, laikotarpį, kuriame augo antimonopolinių įstatymų ir diversifikuotų įmonių skaičius. Mokslininkas nustatė, kad konkurencinių įmonių geležinkelio pramonėje akcijų kainos augo sandorio paskelbimo savaitės laikotarpiu. Šie rezultatai remia rinkos galios hipotezę. Kim & Singal (1993) tyrė avialinijų susijungimų rinką 1980-aisiais ir pastebėjo, kad maršrutų, kuriuos aptarnavo susijungimus ar įsigijimus vykdžiusios įmonės, kainos kilo lyginant juos su maršrutais, kurie nebuvo vykdomi sandorius vykdžiusių bendrovių. Apibendrinant, riboti empiriniai rezultatai identifikuoja rinkos galią kaip susijungimų ar įsigijimų motyvą.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Haleblan J., Devers E.C. ir kt. (2009)

### 6 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandorių priežasčių kategorijos

-*Efektyvumas*. Ekonomistai siekė įvertinti, ar įsigijimai yra motyvuojami noru padidinti efektyvumą ir sumažinti vertės kūrimo kaštų pusę. Remdamiesi efektyvumo motyvu, Banerjee ir Eckard (1998) nustatė, kad rinkos kėlė horizontalių susijungimų kainą pirmosios susijungimų bangos metu. Be to, McGuckin & Nguyen, 1995 nustatė, jog ilgalaikiu laikotarpiu padidėja gamyklų produktyvumas. Banker Chang, ir Cunningham (2003) nustatė, jog susijungimai ir įsigijimai skatina viešojo sektoriaus apskaitos paslaugų teikimą.

-*Išteklių perskirstymas*. Mokslininkai teigė, jog įmonių vadovai mato horizontalius susijungimus ir įsigijimus kaip priemones palengvinti turto perskirstymą ir kompetencijų perkėlimą siekiant masto ekonomijos. Ryšium su šiuo argumentu, Capron, Dussauge ir Mitchell (1988) nustatė, kad horizontalūs įsigijimai dažnai veda prie reikšmingo resursų pergrupavimo tarp įsigyjančių ir įsigyjamų įmonių. King, Slotegraaf ir Kesner (2008) parodė, kad įsigyjančios įmonės nenormali grąža (angl. abnormal returns) yra susijusi su įsigyjančios ir įsigyjamos įmonės resursų papildomumu. Karim ir Mitchell (2000) nustatė, kad įsigijimus vykdančios įmonės demonstravo didesnius pasikeitimus išteklių rinkiniuose nei įsigijimų nedarančios bendrovės. Tiksliau, įsigyjančios įmonės padidino išteklių rinkinius tiek pridėdant prie esamų sričių stiprinimo, tiek perkeldami išteklius į naujas sritis. Uhlenbruck,

Hitt, ir Semadeni (2006) rėmėsi išteklių ir organizacinio mokymosi perspektyva siekdami įrodyti, kad neprisijungusios įmonės naudojo įsigijimus siekdamos įgyti ribotus internetinių įmonių išteklius. Autoriai parodė, jog tokiu būdu įsigyjančios įmonės patyrė teigiamą grąžą. Puranam and Srikanth (2007) demonstravo, kad įsigyjančios įmonės kaip priemonę tikslui pasiekti (angl. leverage) naudojo inovatyvius įsigyjamos įmonės išteklius integruodamos šiuos resursus į įsigyjančios įmonės išteklius. Šie rezultatai atitinka tyrimus, patvirtinančius, kad rinkos pozicija ir į įsigijimus įsitraukusių įmonių ištekliai veikia produktų rinkos veikimą ateityje (Lubatkin, Schulze, Mainkar, & Cotterill, 2001).

-*Rinkos disciplina*. Papildomi finansų tyrimai rodo, kad įsigijimai ir susijungimai didina vertę, kai jie naudojami drausminti ir disciplinuoti neveiksmingus ir neefektyvius vadovus. Remiantis agentų teorija (angl. agency theory), susijungimai ir įsigijimai gali padėti apsaugoti akcininkus nuo prasto valdymo (Jensen, 1986; Jensen & Ruback, 1983). Tyrimai parodė, kad įsigytų įmonių vadovai dažnai po sandorių įvykimo būna atleisti (Agrawal & Walkling, 1994; Martin & McConnell, 1991). Be to, studijos parodė, kad palyginus su kitais vadovais, gaunančiais per didelius naudų paketus įsigytų įmonių vadovų atlyginimai būna dažnai sumažinami po įsigijimų ir įsigijimų sandorių įvykdymo (Agrawal & Walkling, 1994). Numanoma rinkos disciplinos prielaida yra ta, kad prastai valdoma įmonė yra žemai vertinama rinkos ir dėl to yra perimamos aukščiau vertinamų bendrovių (aukštai vertinamos įsigyja žemai vertinamas). Tačiau Rhodes-Kropf and Robinson (2008) parodė, kad ne aukšto turto vertės įmonės perka žemos turto vertės bendroves, o panašaus turto vertinimo įmonės yra linkusios vykdyti įsigijimus (panašios perka panašias). Apibendrinant, nors įmonė gali norėti susijungti su stipresne bendrove, tokiu atveju, jos tikriausiai sumažino derybinę galią. Remiantis empirinių tyrimų rezultatais, turto kokybės papildomumas daro įtaką susijungimų ir įsigijimų sandoriams. Panašios kokybės įmonės suranda viena kitą. Aukštos buhalterinės vertės įmonės įsigis aukštos buhalterinės vertės įmones ir silpnos įmonės įsigis silpnas įmones. Vadovaujantis šia logika, Wang and Zajac (2007) išteklių panašumas tarp įmonių padidina įsigijimo tikimybę per aljansą.

Įdomu tai, jog nors daug studijų daro prielaidą, kad įsigijimais siekiama maksimizuoti akcininkų vertę (pvz.: rinkos galia, efektyvumas, resursų persikirstymas, rinkos disciplina), nemaža tyrimų dalis daro priešingą prielaidą – įsigijimai naikina akcininkų vertę dėl vadovų siekių maksimizuoti savo asmeninius interesus.

**Valdymo savanaudiškumas/vertės**

**sunaikinimas** kaip susijungimų ir įsigijimų sandorių priežasčių kategorija susideda iš kelių komponentų:

-*Kompensacija*. Finansų ir valdymo mokslininkai grindžia svarbius ryšius tarp aukštesnės pakopos kompensavimo ir nuosavybės ir įsigijimo elgsenos. Pavyzdžiui, tyrimai parodė, kad sektoriai su didesne vadovų (angl. chief executive officer, CEO) kompensacija įprastai demonstruoja didesnius įsigijimų ir susijungimų aktyvumus (Agrawal & Walkling, 1994). Be to, akcijų paskyrimas vadovams ir direktoriams taip pat yra susijęs su tikslų suderinamumu ir skatina įsigijimų ir susijungimų aktyvumą. Agentų teorija teigia, kad atlyginimo sutartys turi būti sukurtos sumažinti vadovų optimizmą ir suderinti vadovų ir akcininkų interesus. Nepaisant to, auganti literatūros dalis pažymi savanaudiškas paskatas vykdyti susijungimus ir įsigijimus dėl išaugančios kompensacijos. Be to, vadovavimas didelėms įmonėms padidina vadovų laisvę ir galią, kuri leidžia vadovams dar labiau įsitvirtinti ir sumažinti jų įdarbinimo riziką (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Halebian & Finkelstein, 1993; Hambrick & Finkelstein, 1987).

-*Vadovavimo puikybė (angl. managerial hubris)*. Be kompensacijos, kiti empiriniai tyrimai parodė, kad vadovų pasitikėjimas ir asmeninio ego patenkinimas daro įtaką įsigijimų ir susijungimų aktyvumui ir elgsenai. Finansų tyrėjai buvo pirmieji paskelbę vadovų puikybę – perdėtą pasitikėjimą savimi – kaip galimą susijungimų ir įsigijimų motyvą (Roll, 1986). Malmendier and Tate (2008) nustatė, kad perdėtai pasitikintys vadovai pervertina savo gebėjimus generuoti grąžą. Dėl to už įsigyjamas įmones dažnai būna permokama ir sandoriai potencialiai naikina įsigyjamos įmonės vertę. Be to, buvo nustatyta, jog šis efektas yra ypač būdingas įmonėms, turinčioms vidinio finansavimo galimybes.

-*Tikslinė gynybos taktika*. Be abejonės, tikslinė gynybos taktika yra sukurta siekiant patenkinti vadovų savanaudiškumą akcininkų sąskaita. Finansų ir valdymo tyrėjai susidomėjo ir nagrinėjo gynybos taktikos pasekmes susijungimams ir įsigijimams. Įdomu tai, jog nors savanaudiškas vadovų elgesys kartais veda prie įsigijimų ir susijungimų sandorių, neefektyvus valdymas, kuris gali sekti savanaudišką veiklą tuo pačiu gali vesti prie rinkos disciplinuojamos įsigijimų ir susijungimų veiklos. Apibendrinant, susijungimai ir įsigijimai yra potencialiai vykdomi ir dėl vertę keliančių ir dėl vertę griaujančių motyvų.

**Aplinkos veiksniai** kaip susijungimų ir įsigijimų sandorių priežasčių kategorija susideda iš kelių komponentų:

-*Aplinkos neapibrėžtumas ir reguliavimas.* Strateginio valdymo tyrėjai atkreipė dėmesį į tai, ar aplinkos ir įmonės strategijos ryšys motyvuoja susijungimų ir įsigijimų elgseną. Kai kurie tyrimai parodė, kad aplinkos neapibrėžtumas daro įtaką, ar įmonės pasirenka įsigijimus, ar ieško bendradarbiavimo būdų. Studijos parodė, kad nors aplinkos neapibrėžtumas padidino bendradarbiavimo tikimybę lyginant su įsigijimu (Folta, 1998), ji taip pat padidino įsigijimo tikimybę lyginant su licencine sutartimi (Schilling & Steensma, 2002). Bergh and Lawless (1998) parodė, kad stipriai diversifikuotos įmonės yra labiau linkusios vykdyti įsigijimus mažiau neapibrėžtoje aplinkoje, o mažiau diversifikuotos įmonės aktyviau susijungimų ir įsigijimų sandorius vykdo labiau neapibrėžtoje aplinkoje. Nagrinėjant aplinkos veiksnių įtaką iš skirtingų perspektyvų, finansų tyrėjai atskleidė, kad išorės valdymo struktūros veikia įsigijimų tikimybę. Tiksliau buvo nagrinėjama reguliavimo veiksnių įtaka susijungimų ir įsigijimų elgsenai. Šių studijų rezultatai parodė, kad antimonopoliniai įstatymai netrukdo susijungimų ir įsigijimų veiklai (Matsusaka, 1996). Be to, šalys su aukštais apskaitos standartais ir stipria akcininkų apsauga turi didesnę susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumą (Rossi & Volpin, 2004). Nuodėmingų pramonės šakų (angl. sin economies) tokių kaip tabakas, alkoholis, lošimai reguliavimas galėjo paskatinti įmones vykdyti vietinę plėtrą per diversifikuojančius įsigijimus ir susijungimus siekiant politinės galios, kuria siekiama sušvelninti reguliavimo išlaidas (Beneish, Jansen, Lewis, & Stuart, 2008).

-*Imitacijos ir resursų priklausomumas.* Sociologai taip pat domėjosi, kodėl įmonės vykdo susijungimų ir įsigijimų sandorius. Išplėsdami tarp-organizacinės imitacijos teoriją (angl. interorganizational imitation theory) Stearns and Allan (1996) nustatė, kad šalutiniai aktoriai inicijavo inovacijas, kurios leido vykdyti susijungimų ir įsigijimų sandorius. Kai šie aktoriai tapo vis sėkmingesni, kiti imitavo jų inovacijas. Remiantis išteklių priklausomumo teorija ir siekiant įvertinti tikimybę tapti įsigijimo taikiniu, Palmer, Zhou, Barber, and Soysal (1995) parodė, kad nors pajėgumų apribojimai kituose sektoriuose suteikė 1960-ųjų konglomeratinių susijungimų bangos metu paskatų siekti draugiškų partnerių susijungimų ir įsigijimų sandoriuose, kai kuriais atvejais pajėgumų apribojimai padarė juos taikiniais nesusijusiuose sektoriuose. Casciaro and Piskorski (2005) parodė, kad nors dviejų įmonių tarpusavio priklausomybė buvo pagrindinis susijungimų ir įsigijimų elgsenos veiksnys tarp-sektoriniuose sandoriuose, jėgos ir pajėgumų disbalansas tarp šių dviejų įmonių veikė kaip kliūtis jų kombinacijai ir bendram veikimui.

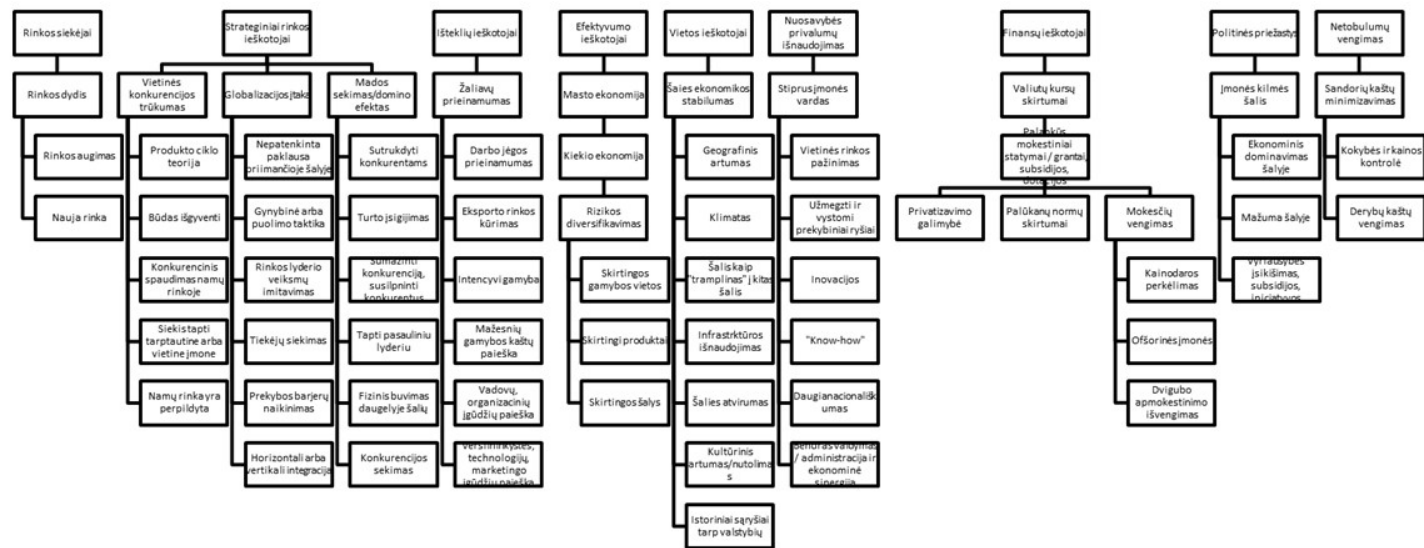


-*Tinklo ryšiai*. Remiantis Granovetter (1973) sukurta tinklo ryšių teorija ir vėliau vykdytais tyrimais, valdymo tyrėjai išryškino tinklo ryšių svarbą kaip veikiančią susijungimų ir įsigijimų elgseną. Pavyzdžiui, Haunschild (1993) nustatė, kad vadovai imitavo susijungimų ir įsigijimų sandorių veiklas įmonių, su kuriomis jie buvo susiję per valdybas ar kitus ryšius. Vėlesni darbai parodė, kad dabartinis įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekis yra tiesiogiai susijęs su partnerių atliktais sandoriais (Haunschild & Beckman, 1998). Šie tyrimai identifikuoja vadovų norus pasiekti tarpusavio izomorfizmą kaip svarbų motyvą inicijuoti ir vykdyti susijungimų ir įsigijimų sandorius.

**Įmonės charakteristikos** kaip susijungimų ir įsigijimų sandorių priešasčių kategorija susideda iš kelių komponentų:

-*Įsigijimų ir susijungimų sandorių patirtis*. Valdymo literatūra domėjosi, kokią motyvuojančią įtaką turi įmonės patirtis. Susijungimai ir įsigijimai yra puikus kontekstas studijuoti organizacijos mokymąsi, nes susijungimai ir įsigijimai yra strategiškai reikšmingi, diskretūs įvykiai. Be to, atsižvelgiant į tai, kad jie įvyksta kelis kartus bendrovės istorijoje, mokslininkai turi galimybę įvertinti, ar sandorių veikla ir rezultatai buvo pagerinti įgyjant daugiau patirties. Halebian, Kim, & Rajagopalan (2006) atlikti įsigijimo patirties tyrimai parodė, kad nauja sandorių patirtis yra susijusi su vėlesnių sandorių tikimybe. Be to, studijos parodė, jog konkretaus tipo sandorių patirtis (pvz.: vertikalus-, horizontalus sandoris, produkto pratęsimas) padidina tikimybę tokio paties sandorio tipo ir atitinkamai sumažina skirtingų tipų sandorių tikimybę. Susiję darbai hipotizuoja, kad pasikartojantys procesai skatina pasikartojančią elgseną. Baum, Li, ir Usher (2000) identifikavo, kad įmonės įsigydavo kitas įmones, kurios buvo geografiškai ir organizaciniai panašios į jų naujausius sandorius. Be to, jie taip pat pasiūlė, kad šalia pačios įmonės patirties, netiesioginis mokymasis įtakojo susijungimų ir įsigijimų elgseną. Buvo nustatyta, kad bendrovės imituoja kitų žymių ir panašių įmonių vietos pasirinkimą ir įsigijimų sandorius.

-*Įmonės strategija ir pozicija*. Remiantis šia sritimi, įmonės strateginė pozicija ir ketinimai turi didelę galią daryti įtaką susijungimų ir įsigijimų elgsenai. Tarptautinės strategijos kontekste studijų rezultatai rodo, kad turinčios globalią strategiją bendrovės turi didesnę dalį plyno lauko filialų. Bendrovės besivadovaujančios keletu vidaus rinkų strategija turi didesnę dalį įsigijimų (Harzing, 2002). Be to, Graebner and Eisenhardt (2004) verslios įmonės kontekste nustatė, kad bendrovės su „sudėtingomis strateginėmis kliūtėmis“ (pvz.: vadovų kaita, finansavimo problemos, problemos su tiekėjais) dažniau būdavo įsigijamos nei neturinčios šių problemų.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Aristidės ir kt. (2013)

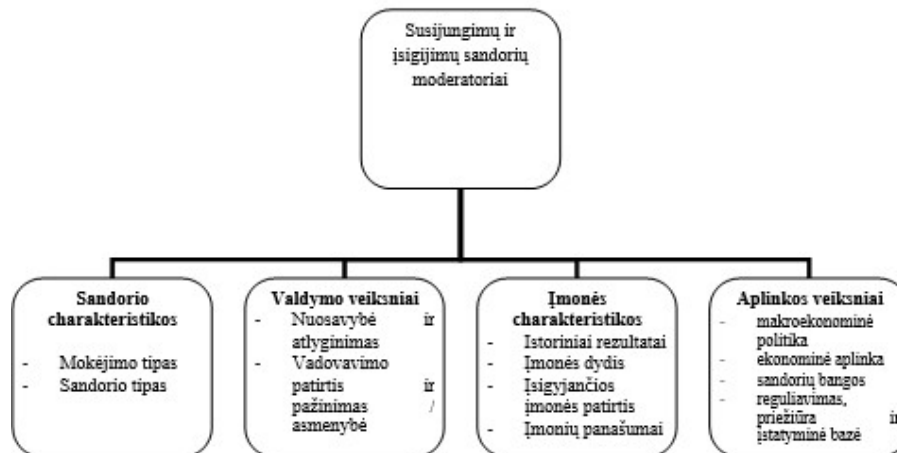
### 7 pav. Universalios teorijos, aiškinančios susijungimus ir įsigijimus

Aristidis ir kt. (2013) savo knygoje pažymi, jog susijungimai ir įsigijimai formuoja tiesioginių užsienio investicijų kertinę dalį ir siūlo universalų susijungimus ir įsigijimus aiškinančių teorijų modelį, kuris vaizduojamas 7 pav. Remiantis Aristidis ir kt. (2013), susijungimais ir įsigijimais įmonės siekia rinkų, strateginių rinkų, išteklių, efektyvumo, vietos, nuosavybės privalumų išnaudojimo, finansų, veikia vedami politinių priežasčių ir vengia netobulumų.

### 1.1.3. Susijungimų ir įsigijimų sandorių moderatoriai

Ankstesniuose skyriuose pažymėta, kad įvairūs skirtingų disciplinų faktoriai yra naudojami siekiant paaiškinti, kodėl įmonės vykdo susijungimų ir įsigijimų sandorius. Natūraliai kyla klausimas, kurie faktoriai ir kokiomis sąlygomis turi didžiausią įtaką sandorių elgsenai.

Atsižvelgiant, kad dauguma įsigyjančių įmonių negauna naudos iš įsigijimo sandorių, mokslininkai vis labiau domėjosi ir domisi išskirtinėmis situacijomis, kurios leidžia mažumai įsigyjančių bendrovių sandoriais sukurti vertę. Šių tyrimų rezultatai atskleidė keletą faktorių - moderatorių, kurie veikia įsigijimų – rezultatų ryšius. Šie faktoriai gali būti suskirstyti į 4 analizės lygius: sandorio charakteristikas, valdymo veiksnius, įmonės charakteristikas ir aplinkos veiksniai (žr. 8 pav.).



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Aristidis ir kt. (2013)

### 8 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų moderatoriai ir jų kategorizavimas

Remiantis atlikta literatūros analize, keletas **sandorio charakteristikų** veikia susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus.

*Mokėjimo tipas.* Vienas pagrindinių argumentų teigia, kad vadovai finansuoja įsigijimus grynais pinigais, kai jie suvokia, jog jų įmonės yra nuvertintos ir akcijomis, kai jų įmonės yra pervertintos (King et al., 2004). Remiantis šiuo požiūriu, rinka turėtų suprasti, jog akcijomis finansuojami sandoriai signalizuoja, kad pasiūlymą teikiančios įmonės akcijos yra pervertintos (Loughran & Vjih, 1997). Hayward (2003) teigia, kad stiprūs bankai su specializuota patirtimi ir pajėgumais greitai išnaudoja savo galimybes ir nukreipia klientus į kompleksinius sprendimus tokius kaip akcijomis finansuojami sandoriai. Be to, jis nustatė, kad investicinių bankų naudojimas konsultuojant ir patariant vykdyti akcijomis finansuojamus sandorius dažnai žaloja ir neigiamai veikia įsigijančios įmonės rezultatus.

Nepaisant motyvacijos renkantis sandorio finansavimo šaltinius, keletas studijų parodė, kad grynaisiais pinigais finansuojami sandoriai yra naudingesni arba bent jau mažiau žalingi įsigijančios įmonės akcininkams (Carow et al., 2004; Huang & Walkling, 1987; Loughran & Vjih, 1997; Travlos, 1987). Tačiau šie įrodymai nėra tokie paprasti ir visiškai neiginčytini. Pavyzdžiui, Healy et al. (1992) nustatė, kad sandorio finansavimo būdas neturi jokios įtakos įsigijančios įmonės apskaitos rezultatams. Heron ir Lie (2002) nenustatė jokių operatyvinių rezultatų skirtumų tarp grynaisiais pinigais ir akcijomis finansuojamų sandorių. Kitavertus, Heron ir Lie (2002) tyrimo rezultatai parodė, kad akcijomis finansuojami sandoriai veda prie žemesnių akcijų rinkos gražos rezultatų sandorių paskelbimo ir po-sandorinio laikotarpio metu negu grynaisiais pinigais finansuojami sandoriai. Naudodami serijinių dažnai įsigijimus darančių įmonių duomenis, Fuller, Netter, ir Stegemoller (2002) pažymi, kad nepaisant sandorio finansavimo tipo, vieši įsigijimai (angl. public acquisitions) veda prie statistiškai nereikšmingų įsigijančios įmonės vertės pokyčių sandorius finansuojant grynaisiais pinigais arba akcijų ir grynujų pinigų kombinacija, o sandorių finansavimas tik akcijomis veda prie statistikai reikšmingų negatyvių rezultatų.

Žvelgdami į mokėjimo metodą iš kitos perspektyvos, Bharadwaj and Shivdasani (2003) nustatė, kad visiškai bankų finansuojami sandoriai vedė prie aukštos sandorių paskelbimo gražos. Remiantis tuo, siūloma, kad banko skola veikia kaip įsigijančios įmonės sertifikavimas ir stebėseną. Louis (2005) pažymi stebėsenos svarbą nustatydamas, kad įsigijančios įmonės, kurios yra

audituojamos „Big 4“ audito įmonių<sup>2</sup>, patyrė didesnius gražos efektus nei įmonės, kurios nėra audituojamos „Big 4“ audito įmonių. Šis efektas buvo stipresnis privačioms įmonėms ir tuo atveju, kai auditoriai turėjo konsultacinius pajėgumus. Išnagrinėję Vakarų Europos bendrovių sandorius, Faccio, McConnell, and Stolín (2006) papildomai pridėjo, kad įsigyjant privačias bendroves patiriama didesnė graža negu įsigyjant viešai listinguojamas įmones. Aiškindami privačios įmonės efektą Hansen and Lott (1996) argumentuoja, kad kai pasiūlymą teikianti įmonė taip pat turi įsigyjamą įmonės akcijų, jai yra nesvarbu, kurioj sandorio dalyje atsiranda nauda. Ryšium su tuo, pasiūlymą teikiančios įmonės graža turėtų būti didesnė įsigyjant privačias bendroves, kur kryžminė nuosavybė yra silpna arba neegzistuojanti. Bae, Kang, and Kim (2002) paremia kryžminės nuosavybės efektą nustatydami, kad nors mažuma Korėjos „chaebol“ įmonių silpnųjų akcininkų patyrė nuostolių dėl sandorių paskelbimo, stambieji pagrindiniai Korėjos „chaebol“ įmonių akcininkai gavo naudos iš šių sandorių dėl tunelio efekto (angl. tunneling effect), t.y. dėl pakilusios įsigyjamų įmonių akcijų vertės, kurių akcininkai jie taip pat buvo.

*Sandorio tipas.* Sandorių tipus nagrinėję tyrimai (Agrawal et al., 1992) parodė, kad konkursinių pasiūlymų (angl. tender offer) rezultatai lenkia susijungimų rezultatus, ypač grynaisiais finansuojamų sandorių atveju.

Remiantis atlikta mokslinės literatūros analize, *nuosavybė ir atlyginimas* bei *vadovavimo patirtis ir pažinimas/asmenybė* yra **valdymo veiksniai**, darantys įtaką susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatams.

*Nuosavybė ir atlyginimas.* Remdamiesi agentų teorijos perspektyva, teigiančia, kad vadovų nuosavybė ir atlyginimas veikia interesų suderinamumą, finansų ir vadybos mokslininkai nagrinėjo įvairių nuosavybės ir atlyginimo schemų įtaką susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatams. Pavyzdžiui, Hubbard and Palia (1995) rado kreivinį ryšį tarp valdymo nuosavybės ir įsigyjamos įmonės gražos paskelbiant sandorį. Graža buvo didžiausia esant vidutinio lygio nuosavybei. Autorių nuomone, esant vidutiniam nuosavybės lygiui, vadovų interesai buvo labiau panašūs į kitų akcininkų. Kita vertus, esant mažai arba dideliai vadovų nuosavybei, vadovų interesai skiriasi nuo kitų akcininkų, už sandorį būna permokama ir tai neigiamai veikia sandorį darančios įmonės akcininkus. Wright et al. (2002)

---

<sup>2</sup> Deloitte Touche Tohmatsu Limited, PricewaterhouseCoopers (PwC), Ernst & Young (E&Y), Klynveld Peat Marwick Goerdeler (KPMG) (<http://www.accountingverse.com/articles/big-4-accounting-firms.html>)

nustatė netiesinius santykius tarp nuosavybės ir įsigijimo sandorio grąžos. Esant vidutinei vadovų nuosavybei, apjungiant įsigyjančios ir įsigyjamos įmonių grąžą sandorių paskelbimo metu ji buvo teigiama. Kita vertus, vadovų akcijų opcionai darė teigiamą tiesioginę įtaką grąžai.

Apibendrinant, tyrimai nagrinėjantys nuosavybės turėjimo ir skatinamojo darbo užmokesčio įtaką susijungimų ir įsigijimų sandorių elgsenai ir efektams turi skirtingus rezultatus. Naujausi finansų ir vadybos srityje atlikti tyrimai rodo, kad vadovai gali užsiimti optimistiniais planais siekdami gauti asmeninės naudos (Devers, Cannella, Reilly, & Yoder, 2007).

*Vadovavimo patirtis ir pažinimas/asmenybė.* Vadovų savybės taip pat buvo pagrįstos kaip stipriai veikiančios sandorių sprendimus ir rezultatus. Pavyzdžiui, rinkos vertina įsigyjamų įmonių vadovų patirtį ir žinias. Po sandorių įvykęs įsigyjamų įmonių vadovų pasitraukimas neigiamai veikia ir sandorio rezultatus (Cannella & Hambrick, 1993; Krishnan, Miller, & Judge, 1997) ir įsigyjančios įmonės pasitenkinimą sandorio sprendimu (Saxton & Dollinger, 2004). Pažinimo įtakos stipriai veikia sandorių sėkmingumą. Pavyzdžiui, užduoties suvokimas, kultūrinės ir politinės savybės (Pablo, 1994), vadovų nepažeidžiamumo suvokimas (hubris; Hayward & Hambrick, 1997) veikia sandorių vertinimą ir rezultatus. Kiti tyrimai parodė, kad aukščiausio lygio vadovų kultūrinių skirtumų tarp įmonių suvokimas neigiamai veikia sandorio paskelbimo grąžą (Chatterjee, Lubatkin, Schweiger, & Weber, 1992) ir interpretavimą po-sandorinių rezultatų (Very, Lubatkin, Calori, & Veiga, 1997). Ši koncepcija yra suderinama su tyrimais, rodančiais, kad strateginiai panašumai ir aljansų patirtis tarp įsigyjančių ir įsigyjamų įmonių padidina sinergijos realizavimą integracijos periodo metu ir ilgu laikotarpiu teigiamai veikia buhalterinę apskaitos grąžą.

**Įmonės charakteristikos** (istoriniai rezultatai, įmonės dydis ir įsigyjančios įmonės patirtis) yra trečia plati veiksnų grupė, kuri, remiantis, atlikta literatūros apžvalga, daro įtaką susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatams.

*Istoriniai rezultatai.* Tyrėjai ypatingą dėmesį skyrė nagrinėti istorinių operatyvinių veiklos rezultatų įtaką susijungimų ir įsigijimų sandoriams. Pavyzdžiui, Heron and Lie (2002) nustatė, kad įsigyjančios įmonės pasižymėjo stipriai veiklos efektyvumu prieš ir po sandorių. Be to, rezultatai pagerėjo, kai įsigyjančios įmonės pasižymėjo aukštu „market-to-book“ rodikliu, o įsigyjamos įmonės žemu „market-to-book“ santykiu. Naudodami kitą veiklos rodiklį, Lang, Stulz, and Walkling (1989) nustatė, kad įsigyjančios įmonės su aukšta Tobin's Q rodiklio reikšme gaudavo daugiau naudos nei

įsigyjančios įmonės su žema Tobin's Q rodiklio reikšme. Be to, įsigyjamoms įmonėms su žema Tobin's Q rodiklio reikšme gaudavo daugiau naudos nei įsigyjamoms įmonėms su aukšta Tobin's Q rodiklio reikšme. Panašiai, Servaes (1991) nustatė, kad įsigyjančių įmonių nenormali grąža (angl. abnormal return) turi tendenciją didėti, kai jos pasižymi aukšta Tobin's Q rodiklio reikšme ir įsigyja įmones su žema Tobin's Q rodiklio reikšme. Tirdami Jenseno (1986) laisvo pinigų srauto hipotezę (angl. free cash flow hypothesis) (įmonės turinčios laisvus pinigų srautus yra labiau linkusios investuoti į neigiamos grynosios dabartinės vertės projektus negu išmokėti juos akcininkams) Lang, Stulz, and Walkling (1991) nustatė, kad įsigyjančių įmonių sandorių paskelbimo grąža yra neigiamai susijusi su pinigų srautais žemu Tobin's Q pasižyminčiomis įsigyjančiomis įmonėmis, bet nesusijusi su pinigų srautais aukštas Tobin's Q reikšmes turinčiomis įsigyjančiomis įmonėmis. Pasižyminčios agentų problema įmonės (žema Tobin's Q reikšmė) dažniau investuodavo į neigiamos grynosios dabartinės vertės projektus (įskaitant susijungimus ir įsigijimus). Sandorio efektyvumas turi tendenciją didėti, kai efektyvios įmonės įsigyja neefektyvias.

*Įmonės dydis.* Mokslininkai taip pat teigė, kad įmonės dydis veikia įsigijimų veiklą ir rezultatus. Kai kuriose studijose nurodoma, kad dideli sandoriai sukėlė teigiamus rezultatus po-sandoriniu laikotarpiu. Healy et al., 1992 grindžia šį reiškinį didesniu turto produktyvumu, o Cornett & Tehranian, 1992 pastebi teigiamą padidėjusį klientų pritraukimą, darbuotojų produktyvumą ir turto augimą. Priešingai, S. B. Moeller, Schlingemann, and Stulz (2004) nustatė, kad maži įsigijimai vykdomi mažų bendrovių vedė prie teigiamų paskelbimo efekto, o dideli inicijuoti stambių įmonių įsigijimai sąlygojo statistiškai reikšmingus nuostolius sandorių paskelbimo metu. Rezultatai identifikuoja, kad didelės įmonės siūlo didesnius sandorio priedus (angl. acquisition premium) negu smulkios bendrovės. Panašiam tyrimui Fuller et al. (2002) padalino įsigyjančių įmonių grąžą palyginant santykinę įsigyjamoms ir įsigyjančioms dydį ir nustatė, kad viešai listinguojamos įmonės, augant santykiniam įsigyjamoms įmonės dydžiui, grąžos dažniau tapo teigiamos grynaisiais pinigais finansuojamiems sandoriams, dažniau neigiamos akcijomis finansuojamiems sandoriams ir dažniau nesikeičiančios akcijomis ir grynaisiais pinigais finansuojamiems sandoriams. Mokslininkai taip pat nustatė, kad viešai listinguojamoms įmonėms vykdant privačių įmonių įsigijimus, didesnė grąža buvo gaunama sandorius finansuojant akcijomis.

*Įsigyjančios įmonės patirtis.* Mokslininkai tyrė, kokį vaidmenį sandorio rezultatams vaidina įsigyjančios įmonės patirtis. Intuityviai atrodo,

kad patirtis vykdant susijungimų ir įsigijimų sandorius turėtų teigiamai veikti naujai inicijuojamus ir vykdomus sandorius, šių tyrimų rezultatai yra skirtingi ir siūlo vidutinę įtaką. Haleblian and Finkelstein (1999) nustatė, kad ryšys tarp patirties vykdant įsigijimus ir sandorių rezultatų yra ne tiesioginis linijinis, o kreivinis - U-formos. Šie rezultatai remiasi išvada, kad nepatyrę įsigyjančių įmonių vadovai klaidingai pritaikė savo praktiką naujiems sandoriams, o stiprūs ir patyrę vadovai pritaiko teisingas praktikas. Remdamiesi organizacinio mokymosi teorija, Zollo and Winter (2002) teigia, kad tokių kaip įsigijimų sandorių sprendimai organizacinių užduočių heterogeniškumas padidina klaidingų apibendrinimų tikimybę dėl per didelio pasitikėjimo ir numanomų (angl. tacit) žinių. Zollo and Singh (2004) nustatė, kad ne tik ankstesnė sandorių patirtis nelėmė sandorių rezultatų, tačiau patirties žinių kodifikacijos įtaka labai reikšminga.

Nagrinėdami, kokią įtaką daro patirties perkėlimas tolimesniems sandoriams, Finkelstein and Haleblian (2002) nustatė, kad viena vertus, *įsigyjančios ir įsigyjamos įmonių panašumai* padidino sandorio paskelbimo gražą, kita vertus, įmonių pirmieji sandoriai buvo sėkmingesni nei vėlesni, ypač kai vėlesni sandoriai buvo skirtinguose sektoriuose. Šie rezultatai siūlo, kad nors rutinos ir praktikos perkeliama iš ankstesnės patirties į naujas situacijas, perkėlimo nauda priklauso nuo panašumo.

Keletas **aplinkos veiksnių** yra identifikuojami kaip veikiančios susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus: *makroekonominė politika, ekonominė aplinka, sandorių bangos, reguliavimas, priežiūra ir įstatyminė bazė*.

Industrinės šalys dažnai būna ir tiesioginių užsienio investicijų priėmėjos ir investuotojos kitose šalyse. Trumpuoju laikotarpiu stambios išvykstamosios ir atvykstamosios tiesioginės užsienio investicijos yra jautrios ir gali būti stipriai veikiamos ekonominių sutrikimų užsienyje.

Atvykstamoji pozicija reprezentuoja importuojamą kapitalą. Investicijas priimančios šalys rizikuoja, kad dėl tam tikrų priežasčių užsienio investuotojai nuspręs atsiimti savo investicijas. Ekonominių sąlygų investuojančios įmonės šalyje pablogėjimas gali susilpninti investuojančios įmonės finansinius pajėgumus. Dėl to bendrovė gali nuspręsti mažinti darbuotojų skaičių, atlyginimus bei investicijų dydį. Tarptautinis nuomos dalijimasis tarptautinėse bendrovėse gali būti šių silpnų priežastis. Tarptautinėse bendrovėse atskiros įmonės turtas yra bendras indėlis, masto ekonomija pasiekama visos įmonės, o ne atskiros gamyklos (padalinio) mastu. Globalus pelnas gali būti pasidalinamas (su atsilikimu) su filialais ir jų



darbuotojais. Dėl gamybos internacionalizavimo tendencijų vietiniai atlyginimai ir užimtumas šalia vietinių ekonominių sąlygų yra veikiami ir tarptautinių globalių ekonomikos sąlygų. Makroekonominės rizikos, susijusios su išvykstamosiomis tiesioginėmis užsienio investicijomis, siejasi su faktu, jog sutrikimai užsienyje gali daryti įtaką investuojančios įmonės finansinei pozicijai. Nepalankus vystymasis priimančioje šalyje sumažina investicinių projektų, o tuo pačiu ir investuojančios bendrovės vertę. Grynosios vertės sumažėjimas mažina akcijų kainą ir apsunkina išorinio finansavimo vietiniams projektams galimybes (iš bankų ir kapitalo rinkos). Vietinėms investicijoms gali būti pakenkta per įmonių balansus ir akcijų rinkas. Akcijų kainų kritimas vietinėje ir užsienio rinkose neigiamai veikia vietinį vartojimą per gerovės, finansinių ataskaitų ir pasitikėjimo efektus. Be to, svarbu yra, ar tiesioginės užsienio investicijos yra horizontalios ar vertikalios. Horizontalios investicijos yra inicijuojamos siekiant sumažinti prekybos kaštus ir noro būti arčiau kliento rinkų. Įmonės vykdo panašias operacijas skirtingose vietose, gamina ir parduoda toje pačioje (ar artimoje) šalyje. Šis tiesioginių užsienio investicijų tipas yra pakaitalas tarptautiniams prekybos ryšiams. Vertikalios tiesioginės užsienio investicijos vykdomos, kai įmonės nori pasinaudoti globaliais kainų skirtumais. Remdamasi kaštų efektyvumu bendrovė išskaido gamybos procesus. Įmonė aptarnauja savo rinkas eksportuodama iš vienos vietos. Vertikalios tiesioginės užsienio investicijos sąlygoja tiek tarpinių, tiek galutinių prekių prekybą.

*Sandorių bangos.* Kai kurie mokslininkai siūlo, kad laikini ir epizodiniai veiksniai veikia rinkos reakciją į susijungimų ir įsigijimų sandorius. Vadovaudamiesi šia logika, tyrėjai nagrinėjo įsigyjančių ir įsigyjamų įmonių veiklos rezultatus skirtingų sandorių bangų laikotarpiu. Pavyzdžiui, Banerjee and Eckard (1998) nustatė, kad sandoriai pirmosios susijungimų ir įsigijimų bangos metu vedė prie vertės kūrimo ir įsigyjančioms ir įsigyjamoms bendrovėms, nes įmonėms pavyko pasiekti didesnę efektyvumą. Nagrinėdami antrąją sandorių bangą Leeth and Borg (2000) identifیکavo, kad įsigyjamoms įmonėms gaudavo naudos, o įsigyjančių įmonių vertė likdavo nepakitusi arba sumažėdavo.

Matsusaka (1993) nagrinėjo 1960-ųjų sandorių bangą ir pastebėjo, kad įsigyjančios įmonės prarasdavo dalį vertės susijusiuose sandoriuose, bet padidindavo savo vertę vykdydamos diversifikuojančius sandorius, ypač, kai pavykdavo išlaikyti įsigyjamoms įmonėms vadovybę.

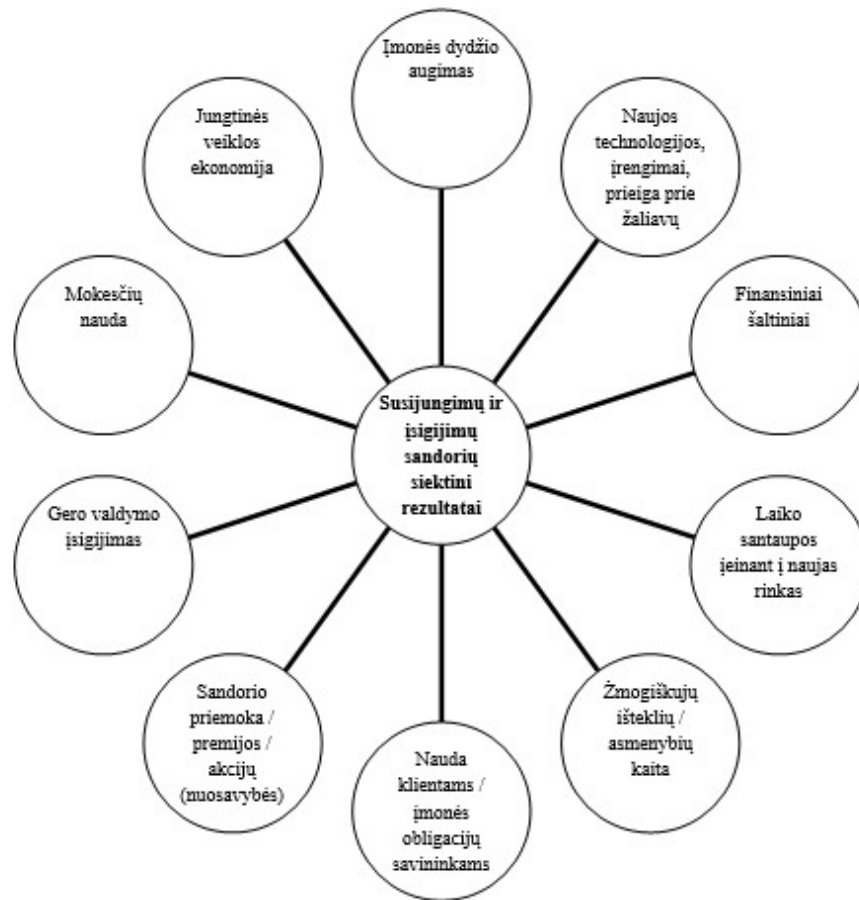
*Reguliavimas, priežiūra ir įstatyminė bazė.* Tyrimai parodė, kad reguliavimo įvykiai taip pat veikia įsigijimų patrauklumą (pvz.: mokesčių

reformos aktas, 1986) bei įsigyjančios ir įsigyjamos įmonių jėgų pasiskirstymą (pvz.: Viljamso aktas, 1968). Įrodymai rodo, kad reguliavimo reformos neigiamai veikia įsigyjančių įmonių grąžą (Asquith, Bruner, & Mullins, 1983; Malatesta & Thompson, 1993; Schipper & Thompson, 1983) ir teigiamai veikia įsigyjamų įmonių grąžą (Bradley et al., 1988). Panašiai, nauji strateginės rizikos prisiėmimo tyrimai rodo, kad reguliavimo pakeitimai kilę po Sarbano-Oxley akto priėmimo įtakojo vadovų strateginius sprendimus.

#### 1.1.4. Susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatai įmonių lygiu

Pirminis susijungimų ir įsigijimų sandorių tikslas ir siektinas rezultatas yra akcininkų naudos maksimizavimas. Teigiami susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatai gaunami, jeigu pavyksta pasiekti jungtinės veiklos ekonomiją, dydžio augimą, mokesčių naudą, naujas technologijas ir įrengimus, gauti prieigą prie žaliavų ar finansinių šaltinių, gerą valdymą, laiko santaupas įeinant į naujas rinkas, sandorio priemokas / premijas / akcijų (nuosavybės) vertės augimą, žmogiškųjų išteklių naudą, kt. 9 pav. vaizduojami interesai, kurių siekiama vykdant susijungimų ir įsigijimų sandorius. Remiantis sudarytu modeliu, sėkmingi susijungimų ir įsigijimų sandoriai pasižymi skirtingais gautiniais rezultatais ir nors kiekvienu atveju šie rezultatai pasireiškia individualiai ir skirtingu lygiu, bet jie įmonės vadovybės, akcininkų, ekonomistų ir kitų susijusių šalių turi būti vertinami holistiškai.

*Jungtinės veiklos ekonomija* – sinergijos efektas (angl. synergistic operating economies). Tai paprastai apibūdinama kaip „2+2=5“. Apjungus veiklą sutaupomos veiklos išlaidos. Svarbiausia horizontaliems susijungimams, kurie siekia, kad veikla nesidubliuotų, bet aktualu ir vertikaliniams. Vertinant sinergijos efektą, reikia nustatyti kiekvienos iš firmų vertę atskirai, po to – jungtinės firmos vertę po atliktos restruktūrizacijos, darbuotojų atleidimo ir kitų pokyčių. Pirmiausia balansai tiesiog sudedami, po to pakoreguojami, įvertinant tas sritis, kuriose gali slypėti sinergijos šaltiniai. Geri sinergijos pavyzdžiai yra Daimler susijungimas su Chrysler ir AOL susijungimas su Time Warner.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Aristidis ir kt. (2013)

### 9 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandorių interesai ir tikslai

*Mokesčiai.* Susijungimų ir įsigijimų sandoriai potencialiai padeda įmonėms apsaugoti pelną nuo mokesčių.

Vykdamas susijungimus ir įsigijimus tuo pačiu išsilyjamos *naujos technologijos, įrengimai, prieiga prie žaliavų*. Gonzalez et al. (1998) pastebėjo, kad technologijos, įrengimai, žaliavos yra skirtingai vertinamos priklausomai nuo nacionalinių rinkų. Nagrinėdami tarpvalstybinius susijungimų ir įsigijimų sandorius Gonzalez et al. (1998) pažymi, kad technologijos, įrengimai, žaliavos nacionaliniu lygmeniu dažnai būna

sistemiškai neįvertinami. Tokiu atveju, susijungimai ir įsigijimai yra efektyviausia strategija įsisavinti konkrečias nacionalines rinkas.

*Finansiniai šaltiniai.* Įsigyjant įmonę su didele nuosavybės baze ir nedideliu skolų kiekiu, įsigyjanti įmonė praplečia savo skolinimosi galimybes.

*Gero valdymo įsigijimas.*

*Laiko santaupos įeinant į naujas rinkas.*

Šalia susijungimų ir įsigijimų efektyvumo rezultatų išvardintų aukščiau, mažesnis skaičius studijų nagrinėjo kitas su susijungimais ir įsigijimais susijusias pasekmes. Yra numanoma prielaida, kad mažesni įsigijimo priedai (angl. acquisition premium) veda prie aukštesnio sandorių efektyvumo ir geresnių rezultatų (Hayward & Hambrick, 1997). Numanoma, kad įsigijimo priedai yra ne tik sandorių rezultatas, bet ir patį sandorį veikiantis veiksnys. Be priedų, kiti dažniausiai ne su efektyvumu susiję ir nagrinėti susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatai yra apyvarta, įtaka klientams ir obligacijų turėtojams.

*Sandorio priemoka / premijos / akcijų (nuosavybės) vertės augimas.*

Bendraja prasme įsigijimo sandorio priemoka skaičiuojama kaip skirtumo tarp įsigijimo kainos ir iki-įsigyjiminės įmonės kainos santykis su įsigyjamos įmonės prieš-įsigijimine kaina. Finansų studijos labiau nagrinėjo įsigyjamos įmonės įtaką sandorio priemokai, o vadybos studijos koncentravosi ties įsigyjantiomis įmonėmis ir priežastimis, kodėl šios inicijuoja susijungimų ir įsigijimų sandorius. Finansų literatūra nagrinėjo įsigyjamų įmonių taktikas, siekiančias paveikti sandorio priedus ir tikimybę būti įsigytoms. Priešingai daugumai finansų studijų, nagrinėjusių įsigyjamas įmones, tik viena studija nagrinėjo, kokią įtaką sandorio priemokoms turi investuotojų apsauga (kokybiški apskaitos standartai, kokybiška teisėsauga ir akcininkų teisės) (Rossi & Volpin, 2004).

*Žmogiškųjų išteklių / asmenybių kaita.* Atsižvelgiant į įmonės lygį, strategines pasekmes, vadybos literatūra nesusieja aukščiausio lygio vadovų kaitos kaip logiškos ir nuoseklios susijungimų ir įsigijimų sandorių pasekmių. Tačiau Cannella and Hambrick's (1993) pastebi, kad aukščiausio lygio vadovų kaita reiškia įmonės ir žinių apie veiklos sektorių praradimą. Harford (2003) parodė, kad įsigytų įmonių valdybos nariai dažnai prarasdavo savo pozicijas. Fried, Tieg, Naughton, and Ashforth (1996) ištyrė, kad išlikusių vidurinės grandies vadovų atsidavimas darbui ir lojalumas įmonei sumažėjo dėl darbo kontrolės ir suvokiamo teisingumo pokyčių.

*Klientai / įmonės obligacijų savininkai.* Finansų literatūroje nagrinėta, kaip susijungimai ir įsigijimai veikia klientus ir obligacijų

savininkus. Pavyzdžiui, A. N. Berger, Saunders, Scalise, and Udell (1998) tyrė, kaip pasikeitė smulkių įmonių finansavimas įvykus bankų įsigijimams. Jie rado įrodymų, kad susijungimai ir įsigijimai sumažino skolinimą, tačiau šis sumažėjimas buvo kompensuotas skolinimu iš konkurencinių bankų. Billet, King, and Mauer (2004) nustatė, kad įsigyjančių įmonių obligacijų turėtojų grąža buvo neigiama paskelbus įsigijimo sandorį. Tuo tarpu įsigyjamų įmonių obligacijų turėtojų grąža buvo teigiama paskelbus sandorį, ypač, kai įsigyjamų įmonių obligacijos buvo žemiau investicinio reitingo.

Lebedev ir kt. (2015) pastebėjo, kad dauguma egzistuojančių studijų nagrinėja susijungimus ir įsigijimus išsivysčiusiose šalyse. Tuo tarpu susijungimų ir įsigijimų sandoriai besivystančiose srityse nėra plačiai išnagrinėti moksliniuose darbuose. Atsižvelgiant į institucinių aplinkų, įmonių valdymo praktikų ir rinkų skirtumus tarp išsivysčiusių ir besivystančių rinkų, Lebedev ir kt. (2015) palygina susijungimų ir įsigijimų sandorių priežastis, stimulus, rezultatus ir rezultatus įtakojančius veiksnius. Lentelėje nr. 3 pateikiamas susijungimų ir įsigijimų besivystančiose ir išsivysčiusiose ekonomikose palyginimas.

**3 lentelė.** Susijungimų ir įsigijimų besivystančiose ir išsivysčiusiose ekonomikose palyginimas

<b>Tyrimo klausimas</b>	<b>Pagrindinės išvados (remiantis tyrimais išsivysčiusiose ekonomikose)</b>	<b>Papildomos naujos išvados (remiantis tyrimais besivystančiose ekonomikose)</b>
Priežastys	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rinkos (monopolijos) galia</li> <li>• Sinergija (pvz.: masto ekonomija)</li> <li>• Diversifikacija</li> <li>• Transakcinių kaštų sumažinimas</li> <li>• Aplinkos neapibrėžtumo ir priklausomybės nuo išteklių sumažinimas</li> <li>• Įmonės charakteristikos (pvz.: susijungimų ir įsigijimų sandorių</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tarpvalstybiniai įsigijimai kaip pageidaujamas įėjimo į rinką būdas               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Prieigą prie prekių ženklų ir išteklių, kurie padeda įveikti “vėluojančiųjų trūkumus”</li> <li>- Prieiga prie labiau išsivysčiusių institucijų ir įmonių valdymo praktikų (iš besivystančių į išsivysčiusias rinkas)</li> <li>- “Brownfield” įsigijimai (iš išsivysčiusių į</li> </ul> </li> </ul>

	<p>patirtis, pažinčių tinklai ir kt.)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Įmonės vadovybės atlyginimas (“imperijos statymas”</li> <li>• Valdymo/vadovybės hubris</li> </ul>	<p>besivystančias ekonomikas)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tarpvalstybiniais įsigijimais besivystančių šalių tarptautinės įmonės stengiasi pasinaudoti savo gimtosios šalies lyginamuoju išteklių ir konkrečių įmonės pajėgumų pranašumais.</li> <li>- Nacionalinis pasididžiavimas (iš besivystančių į išsivysčiusias ekonomikas).</li> <li>• Institucijų kokybė yra ypač svarbus veiksnys besivystančių ekonomikų įmonių vykdomiems ir besivystančiose ekonomikose vykstantiems įsigijimams. <ul style="list-style-type: none"> <li>- Instituciniai vystymaisi ir plėtra priimančioje šalyje palengvina įsigijimus</li> <li>- Institucijos dažnai nulemia įėjimo į rinką būdą</li> <li>- Institucijos teikiančios didesnę apsaugą smulkiesiems akcininkams skatina susijungimus ir įsigijimus.</li> </ul> </li> <li>• Įmonės charakteristikos <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tarptautinėms besivystančių ekonomikų įmonėms ankstesnė susijungimų ir įsigijimų sandorių patirtis išsivysčiusiose ekonomikose turi didesnę įtaką nei sandorių patirtis besivystančiose rinkose.</li> </ul> </li> </ul>
--	--	--

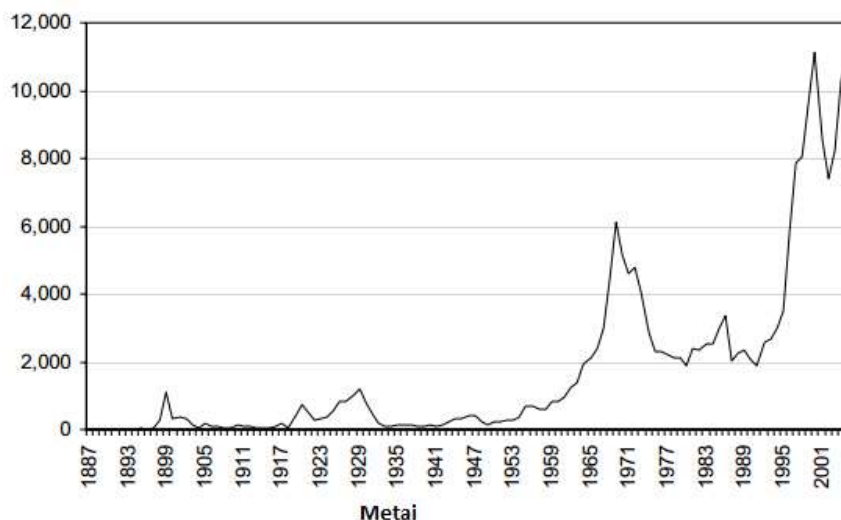
		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ryšiai turi skirtingą įtaką įsigijimo elgsenai lyginant sandorius besivystančiose ir išsivysčiusiose ekonomikose</li> </ul>
Rezultatai	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Įsigijimai įprastai sugriauna įsigyjančiosios įmonės akcininkų disponuojamo turto vertę</li> <li>• Įsigyjamoms įmonėms įprastai gauna naudos iš susijungimų ir įsigijimų sandorių</li> </ul>	<p>Nėra nustatytos tendencijos įsigyjančiosios įmonės akcininkų gaunamoje naudoje. Besivystančių ekonomikų įmonių vykdomi ar besivystančiose ekonomikose vykstantys įsigijimai įmonių akcininkams gali ir padidinti ir sumažinti jų disponuojamo turto vertę.</p>
Veiksniai įtakojantys rezultatus	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sandorio tipas</li> <li>• Mokėjimo būdas</li> <li>• Nuosavybės struktūra</li> <li>• Ankstesni rezultatai</li> <li>• Įmonės dydis</li> <li>• Ankstesnė sandorių patirtis</li> <li>• Aplinkos faktoriai (susijungimų bangos)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Institucinis vystymasis (priimančioje ir namų ekonomikose) pagerina tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus</li> <li>• Įmonių priežiūros kokybė priimančioje šalyje pagerina sandorių rezultatus</li> <li>• Privatizavimo kontekstas: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Stiprus vyriausybės įsikišimas</li> <li>- Įsigyjamoms įmonėms vadovybės sugebėjimai ir bendras efektyvumas yra žemas</li> <li>- Mažesnės "premijos" (priedai)</li> <li>- Poprivateizacinių investicijų dydis skatina įsigyjamoms įmonėms poįsigyjiminiuos rezultatus.</li> </ul> </li> <li>• Įsigyjančios įmonės didesnė nuosavybės koncentracija teigiamai veikia poįsigyjiminiuos rezultatus. Tiesa, didelė valstybės</li> </ul>

		<p>nuosavybė sukelia neigiamą rinkos reakciją.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Tarpvalstybiniuose susijungimuose ir įsigijimuose, įsigyjančios įmonės šalis (besivystančios versus išsivysčiusios ekonomikos) veikia skirtingas rezultatų matavimo priemones (galimi skirtumai poįsigyjiminės restruktūrizacijos strategijų)</li> </ul>
--	--	--

Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis Lebedev ir kt. (2015)

### 1.1.5. Susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos

Golbe ir White (1993) pirmieji pastebėjo, jog bendrovių susijungimai bei įsigijimai vyksta cikliška. 10 pav. pateikia grafinę susijungimų bei įsigijimų sandorių kiekio dinamiką JAV. Remiantis grafiku, pastebėtina, jog susijungimų bei įsigijimų sandorių kiekis kinta cikliška, t.y. išskiriami įvairūs laikotarpiai, kurių metu išryškėja žymus susijungimų bei įsigijimų sandorių kiekio svyravimai bei rinkos aktyvumo laipsnio išaugimas.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Andrade, Mitchell ir Stafford (2001) įvairiomis statistinių duomenų bazėmis bei moksliniais straipsniais

**10 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandorių dinamika JAV 1887-2005 metų laikotarpiu**



Gugler et al. (2012) pastebi, kad nors daug mokslinių tyrimų nagrinėjo susijungimų ir įsigijimų sandorių priežastis ir efektus, bet susisijungimų ir įsigijimų sandorių bangų priežastys yra mažai nagrinėta sritis. Susijungimų ir įsigijimų bangos būdingos viešai listinguojamų JAV, Didžiosios Britanijos ir kontinentinės Europos įmonių sandoriams 20-ojo amžiaus antroje pusėje. Visose trijose rinkose bangų ciklo pakilimo ir bumo fazė sutapo su akcijų rinkos bumo faze. Gugler et al. pažymi, kad egzistuoja 4 pagrindinės teorijos, aiškinančios susijungimų ir įsigijimų sandorių bangas (žr. 11 pav.): *susijungimų ir įsigijimų sandorių Q-teorija* (angl. *Q-theory of mergers*), *industrinių šokų teorija* (angl. *the industry shocks theory*), *vadovavimo veiksmų laisvės teorija* (angl. *the managerial discretion theory*) ir *pervertintų akcijų teorija* (angl. *The overvalued shares theory*). Kiekviena iš šių teorijų toliau yra detaliai nagrinėjama.

Industrinių šokų teorija	Pervertintų akcijų teorija
Vadovavimo veiksmų laisvės teorija	Vadovavimo veiksmų laisvės teorija

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Gugler et al. (2012)

### 11 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų teorijos

*Susijungimų ir įsigijimų sandorių Q-teorija* (angl. *Q-theory of mergers*). Jovanovic ir Rousseau (2002a) traktuoja įmonių įsigijimus kaip eksploatuotų gamyklų ir įrangos įsigijimą ir teigia, kad turto eksploatavimo naudingumo bei efektyvumo skirtumai tarp įsigyjamos ir įsigyjančios įmonės išauga konkrečiu metu. Šie išaugantys skirtumai daro įtaką vadovų pirmenybės teikimui įmonių, o ne konkrečių įrengimų įsigijimui. Dėl to kyla susijungimų ir įsigijimų bangos. Remdami savo teoriją, Jovanovic ir Rousseau (2002a) pristato laiko eilučių įrodymus, parodančius stipresnę ryšį tarp efektyvumo pasiekto įmonių susijungimais negu efektyvumo gauto įsigyjus konkrečią įrangą. Remiantis Q investicijų teorija, kai įmonės kapitalo grąža yra didesnė nei kapitalo kaštai, ji didina kapitalo vertę. Tobin (1969) (cituota iš Du Toit ir Moolman, 2004) apibendrina pinigų srautų modelį ir pateikė griežtą investicijų modelio konstrukciją, pagal kurią grynosios investicijos priklauso nuo  $q$  rodiklio (Du Toit ir Moolman, 2004). Tobin Q investicijų teorijoje, kuri glaudžiai siejasi su neoklasikine investicijų teorija, turimų kapitalo išteklių rinkos vertės santykis su jų pakeitimo sąnaudomis (įmonės turto pakeitimo sąnaudomis – Q santykiu) yra pagrindiniai veiksniai, darantys įtaką investicijoms (Asante, 2000; Ashworth ir Davis, 2001). Pagal investicijų

Q teorija, akcijų rinkos atlieka svarbų vaidmenį nustatant privataus verslo sektoriaus investicijų kitimą. Rinkos vertė yra esamo turto kaina rinkoje ir signalizuoja apie būsimą naujai sukurto turto kainą rinkoje. Rinkos vertės perviršis, palyginti su pakeitimo išlaidomis, skatina investicijas. Investicijos didės, jei rinkos vertė bus didesnė nei balansinė vertė.

Tiesioginis teorijos išplėtimas į susijungimų ir įsigijimų sandorių vertę reiškia, kad efektyvios įmonės gali pelningai plėstis įsigydamos turto kapitalinių investicijų į kitas įmones pavidalu.

*Industriinių šokų teorija (angl. the industry shocks theory).* Jarrad Harford (2005) iškėlė „neoklasikinę susijungimų ir įsigijimų bangų hipotezę“ kaip alternatyvą pervertinimo hipotezei. Remiantis industriinių šokų teorija, susijungimų ir įsigijimų bangos kyla dėl pramonės šokų, kurių metu reikalaujama didelio masto turto perskirstymo. Tačiau patys šokai savaime nėra pakankama sąlyga sandorių bangoms kilti. Būtinai pakankamas kapitalo likvidumas finansuoti ir pritaikyti turto perskirstymą. Kapitalo likvidumo augimas ir finansavimo apribojamų sumažinimas, kurie koreliuoja su aukštomis turto kainomis turi vyrauti tam, kad pasireikštų sandorių banga. Apibendrinant, ši susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų hipotezė yra intuityvi: reikalingi ekonominė sandorių motyvacija ir sąlyginai žemi sandorių kaštai tam, kad būtų generuojami didelio masto sandoriai. Savo hipotezę Harford grindžia dviem empiriškai patvirtintais rezultatais. Pirma, susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos metu vyksta klasteriniai sandoriai konkrečiose pramonės šakose. Antra, susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos metu pasižymi neigiamu ryšiu tarp finansavimo apribojimų ir sandorių aktyvumo. Jei susijungimų ir įsigijimų sandorių Q-teorija atsižvelgia į technologinių šokų egzistavimą, tai Harfordo industriinių šokų teorija pažymi egzistuojančius skirtingus šokus: technologinius, reguliavimo, politinius ir kt. Abi teorijos yra panašios ir postuluoja realius ekonominius šokus, didinančius susijungimų ir įsigijimų sandorių pelningumus.

*Vadovavimo veiksmų laisvės teorija (angl. the managerial discretion theory).* Remiantis vadovavimo veiksmų laisvės teorija, įmonės vadovai gauna naudos iš įmonės augimo, nes jų pajamos susijusios su augimu arba jų psichologinės pajamos gaunamos iš vadovavimo didesnei įmonei. Apribojimas augimui yra įmonės perėmimo grėsmė, kuri yra atvirkščiai susijusi su įmonės efektyvumu, rezultatyvumu ir produktyvumu.

Akcijų rinkos bumo metu optimizmas rinkoje kyla dramatiškai. Dirbtinai kuriamos „teorijos“, grindžiančios iliziją, kad akcijų kainos kils iki neregėtų aukštumų. Viena iš šių teorijų teigia, kad gerovė kyla iš susijungimų

ir įsigijimų. Rinka pradeda tikėti, kad tam tikri susijungimų tipai (pvz.: konglomeratų sandoriai 1960-aisiais, medijų sandoriai 1990-aisiais) generuos sinergijas ir šių sandorių skelbimas yra sveikintinas rinkos. Nebijodami bendrovių akcijų kainų smukimo įmonių vadovai inicijuoja ir vykdo susijungimus ir įsigijimus. Akcijų rinkos bumo metu, paskelbus susijungimo ar įsigijimo sandorį bendrovės akcijų kaina arba nekinta ar nežymiai kyla. Tuo tarpu normaliomis ekonomikos sąlygomis sandorio paskelbimas mažina įsigyjančiosios bendrovės akcijų vertę. Remiantis vadovavimo veikslių laisvės teorija, susijungimų ir įsigijimų sandorių banga kyla akcijų rinkos bumo metu, nes rinkose vyraujantis optimizmas leidžia augimo siekiantiems vadovams vykdyti daugiau vertę mažinančių sandorių negu tai būtų galima daryti normaliomis ekonomikos sąlygomis. Apibendrinant, remiantis vadovavimo veikslių laisvės teorija, viešai listinguojamų įmonių aktyvumas susijungimų ir įsigijimų sandoriuose yra teigiamai ir tiesiogiai susijęs su akcijų rinkos optimizmu. Privačių įmonių aktyvumas susijungimų ir įsigijimų sandoriuose nesusijęs su optimizmu akcijų rinkoje. Viešai listinguojamų ir privačių įmonių sandorių aktyvumas yra atvirkščiai susijęs su akcijų dalimi, kuri priklauso didžiausiam akcininkui.

*Pervertintų akcijų teorija (angl. The overvalued shares theory).* Shleifer ir Vishny (2003) numano, kad kai kurių įmonių akcijų kainos akcijų rinkos bumo metu tampa pervertintos. Šių įmonių vadovai žino, kad jų akcijos pervertintos ir siekdami apsaugoti savo akcininkus nuo turto vertės sumažėjimo, įvyksiančio rinkoms sumažinus ir realiai įvertinus įmonės perspektyvas. Įmonių vadovai iškeičia pervertintas akcijas į kitų įmonių akcijas. Įsigyjamų bendrovių vadovai traktuojami kaip turintys trumpus laiko horizontus, taigi jie „tariaisi laimintys“ pasipelnydami būnant įsigyjami bendrovės su aukšta akcijų kaina. Akcijų bangos kyla, nes pervertintų įmonių kiekis rinkų bumo laikotarpiu stipriai išauga. Dėl kitokių priežasčių Rhodes-Kropf ir Viswanathan (2004) taip pat hipotizuoja atsirandančias susijungimų ir įsigijimų sandorių bangas akcijų rinkos bumo metu. Autoriai tvirtina, kad dėl rinkose tvyrančio optimizmo akcijų bumo metu įsigyjamų įmonių vadovams sunku nuspręsti ir tinkamai įvertinti, ar įsigyjančios įmonės akcijos yra aukštai vertinamos dėl perdėto optimizmo, ar iš tikrųjų jose įskaičiuoti tikėtini sinergijos efektai. ar jos yra pervertintos

Reziumuojant reikėtų pastebėti, kad vadovavimo veikslių laisvės teorija nepaaiškina visų susijungimų ir įsigijimų sandorių. Pelningų ir naudingų sandorių galimybės atsiranda nuolat ir iš įmonių vadovų tikimasi pasinaudoti atsiradusiomis galimybėmis. Kai kurie pramonės sektoriai patiria

šokus, kurie daro susijungimų ir įsigijimų sandorius naudingesniais ir veda prie pramonės sektoriaus lygio susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos. Rinkos apribojimai įmonių vadovų laisvei priimti sprendimus kylant akcijų rinkoms liberalėja. 4 lentelė apibendrina elgsenos ir neoklasikinės susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų hipotezių prognozes.

**4 lentelė.** Elgsenos ir neoklasikinių susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų hipotezuojamų prognozių apibendrinimas

	<b>Neoklasikinė hipotezė</b>	<b>Elgsenos hipotezė</b>	<b>Išvados</b>
Pramonės sektoriaus bangos priežastis	Regulatorinis ar ekonominis šokas kartu su kapitalo likvidumu	Pervertinimas ir vertinimo dispersija pramonės sektoriuje	Regulatorinis ar ekonominis šokas kartu su kapitalo likvidumu
Agreguotos bangos priežastis	Kelios pramonės sektoriaus bangos grupuojasi dėl makro likvidumo priežasčių	Pervertinimas ir visuminė dispersija	Kelios pramonės sektoriaus bangos grupuojasi dėl makro likvidumo priežasčių
Įmonių įsigijimai finansuojant dalinai grynaisiais pinigais	Išauga bangos metu, gali būti vykdomi finansuojant pervertintų įmonių akcijomis.	Neišauga bangos metu; nevykdomi finansuojant pervertintų įmonių akcijomis.	Išauga bangos metu ir yra vykdomi finansuojant pervertintų įmonių akcijomis.
Gražos prieš bangas ir „market-to-book“ santykis	Aukštas, jei kapitalo likvidumas susijęs su turto vertinimu	Aukštas	Aukštas
Prieš-banginių gražų dispersija	Nenuspėjama	Aukšta	Normali
Po-banginės gražos	Nenuspėjama	Žema	Normali

Griežto kreditavimo priemonės	Žemos, jei kapitalo likvidumas yra svarbus	Nenuspėjama	Žema
Po-sandoriniai veiklos rezultatai	Geresni nei sandoriui neįvykus	Bangų metu prastesni	Panašūs/geresni bangose

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Corte et al. (2017) straipsnis prisideda prie susijungimų ir įsigijimų rinkos tyrimo. Pasitelkdamis Harfordo (2005) metodologiją, Corte et al. (2017) savo darbe tyrė, ar susijungimų ir įsigijimų bangos būdingos Argentinos, Brazilijos, Čilės, Kolumbijos, Meksikos ir Peru ekonomikoms. Autoriai nustatė, kad susijungimų ir įsigijimų bangos minėtoms šalims būdingos 1995-2002 ir 2003-2010 metų laikotarpiais. Tai sutampa su įvairių tarptautinių studijų rezultatais. Kontroluojant ekonominės ir verslo aplinkos kintamuosius, pramonės lygio pelningumo rodiklius, autoriai grindžia neoklasikinę teoriją kaip pagrindinį paaiškinimą susijungimų ir įsigijimų veiklai. Kita vertus, neoklasikinė teorija negali paaiškinti netinkamo įvertinimo efekto.

Maček (2012) nagrinėjo egzistuojančias studijas, tyrusias tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų srautus bei jų įtaką sandorį priimančių šalių ekonomikoms. Po Pirmojo pasaulinio karo padidėjo tarptautinis pasitikėjimas ir intervencinė nacionalinių valstybių politika. Karo ir rekonstrukcijos kaštai padidino tiesioginių užsienio investicijų (įskaitant susijungimus ir įsigijimus) į užjūrio kolonijas. Pagrindinis šių procesų dalyvis tuo metu buvo JAV. Po Antrojo pasaulinio karo JAV taip pat buvo pagrindinis investuotojas ir bendras ekonominis klimatas buvo parankus tiesioginėms užsienio investicijoms ir susijungimams bei įsigijimams atskirose pramonės šakose. Spartus sandorių augimas buvo patiriamas po 1980-ųjų. 1983-1989 metų laikotarpiu tiesioginės užsienio investicijos kasmet augo po 29 proc. Palyginimui, šis augimas yra tris kartus didesnis nei globalaus eksporto augimas (9,4 proc.) ir keturis kartus didesnis nei globalaus BVP augimas (7,8 proc.). Palanki aplinka susijungimų bei įsigijimų rinkos augimui buvo sąlygota prekybos liberalizavimo (Urugvajaus raundas) tarptautiniu lygiu ir privatizacija bei investicinės aplinkos liberalizavimu nacionaliniu lygiu. Po 1980-ųjų metų pagrindinės susijungimų ir įsigijimų sandorių kryptys buvo JAV ir Europos šalys. Iki 1994 m. pagrindinė susijungimų ir įsigijimų

sandorių kryptis buvo gamybinis sektorius. Nuo 1995 m. stipriai išaugo susijungimų ir įsigijimų sandoriai į paslaugų sektorių (finansinis-, telekomunikacijų ir nekilnojamo turto sektoriai). 1989-2004 m. susijungimų ir įsigijimų sandoriai pirminiame (žaliavų) sektoriuje buvo sąlyginai nežymūs. Po 2000-ųjų metų susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumas kilo dėl palankios tarptautinės aplinkos: prekybos liberalizavimo (užbaigtas Urugvajaus raundas), kapitalo judėjimo apribojimų panaikinimas, privatizacijos programos nacionaliniu lygiu ir ES bei Šiaurės Amerikos laisvos prekybos sutartis (angl. The North American Free Trade Agreement). Po 2000-ųjų susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka aktyviausiai vyko ekonomiškai išsivysčiusiuose regionuose: ES, Šiaurės Amerika ir Pietų, Pietryčių ir Rytų Azijoje. 2001 m. įvykdyta teroristų ataka JAV sumažino pasitikėjimą ir sąlygojo susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumą, kuris augti pradėjo 2003 m. dėl pasaulinės finansų ir ekonomikos krizės, tiesioginės užsienio investicijos 2008 m. sumažėjo 12 proc., o 2009 m. – 32 proc. lyginant su praėjusiais metais. Istorškai susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka aktyviausia buvo išsivysčiusiose šalyse. 2010 m. pirmą kartą istorijoje besivystančių ir pereinamosios ekonomikos šalių pritraukė daugiau nei pusę tiesioginių užsienio investicijų bei susijungimų ir įsigijimų sandorių. Šiuo laikotarpiu svarbų vaidmenį atliko tarptautinė gamyba ir nacionalinių tarptautinių įmonių veikla. Remiantis UNCTAD (2011) ataskaita, globaliai veikia mažiausiai 650 valstybių valdomų tarptautinių įmonių, kurių tiesioginės užsienio investicijos ir susijungimų bei įsigijimų sandoriai sudaro 11 proc. visų sandorių. Nuo 2005 m. stipriai išaugo susijungimų ir įsigijimų sandorių investicijos į žaliavų sektorių (ypač į naftos pramonę). 2010 m. duomenimis, susijungimų ir įsigijimų sandorių investicijos į paslaugų sektorių sudarė 49 proc., pramonę – 35 proc. ir žaliavų sektorių – 16 proc. Stipriai išaugęs susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekis ir vertė, investicijų struktūra ir nacionaliniai tarptautinių įmonių nuosavybės aspektai daro spaudimą valstybių ekonominei politikai, kuri nacionaliniu lygiu dažnai vykdoma ekonominio nacionalizmo kryptimi.

Remiantis moksline literatūra bei įvairiais moksliniais straipsniais, aptariamais žemiau, šiuo metu ekonominėje literatūroje išskiriamos šešios susijungimų bei įsigijimų bangos.

*Pirmoji susijungimų bei įsigijimų banga – 1890-ieji.* Pirmasis žymus susijungimų bei įsigijimų absoliutaus skaičiaus bei vertės augimas fiksuotas 1890-aisiais. Pirmosios bangos atsiradimas grindžiamas industrinės revoliucijos metu išaugusiu absoliučiu įmonių dydžiu, bendrovių veiklų sferos

plėtra ir teisinės bazės liberalizavimas. Iki 1890-ųjų buvo taikoma praktika, jog susijungimai bei įsigijimai gali vykti tik visiems bendrovių akcininkams balsavus „už“. Tai buvo apsunkinta užduotis atsižvelgiant į augantį akcininkų kiekį bei išsiskiriančius jų interesus. Be to, sandorių vykdymas buvo susijęs su reikšmingai dideliais sandorių operacijų kaštais. 1890-aisiais buvo įvestas bei įteisintas absoliučios daugumos (dažniausiai „dviejų trečdalių“) terminas, sudaręs prielaidas sklandesniam bendro sprendimo radimui. Pirmosios sandorių bangos atsiradimas taip pat buvo sąlygotas Šermano akto JAV priėmimu 1890 m. liepos 2 d., sukūrusiu bei įteisinusiu antimonopolines bei konkurencijos teisės normas.

*Antroji susijungimų bei įsigijimų banga – 1920-ieji.* Antrosios susijungimų sandorių bangos atsiradimas siejamas su Pirmojo pasaulinio karo pabaiga ir po jo vykusiu ekonominiu augimu bei susijungimų bei įsigijimų sandorių skaičiaus augimu. Šiam laikotarpiui būdingas atsiradęs vadybinis kapitalizmas bei inovatyvios bendrovių valdymo struktūros. Antroji susijungimų bei įsigijimų banga baigėsi prasidėjus Didžiajai Depresijai 1929-aisiais. Po antrosios susijungimų bei įsigijimų sandorių bangos priimtas 1933-ųjų vertybinių popierių įstatymas. Be to, antrosios bangos pasekmėje įvykęs reglamentuotas didesnis vyriausybės kišimasis ir bendrovių priežiūra sąlygojo, jog susijungimų bei įsigijimų rinka tapo griežčiau prižiūrima, kontroliuojama bei skaidresnė visumoje.

*Trečioji susijungimų bei įsigijimų banga - 1960-ieji.* Trečiosios susijungimų bei įsigijimų sandorių bangos atsiradimas sietinas su ilgalaikiu ekonomikos augimu. Šioje bangoje pasireiškė dažni „prieiški“ sandoriai, naudojant „proxy kovas“<sup>3</sup> bei sandorio apmokėjimo grynais pinigais taktiką, kuomet už viešai listinguojamos bendrovės akcijas buvo atsiskaitoma grynais. Tuo laikotarpiu iškilo grėsmė bendrovių kontrolės „status quo“ išlaikymui. 1968-aisiais šiai problemai išspręsti buvo priimtas Williams'o aktas, pakeitęs 1933-ųjų Vertybinių Popierių Įstatymą, bei įvedęs prievolę atskleisti įsipareigojimus teikiant pasiūlymą įmonių kontrolei įsigyti. Šiuo laikotarpiu įteisinami reglamentai visus įmonių akcininkus, nepaisant jų disponuojamos turto vertės, traktuoti vienodai.

---

<sup>3</sup> Investopedia [interaktyvus]. [Žiūrėta 2016 04 08]. Prieiga per internetą: <<http://www.investopedia.com/terms/p/proxyfight.asp> >

*Ketvirtoji susijungimų bei įsigijimų banga – 1980-ieji.* Šios bangos atsiradimas susijęs ne tik su ekonominiu augimu JAV, vykusiu po aukštos infliacijos bei nedarbo periodo, bet ir valstybės kišimosi mažinimu, vykusiu dirbant Reigano vyriausybei. Institucinių investuotojų kiekio ir aktyvumo lygio didėjimas veikė visos susijungimų bei įsigijimų rinkos augimą. Pasikeitimai finansų rinkose (pvz.: akcijų išpirkimas, privataus kapitalo augimas) išryškino verslininkų kaip susijungimus inicijuojančius bei motyvuojančius veiksnius vaidmenį. Po šios bangos atsirado dar daugiau teisinių normų, reglamentuojančių gynybinę sandorių pusę. Ketvirtosios susijungimų bei įsigijimų bangos metu atsirado įmonių teisės pagrindai, „nuodų tabletės“<sup>4</sup> bei inovatyvūs sprendimai, padedantys įmonėms apsaugoti nuo fakto būti įsigytoms nepageidaujamų investuotojų.

*Penktoji susijungimų bei įsigijimų banga – 1990-ieji -2002-ieji.* Penktosios bangos atsiradimas labiausiai susijęs su technologinių bei finansinių inovacijų augimu 1990-aisiais Silikono slėnyje bei visame pasaulyje. Penktoji banga pasibaigė 2002-aisiais priėmus Sarbano Oxley aktą. Susijungimų bei įsigijimų sandorių pikas buvo sąlygotas žemų palūkanų normų, pigių kreditų bei ypatingai aktyvių tiek privačių, tiek investicinių investuotojų. Calderon ir kiti (2004) pastebi, jog šiuo laikotarpiu susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka aktyviausia buvo besivystančiose šalyse (ypatingai Lotynų Amerikoje), kurios vykdė privatizacijos etapą. Sandorių metu buvo įsigyta valstybinio turto nuosavybė. Tai buvo vienas pagrindinių besivystančių šalių finansavimo šaltinių, kuris greitai laiku išnyks.

*Šeštoji susijungimų bei įsigijimų banga – 2008-ieji- dabar.* Paskutinė susijungimų sandorių banga susijusi su dar didesniu vyriausybės bei tarptautinių institucijų įsikišimu bei sandorių reguliavimu, kilusių bei reikalingų kaip atsakas į tarptautinius įmonių skandalus (Energetikos bendrovė „Enron“, investicinis bankas „Lehman Brothers Holding“, automobilių gamintojas „General Motors“ ir kt).

Žvelgiant iš Europos perspektyvos, pažymėtina, kad aukščiau aprašytos susijungimų ir įsigijimų bangos ypač aktualios JAV rinkai. Tuo tarpu Europoje susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka vystėsi kitokiomis aplinkybėmis. Iki 1980-ųjų metų susijungimai ir įsigijimai visame pasaulyje trimis bangomis, iš kurių pirmieji du buvo išskirtinai būdingi JAV. Europoje

---

<sup>4</sup> Nuodų tabletė (en. Poison pill) – įmonių naudojama taktika padaryti save nepatrauklia investuotojams, kai jai gresia būti įsigytai nepatrauklaus pretendento.



tik D. Britanija patyrė susijungimų ir įsigijimų aktyvumo padidėjimą per pirmąsias dvi susijungimų ir įsigijimų sandorių bangas. Trečiosios JAV vykusios bangos metu pagrindinės sandorių dalyvės Europoje buvo kontinentinės šalys: Vokietija ir Prancūzija. Apibendrinat, susijungimų ir įsigijimų sandoriai Europoje buvo reti ir pavieniai iki 1960-ųjų, kai didėjanti ekonomikos tarpusavio priklausomybė pradėjo skatinti koncentracinius judėjimus ir sudarė palankias sąlygas susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos augimui. Be kitų veiksnių, rinkos augimui padėjo tai, kad ES šalys tarpusavio prekybai liovėsi taikiosios muitus ir sutarė dėl bendros maisto gamybos kontrolės. 1986 m. pasirašius Suvestinį Europos aktą, suteikusi pagrindą plataus masto šešerių metų programai, kuria siekta išspręsti laisvos prekybos Europos Sąjungoje problemas ir sukurti bendrąją rinką, buvo sukurtas pagrindas pirmajai tikrai europinei susijungimų ir įsigijimų sandorių bangai (1987 – 1991 m.). Antroji europinė susijungimų ir įsigijimų sandorių banga vyko 1997 – 2000 m. laikotarpiu, o trečioji prasidėjo 2003 m. ir baigėsi 2007 m. prasidėjus finansų krizei. Europos susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos yra charekterizuojamos internacionalizacijos ir konsolidacijos. Jos vyko rinkos dereguliavimo, prekybos bei investicijų liberalizavimo kontekste. Europos lygmeniu euro įvedimas, globalizacija, technologinės naujovės, reguliavimo panaikinimas ir privatizavimas, mažos palūkanų normos, finansų rinkų bumas ir esamas likvidumas padidino įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumą.

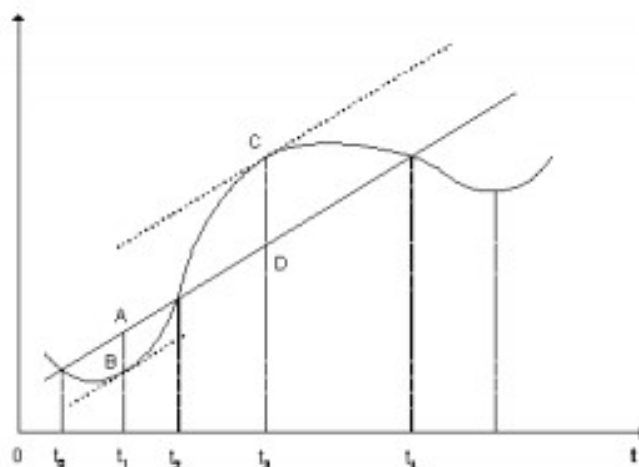
Remiantis literatūros apžvalga, susijungimų ir įsigijimų bangos yra sąlygojamos bendrų makroekonominių faktorių, kurie gali būti sugrupuojami į 4 kategorijas: ekonomines sąlygas, kreditavimą, pramonės šokus ir globalizaciją. Žemiau aptariama kiekviena iš šių keturių kategorijų.

Pirma, ekonominės sąlygos yra pagrindinis faktorius, veikiantis susijungimų sandorių rinkos augimą. Sandorių skaičius ir vertė auga vykstant ekonominiam augimui ir jų daugiausia vyksta pasiekus ekonominio ciklo piką. Auganti kapitalo ir akcijų rinka sudaro palankias sąlygas finansuoti sandorius. Be to, atsiranda situacijos, kuomet rinkos dalyvių turimos žinios, informacija bei suvokimas apie tikrąją įmonės vertę skiriasi nuo likusių rinkos dalyvių suvokimo. Ši asimetrija skatina sandorių aktyvumą.

Panašiai, kaip ekonomika juda cikliškai, taip ir susijungimų bei įsigijimų juda cikliškai. Grįžtant prie Burns ir Mitchell (1946) sukurtos koncepcijos, ekonominiai ciklai suvokiami kaip susidedantys iš 4 etapų. Ekonominio ciklo komponentų ir etapų dinamika vaizduojama 12 pav.

Remiantis Blanchard ir Watson (1986) bei Arnold (2002), ekonominio ciklo dinamikai ir išskiriamoms ekonominio ciklo fazėms būdinga:

- nuosmukis ( $t_0 - t_1$ ) – periodas kai sumažėja gamyba, taške B pasiekiamas žemiausias nuosmukio taškas dar vadinamas dugnu, nuo jo prasideda pagyvėjimas;
- pagyvėjimas, kurį lemia investicijos į atsargas, grįžtama į pusiausvyros būseną, po kurios seka pakilimas;
- pakilimas – būdingi aukšti bendrojo vidaus produkto augimo tempai ir didėjantys kaštai, aukščiausias pakilimo taškas C vadinamas bumu, nuo jo prasideda kritimas;
- kritimas - išaugus resursų bei produkcijos kainoms, sumažėjus pelnui, vartotojai praranda optimizmą ir ekonomika sugrįžta į pusiausvyrą.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Blanchard, O.J. and M.W. Watson (1986)

### 12 pav. Ekonominio ciklo fazės

Antra, kreditavimas yra svarbus makroekonominis faktorius, veikiantis susijungimų ir išigijimų sandorių bangos judėjimą. Palankios galimybės skolintis yra pagrindas finansuoti susijungimų bei išigijimų sandorius. Kreditavimas nėra pastovus ekonominio ciklo metu. Pažymėtina, jog daugiausia sandorių vykdoma esant žemoms palūkanų normoms ir „pigiams“ pinigams.

Trečia, pramonės šokai, pasikeitimai valstybių vykdomoje politikoje bei inovacijos. Susijungimų rinkos aktyvumas priklauso nuo pramonės šakos. Sandorių aktyvumas linkęs telktis atskirose šakose ir priklausyti nuo išorinių pokyčių tose šakose bei ekonomikoje apskritai. Pvz.: avialinijų pramonės šakos dereguliavimas 1970-aisiais ar bankų pramonės dereguliavimas 1990-aisiais sąlygojo ryškų bei tvarų susijungimų bei įsigijimų sandorių skaičiaus išaugimą šiose šakose. Be to, sandorių skaičius stipriai išaugo masinės privatizacijos bei denacionalizacijos laikotarpiu (žlugus Sovietų Sąjungai ir kritus Berlyno sienai). Iš kitos pusės, spartūs technologiniai pokyčiai sąlygojo naujų inovatyvių pramonės šakų atsiradimą bei sandorių skaičiaus jose išaugimą.

Ketvirta, didėjanti globalizacija ir tarptautinės finansų sistemos, kapitalo judėjimo liberalizavimas, finansinis reguliavimas šalių viduje, technologijų pažanga ir didesnė konkurencija, tarptautinės komunikacijos kainos sumažėjimas, kompiuterinių resursų ir galimybių išaugimas bei prekių transportavimo kainos bei laiko, reikalingo sandoriams atlikti, sumažėjimas stipriai prisidėjo prie augančių susijungimų bei įsigijimų sandorių aktyvumo lygių. Vykstantys globalūs pokyčiai sąlygojo tarptautinių bei naujų žaidėjų vietinėse rinkose atsiradimą. Apskritai, tarptautinės rinkos tapo liberalesnės.

Lentelėje Nr. 5 apžvelgiamos pagrindinės ir svarbiausios studijos, nagrinėjusios makroekonominių sąlygų įtaką susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų formavimuisi ir vystymuisi.

**5 lentelė. Studijos, nagrinėjusios makroekonominių sąlygų įtaką susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų formavimuisi ir vystymuisi**

Mokslinės studijos	Studijų rezultatai
Maksimovic et al. (2013)	Maksimovic et al. (2013) prisidėjo prie susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų literatūros nagrinėdami skirtumus tarp viešų ir privačių įmonių skirtumus susijungimų ir įsigijimų sandorių bangose. Autoriai hipotizuoja, kad jei sandorių bangos kyla dėl teigiamų investavimo galimybių, skirtumų tarp viešų ir privačių įmonių turėtų nebūti. Tačiau, jei bangos kyla dėl likvidumo ir investicinio klimato skirtumų, leidžiančio kai kurioms įmonėms gauti geresnę prieigą prie kapitalo, galima būtų pastebėti, kad viešai listinguojamos įmonės yra aktyvesnės susijungimų ir

	<p>įsigijimų sandorių bangose dėl bendrovių galimybės pasinaudoti aukštu įmonių vertinimu tam, kad įsigyti kitas įmones. Maksimovic et al. (2013) nustatė, kad viešai listinguojamos įmonės dukart aktyviau dalyvauja susijungimų ir įsigijimų sandoriuose bangų metu negu ne bangų metu. Tuo tarpu privačių firmų aktyvumo lygis susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkoje nepriklauso nuo sandorių bangos. Mokslininkai teigia, kad tai įtakojama tik geresne prieiga prie kapitalo rinkos. Autorių nuomone, viešai listinguojamos įmonės asocijuojamos su didesniu produktyvumu ir šis produktyvumas veda prie dažnesnių sandorių bangų metu, kurie veda prie didesnio efektyvumo pasiekimo.</p>
Garfinkel ir Hankins (2011)	<p>Garfinkel ir Hankins (2011) siūlo, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių bangas sukelia vertikaliosiose sandoriuose dalyvaujančios bendrovės, nes šiais sandoriais įmonės siekia apsidrausti nuo ekonominių sąlygų nestabilumo ir nežinomybės. Mokslininkai nustatė, kad pinigų srautų nepastovumas skatina įmones vertikaliosiai integruotis ir tai prisideda prie sandorių bangų pradžios. Šie rezultatai ypač būdingi įmonėms su aukštu turto lygiu, sąlygojančio didesnę poreikį apsidrausti nuo pinigų srautų svyravimų. Garfinkel ir Hankins apibendrina, kad vertikaliosiai integruojamos įmonės sumažina pinigų srautų svyravimus.</p>
Ahern and Harford (2014)	<p>Ahern ir Harford (2014) patvirtina pramonės šakų ryšių svarbą susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų metu. Autoriai naudoja tinklų topologiją siekdami parodyti, kad stipresni ryšiai rinkose veda prie intensyvesnių tarpindustrinių sandorių ryšių. Be to, sandorių bangos yra sustiprinamos, jei egzistuoja stiprūs tarpusavio ryšiai tarp tiekėjų ir klientų. Apibendrinant, Ahern ir Harford (2014) nustatė, kad susiliejimų veikla greičiau pernešama į pramonės šakas, kuriose yra artimi ryšiai, negu į tas, kuriose ryšiai tolimesni. Be to, mokslininkai siūlo, kad bangų veikla yra vedama sandorių aktyvumu pramonės šakose, kurios yra artimos rinkos tinklams. Taigi autoriai pagrindžia ekonominį susijungimų bangų pagrindą.</p>

<p>Duchin and Schmidt (2013)</p>	<p>Atlikdami susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų analizę sandoriuose, inicijuotose viešai listinguojamų įmonių, Duchin ir Schmidt (2013) nustatė, kad sandorių bangos yra susijusios su žemos kokybės sandoriais. Jie pastebi, kad sandoriai yra labiau neapibrėžti ir pasižymi žemesniu vadovų jautrumu rezultatams, kas reiškia žemesnį vadovų monitoringą. Be to, Duchin ir Schmidt (2013) nustatė, kad ilguoju laikotarpiu susijungimų ir įsigijimo bangos metu įvykusių sandorių rezultatai yra dar prastesni. Autoriai hipotetizuoja, kad sandorių bangos sudaro galimybes įmonių vadovams nuslėpti prastus sandorius.</p>
<p>Haddad et al. (2017)</p>	<p>Haddad ir kt. (2017 m.) nustatė, kad sandorių bangos veikiamos finansavimo sumetimų. Konkrečiai, autoriai nustatė, kad išpirkimo bangos stipriau susijusios su agreguotos rizikos premijos sumažėjimu negu su kitomis kredito sąlygomis, pavyzdžiui, skolos kaina. Apibendrinant sandorių bangų augimo tendencijos siejamos su aukštesniais veiklos rezultatais ir mažesniais nelikvidaus kapitalo laikymo kaštais, kylančiais dėl žemesnių rizikos priemonių. Praplėsdami savo tyrimą, autoriai pažymi, kad priimant verslo vystymo sprendimus reikia tinkamai įvertinti rizikos premijų įtaką.</p>
<p>Nguyen ir Phan (2017)</p>	<p>Nguyen ir Phan (2017) nustatė, kad vyriausybės politika daro įtaką tikimybei, kad susiliejimai įvyks. Mokslininkai parodė, kad vyriausybės politikos neapibrėžtumas, pavyzdžiui, mokesčių, vyriausybės išlaidų, fiskalinės ir monetarinės politikų nepastovumas, yra neigiamai susiję su susiliejimų ir įsigijimų sandorių kiekiu ir prailgina laikotarpį, kurio reikia, kad būtų įvykdytas sandoris. Autorių išvados parodo, kad įmonės stengiasi sumažinti ekonominės aplinkos neapibrėžtumo įtaką ir dažnai finansuoja sandorius savo akcijomis. Apibendrinant, neapibrėžtumo laikais daugiausia dėmesio skiriama investicijoms į geriausius projektus, dėl to susijungimo ir įsigijimo sandoriai neaiškiais laikotarpiais yra susiję su didesne grąža bendrovių akcininkams.</p>

Remiantis aukščiau pateikta lentelė darytina išvada, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos yra stipriai veikiamos kapitalo rinkų sąlygų, vertikalios integracijos, sandorių finansavimo galimybių ir vyriausybės vykdomos politikos. Be to, atkreiptinas dėmesys į tai, kad įmonių vadovų elgsena sandorių bangų metu yra skirtinga dėl skirtingos kontrolės laipsnio.

#### 1.1.6. Išvados: teorinis temos pagrindas (mikroekonominė perspektyva)

##### **Atlikus literatūros apžvalgą ir įvertinus mikroekonominę perspektyvą, galima daryti žemiau pateikiamas išvadas:**

1. Egzistuojanti literatūrinė medžiaga ir empiriniai tyrimai, kurių objektas yra susijungimų ir įsigijimų sandoriai, yra klasifikuojami į 4 pagrindines kategorijas:
  - a) Studijas, nagrinėjančias priežastis, skatinančias įmones vykdyti susijungimų ir įsigijimų sandorius. Pagrindinės literatūroje išskiriamos susijungimų ir įsigijimų sandorių priežastys yra vertės kūrimas, valdymo savanaudiškumas, aplinkos faktoriai ir konkrečios įmonės charakteristikos;
  - b) Tyrimus, kurių objektas yra įsigijimų ir susijungimų sandorio elgsena;
  - c) Tyrimus, nagrinėjančius moderatorius, vidinius ir išorinius faktorius, įtakančius susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus (sandorio charakteristikos, vadovybės efektai, įmonės charakteristikos, aplinkos charakteristikos).
  - d) Mokslinius darbus, aprašančius susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus (sinergija, dydžio augimas, mokesčiai, naujų technologijų/žaliavų/įrengimų įsigijimas, finansinių šaltinių įsigijimas, gero valdymo įsigijimas, laiko santaupos įeinant į naujas rinkas, akcijų (nuosavybės) vertės augimas, kt.).
2. Bendrovių susijungimai bei įsigijimai vyksta cikliška, ciklų metu išryškėja žymus susijungimų bei įsigijimų sandorių kiekio augimas bei rinkos aktyvumo laipsnio išaugimas.
3. Egzistuoja 4 pagrindinės teorijos, aiškinančios susijungimų ir įsigijimų sandorių bangas: susijungimų ir įsigijimų sandorių Q-teorija, industrinių šokų teorija, vadovavimo veiksmų laisvės teorija ir pervertintų akcijų teorija.
4. Šiuo metu ekonominėje literatūroje išskiriamos šešios susijungimų bei įsigijimų bangos, kurių bendri bruožai yra: ekonominės sąlygos yra

pagrindinis faktorius, įtakojantis susijungimų sandorių rinkos augimą, kreditavimas, pramonės šokai, pasikeitimai valstybių vykdomoje politikoje bei inovacijos, globalizacija.

## 1.2. Teorinis temos pagrindimas: makroekonominė perspektyva

Ankstesniajame poskyriuje susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka buvo apžvelgta iš mikroekonominio lygio perspektyvos. Buvo aptartos ir supažindinta su egzistuojančiomis teorijomis, nagrinėjančiomis susijungimus ir įsigijimus įmonės lygiu. Šis poskyris tęsia teorijos apžvalgą išskirdamas svarbiausias teorijas ir empirinius darbus, tyrusius, kaip visuminė ekonominė aplinka veikia susijungimus ir įsigijimus. Be to, keliamas atvirakštinis klausimas, kokių lygiu susijungimai ir įsigijimai veikia ekonominę aplinką.

### 1.2.1. Susijungimų ir įsigijimų sandorių srautus veikiantys makroekonominiai veiksniai

Maček (2012) pažymi, jog empirinėse studijose susijungimų ir įsigijimų sandorių srautų priežastys bei veiksniai nagrinėjami rečiau nei tiesioginių užsienio investicijų priežastys bei veiksniai. Autorė to priežastimi įvardina mažesnę susijungimų ir įsigijimų sandorių statistinių duomenų prieinamumą, faktą, jog šie sandoriai susiję su didesne verslo, politine bei nacionalinės politikos rizika. Pažymėdama reikšmingą susijungimų ir įsigijimų sandorių dalį tiesioginių užsienio investicijų rinkoje, Maček (2012) išskiria, jog veiksniai įtakojuojantys tiesioginių užsienio investicijų ir susijungimų ir įsigijimų sandorių kryptis yra panašūs.

Atlikus studijų, nagrinėjusių susijungimų ir įsigijimų sandorių srautus veikiančių makroekonominių veiksnių, apžvalgą sudaryta 6 lentelė, kurioje egzistuojanti mokslinė literatūra yra kategorizuojama pagal identifikuotus susijungimų ir įsigijimų aktyvumo lygi veikiančius determinantus. Plačiaja prasme, mokslinė literatūra gali būti skirstoma į akcijų rinkos, sektoriaus / rinkos, įmonės ir makroekonomikos lygius.

6 lentelė. Mokslinės literatūros, nagrinėjusios susijungimų ir įsigijimų aktyvumo determinantus, apžvalga

Lygis	Literatūra	Priklausomi kintamieji	Nepriklausomi kintamieji
Akcijų rinkos lygis	Nelson (1959), Gort (1969), Guerard (1989), Verter (2002), Dong et al. (2006), Schleifer and Vishny (2003), Rhodes-Kropf and Viswanathan (2004)	Sandorių dažnis, sandorių vertė	Akcijų kaina, akcijų rinkos volatilumas, akcijų rinkos elgesys
Sektoriaus/pramonės lygis	Mitchell and Mulherin (1996), Schlingemann et al. (2002), Harford (2005), Miyazaki (2009)	Sandorių dažnis, sandorių vertė	Ekonominiai, technologiniai ar reguliavimo šokai, kapitalo likvidumas, tyrimai ir plėtra
Įmonės lygis	Jensen (1986), Harford (1999), Jovanovic and Rousseau (2002), Jensen (2003), Schleifer and Vishny (2003), Granier (2008)	Sandorių dažnis, sandorių vertė	Laisvi pinigų srautai, grynujų pinigų rezervas, įmonės heterogeniškumas, įmonės rezultatai, Tobins' Q rodiklio reikšmė
Makroekonominis lygis	Steiner (1975), Melicher et al. (1983), Stughart and Tollison (1984), Becketti (1986), Clark et	Sandorių dažnis, sandorių vertė, sandorių vertės	BNP, BVP, palūkanų normos, ekonominis ciklas

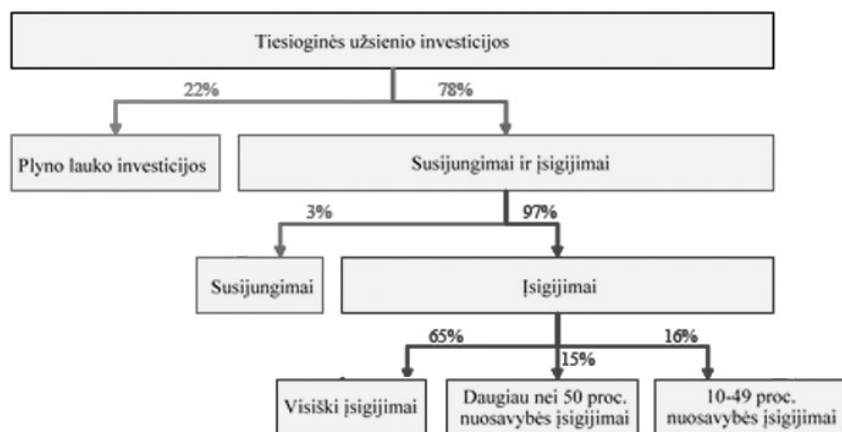


al. (1988), ir viso turto  
 Andrade et al. santykis  
 (2001), Town  
 (1992), Golbe  
 and White  
 (2000),  
 Jovanovic and  
 Rousseau  
 (2001), Harford  
 (2005)

---

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis S.H. Choi ir B.N.Jeon (2011)

Brakman (2006) žvelgdamas į tiesioginių užsienio investicijų kategoriją pastebėjo, jog dauguma tiesioginių užsienio investicijų vyksta tarpšalinių susijungimų ir įsigijimų santykių forma. 13 pav. apžvelgiama, kokią tiesioginių užsienio investicijų dalį sudaro plyno lauko investicijos ir tarpšaliniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai. Pagrindinis skirtumas tarp šių dviejų investicijų tipų yra tai, kad tarpšalinių susijungimų ir įsigijimų sandorių atveju turto nuosavybė ir operacijos yra perkeliamos iš vietinės į užsienio įmonę.



Šaltinis: Brakman ir kt. (2006)


### 13 pav. Skirtingų tipų tiesioginių užsienio investicijų pasiskirstymas

Mokslinėje literatūroje tyrimai, nagrinėję susijungimų ir įsigijimų ryšius su makroekonominiais veiksniais, nėra nauja sritis. Pavyzdžiui, Nelson (1959), Gort (1969), Beckenstein (1979), Beckett (1986), Guerard (1989), Andrade ir kt. (2001) ir Mulherin ir Boone (2000) susieja susijungimų ir įsigijimų rinkos aktyvumą su įvairiais makroekonominiais rodikliais. Melicher ir kt. (1983) pasiūlė "susijungimų aktyvumo-ekonominės gerovės teoriją" (angl. „*merger activity-economic prosperity theory*“), kuri suteikia teorinį pagrindą nusakyti ryšiams tarp ekonominės aplinkos ir kapitalo rinkos sąlygų, skatinančių susijungimų ir įsigijimų sandorius. Jovanovic ir Ruso (2002) nustatė, kad makroekonominės sąlygos turi svarbų poveikį susijungimų ir įsigijimų sandorių investicijų dydžiui. Autoriai pateikia įrodymų, kad susijungimų ir įsigijimų aktyvumas ir veikla priklauso nuo skirtingų verslo ciklo etapų. Kiti tyrėjai išvelgia, kad įmonės lygio, mikroekonominiai susijungimų ir įsigijimo sandoriai yra visiškai arba dalinai lemiami ir veikiami makroekonominių sąlygų. Pavyzdžiui, Harford (2005) tirdamas makroekonominių veiksmų poveikį susijungimams ir įsigijimams 1980 - 1990 m. laikotarpiu atliko pramonės lygio tyrimus. Remdamasis tyrimo rezultatais, Harford (2005) teigia, kad visuminė susijungimų ir įsigijimų sandorių santalka (angl. *clustering*) sutampa su pramonės lygio susijungimų tendencijomis, kurios yra veikiamos įvairių makroekonominių kintamųjų. Mitchell ir Mulherin (1996) ir Andrade ir kt. (2001) savo studijose įrodo, jog susijungimų ir įsigijimų sandorių aplinkoje egzistuoja pramonės klasteriais. Harford (2005) ir Gugler ir kt. (2005) siekdami suprasti susijungimų ir įsigijimų elgseną vysto makroekonominę perspektyvą. Mokslininkai padėjo pagrindą makroekonomikos teorijai paaiškinti mikroekonominę susijungimų ir įsigijimų elgseną. Apibendrinant, šie tyrimai skatina suprasti ir labiau iširti, kaip ilguoju ir trumpuoju laikotarpiu makroekonominiai kintamieji veikia visuminį susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumą.

Mottaleb (2007) įvardina politinę riziką, investicinę aplinką, infrastruktūrą, reguliavimo sistemą, biurokratinę kliūtį, teismų skaidrumą ir korupcijos lygį šalyje kaip veikiančius susijungimų ir įsigijimų sandorių srautus. Nonnemberg ir Mendonça (2004) pažymi šalies, kurioje vyksta susijungimo ir įsigijimo sandoris, ekonomikos dydį, rizikos reitingą, kvalifikuotos darbo jėgos kiekį, Taylor ir Francis Group (2004) šalies atvirumo laipsnį ir darbo jėgos kaštus, Chen (1996) infrastruktūros, tyrimų ir plėtros pajėgumus kaip veikiančius susijungimų ir įsigijimų sandorių kryptis ir srautus. UNCTAD (1998) paruoštoje pasaulio investicijų ataskaitoje pateikiami pilnas sąrašas veiksmų, veikiančių sandorių srautus. Remiantis sąrašu, tiesioginių užsienio investicijų

kryptį veikia mikroekonominiai veiksniai (veiksniai susiję su naujų rinkų įgijimu gamtos išteklių gavybos ir didesniu efektyvumu), ekonominės ir politinės aplinkybės (privatizacijos politika, tarptautiniai susitarimai dėl tiesioginių užsienio investicijų, prekybos politika, fiskalinė politika) ir verslą skatinantys veiksniai (investicinės paskatos, tiesioginių užsienio investicijų skatinimas, vietos patrauklumas). 14 pav. pateikiamas išsamus sąrašas veiksmų, kurie veikia konkrečios šalies pasirinkimą vykdyti susijungimo ir įsigijimų sandorius.

Dunning (1993) pažymi, jog įmonės susijungimų ir įsigijimų sandorių šalį renkasi atsižvelgdamos į specifinius šalies veiksmus jų sąveikoje su specifiniais nuosavybės atributais ir internalizacijos privalumais bendroje įmonės verslo strategijoje. Verslo strategijos tikslai gali būti rizikos sumažinimas, veikimas oligopolinės konkurencijos rinkoje, konkurentų veiksmų imitavimas ar konkurencinių pranašumų paieška. Atsižvelgiant į skirtingą strategijų kontekstą, tas pats motyvas ir atitinkami priimančiosios šalies veiksniai gali įgyti skirtingas reikšmes. Pavyzdžiui, rinkų siekiančios įmonės inicijuoja susijungimų ir įsigijimų sandorius norėdamos išnaudoti galimybes atsirandančias daugiagamyklinėse operacijose. Kitai rinkos siekiančiai įmonei pagrindinis tikslas yra įgyti rinkos galią. Galiausiai rinkos siekiančios įmonės šiuo tikslu gali norėti diversifikuoti rinkas ir sumažinti verslo riziką. Ši diskusija parodo, jog susijungimų ir įsigijimų sandorių siekiančios šalys turi ne tik suprasti potencialių investuotojų motyvus, bet atsižvelgti į jų strategijas.

<p><b>i. Politinė struktūra</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ekonominis, politinis ir socialinis stabilumas;</li> <li>- Įėjimo į rinką ir operacijų taisyklės</li> <li>- Elgesio su užsienio įmonėmis normos</li> <li>- Rinkos funkcionavimo ir struktūros politika (ypatingai konkurencijos ir susijungimų ir įsigijimų politika)</li> <li>- Tarptautiniai susitarimai dėl tiesioginių užsienio investicijų</li> <li>- Privatizacijos politika</li> <li>- Prekybos politika (tarifai ir netarifiniai barjerai) ir tiesioginių užsienio investicijų ir prekybos darnumas</li> <li>- Mokesčių sistema</li> </ul>		<p><b>A. Rinkos siekimas</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ekonomikos dydis ir pajamos vienam gyventojui</li> <li>- Ekonomikos augimas</li> <li>- Prieiga prie regioninių ir globalių rinkų</li> <li>- Specifinės šalies vartotojų pirmybės</li> <li>- Ekonomikos struktūra</li> </ul>
<p><b>ii. Ekonominiai veiksniai</b></p>	<p><b>B. Resursų/nuosavybės siekimas</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Žaliavos</li> <li>- Žemų kaštų nekvalifikuota darbo jėga</li> <li>- Kvalifikuota darbo jėga</li> <li>- Technologinis, inovatyvus ir nematerialus individualus, imonių ir klasterių turtas (pvz.: prekių ženklai)</li> <li>- Fizinė infrastruktūra (uostai, keliai, telekomunikacija, energetika)</li> </ul>	
<p><b>iii. Verslą skatinantys veiksniai</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Investicijų rėmimas (įskaitant įvaidžio kūrimą, investicijų generavimo veikla, investicijų skatinimo paslaugos)</li> <li>- Investicijų paskatos</li> <li>- Kaštai susiję su korupcine aplina, biurokratine struktūra ir administraciniu efektyvumu</li> <li>- Socialiniai patogumai (dvikalbės mokyklos, gyvenimo kokybė ir kt.)</li> <li>- Po investicinės paslaugos</li> </ul>	<p><b>C. Efektyvumo siekimas</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Koreguoti darbo resursų produktyvumu resursų ir turto išvardintų B skiltyje kaštai</li> <li>- Kiti sąnaudų kaštai, pvz.: transportavimo ir komunikacijos kaštai, tarpinių produktų kaštai</li> <li>- Narystė regioninės integracijos susitarime dėl regioninių imonių tinklų ryšių</li> </ul>	

Šaltinis: Sudaryta autoriaus remiantis UNCTAD - United Nations Conference on Trade and Development. (1998). World Investment Report 1998. Trends and Determinants. New York

#### 14 pav. Veiksniai, įtakoiantys šalies pasirinkimą susijungimų ir įsigijimų sandoriams vykdyti

Atsižvelgdami į tarpvalstybinius teisinės bazės ir reguliavimo skirtumus Rossi ir Volping (2004) nagrinėjo susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką. Tyrimo duomenims buvo naudoti susijungimų ir įsigijimų sandoriai 1990-2002 metų laikotarpiu 49 pagrindinėse šalyse. Gauti rezultatai parodė, jog

šalių teisinio reguliavimo ir akcininkų interesų apsaugos lygio skirtumai paaiškina globalų susijungimų ir įsigijimų sandorių intensyvumą ir kryptis. Susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka yra reikšmingai aktyvesnė šalyse su aukštais apskaitos ir atskaitomybės standartais ir geresne akcininkų interesų apsauga. Be to, aktyvesnė susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka yra įmonių valdymo su silpnesne investuotojų apsauga rezultatas. Priešiški susijungimų ir įsigijimų sandoriai dažniau vyksta šalyse su stipria investuotojų apsauga. Tikimybė, jog susijungimai ir įsigijimai vyks tarpvalstybiniu, o ne nacionaliniu lygiu didėja esant stipriai investuotojų apsaugai įsigyjamos įmonės šalyje. Kontrolinei grupei priskyrus tarpvalstybinės prekybos mastą, BVP vienam gyventojui, kultūrinius ir geografinius skirtumus, autoriai nustatė, jog įsigyjamos įmonės dažniausiai yra iš šalių su silpnesne investuotojų apsauga negu įsigyjamos įmonės šalies. Autoriai nustatė, jog susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumas (kiekis ir vertė) didesnis šalyse su geresniais sąskaitybės ir buhalterijos standartais ir didesne akcininkų apsauga. Tikimybė, jog sandoris bus finansuojamas grynaisiais pinigais mažėja ryšium su įsigyjamos įmonės šalies akcininkų apsaugos lygiu. Pastebima, jog tarpvalstybiniuose sandoriuose įsigyjamos įmonės tipiška yra iš šalių su žemesniu akcininkų apsaugos lygiu nei įsigyjamos įmonės namų šalis. Dėl to tyrėjai siūlo išvadą, jog didindami įsigyjamos įmonės akcininkų apsaugą tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai atlieka kontrolės vaidmenį. Rossi ir Volping (2004) pateikia išvadą, kad tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai yra svarbus įmonių valdymo standartų konvergavimo kanalas.

Cerrato ir kt. (2016) nagrinėjo finansinės krizės įtaką tarpvalstybiniam susijungimams ir įsigijimams. Autoriai nustatė, kad finansų krizė neigiamai veikė diversifikuojančius ir tarpvalstybinius susijungimus ir įsigijimus. Šie rezultatai sutampa su įmonių elgsenos teorija. Reaguodamos į ekonominius nuosmukius, įmonės sutelkia pagrindines verslo pastangas į pagrindinius segmentus ir namų rinką, yra atsargesnės tirdamos naujus segmentus ir geografinius regionus.

Uddin ir Boateng (2011) nagrinėjo makroekonominių kintamųjų įtaką Jungtinės Karalystės tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkai 1987-2006 metų laikotarpiu. Gauti rezultatai parodė, jog išoriniai veiksniai susiję su įsigyjamos ir įsigyjamos įmonės namų šalimi yra svarbūs įmonių konkurenciniam pranašumui vystyti ir investiciniams sprendimams. Pavyzdžiui, ekonominio augimo tempai ir aukštos palūkanų normos potencialiai generuoja aukštesnę grąžą ir dėl to gali pritraukti daugiau užsienio

kapitalo. Be to, šalies makroekonominės politikos aplinka gali padidinti ar sumažinti verslo vykdymo kaštus. Ši perspektyva yra iškelta Oxelheim ir kt. (2001), kurie tvirtino, jog makroekonominiai faktoriai yra svarbūs bendriems kapitalo kaštams ir jie turi būti traktuojami kaip visuminė įmonės finansinio pajėgumo koncepcija. dalis atsižvelgiama visuminiame įmonės finansinio pajėgumo stiprume. Dunning (2009) nustatė, jog dėl pasikeitusių vietovės pasirinkimo modelių, charakterių ir tarptautinių veiklų modernioje ir tarpusavyje susijusioje šių dienų ekonomikoje makroekonominių kintamųjų svarba yra daug didesnė nei prieš 20 metų. Be to, vietos teorija leidžia atkreipti dėmesį į vieną pagrindinių vietos privalumų – makroekonominių kintamųjų įtaką.

Dunning (1988, 1995) sukūrė eklectišką paradigmą (angl. OLI-Model), suteikiančią konceptualų pagrindą paaiškinti tiesiogines užsienio investicijas, iš kurių tarpvalstybiniai susijungimai ir įsigijimai sudaro apie 80 proc. (UNCTAD, 2008). Remiantis paradigma, šalies polinkis ir galimybės pritraukti tiesiogines užsienio investicijas yra lemiamos trijų pagrindinių kintamųjų. Pirma, nuosavybės privalumų egzistavimas apimantis įmonės resursus ir galimybes. Antra, konkrečios įsigyjamos įmonės šalies privalumai, apimantys materialiuosius ir nematerialiuosius išteklius. Trečia, organizacinės formos, kuriomis įmonės sujungia nuosavybės privalumus su vietovės privalumais siekdamos išlaikyti ir pagerinti konkurencines pozicijas.

Nagrinėjant makroekonominių veiksnių įtaką susijungimų ir įsigijimų sandoriams svarbu pažymėti jų makroekonominių veiksnių įtaką siekiant įgyti konkurencinį pranašumą. Li, Lam, Karakowsky, ir Qian (2003) pastebi, jog įžengiant į rinką anksčiau nei konkurentai gali suteikti įmonei įvairių pranašumų įskaitant kuriant rinkos unikalumą, kainų nugriebimą ar rinkos pozicionavimą. Tai reiškia, jog vadovai gali paskirti laiką susijungimų ir įsigijimų sandoriams remdamiesi ne tik įmonės vystymusi ir pramonės šakų, bet ir makroekonominių kintamųjų judėjimu tam, kad įgautų konkurencinių pranašumų ir maksimizuotų akcininkų patiriamą naudą. Remiantis šiuo teoriniu modeliu, įmonių vadovai turi kreipti dėmesį į makroekonominius kintamuosius, kad užtikrintų novatorišką poziciją ir būtų kūrėjai, o ne rinkos lyderio sekėjai.

Naudodami įmonės lygio duomenis, Seung, H.C. ir Bang, N.J. (2011) tyrė dinaminį makroekonominės aplinkos poveikį visuminiam susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumui JAV 1998-2004 metų laikotarpiu. Taikydami laiko eilučių ekonometrinius modelius JAV susijungimų ir įsigijimų sandorių duomenims, autoriai išskyrė makroekonominių kintamųjų svarbą. Visų pirma,

autoriai tyrė ilgo laikotarpio pusiausvyros sąlygas tarp susijungimų ir įsigijimų sandorių dažnumo ir dydžio bei pagrindinių makroekonominių kintamųjų, įskaitant realųjį bendrąjį vidaus produktą, monetarinius agregatus, palūkanų normas ir akcijų rinkos indeksus. Tyrimas parodė, jog egzistuoja ilgo laikotarpio pusiausvyra tarp makroekonominių veiksnių ir keturių susijungimų ir įsigijimų aktyvumo lygį matuojančių rodiklių. Tai reiškia, jog makroekonominiai kintamieji vaidina svarbų vaidmenį nustatant visuminę susijungimų ir įsigijimų rinką JAV. Antra, Seung, H.C. ir Bang, N.J. (2011) nagrinėjo trumpojo laikotarpio dinamiką tarp susijungimų ir įsigijimų aktyvumo lygio ir makroekonominių kintamųjų. Šiam tikslui mokslininkai naudojo vektorinį autoregresinį modelį ir tyrė, kaip makroekonominiai šokai (pasiūlos šokas, paklausos šokas, monetarinės politikos šokas) veikė visuminį susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumą nagrinėjamu laikotarpiu. Gauti rezultatai parodė, jog pagrindiniai ir statistikai reikšmingi makroekonominiai kintamieji, lemiantys susijungimų ir įsigijimų aktyvumą, yra: 1) realiosios pajamos dažniui paremtam JAV susijungimų ir įsigijimų aktyvumui; 2) akcijų rinkos sąlygos ir pinigų politika sandorių vertei pagrįstiems visuminiams sandoriams. Kylančiame verslo ciklo etape yra palankiausia vykdyti susijungimus ir įsigijimus. Trečia, JAV susijungimų ir įsigijimų rinkoje veikia į ilgalaikę pusiausvyrą vedantys trumpalaikiai koregavimosi procesai.

Siegfield and Sweeney (1981) nagrinėjo svarbiausias susijungimų ir įsigijimų charakteristikas: rinkų koncentraciją, įmonių dydį, produkto diversifikaciją ir geografinį pasiskirstymą, įtaką visuomenei. Naudodami empirinius tyrimus, autoriai vertino socialines susijungimų ir įsigijimų pasekmes tokias kaip įtaka darbuotojams, pajamų pasiskirstymui, visuomenės gerovei. Be to, Siegfield and Sweeney (1981) atkreipia dėmesį, jog susijungimai ir įsigijimai gali padidinti ir sumažinti visuomenės socialinius tikslus. Galiausiai mokslininkai pabrėžia, jog reikalingi sisteminiai tyrimai padedantys įstatymų leidžiamajai ir vykdomajai valdžiai valdyti šiuos procesus.

Franks and Mayer (1993) nagrinėjo ryšį tarp kapitalo rinkų ir įmonių kontrolės empiriniams duomenims naudodami Prancūzijos, Vokietijos ir Didžiosios Britanijos įmonių ir statistinius duomenis. Autoriai nustatė, kad įmonių įstatymai, konkurencijos politika, akcijų rinkos taisyklės ir darbo teisė paaiškina didelę dali kontrolės ir nuosavybės skirtumų pasiskirstymų tarp Europos Sąjungos šalių. Europos Sąjungos susijungimų ir įsigijimų rinkos reguliavimas pagrįstas aiškia strategija vengti konkurenciją mažinančių susijungimų ir įsigijimų sandorių. Pabrėžiamas stiprios ES lygio institucijos

nebuvimas, kuri reguliuotų susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką ne tik ES, bet ir globaliu lygiu. Autorių tyrimu, ši situacija sąlygoja didelius sąlyginius susijungimų ir įsigijimų sandorių kaštus. Įvairaus dydžio ir sudėtingumo susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekio augimas skatina didesnę jų reguliavimą ir priežiūrą. Europoje profesinės sąjungos vaidina svarbią reikšmę susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkoje. Tai yra sveikintina realija atsižvelgiant į nesėkmingą sandorių įgyvendinimą dėl žmogiškųjų faktorių. Siekdama sumažinti neigiamus padarinius Tarptautinė Darbo Organizacija skatina dialogą tarp įmonių vadovų ir darbuotojų susijungimų ir įsigijimų procese.

Susijungimus ir įsigijimus prižiūrinčių institucijų kiekis pasaulyje stipriai išaugo. Pavyzdžiui, vykstant Coca-Cola ir Cadbury-Schweppes susijungimui įmonių teisininkai turėjo gauti leidimą iš 40 skirtingų globalių institucijų. Neįvykusio susijungimo tarp „Alcan Aluminium of Canada“, „Pechiney of France“ ir „Algroup of Switzerland“ metu 35 įmonių teisininkai siekė gauti pritarimą iš 16 institucijų ir prašymus teikė 8 skirtingomis kalbomis. „Pernod Ricard“ s“ įsigyjant 38,6 proc. „Seagram“ s“ vardo gėrimų portfelio buvo gautas leidimas iš 70 šalių.

Remiantis UNCAD (2000, p. 193) ataskaita, rinką monopolizuojančių susijungimų ir įsigijimų prielaidos yra šios:

1. Prieš susijungimo ar įsigijimo sandorį įsigyjanti įmonė buvo stipri eksportuotoja į tą rinką;
2. Turinti atstovybę ir vykdanči veiklą konkrečioje šalyje užsienio įmonė įsigyja kitą įmonę ir įgyja dominuojančią ar monopolinę rinkos dalį;
3. Įsigyjanti įmonė įsigyja rinkos lyderį, su kuriuo anksčiau konkuravo;
4. Susijungimai ir įsigijimai vykdomi slopinti, o ne vystyti konkurencinį įsigyjamos įmonės potencialą;
5. Turinti atstovybę ir vykdanči veiklą konkrečioje šalyje užsienio įmonė įsigyja kitą įmonę trečioje šalyje, kuri anksčiau buvo importo konkurentė įmonės įsigijimo šalyje;
6. Du užsienio įmonių filialai susijungia nors jų pirminės įmonės (savininkės) išlieka atskiros. Taip sumažinama konkurencija tarp dviejų įmonių ir sukuriama dominuojanti rinkos pozicija.

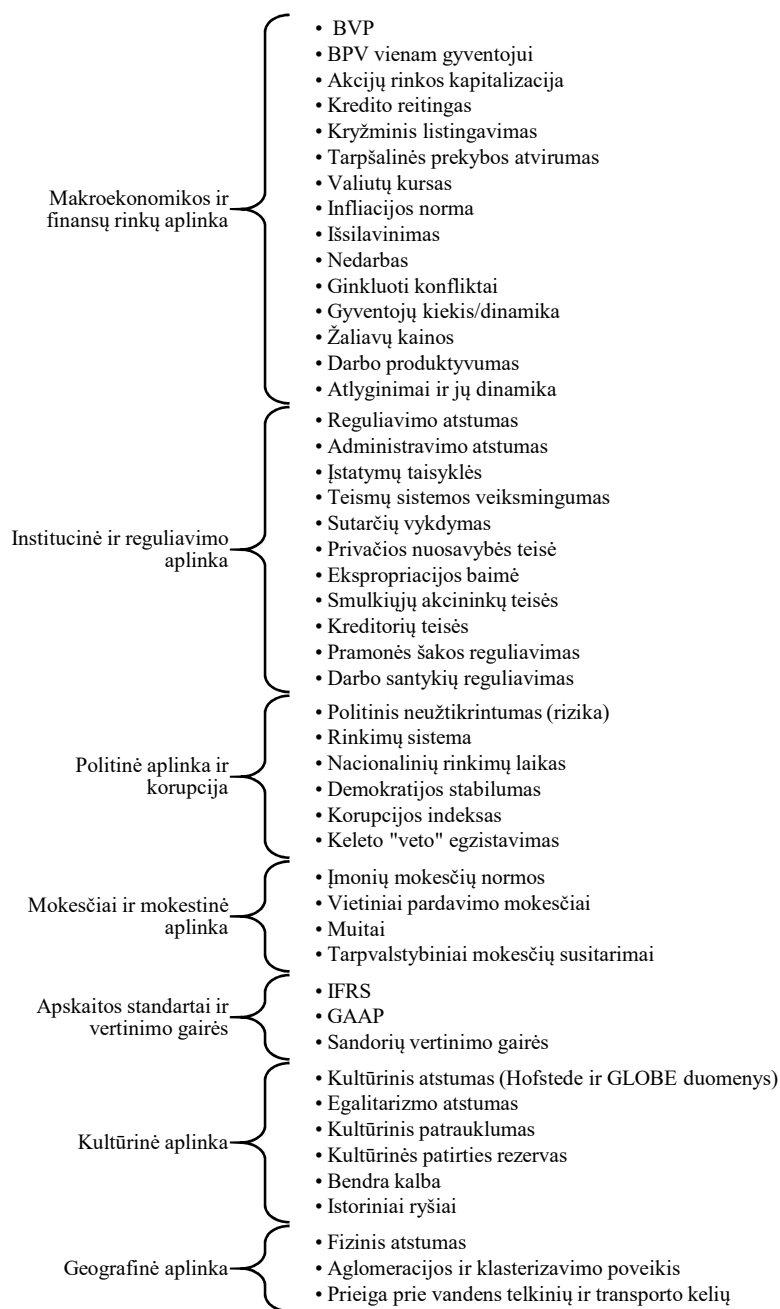
Pažymėtina, jog rinkos koncentracija pati iš savęs nereiškia antikonglomeracinės elgsenos. Reikia atkreipti dėmesį į atskiros šalies atvejį, rinką ir pramonės šaką. JAV ir ES tik nedidelė dalis susijungimų ir įsigijimų dalis yra vertinama kaip turinti neigiamą įtaką konkurencinei aplinkai. Pavyzdžiui, JAV tik 1,6 proc. iš 4.679 susijungimų ir įsigijimų buvo paskelbti



kaip mažinantys konkurencinę aplinką ir neleistini vykdyti (U.S. Department of Justice, 2000). ES situacija yra panaši. 1999 m. tik 14 iš 292 susijungimų ir įsigijimų buvo nagrinėjami kaip keliantys grėsmę konkurencijos ribojimui. Japonijoje 1998 m. tik 2 iš 3.813 sandorių buvo įtariami monopolinės rinkos galios siekimu. Apibendrinant, rinką prižiūrinčios institucijos nemano, jog susijungimų ir įsigijimų sandoriai pažeidžia rinką nors ir padidina rinkos koncentraciją. Ši sritis reikalauja tolimesnio tyrimo.

Xie ir Liang (2017) buvo pirmieji mokslininkai, kurie konsolidavo, peržiūrėjo ir sujungė daugiau kaip 250 ankstesnių tyrimų, nagrinėjančių konkrečiai šaliai būdingus tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų veiksnius. Remiantis Xie ir Liang (2017), egzistuoja septynios aktualios sritys ir tyrimų kryptys: makroekonomikos ir finansų rinkų aplinka, institucinė ir reguliavimo aplinka, politinė aplinka ir korupcija, mokesčiai ir mokestinė aplinka, apskaitos standartai ir vertinimo gairės, kultūrinė aplinka ir geografinė aplinka. 15 pav. pateikiamas išsamus sąrašas veiksnių, kurie veikia konkrečios šalies pasirinkimą vykdyti susijungimo ir įsigijimų sandorius.

Žvelgiant iš makroekonomikos ir finansų rinkų aplinkos perspektyvos, išskirtinos keturios tendencijos. Pirmą, šalims su gamtinių išteklių baze, besivystančiomis finansų rinkomis, dideliu rinkų potencialu, tinkamais infrastruktūros objektais, pažangiomis technologijomis ir dvišaliu prekybos atvirumu būdingos kapitalo įplaukos per įmonių įsigijimus. Antra, greičiausiai skatins didesnę kapitalo įplauką įsigijimo būdu. Šalims su gamtinių išteklių baze ir dideliu rinkos potencialu, bet aukštesne nacionalinio saugumo rizika būdingos užsienio kapitalo įplaukos per susijungimus ir plyno lauko investicijas. Trečia, didesni ekonominiai ir finansiniai skirtumai tarp sandorį inicijuojančios ir priimančiosios šalių sąlygoja didesnę dalinio įsigijimo tikimybę ir prailgina laiko tarpą įvykdyti viešai paskelbtą sandorį. Ketvirta, įmonės charakteristikos (anksčiau įsigijimų/aljansų patirtis, aukščiausios vadovybės patirtis) ir specifiniai šalies veiksniai (pvz.: institucinis vystymasis, geografinis artumas, kultūrinis artumas) palengvina ir gali sumažinti riziką vykdant sandorius tarp labiau ekonomiškai ir finansiškai nutolusių šalių.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Xie ir Liang (2017)

### 15 pav. Tarpvalstybinių susijungimų sandorių kryptys ir kryptių veiksniai

Remiantis Erel (2012) tyrimo rezultatais, geografinis aspektas susijungimų ir įsigijimų kontekste yra svarbus. Sandoriai tarp geografiškai artimų šalių įmonių yra dažnesni nei tarp nutolusių bendrovių. Be to, įmonės, įsikūrusios šalyse su aukštesniu ekonomikos išsivystymo ir geresniu apskaitos kokybės lygiu, yra dažniau linkusios vykdyti įsigijimus ir susijungimus nei būti įsigyjamoms ar prisijungiamoms. Pagrindinis faktorius, darantis įtaką tarpšaliniams susijungimų ir įsigijimų sandoriams yra valiutų kursų judėjimas. Erel (2012) tyrimo metu gauti statistiškai reikšmingi rezultatai rodo, kad nagrinėtu laikotarpiu bendrovės iš šalių su augančiu nacionaliniu valiutų kursu dažniau buvo įsigijimus inicijuojančios. Priešingai, bendrovės iš šalių su smunkančiu valiutos kursu dažniau buvo įsigyjamoms ar prisijungiamoms. Ekonometriškai kontroliuojant laiko eilučių tendencijas visu nagrinėtu laikotarpiu, trumpalaikiu laikotarpiu įsikūrusios šalyje su kylančiu valiutos kursu bendrovės vykdo įsikūrusių smunkančių valiutos kursų šalyse įmonių įsigijimus ir susijungimus. Be to, santykinis šalių akcijų rinkų vystymasis ir rezultatai daro įtaką bendrovių ketinimams vykdyti plėtros politiką. Įsikūrusios šalyse su išsivystytomis ir gerus rezultatus rodančiomis finansų rinkomis įmonės yra linkusios vykdyti įmonių iš šalių su prastesniais finansų rinkų rezultatais įsigijimus ir susijungimus. Hipotezijuojama, kad valiutų kurso judėjimo ir akcijų rinkų rezultatų įtaka indikuoja generalizuojantį vertinimo efektą, kai aukštai vertinamos įmonės įsigyja žemai vertinamas įmones.

#### 1.2.2. Susijungimų ir įsigijimų sandorių įtaka ekonomikoms

Maček (2012) pastebi, jog egzistuojantys empiriniai tyrimai nekreipia dėmesio į skirtingas tiesioginių užsienio investicijų formas nagrinėjant jų įtaką sandorį priimančių šalių ekonomikoms. UNCTAD (2006, 2007, 2008) ataskaita patvirtina, jog ilguoju laikotarpiu skirtumai tarp tiesioginių užsienio investicijų formų išsilygina ir, nepaisant sandorio formos, patiriami vienodi efektai.

Apibendrinat egzistuojančias studijas galima išskirti, jog skirtingi autoriai pažymi tiek teigiamus (Barro, 1991; Barro & Sala-i-Martin, 1995; Lipsey, 2002; Balamoune-Lutz, 2004), tiek neigiamus (Aitken & Harrison, 1999; etc.), tiek neutralius (Kokko et al., 1996) susijungimų ir įsigijimų sandorių efektus priimančių šalių ekonomikoms.

Caves (1974) ir Blomström ir Persson (1983) vieni pirmųjų analizavo, kokį pašalinį poveikį vietinės įmonės produktyvumui turi faktas, jog įmonės

nuosavybė priklauso užsienio bendrovei. Autoriai apibendrina, jog efektas yra teigiamas. Vėliau šie rezultatai buvo patvirtinti Nadiri (1991), Blomström ir Wolf (1994), Chuang & Lin (1999), Liu et al. (2000), Driffield (2001) and Kolasa (2008). Estrin et al. (1997), Ikiara (2003), Torlak (2004), Stephan (2005) and Perez (2008), Lin (2008) atlikti tyrimai parodė, jog tiesioginės užsienio investicijos ir susijungimų ir įsigijimų sandoriai veikia potencialų ekonomikos vystymąsi, sumažina nedarbą, veikia naujų technologijų ir žinių perdavimą, generuoja papildomų mokesčių surinkimą vyriausybėms, remia atskirų ekonomikos sektorių vystymosi strategijas, veikia vadovavimo žinių potencialą, padidina vietinių įmonių dalyvavimą tiekėjų ir subrangovų tinkle, generuoja geresnę vietinės infrastruktūros ir paslaugų sektoriaus išnaudojimą. Remiantis Borensztein et al. (1995), Pain (2001) and Neuhaus (2006) tyrimais, įplaukiančios tiesioginės užsienio investicijos stipriai prisideda prie ekonominio priimančiosios šalies ekonomikos augimo. Alfaro (2003) išvados atsargesnės ir pažymi, jog susijungimų ir įsigijimų sandoriai ekonominį augimą teigiamai veikia tik gamybos sektoriuje. Autorius atkreipia dėmesį į neigiamą efektą patiriamą pirminių medžiagų (žaliavų) sektoriuje. Kawai, 1994; Mencinger, 2004 apibendrina susijungimų ir įsigijimų sandorius kaip neigiamai veikiančius sandorius priimančių šalių ekonominį augimą.

Susijungimų ir įsigijimų nauda nėra akivaizdi ir stipriai skiriasi tarp skirtingų šalių. Lin tyrimo (2008, 31) rezultatai rodo, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių nauda yra didesnė šalyse, kuriose vyrauja demokratinis prekybos ir investicijų režimas, aktyvi konkurencijos politika, makroekonominis stabilumas, privatizavimas ir dereguliavimas. Teigiamų ir neigiamų poveikių pasiskirstymas priklauso nuo susijungimų ir įsigijimų sandorių atžvilgiu vykdomos ekonominės politikos, verslo aplinkos ir kitų faktorių. Reisen (1999) pastebi, jog efektai dažnai pasireiškia po tam tikro laiko. Cantwell (1989) ir Perez (1998) mano, jog teigiamų susijungimų ir įsigijimų sandorių pasekmių atsiradimas ir intensyvumas priklauso nuo ekonomikos sektoriaus.

Lobanova ir kt. (2016) tyrė tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų poveikį BVP vienam gyventojui Europos pereinamosiose (posovietinėse) šalyse 2000-2014 m. laikotarpiu. Remiantis autorių analize ir atliktu tyrimu, tarpvalstybiniai susijungimai ir įsigijimai einamuoju laikotarpiu neigiamai veikia BVP vienam gyventojui, o atsilikusiu periodu (angl. lagged period) jie teigiamai veikia produkcijos našumą. Mokslininkai identifikavo, kad Europos pereinamosios (posovietinės) šalys su aukštesne institucinės struktūros kokybe patyrė teigiamą BVP vienam gyventojui poveikį.

Svarbu žinoti, jog esant nepalankioms sąlygoms, susijungimų ir įsigijimų sandoriai gali atnešti neigiamų rezultatų. Aitken & Harrison, 1999; Kokko et al., 1996; Aslanoglu, 2000 pastebėjo, jog sandoriai gali sąlygoti produktyvumo sumažėjimą. Remiantis Kokko (2006), sandoriai gali sumažinti užimtumo lygį. Hitt et al., 1991; Blonigen & Taylor, 2000 išvelgia grėsmę, jog sandoriai gali sumažinti tyrimų ir plėtros intensyvumą. UNCTAD (2007) apibrėžia susijungimų ir įsigijimų sandorius kaip didinančius vietinės rinkos koncentraciją ir keliančius grėsmę kitų vietinių įmonių užsidarymui. Be to, pažymimos ir kitos potencialios grėsmės: vietinės akcijų rinkos sumažėjimas dėl akcijų perkėlimo į užsienio akcijų rinką (Tsang & Hauck, 2007), įsigytų įmonių antikonkurencinės reakcijos (Haller, 2005), nepagrįstai žemos įsigyjamų įmonių kainos (UNCTAD, 2000b), dingusi konkurencija vietinėje rinkoje (UNCTAD, 2000a; UNCTAD, 2007, 123). Maček & Ovin (2006, 2011) pabrėžia vietinių įmonių išstūmimą, nepagrįstai žemas įsigyjamų įmonių kainas ir antikonkurencinę su užsieniu susijusių bendrovių elgseną kaip didžiausias grėsmes tarpvalstybiniam susijungimų ir įsigijimų sandoriams tarp Europos šalių. Pastaraisiais metais grėsmė nacionaliniam suverenitetui, įtakos valstybių strateginių pramonės šakų kontrolei praradimas ir priimančios šalies ekonominės autonomijos lygio sumažėjimas dažnai eskaluojamos kaip potencialios neigiamos susijungimų ir įsigijimų sandorių pasekmės (Lin, 2008). Ypač bijoma ekonominės nepriklausomybės praradimo (Kamaraj, 2008).

Zvezdanović ir kt. (2016) nagrinėjo, kokį ekonominį efektą turi tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai tranzitinėse Europos šalyse 2000-2014 m. laikotarpiu. Autorių atlikta analizė parodo, kad tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai turi neigiamą įtaką BVP vienam gyventojui, tačiau vėluojantis sandorių efektas turi teigiamą įtaką gamybos produktyvumui. Mokslininkai nustatė, kad tranzitinėse šalyse su aukštesnės kokybės institucine santvarka buvo pasiektas aukštesnis BVP vienam gyventojui lygis.

Li, X., ir Liu, X. (2005) imtyje naudodami 1970-1999 m. laikotarpio duomenis tyrė, kaip tiesioginės užsienio investicijos daro įtaką ekonominiam augimui. Ryšiams ištirti mokslininkai naudojo lygtis ir lygčių sistemas. Reikšmingi endogeniniai ryšiai tarp tiesioginių užsienio investicijų ir ekonominio augimo yra užfiksuoti nuo 1980-ųjų metų. Tiesioginės užsienio investicijos ne tik pačios iš savęs, bet ir netiesiogiai sąveikoje su kitais kintamaisiais skatina ekonominį augimą. Tiesioginių užsienio investicijų sąveika su žmogiškuoju kapitalu daro stiprią teigiamą įtaką ekonominiam

augimui išsivysčiusiose šalyse, o tiesioginių užsienio investicijų sąveika su technologiniu atotrūkiu daro statistiškai reikšmingą neigiamą įtaką. Empiriniai Li., X., ir Liu, X. (2005) tyrimo rezultatai grindžia, jog atvykstantiosios tiesioginės užsienio investicijos būdingos šalims su dideliu rinkos dydžiu. Be to, žmogiškasis kapitalas ir technologijų įsisavinimo gebėjimai yra ypatingai svarbūs skatinant ekonominį augimą besivystančiose šalyse per atvykstančias tiesiogines užsienio investicijas. Šių rezultatų pritaikymo nauda gana akivaizdi. Tiesioginėms užsienio investicijoms ir ekonominiam augimui tampant vis labiau endogeniškai susijusiems, žmogiškojo kapitalo, technologinių pajėgumų ir ekonominio vystymosi skatinimas prisidės prie didesnių tiesioginių užsienio investicijų įplaukų. Tai skatins tolimesnį ekonominį augimą ir didins konkurencingumą.

### 1.2.3. Ekonominė politika susijungimų ir įsigijimų atžvilgiu

Dinc (2013) tyrė vyriausybių reakcijas į stambių susijungimų ir įsigijimų sandorių pastangas Europos Sąjungoje 1997-2006 m. laikotarpiu. Dokumentuojamas plačiai paplitęs ekonominis nacionalizmas. Vyriausybės teikia pirmenybę tam, kad įsigyjamos įmonės priklausytų vietinės šalies, o ne užsienio investuotojams. Šios pirmenybės yra stipresnės tuo laiku ir tose šalyse, kurias valdo stiprios dešinėsios partijos ir silpnos vyriausybės. Nacionalistinės vyriausybių reakcijos daro tiesioginę ir netiesioginę ekonominę įtaką susijungimų ir įsigijimų sandoriams. Šios reakcijos ne tik veikia sandorių rezultatus, bet ir atbaido užsienio įmones nuo investicijų ateityje. Mokslininkai identifikuoja, kad vietoj to, kad išlaikytų neutralią poziciją, valstybių vyriausybės yra linkusios atbaidyti užsienio investuotojus bei remti vietinius nacionalinius čempionus ir vietines dideles įmones, kurios laikomos per didelėmis, kad būtų įsigytos užsienio šalių įmonių.

Atrodo, jog nepaisant ES pastangų, laisvo prekių, paslaugų ir kapitalo idėja nebus įgyvendinta (Maček, 2012). Individualių vyriausybių pastarosios reakcijos rodo, jog jos nevisiškai pasitiki rinkos aktyvumu ir siekia pagerinti naudojamas priemones. Kišdamosi į tarptautinius kapitalo srautus, vyriausybės siekia apsaugoti vietinę darbo rinką nuo užsienio darbo jėgos, sumažinti valstybės mokėjimų balanso deficitą, apsaugoti besivystančius ir strateginės svarbos ekonomikos sektorius. Dėl įvykusių finansų krizių pastaraisiais metais valstybės vis labiau kišosi į tarptautinių kapitalo srautų kontrolę. Protekcionizmas prieš tarpvalstybinius susijungimų ir įsigijimų sandorius padidėjo dėl fakto, jog bendrovės vis labiau norėjo įsigyti

valstybines ir įmones, kurių viena iš akcininkių buvo nacionalinės vyriausybės (UNCTAD ataskaita, 2008). Remdamiesi tarptautine tiesioginių užsienio investicijų politikos ataskaita, Marchick & Slaughter, 2008 išskiria Rusiją, Vokietiją, Vengriją, Prancūziją ir Graikiją kaip šalis priimančias daugiausiai susijungimus ir įsigijimus reguliuojančių teisės aktų. Šios šalys labiausiai nori apsisaugoti nuo užsienio investuotojų atėjimo į įmones, priklausančias strateginės reikšmės pramonės sektoriams.

Kitoje šalių grupėje yra D. Britanija, kuri sulaukė daugiausia tiesioginių užsienio investicijų per pastaruosius 20 metų. Liberali D. Britanijos politika išsivystė taip, jog užsienio bendrovės gali įsigyti kontrolinius beveik visų įmonių paketus. CMS (2008) ataskaitoje apžvelgiami tiesioginių užsienio investicijų protekcionizmo atvejai ir ekonominės politikos priemonės 17 Europos šalių. Remiantis šia ataskaita, užsienio investuotojus diskriminuojančios taisyklės ir vyriausybių politika būdinga visoms išsivysčiusioms imties šalims išskyrus D. Britaniją ir Nyderlandus. Ypatingai laikotarpyje nuo 2005 m. ryškūs protekcionizmo atvejai. Pavyzdžiui, 2006 m. Vokietijos kanclerė A. Merkel sustabdė Rusijos įmonės Sistema holding pastangas įsigyti dalį Deutsche Telekom nuosavybės. Be to, 2006 m. Italijos infrastruktūros ministras sustabdė Ispanijos bendrovės Abertis veiksmus įsigyjant Italijos greitkelių rinkliavų operatorių Autostrade. Ispanijos vyriausybė kelis kartus sėkmingai sustabdė E.ON ketinimus įsigyti Endesa. Buvęs Prancūzijos ministras de Villepin dalyvavo Suez ir Gaz de France susijungime siekiant, jog Italijos energetikos įmonė Enel neįsigytų Suez. 2007 m. Italijos Olimpia pradėjo derybas su AT&T ir Meksikos operatoriumi America Movil, kad ši jiems parduotų savo dalį Telecom Italia. Tačiau dėl politinio spaudimo ir protekcionizmo prieš užsienio investicijas sandoris neįvyko. Tais pačiais metais buvo iškelti vieši pranešimai, jog Prancūzijos vyriausybė įsikiš, jei bus tęsiamos pastangos įsigyti Prancūzijos banką Societe Generale. Šiomis priemonėmis siekta išlaikyti, jog bankas liktų Prancūzijos nuosavybė.

Moschieri ir Campa (2014) pastebi, jog nuo pat 2000-ųjų pasaulinis susijungimų ir įsigijimų rinkos aktyvumas išaugo, ypač Azijoje ir Europoje. Įsigijimai Europoje šioje bangoje tapo ypač pastebimi savo dydžiu ir geografine sklaida. Europos rinka tapo patraukli užsienio investuotojams ir primą kartą Europos bendrovių susijungimų ir įsigijimų sandorių apimtis tapo panaši į JAV įmonių aktyvumo lygius. Mokslininkai, politikai ir ekonomistai teigia, kad ši tendencija yra sąlygojama Europos Komisijos intervencijų siekiant sukurti homogenišką ir deramą pagrindą įmonių įsigijimams

Europoje. Remiantis Moschieri ir Campa (2014), susijungimų ir įsigijimų sandoriai Europoje turi unikalias savybes, tačiau vis dar susiduria su specifiniais kiekvienos šalies iššūkiais. Europoje požiūris į sandorį ir konkuruojančių pasiūlymų buvimas yra svarbesni sandorio užbaigimui negu sandorio kilmės valstybė ir šalis. ES susijungimų ir įsigijimų sandorių savitumas yra susijęs ne tik su Europos susijungimų ir įsigijimų teisės aktais, bet ir struktūriniais ES verslo aplinkos skirtumais ir charakteristikomis.

#### 1.2.4. Išvados: teorinis temos pagrindas (makroekonominė perspektyva)

Atlikus literatūros apžvalgą ir įvertinus makroekonominę perspektyvą, galima daryti žemiau pateikiamas išvadas:

1. Susijungimų ir įsigijimų sandoriai sudaro reikšmingą dalį tiesioginių užsienio investicijų rinkoje. Maček (2012) išskiria, jog veiksniai veikiantys tiesioginių užsienio investicijų ir susijungimų ir įsigijimų sandorių kryptis yra panašūs.
2. Konkretios šalies pasirinkimą vykdyti susijungimo ir įsigijimų sandorius joje veikia politinė šalies struktūra, ekonominiai veiksniai, verslą skatinantys veiksniai.
3. Skirtingi autoriai pažymi tiek teigiamus (Barro, 1991; Barro & Sala-i-Martin, 1995; Lipsey, 2002; Bali moune-Lutz, 2004), tiek neigiamus (Aitken & Harrison, 1999; etc.), tiek neutralius (Kokko et al., 1996) susijungimų ir įsigijimų sandorių efektus priimančių šalių ekonomikoms.
4. Teigiami efektai: išaugęs vietinės įmonės produktyvumas, potencialų ekonomikos vystymasis, sumažėjęs nedarbas, naujų technologijų ir žinių perdavimas, papildomų mokesčių surinkimas vyriausybėms, atskirų ekonomikos sektorių vystymosi strategijų rėmimas, vadovavimo žinių potencialas, vietinių įmonių dalyvavimas tiekėjų ir subrangovų tinkle, geresnis vietinės infrastruktūros ir paslaugų sektoriaus išnaudojimas.
5. Susijungimų ir įsigijimų nauda nėra akivaizdi ir stipriai skiriasi tarp skirtingų šalių. Lin tyrimo (2008, 31) rezultatai rodo, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių nauda yra didesnė šalyse, kuriose vyrauja demokratinis prekybos ir investicijų režimas, aktyvi konkurencijos politika, makroekonominis stabilumas, privatizavimas ir dereguliavimas. Teigiamų ir neigiamų poveikių pasiskirstymas priklauso nuo susijungimų ir įsigijimų sandorių atžvilgiu vykdomos ekonominės politikos, verslo aplinkos ir kitų faktorių.



6. Svarbu žinoti, jog esant nepalankioms sąlygoms, susijungimų ir įsigijimų sandoriai gali atnešti neigiamų rezultatų: produktyvumo sumažėjimas, užimtumo lygio sumažėjimas, tyrimų ir plėtros intensyvumo sumažėjimas, vietinės rinkos koncentracijos išaugimas, grėsmė kitų vietinių įmonių užsidarymui, vietinės akcijų rinkos sumažėjimas dėl akcijų perkėlimo į užsienio akcijų rinką, įsigytų įmonių antikonkurencinės reakcijos, nepagrįstai žemos įsigyjamų įmonių kainos, dingusi konkurencija vietinėje rinkoje.
7. Dokumentuojamas plačiai paplitęs ekonominis nacionalizmas. Vyriausybės teikia pirmenybę tam, kad įsigyjamos įmonės priklausytų vietinės šalies, o ne užsienio investuotojams. Šios pirmenybės yra stipresnės tuo laiku ir tose šalyse, kurias valdo stiprios dešinėsios partijos ir silpnos vyriausybės. Nacionalistinės vyriausybių reakcijos daro tiesioginę ir netiesioginę ekonominę įtaką susijungimų ir įsigijimų sandoriams. Šios reakcijos ne tik veikia sandorių rezultatus, bet ir atbaido užsienio įmones nuo investicijų ateityje.
8. Atrodo, jog nepaisant ES pastangų, laisvo prekių, paslaugų ir kapitalo idėja nebus įgyvendinta (Maček, 2012). Individualių vyriausybių pastarosios reakcijos rodo, jog jos nevisiškai pasitiki rinkos aktyvumu ir siekia pagerinti naudojamas priemones. Kišdamosi į tarptautinius kapitalo srautus, vyriausybės siekia apsaugoti vietinę darbo rinką nuo užsienio darbo jėgos, sumažinti valstybės mokėjimų balanso deficitą, apsaugoti besivystančius ir strateginės svarbos ekonomikos sektorius. Dėl įvykusių finansų krizių pastaraisiais metais valstybės vis labiau kišosi į tarptautinių kapitalo srautų kontrolę. Protekcionizmas prieš tarpvalstybinius susijungimų ir įsigijimų sandorius padidėjo dėl fakto, jog bendrovės vis labiau norėjo įsigyti valstybines ir įmones, kurių viena iš akcininkų buvo nacionalinės vyriausybės (UNCTAD ataskaita, 2008).

### 1.3. Susijungimų ir įsigijimų abipusis tarpusavio ryšys su makroekonominė aplinka ir ekonominiu augimu

Jansen, W.K., ir Stokman, A.C.J. (2004) nagrinėjo dvišales tiesioginių užsienio investicijų pozicijas ir tarpšalinių verslo ciklų koreliacijas 1982-2001 m. laikotarpiu. Mokslininkai nustatė, kad 1995-2001 m. laikotarpiu intensyviais tiesioginių užsienio santykiais pasižyminčioms šalims būdingi sinchronizuoti verslo ciklai. Iki 1995 m. taip pat identifikuotas teigiamas ryšys tarp tiesioginių užsienio investicijų ir gamybos vienakrypčio judėjimo, tačiau

to priežastis didžiąja dalimi yra prekybiniai ryšiai. Be to, intensyvūs tiesioginių užsienio investicijų ryšiai asocijuojami su didesniu jautrumu vėluojančiam gamybos perkėlimams iš užsienio, o prekybos ryšiai su tuo nesusiję. Autoriai išvadose reziuumuoja, kad ateityje verslo ciklai bus dar labiau susiję ir judės sutampančiomis kryptimis. Be to, teikiama rekomendacija įtraukti tiesioginių užsienio investicijų tarp ekonomikų ryšius į ekonominės politikos analitinį modelį ir vertinimą.

Tarptautinė ekonominė priklausomybė išaugo trimis dimensijomis. Pirmoji yra tarptautinė prekių ir paslaugų prekyba - tradicinis kanalas, kuriuo skirtingų šalių ekonomikos daro įtaką viena kitai. Antra dimensija susideda iš tarptautinės prekybos finansiniu turtu ir tarpšaliniiais kreditiniais santykiais. Tarpšalinių turto portfelių kiekis išaugo pastaraisiais metais. Trečioji dimensija yra produkcijos internalizavimas per tiesiogines užsienio investicijas. Dėl išvykstančių ir atvykstančių investicijų, vietinės ekonomikos yra jautresnės užsienio ekonomikų svyravimams.

Naujuose moksliniuose tyrimuose daug dėmesio skirta tiesioginių užsienio investicijų poveikio ekonomikos augimui analizei investicijas priimančiose šalyse, ypač besivystančiose rinkose. Daugelis politikų ir akademikų teigia, kad susijungimai ir įsigijimai gali turėti svarbų teigiamą efektą priimančių šalių ekonominiam augimui. Be tiesioginio kapitalo ir investicijų finansavimo, susijungimai ir įsigijimai gali būti vertingas technologijų ir žinių šaltinis skatinant ryšius su vietinėmis įmonėmis. Remiantis šiais argumentais, pramoninės ir besivystančios šalys sumažino prekybos barjerus ir siūlo skatinančiąsias priemones vykdyti susijungimų ir įsigijimų sandorius. Atsižvelgiant į nuolat vykstančius pokyčius tiesioginių užsienio investicijų sudėtyje ir kryptyje, liberalizavimo politiką besivystančiose rinkose, ši diskusija išlieka aktuali. Žvelgiant iš teorinės perspektyvos, nagrinėjančių susijungimų ir įsigijimų sandorius empirinių studijų teorinį pagrindą sudaro neoklasikiniai augimo modeliai arba endogeniniai augimo modeliai. Remiantis neoklasikiniu augimo modeliu, susijungimų ir įsigijimų sandoriai skatina ekonominį augimą didinant investicijų kiekį ir/arba jų efektyvumą. Nauji endogeninio augimo modeliai daro prielaidą, jog susijungimų ir įsigijimų sandoriai skatina ekonominį augimą per technologijų perkėlimą, difuziją ir pašalinius poveikius (angl. spillover effects). Susijungimų ir įsigijimų įtaka ekonominiam augimui tikėtina bus dvejopa. Pirma, tikimasi sandoriais skatinti naujų produktų ir technologijų įtraukimą į gamybos procesus ir tokiu būdu skatinti ekonominį augimą. Antra, perkeliant žinias tikimasi padidinti žinių lygį priimančioje šalyje, skatinti darbuotojų mokymus,

įgūdžių formavimą, naujų alternatyvių bei progresyvių vadovavimo teorijų naudojimą, organizacinių priemonių sutelkimą. [Balasubramanyam, Salisu ir Sapsford (1996) ir "De Mello (įvadas 1999)].

Naudodami 53 šalių statistinius duomenis 1996-2006 metų laikotarpiu Neto, P., Brandao, A. & Cerqueira A. (2008) tyrė susijungimų ir įsigijimų bei plyno lauko investicijų įtaką ekonominiam augimui. Savo tyrimui mokslininkai naudojo priežastinius testus (angl. *causality tests*) ir vieno augimo lygtis (angl. *single growth equation*). Remiantis gautais rezultatais, egzistuoja dvikryptis ryšys tarp tiesioginių užsienio investicijų, susijungimų ir įsigijimų ir ekonominio augimo. Be to, autoriai daro išvadą, jog ekonominis augimas Granger skatina plyno lauko investicijas, tačiau atvirkščias ryšys nėra statiškai pagrįstas. Remiantis įvertinta ekonominio augimo lygtimi, tiesioginės užsienio investicijos plyno lauko investicijų forma turi teigiamą poveikį ekonominiam augimui besivystančiose ir išsivysčiusiose šalyse. Priešingi rezultatai gaunami susijungimų ir įsigijimų atveju. Remiantis gautais empiriniais rezultatais, susijungimai ir įsigijimai turi statistikai reikšmingą neigiamą poveikį ekonominiam augimui besivystančiose šalyse ir statistikai nereikšmingą išsivysčiusiose ekonomikose.

Nuo pat susijungimų ir įsigijimų atsiradimo šie sandoriai laikomi fizinio kapitalo ir nematerialaus turto, pavyzdžiui technologijų, įgūdžių ir žmogiškojo kapitalo, perleidimo kanalu. Didesnis gamybos veiksnių mobilumas skatino tarptautines korporacijas (angl. *multinational corporation*) vis aktyviau vykdyti susijungimų ir įsigijimų sandorius ir taip potencialiai veikti pajamų pasiskirstymą šalyse. Teorijos, aiškinančios ryšius tarp susijungimų ir įsigijimų sandorių bei pajamų pasiskirstymo, gali būti apibendrinamos kaip modernizacijos teorija (angl. *modernization theory*) ir priklausomybės hipotezė (angl. *dependency hypothesis*). Modernizacijos teorija laiko užsienio ir vietinį kapitalą kaip homogenines prekes (Tsai, 1995). Užsienio kapitalo įplaukos prisideda prie bendrojo vidaus produkto ir skatina ekonominį augimą. Besitęsiantis augimas persikelia į vidurinę klasę, didina užimtumą ir taupymo normas žemesnėje klasėje (Adams, 2008). Dėl to modernizacijos teorija tvirtina egzistuojant neigiamą ryšį tarp susijungimų ir įsigijimų ir ekonominio augimo. Remiantis priklausomybės teorija, susijungimai ir įsigijimai didina atlyginimus tuose pramonės sektoriuose, kuriuos tarptautinės korporacijos gamina daugiau nei tradiciniuose sektoriuose (Girling, 1973; Rubinson, 1976; Bornschiefer and Chase-Dunn, 1985; Choi, 2006). Režiumuojant, priklausomybės teorija teigia, kad susijungimų ir įsigijimų sandoriai yra susiję su augančia pajamų pasiskirstymo nelygybe.

Zhuang H. ir Griffith D. (2013) nagrinėjo skirtingus susijungimų ir įsigijimų bei plyno lauko investicijų poveikius pajamų pasiskirstymui priimančioje šalyje. Remdamiesi 93 šalių pavyzdžiais 1990-2009 m. laikotarpiu tyrėjai nustatė, jog susijungimai ir įsigijimai turi statistikai nereikšmingą poveikį pajamų nelygybei, o plyno lauko investicijos pasižymi stipriu teigiamu ir statistikai reikšmingu poveikiu pajamų skirtumams. Be to, susijungimų ir įsigijimų sandoriai ir plyno lauko investicijos nėra susijusios su vienodesniu pajamų pasiskirstymu lyginant besivystančias ir išsivysčiusias šalis. Remiantis gautais rezultatais, plyno lauko investicijos prisideda prie vienodesnio pajamų pasiskirstymo Lotynų Amerikoje ir Karibų regiono šalyse. Siekdamas naujų darbo vietų kūrimo ir vietinio užimtumo didinimo, investicijas priimančios šalys tradiciškai siūlo palankias sąlygas vykdyti plyno lauko investicijas ir susijungimų ir įsigijimų sandorius. Tačiau Zhuang H. ir Griffith D. (2013) pabrėžia, jog reikia atkreipti dėmesį į potencialiai didesnę pajamų paskirstymo nelygybę, kurios asocijuojasi su šiomis investicijomis, ir skatina politikus vykdyti atitinkamą strateginę politiką.

Calderon ir kt. (2004) akcentuoja, jog nors teorinėje literatūroje nurodoma, kad susijungimai ir įsigijimai skatina ekonomikos augimą didindami visumines investicijas ir galimą technologijų pašalinį poveikį, t.y. technologijų perkėlimą į kitas įmones, empirinėje literatūroje dažnai iškeliami šių rezultatų tvarumo ir reikšmingumo klausimai. Viena vertus, įmonės lygio tyrimai dažnai neranda statistikai reikšmingo susijungimų ir įsigijimų produktyvumo efekto. Pavyzdžiui, Aitken and Harrison (1999), Kokko, Tansini and Zejan (1996), and Haddad and Harrison (1993) nerado jokio technologijų pašalinio poveikio produktyvumo efekto. Blomstrom and Sjöholm (1999) nerado technologijų pašalinio poveikio efekto, tačiau patvirtino, kad susijungimų ir įsigijimų metu produktyvumas padidėja dėl padidėjusios konkurencijos vietinėse rinkose. Kita vertus, makroekonominės studijos yra linkusios daryti išvadas, kad susijungimai ir įsigijimai skatina augimą per didesnę produktyvumą ir fizines investicijas. Nors kai kurie tyrimai teigia, kad šioms išvadoms paremti reikia, kad sandorį priimanti šalis tenkintų tam tikras sąlygas. Pavyzdžiui, sandorį priimanti šalis disponuoja aukštu žmogiškojo kapitalo lygiu (Borensztein, de Gregorio, and Lee (1998)), aukštų pajamų šalys (Blomstrom, Lipsey and Zejan (1996)), atvirų ekonomikų šalis (Nair-Reichert and Weinhold (2001)).

Doytch, N. Ir Cakan, S. (2011) atliko tyrimą siekdami išanalizuoti susijungimų ir įsigijimų pardavimų poveikį ekonomikos augimui. Mokslininkai atliko sektorių analizę Ekonominio Bendradarbiavimo Plėtros

Organizacijai (EBPO) priklausančiose šalyse: pirminio-žaliavų, gamybos ir paslaugų sektorių. Be to, susijungimų ir įsigijimų pardavimai buvo suskirstyti į vidaus ir tarpvalstybinius sektorius. Pritaikę generalizuotą momentų metodą (angl. Generalized Method of Moments), kuris kontroliuoja susijungimų ir įsigijimų endogeniškumą, Doytch, N. Ir Cakan, S. (2011) nerado statiškai reikšmingo patvirtinimo, jog susijungimai ir įsigijimai prisideda prie ekonominio augimo, išskyrus paslaugų sektorių. Finansinių ir nefinansinių paslaugų vietiniai susijungimai ir įsigijimai turi teigiamą poveikį visuminiam paslaugų sektoriaus augimui. Pirminio-žaliavų ir pramonės sektorių susijungimo ir įsigijimo sandoriai turi neigiamą įtaką savo pačių sektorių augimui. Visuminės agreguotos ekonomikos lygiu susijungimų ir įsigijimų poveikis ekonominiam augimui yra neigiamas.

Endogeninio augimo literatūra gali padėti susieti susijungimų ir įsigijimų ryšį su ekonominiu augimu. Dalis endogeninio augimo teorijos tiria, ar padidėjusi konkurencija (sumažėjusi) koncentracija veda prie augimo. Remiantis tradicine Šumpeterio teorija, ateities monopolijos galimybė motyvuoja įmones inovacijoms ir dėl to skatina ekonomikos augimą (Aghion and Howitt, 1992; Caballero and Jaffe, 1993). Grossmann and Helpman (1991) klasikinė ekonomikos augimo teorija teigia, kad konkurencija neigiamai veikia tyrimus ir vystymą bei to pasekoje augimą, jei konkurencija skatina imitaciją, o ne inovacijas.

Tačiau naujesni tyrimai rodo teigiamą koreliaciją tarp konkurencijos (matuojama kaip konkurentų skaičius arba kaip atvirkštinė rinkos dalis, arba kaip atvirkštinis pelningumo indeksas) ir produktyvumo įmonėje ir konkrečiame sektoriuje (Nickell (1996) or Blundell et al. (1995)). Be to, Aghion et al. (2005) postuluoja, kad tarp produktų rinkos ir konkurencijos ir inovacijų yra atvirkštinės U formos ryšys, t.y. konkurencija atgrasina atsiliekančias įmones nuo inovacijų, tačiau skatina lyderes toliau vystyti inovacijų politiką.

Susijungimai ir įsigijimai didina koncentraciją šakose, kuriuose jie vyksta. Susijungimai ir įsigijimai dažnai laikomi alternatyvomis organiniam inovacijų vedamam įmonių augimui. Klausimas, ar susijungimai ir įsigijimai prisideda ne tik prie įmonės, bet ir pramonės ar visuminės ekonomikos augimo yra atviras. Dėl to svarbu palyginti rezultatus, gautus atlikus įmonės ir visuminio lygio analizes.

Įmonės lygiu susijungimai ir įsigijimai sumažina gamybos kaštus, perkelia gamybos kaštų kreivę žemiau vidurkio, padeda pasiekti masto ekonomiją. Susijungusios įmonės konkurencingos kiekiu ir gauna didesnę rinkos dalį.

Pramonės lygiu, susijungimai ir įsigijimai gali turėti išstumiamąjį efektą, nes įmonės turi paskirstyti pastoviuosius kaštus mažesnei rinkos daliai (Aitken and Harrison, 1999). Dėl to visuminė susijungimų ir įsigijimų įtaka šakai nėra apibrėžta.

Pasitelkdamas endogeninio augimo modelį Xu, J. (2017) nagrinėjo, kaip susijungimai ir įsigijimai veikia agreguoto augimo tempą. Autorius modeliuoja susijungimus ir įsigijimus kaip kapitalo perskirstymo procesą, kuris gali padidinti tiek produktyvumą, tiek įmonių augimo tempus. Naudojamas modelis yra atsekamas ir sutampa su mikro lygmenyje pastebimomis tendencijomis. Remiantis empiriniu tyrimu, susijungimų ir įsigijimų draudimas sąlygotų 0,1 proc. JAV ekonomikos augimo tempo sumažėjimą, o bendrojo faktoriaus produktyvumą (angl. Total factor productivity) sumažėjimą 5 proc.

Naudodami tiesioginių užsienio investicijų srautų iš 5 išsivysčiusių šalių į 69 besivystančias šalis duomenis per pastaruosius du dešimtmečius Borensztein, E., De Gregorio, J., Lee, J.-W., 1998 testavo tiesioginių užsienio investicijų įtaką ekonominiam augimui tarpvalstybinės regresijos struktūroje. Remiantis gautais rezultatais, tiesioginės užsienio investicijos yra labai svarbios perkeliant technologijas, prie augimo prisidedančios labiau nei vietinės investicijos. Mokslininkai pabrėžia, jog aukštesnis tiesioginių užsienio investicijų produktyvumas pasiekiamas tik su sąlyga, kai sandorį priimanči šalis disponuoja minimaliomis žmogiškojo kapitalo atsargomis. Tiesioginės užsienio investicijos prisideda prie ekonominio augimo tik su sąlyga, kai egzistuoja pakankamas modernių ir pažangių technologijų įsisavinimo potencialas sandorį priimančios šalies ekonomikoje. Be to, Borensztein, E., De Gregorio, J., Lee, J.-W., 1998 pastebėjo stiprų papildomumo efektą tarp tiesioginių užsienio investicijų ir žmogiškojo kapitalo. Tiesioginių užsienio investicijų poveikis ekonominiam augimui yra sustiprinamas sąveikaujant su žmogiškuoju kapitalu sandorį priimančioje šalyje.

Alfaro, L., Chandab, A., Ozcanc, S.K. ir Sayekd, S. 2004 tyrė ryšius tarp tiesioginių užsienio investicijų, finansų rinkų ir ekonomikos augimo ir nagrinėjo klausimą, ar šalys su geresnėmis finansų sistemomis gali efektyviau išnaudoti tiesiogines užsienio investicijas. Empirinėje analizėje mokslininkai naudojo tarpvalstybinius duomenis 1975 – 1995 m. laikotarpiu metais ir parodė, kad tiesioginės užsienio investicijos vaidina dviprasmišką vaidmenį prisidedant prie ekonomikos augimo. Šalys su gerai išvystytomis finansų rinkomis potencialiai iš tiesioginių užsienio investicijų laimi daugiau. Remiantis autorių rezultatais, tiesioginės užsienio investicijos prisideda prie

ekonominio augimo. Tačiau finansinių rinkų išsivystymo lygis yra kritinis aspektas siekiant realizuoti teigiamus efektus. Ryšys tarp tiesioginių užsienio investicijų ir augimo yra priežastinis. Tiesioginės užsienio investicijos skatina augimą per finansų rinkas. Autoriai diskusijoje siūlo, kad šalys turėtų pasverti priemones ir politikas, kuriomis siekiama pritraukti užsienio investicijas, ir palyginti jas su priemonėmis ir politika, kuriomis siekiama pagerinti vietinės rinkos sąlygas. Skirtingos priemonės neturi būti nesuderinamos. Geresnės vietinės sąlygos ne tik pritraukia užsienio įmones, bet ir leidžia sandorius priimančioms šalims maksimizuoti užsienio investicijų naudą.

Pastangos skatinti tiesiogines užsienio investicijas kyla dėl prielaidų, kad jos skatina našumo didėjimą, technologijų perkėlimą, naujų procesų įdiegimą, vadybos įgūdžių ir žinių plėtrą vidaus rinkoje, darbuotojų mokymą, tarptautinių produktų tinklus, prieigą prie naujų rinkų. Jei užsienio bendrovės įveda ir inicijuoja naujus produktus ar procesus vietinėje rinkoje, vietinės įmonės naudos gauna iš pagreitintos naujų technologijų difuzijos. Kitose situacijose, technologinė difuzija gali įvykti dėl darbuotojų kaitos, kai vietiniai darbuotojai juda iš užsienio į vidaus įmones. Šalia tiesioginio kapitalo finansavimo šios įvairios motyvuojančios priežastys siūlo, kad tiesioginės užsienio investicijos vaidina svarbų vaidmenį modernizuojant nacionalinę ekonomiką ir skatinant augimą.

Carkovic and Levine (2003) savo tyrime nustatė, kad egzogeniniai tiesioginių užsienio investicijų komponentai nedaro tvirtos teigiamos įtakos ekonominiam augimui. Atsižvelgdami į vienalaikiškumą, konkrečios šalies poveikį ir uždelstą priklausomų kintamųjų poveikį, autoriai suderina makroekonominis ir mikroekonominis įrodymus. Autoriai pažymi, kad nėra patikimų tarpvalstybinių įrodymų, remiančių, jog tik tiesioginės užsienio investicijos pačios iš savęs skatina ekonominį augimą. Autoriai taip pat pabrėžia, kad šie rezultatai neturėtų traktuoti tiesioginių užsienio investicijų kaip nereikšmingų ilgalaikiu laikotarpiu. Blomstrom, Lipsey, and Zejan (1994), Borensztein, De Gregorio, and Lee (1998) argumentuoja, kad yra daug ekonometrinių specifikacijų ir įrodymų, tvirtinančių, kad tiesioginės užsienio investicijos yra teigiamai susijusios su ilgalaikiu augimu. Be to, pačios investicijos gali būti ekonominės sėkmės rezultatas.

Wang, M. Wong, M.C.S. (2009) nagrinėdami 84 šalių duomenis 1987-2001 m. laikotarpiu nustatė, kad plyno lauko investicijų įtaka ekonominiam augimui yra statistikai reikšminga ir teigiama, o susijungimų ir įsigijimų statistikai reikšminga ir neigiama. Tam, kad susijungimai ir įsigijimai turėtų teigiamą įtaką ekonominiam augimui, sandorį priimanti šalis turi disponuoti minimaliu

tinkamo žmogiškojo kapitalo lygiu. Plyno lauko investicijų atveju, žmogiškojo kapitalo lygis neturi svarbios reikšmės. Autoriai savo diskusijoje siūlo, kad susijungimai ir įsigijimai gali būti naudingi priimančioms šalims, jei įstatymais ir reguliavimu skatinama žmogiškųjų išteklių kaupimas ir santalka.



## 2. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ REZULTATŲ IR POVEIKIO EKONOMIKAI VERTINIMO METODIKŲ TEORINIAI ASPEKTAI IR TAIKYMO PRAKTIKOS

Atsižvelgiant į susijungimų ir įsigijimų sandorių aktualumą, augantį paplitimą ir didėjančią jų reikšmę, šie bendrovėse vykstantys procesai jau ilgą laiką domina akademikus, kurie mėgina pagrįsti ir numatyti sandorių rezultatus. Meglio ir Risberg (2010) pastebi, kad nepaisant esamų tyrimų ir studijų, mokslininkai ir verslo vykdytojai neturi tvirto pagrindo M&A sandorių rezultatams numatyti. Šiandien galima rasti daug empirinių tyrimų, kuriuose M&A sandoriai analizuojami iš skirtingų paradigų perspektyvos (nors dominuoja funkcinės) ir kurie pasitelkia skirtingus metodus ir nagrinėja skirtingas grupes. Galimybė pasakyti ką nors prasminga apie M&A sandorių pelningumą ir tikslingumą, priklauso nuo metodų patikimumo ir įžvalgų šaltinio (Bruner, 2004).

Šioje disertacijos dalyje išnagrinėjamos ir kritiškai aptariamos susijungimų ir įsigijimų veiklos sistemoje naudojamos metodologijos, daugiausiai dėmesio skiriant konkreitiems susijungimų ir įsigijimų sandorio rezultatams ir jų vertinimo metodikai. Šioje disertacijos dalyje keliami šie **tiksiai**:

1. Nustatyti ir kritiškai aptarti numatomus M&A sandorio rezultatus ir esamas metodikas, kurios padeda vertinti M&A sandorių veiklą bendrovių lygiu;
2. Nustatyti ir kritiškai aptarti planuojamą M&A sandorio poveikį ekonomikai ir metodikas, kuriomis remiantis vertinami M&A sandorių rezultatai ir poveikis makroekonominio lygiu;
3. Mikro ir makroekonominio lygiu M&A sandorių veiklą vertinančias metodikas integruoti į teorinę metodologijos sistemą. Disertacijos lygmenyje ši sistema leis įvertinti įvertinti M&A sandorio veiklą iš holistinės perspektyvos.

Disertacijoje M&A sandorių sritis atskleidžiama iš tos esamos metodologijos perspektyvos, kuri naudojama M&A sandorių veiklai (t.y., kaip M&A sandoriai, kurie veikia akcininkų gerovę) vertinti, taip pat vertinti, kaip M&A sandorius veikia ekonomikos kintamieji bei kaip M&A sandoriai veikia makroekonomikos kintamuosius. Mikroekonominio lygiu M&A sandoriai rodo masišką turto persikirstymą versle, kuris dažnai leidžia įmonėms dvigubai išsiplėsti vos per keletą mėnesių. Makroekonominio lygiu, susijungimams pasireiškiant tam tikromis bangomis ir grupuojantis pagal skirtingas verslo

sritis, savaime suprantama, kad tokie sandoriai gali radikaliai ir greitai pakeisti konkurencijos tarp susijusių pramonės ar verslo sričių situaciją.

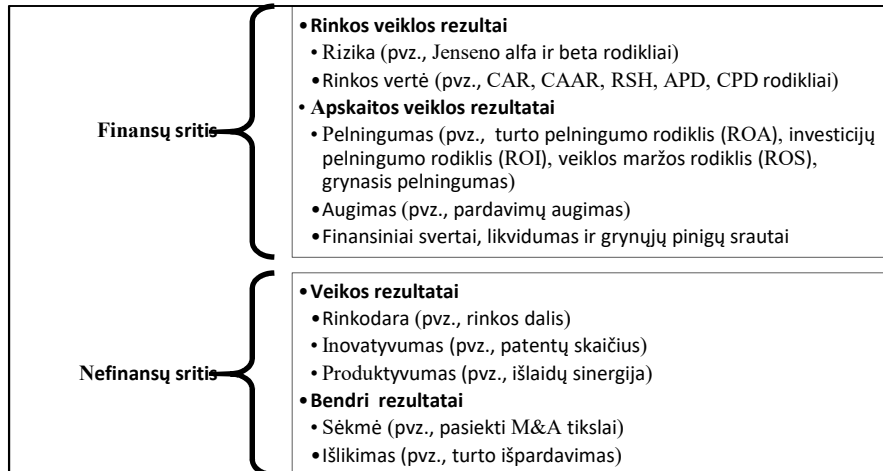
Siekiant susintetinti tam tikras literatūros įžvalgas, naujausias išvadas tikslinga nagrinėti kartu su ankstesniais tyrimais. Siekdami suprasti, kokią reikšmę organizacijoms turi M&A strategijos pasirinkimas ir, ar ji davė apčiuopiamą naudą, mokslininkai ir įvairių krypčių specialistai atliko keletą tyrimų. Jie analizavo, ar tokie įsigijimai padidino vertę, ar priešingai – įsigyjančioms organizacijoms buvo nuostolingi.

Siekiant pateikti iki šiol atliktų tyrimų meta-analitinį paveikslą prieš atliekant empirinį tyrimą šioje disertacijos dalyje atliekamas struktūrizuotas įvairių tyrėjų mokslinių straipsnių ir tyrimų išvadų kategorizavimas, grupavimas ir apibendrinimas. Disertacijoje nagrinėjama keletas pagrindinių per pastaruosius du dešimtmečius empiriniuose darbuose išryškėjusių M&A sandorių metodologijos ir veiklos tyrimų tendencijų. Gauti duomenys padeda nepriklausomai ir objektyviai įvertinti M&A sandorių veiklą iš holistinės perspektyvos bei įvertinti, kuri metodika padėtų tiksliausiai įvertinti iškeltus disertacijos uždavinius.

## 2.1. Susijungimų ir įsigijimų sandorių veiklai bendrovių lygiu vertinti naudojamos metodikos

Sedláček ir kiti bendraautoriai (2011) išskiria vyraujančią praktiką ir pastebi, kad tyrimuose, kuriuose nagrinėjama M&A sandorių rinkos raida, daugiausiai remiamasi visuotinėmis duomenų bazių sistemomis, tokiomis, kaip „Mergerstat“ arba „Thomson Reuters“, kuriose dominuoja duomenys apie viešojo sektoriaus įmones. Susijungimų ir įsigijimų (M&A) rinkos veiklai įvertinti šios studijos pasitelkia laiko eilutes, atspindinčias daugybę per tiriamą laikotarpį atliktų operacijų tarp įmonių derinių, ir atskleidžiančias bendrą tokių operacijų kombinacijų kapitalo vertę.

Siekdami suprasti šią veiklos sritį, Meglio ir Risberg (2011) išanalizavo, kaip mokslininkai apibrėžia formuluotę „M&A sandorių veikla“. Autoriai teigia, kad nenuoseklūs M&A veiklos tyrimų duomenys priklauso nuo bendros esamų tyrimų praktikos, kai lyginamos skirtingos vertinimo priemonės, tarsi būtų vertinamas tas pats vienos organizacijos aspektas. 16 paveiksle pateikti Meglio ir Risberg (2011) analizės rezultatai ir atskleidžiama, kad M&A sandorių veikla yra nevienaprasmiškas konstruktas. Be to, M&A sandorių veiklai būdingas bendras susitarimo dėl to, kaip jį vertinti, trūkumas.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Meglio & Risberg (2011)

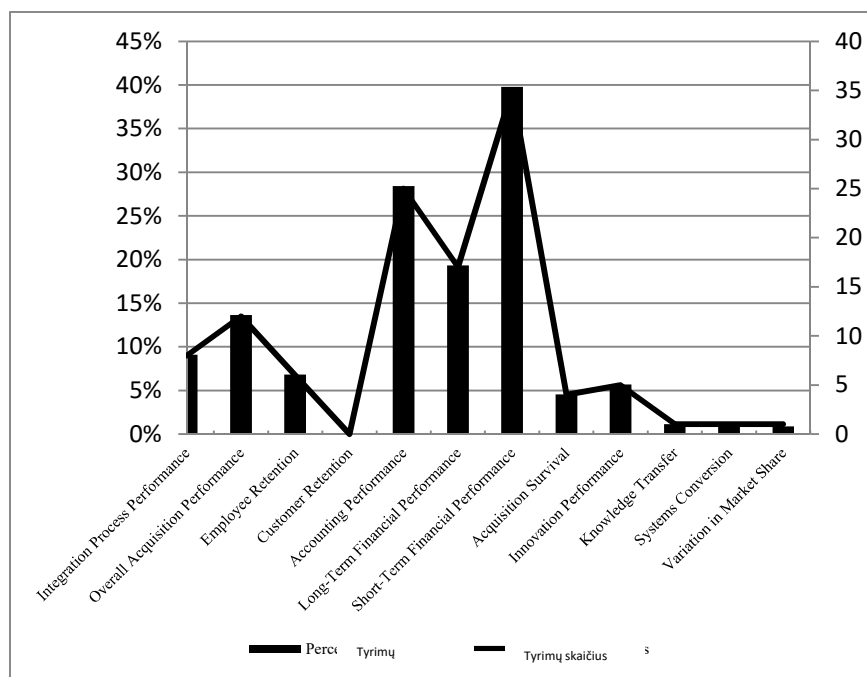
### 16 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų vertinimo priemonių klasifikacija

Bruner (2004) išskiria keturis M&A sandorių pelningumo vertinimo metodus: įvykio tyrimai, apskaitos tyrimai, vadovų apklausos, klinikiniai tyrimai. Malik ir kt. (2014) išskiria 8 pagrindinius metodus, skirtus M&A sandorių veiklai vertinti: apskaitos ataskaitos, įvykio tyrimai, pridėtinė ekonominė vertė, likusių pajamų metodas, duomenų apgaubties analizė, klausimynai, inovaciniai veiklos rezultatų ir įvykio tyrimų metodai. Grigorieva ir Petrunina (2013) daro išvadą, kad M&A sandorių poveikiui organizacijos veiklos rezultatams vertinti dažniausiai pasitelkiami du būdai: įvykio tyrimai ir apskaitos tyrimai.

Zollo ir Meier (2008) apibendrina, kad atlikta labai daug tyrimų, tačiau nei konkrečiose srityse nei tarpdisciplininiu lygiu (pvz., strateginio valdymo, įmonių finansų, organizacinės elgsenos literatūra) nepasiekta jokio susitarimo dėl įsigijimų veiklos rezultatų vertinimo. Mokslininkai pateikia būdus, kurie apima keletą aspektų: nuo subjektyvaus (pvz., sinergijos laipsnio kokybinis vertinimas, integracijos proceso veiksmingumas ir strateginio skirtumo mažinimas) iki objektyvaus vertinimo metodikų (pvz., finansiniai ir apskaitos rodikliai; nuo trumpo (pvz., keleto dienų prieš ir po įsigijimo paskelbimo) iki ilgo (iki penkerių metų po uždarymo) laikotarpio vertinimo; nuo organizacijos

analizės lygmens (pvz., įmonės veiklos rezultatų gerinimas arba konkurencinga pozicija) iki procesų ar sandorių lygmens (pvz., planų po įsigijimo vykdymo kokybė, mokamų priedų dydis ir pan.). Esamus empirinės literatūros šaltinius panašiai apibrėžia Papadakis ir Thanos (2010). Autoriai apie M&A sandorių veiklos rezultatų vertinimą daro išvadą, kad finansų ir ekonomikos srities mokslininkai dažnai remiasi objektyviais kriterijais, kaip antai, apskaitos ataskaitomis ir vertybinių popierių rinka pagrįstomis vertinimo priemonėmis, tuo tarpu strateginio valdymo ir organizacinės elgsenos mokslininkai dažnai vadovaujasi ir remiasi dirbančių vadovų asmeniniais prieš susijungimą ir įsigijimą iškeltų tikslų pasiekimo vertinimais.

Atlikę populiariausiuose valdymo ir finansų srities leidiniuose paskelbtų 88 empirinių M&A tiriančių straipsnių nuo 1970 m. iki 2006 m. apžvalgą, Zollo ir Meier (2008) nustatė 12 visiškai skirtingų M&A sandorių veiklos rezultatų vertinimo metodų. 17 paveiksle pateikiamas kiekvienas metodas ir nurodomas jo „populiarumas“ („reitingas“) pagal bendrą atrinktų metodų skaičių ir jų procentinę išraišką. Remiantis studija daroma išvada, kad daugiausiai tyrimuose (35 arba 40%) naudotas trumpalaikės perspektyvos įvykio tyrimo metodas. Ilgalaikės apskaitos vertinimo priemonės, kurios dažniausios strateginio valdymo ir organizacijų tyrimų leidiniuose, antros pagal populiarumą – jos naudotos 25 tyrimuose (28%). Ilgalaikės perspektyvos įvykio tyrimai (kurių populiarumas finansų srities leidiniuose auga) buvo pasitelkti 17 straipsnių (19%).



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Zollo & Meier (2008)

### 17 pav. Susijungimų ir įsigijimų veiklos rezultatų vertinimo metodai ir jų populiarumas

Papadakis ir Thanos (2010) toliau gilinasi į Zollo ir Meier (2008) atliktą tyrimą, kuriame padaryta išvada, kad didžiąją dalį apie M&A sandorių veiklos rezultatų vertinimą paskelbtų tyrimų galima suskirstyti į tris tyrimų sroves. Visų pirma, M&A sandorių veiklos rezultatams vertinti mokslininkai rėmėsi apskaitos ataskaitų duomenimis (pvz., Kusewitt, 1985; Lu, 2004; Ramaswamy, 1997; Zollo ir Singh, 2004). Antra, mokslininkai pasitelkė vertybinių popierių rinkos duomenis (pvz., Agrawal ir kt., 1992; Halebian ir Finkelstein, 1999; Markides ir Oyon, 1998; Sudarsanam ir Mahate, 2006). Galiausiai mokslininkai rėmėsi vadovų asmeniniais vertinimais, kurie atskleidė jų požiūrį į tai, ar prieš susijungimo ir įsigijimo sandorį išsikelti pirminiai tikslai buvo veiksmingai įgyvendinti (pvz., Angwin, 2004; Capron, 1999; Homburg ir Bucerius, 2006; Papadakis, 2005).

Remiantis aukščiau minėta literatūros apžvalga ir daugybe kitų mokslinių tyrimų, susijusių su M&A sandorių veiklos rezultatų vertinimo įmonių lygiu metodikomis, 7 lentelėje pateikiamas kiekvieno metodo apibendrinimas, populiariausių ir dažniausiai naudojamų M&A sandorių veiklos rezultatų vertinimo įmonių lygiu metodologijų stiprybės, silpnybės, tiksliau, apskaitos duomenimis pagrįstas vertinimas, trumpalaikiai ir ilgalaikiai vertybinių popierių rinkos duomenimis pagrįsti tyrimai ir subjektyvūs vadovų vertinimai.

7 lentelė. Klasikinės susijungimų ir įsigijimų sandorių veiklos rezultatams vertinti pasitelkiamos metodologijos

Vertinimo priemonė/kriterijus	Nepavykusio sandorio ir metodologijos apibrėžtis, vertinimo rodikliai	Pranašumai	Trūkumai
Apskaitos ataskaitomis paremtos vertinimo priemonės	Sandoris nepavykęs, kai pakoreguota (dėl verslo srities ir dydžio) padidėjusios bendrovės grąža po susijungimo mažesnė nei vidutinė prieš pateikiant pasiūlymą pritaikyta kiekvienos iš susijungusių įmonės atskira grąža. Apskaitos duomenys apima turto grąžą (ROA), investicijų grąžą, grynujų	Įsigijimas padeda užtikrinti sinergiją ir atsispindi ilgalaikėse apskaitos vertinimo priemonėse. Vertinamas tiesioginis poveikis, lyginant su CAR rodikliais, kuriais vertinami investuotojų ateities lūkesčiai.	Siauriausia vertinimo priemonė, nes vertinami tik ekonominiai veiklos rezultatai. Atspindi tik įmonės praeities rezultatus. Bendri duomenys, o ne informacija apie konkrečius įsigijimus. Dėl skirtingų šalių apskaitos normų reiktų vengti tarptautinių įsigijimų atvejais.

	pinigų srautus ir pan.			
Trumpalaikio vertybinių popierių rodikliais paremtos vertinimo priemonės	Mokslininkai lygina abiejų įmonių gražą akcininkams ir tikslus per laikotarpį, apimančią paskelbimą apie pirkimą (dažniausiai keletas dienų) su „įprasta“ graža tuo metu, kuriam įvykis įtakos neturėjo (pv.z, nuo _120 iki _30 dienų). Įsigijimas laikomas pasisekusių, kai teigiami CAR rodikliai.	Tiesioginis akcininko turimo turto vertės vertinimas. Duomenis paprasta rasti viešo sektoriaus įmonių atveju.	Trumpalaikiais tyrimais vertinami investuotojų lūkesčiai, o ne veiklos rezultatai. Negali būti naudojamas privačių įmonių atveju.	Neatsižvelgiama į tai, kad įsigijimai gali būti vykdomi dėl įvairių priežasčių.
Ilgalaikio vertybinių popierių rodikliais paremtos vertinimo priemonės	Ilgalaikio vertinimo tyrimai pagrįsti prielaida, kad įsigijimas gali turėti neigiamos įtakos ilgalaikiai akcininkų gerovei; mokslininkai vertina pirkėjų veiklos rezultatus, po susijungimo sandorio sudarymo praėjus	Tiesioginis akcininko turimo turto vertės vertinimas (Lubatkin ir Shrieves, 1986). Duomenis paprasta rasti viešo sektoriaus įmonių atveju (Campa and Hernando, 2004; Lubatkin ir Shrieves, 1986;	Netinka privačioms įmonėms. Neatsižvelgiama į tai, kad įsigijimai gali būti vykdomi dėl įvairių priežasčių.	

	keleriems metams (pvz., 5 metams).	Schoenberg, 2006).	
Subjektyvūs vadovų vertinimai	Įsigijančios bendrovės vadovų paprašoma įvertinti, kiek veiksmingai buvo pasiekti prieš įsigijimą nusistatyti tikslai. Klausimai susiję tiek su finansiniais (pvz., ROA rodiklis, investicijų grąža, pardavimų augimas, pelno augimas), tiek su nefinansiniais veiksniais (pvz., prestižas, konkurencinė pozicija, personalo tobulinimo galimybės). Sandoris nepavykęs, kai lūkesčiai viršija realius rezultatus.	Tinka, kai mokslininkai susiduria su veiklos vertinimo rezultatų vertinimo priemonių problema. M&A sandorių veiklos vertinimo rezultatai laikomi daugiamačiu reiškiniu. Atsižvelgiama į tai, kad M&A sandoriai pagrįsti įvairiomis priežastimis.	Atsakymai gali būti šališki. Reikia, kad būtų daug įvairių respondentų.

---

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Papadakis & Thanos (2010)

Analizuojant aukščiau pateikiamą lentelę, matoma, kad tiek apskaitos ataskaitomis paremtos vertinimo priemonės, tiek trumpalaikio vertybinių popierių rodikliais paremtos vertinimo priemonės, tiek ilgalaikio vertybinių



popierių rodikliais paremtos vertinimo priemonės, tiek subjektyvūs vadovų vertinimai, kaip pasitelkiamos metodologijos vertinti sandorių veiklos rezultatams turi individualių pranašumų ir trūkumų. Atskiro modelio parinkos priklauso nuo tyrimo keliamo tikslo. Nepaisant to, analizuojant metodologija pastebima, kad dauguma studijų šiuos metodus naudoja atskirai ir aiškiai trūksta metodo, kuris integruotų minėtas metodologijas į vienumą.

## 2.2. Susijungimų ir įsigijimų (M&A) sandorių rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikos

Vertinant metodikas, kuriomis „matuojami“ M&A sandorių rezultatai ir poveikis ekonomikai, pastebima, kad nors randama palyginti daug nusistovėjusių ir išnagrinėtų metodikų M&A sandorių veiklos rezultatų vertinimui organizacijų lygiu (pvz., įmonės), M&A sandorių rezultatų ir poveikio ekonomikai analizės ir vertinimo apimtis nurodoma labai retai. Taip yra dėl to, kad susijungimų ir įsigijimų sandoriai ir plyno lauko investicijos – būdas daryti tiesiogines užsienio investicijas (TUI). Kaip pastebi Arık ir Kutun (2015) susijungimai ir įsigijimai sudaro 80 proc. pasaulio tiesioginių užsienio investicijų ir reprezentuoja globalias tarptautinių įmonių veiklas. Atsižvelgiant į tai, tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai turi reikšmingų padarinių ne tik įmonių vertei, bet ir visuminei globaliai ekonomikai. Todėl daugelyje literatūros šaltinių daroma išvada, kad poveikis ir metodikos M&A sandorių veiklos rezultatams ir poveikio ekonomikai vertinti panašios į TUI vertinimo metodikas. Be to, reikėtų nepamiršti, kad M&A sandoriai – organizacijų lygmens įvykiai, kuriems didelę įtaką daro makroekonominės tendencijos ir, kad tik didžiausi ir patys svarbiausi įsigijimų ir susijungimų sandoriai paveikia ekonomiką dideliu ir įmanomu įvertinti mastu. Pavyzdžiui, Noordin ir kt. (2015), Trevino ir kit. (2002), Billington (1999), Schneider ir Frey (1985) teigia, kad M&A sandorius sąlygoja palanki užsienio ekonomika, kuri atsispindi potencialios rinkos, ekonominio augimo ir makroekonominės aplinkos stabilumo rodikliuose. Nepaisant šių kliūčių ir trūkumų, toliau pateikiamas nustatytų M&A sandorių rezultatų ir poveikio ekonomikai ir visuomenei tendencijų ir praktikos apibendrinimas.

Morley ir Ward (2009) nagrinėjo, kaip M&A sandoriai paveikė bendroves ir susijusius darbuotojus bei ekonomiką platesne prasme, remdamiesi išsamiais bendrovių atvejo tyrimais 25-iose ES valstybėse narėse ir Norvegijoje. Autoriai pripažino, kad M&A sandoriai – pagrindinis rinkos ekonomikos bruožas ir kad jo poveikis konkurencijai galimai prieštaringas.

Remiantis tradicine ekonomikos teorija, M&A sandoriai paprastai didina monopolinės galios laipsnį ir tokiu būdu mažina konkurenciją. Tačiau, iš tiesų, monopoliniame pasaulyje, kur dydis reiškia daug, jie gali didinti veiksmingos konkurencijos laipsnį. Morley ir Ward (2009) išanalizavo konkrečius per pastaruosius kelerius metus įsigijimų ir susijungimų atvejus skirtingose ES valstybėse narėse ir ištyrė šiuos skirtingus aspektus. Taikytas atvejo tyrimas leido Morley ir Ward (2009) įvertinti M&A sandorių poveikį ekonomikai platesne prasme, tiksliau, kiek susijungimas pagerino konkrečios tam tikros nagrinėjamos šalies ar regiono verslo srities veiklos rezultatus ir kokią naudą iš to gavo šalies ar vietos ekonomika.

Maček (2012) pastebi, kad tyrimų apie M&A sandorių poveikį ekonomikai nėra daug dėl sunkumų gauti duomenų. Taip pat Maček (2012) pastebi, kad esami tyrimai daugiausiai susitelkia ties konkrečių makroekonominių ar finansinių rezultatų analize arba susiję su sektorių ar įmonių grupe. Autorė savo tyrime siūlo naudotis bendrąja (pusiausvyros) analize (Walras), siekiant atpažinti ir nustatyti stilizuotus faktus ir galimus skirtumus tarp šalių grupių. Be to, autorė prideda empirinius faktus apie konkrečių mikroekonominių grupių ar šalių patirties. Galiausiai Maček (2012) pripažįsta klausimynų su M&A sandorių poveikio, valstybių reakcijos ir žiniasklaidos ryšio šiuose procesuose Europos šalyse klausimais aktualumą ir jų pagrindu atlieka apklausas. Klausimyno taikymas nėra naujas būdas M&A sandorių poveikį ekonomikai ir visuomenei vertinti. Pvz., Vaara ir kt. (2001); EGIP (2005); GFC/Net (2007) taip pat pasitelkė klausimynus, kad galėtų užpildyti duomenų apie M&A sandorius trūkumą konkrečių šalių valstybės pareigūnų ir žurnalistų apklausomis.

Remdamiesi 53 šalių per laikotarpį nuo 1996 iki 2006 m. oficialiais duomenimis, Neto ir kt. (2008) išnagrinėjo, ar bendros tiesioginės užsienio investicijos (TUI), tarpvalstybiniai susijungimai ir įsigijimai (M&A) ir plyno lauko investicijos turi įtakos ekonomikos augimui. Mokslininkai sukūrė augimo modelį ir išanalizavo jų sąsają su per tą patį laikotarpį padarytomis TUI, tarpvalstybiniais M&A, plyno lauko investicijomis ir BVP augimu. Be to, kad galėtų išnagrinėti šį ryšį, autoriai pasinaudojo tiek Grangerio priešastingumo testais tarp visų trijų investicijų eilučių ir augimo, tiek bendrąja augimo lygtimi. Neto ir kt. (2008) gauti duomenys rodo, kad tarp TUI, M&A ir augimo yra dvikryptis priešastingumo ryšys. Todėl Neto ir kt. (2008) daro išvadą, kad nauji projektai (ar naujos įmonės) yra ekonominio augimo Granger priešastis, bet ne priešingai. Augimo lygties apytikris apskaičiavimas leido autoriams prieiti išvadą, kad per M&A sandorius TUI

neigiamai veikia besivystančių šalių ekonominį augimą, tačiau yra nereikšmingos išsivysčiusios ekonomikos šalyse.

Krstevska ir Petrovska (2012) detalai nagrinėjo tiesioginių užsienio investicijų (TUI) ekonominę įtaką Makedonijos ekonomikai, pasitelkdamos panelinių duomenų regresinės analizės metodą. Atliktas tyrimas leido autorėms padaryti išvadą, kad, nors viena vertus TUI įplaukos yra svarbus BVP ir Makedonijos eksporto veiklos augimo veiksnys, kita vertus, TUI įtaka užimtumui daugiausiai neigiama dėl žemo plyno lauko investicijų lygio ir darbui imlios pramonės nepatrauklumo užsienio investuotojams.

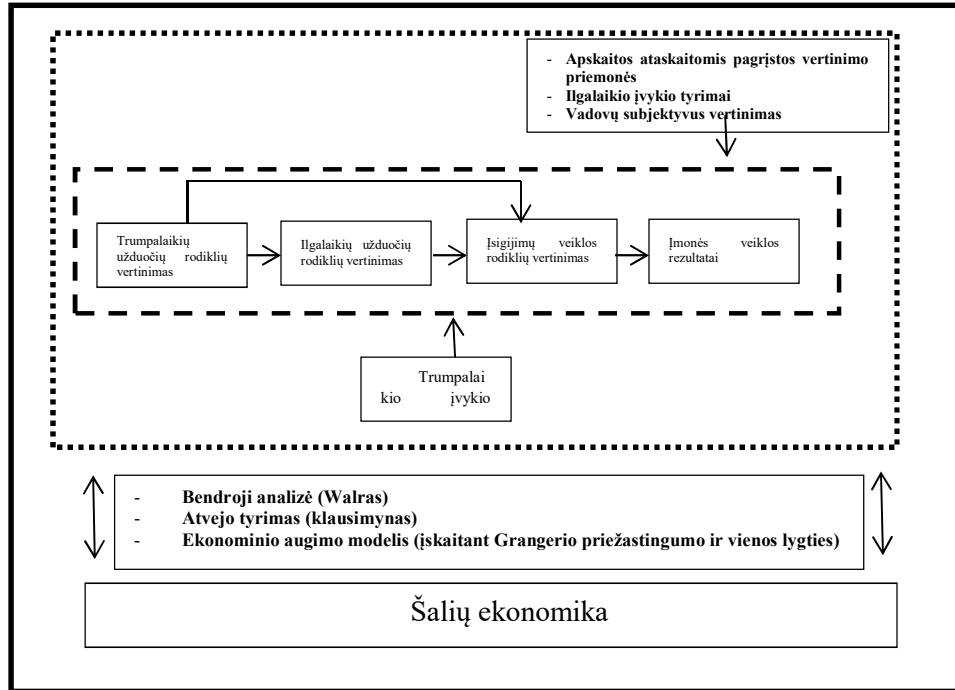
Doytch ir Cakan (2011) analizavo susijungimų ir įsigijimų (M&A) įtaką ekonominiam augimui pirminiame, gamybos ir aptarnavimo sektoriuose, taikydami apibendrintojo momentų metodo (angl. generalized method of moments, GMM) įvertinį, kuris kontroliuoja M&A endogeniškumą ir nesugebėjo patvirtinti hipotezės, kad M&A veikla prisideda prie ekonominio augimo, išskyrus augimą aptarnavimo sektoriuje. Doytch ir Cakan (2011) naudojo neoklasikinį Solow-Swan, Ramsey-Coopmans-Kass augimo modelį.

### 2.3. Metodologinė sistema, apjungianti susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo įmonių lygiu metodikas su susijungimų ir įsigijimų rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikomis

Atsižvelgiant į aukščiau esančiuose poskyriuose apžvelgtos literatūros ir pristatytų tyrimų išvadas, sukūriau susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo įmonių lygiu metodikas ir susijungimų ir įsigijimų rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikas apimančią metodologinę sistemą. Ši sistema pateikama 18 paveiksle.

Įmonių lygiu išskiriami trys analizės plotmės (užduočių, operacijų ir įmonės), kurias jungia priežastinė, vienakryptė ir loginė grandinė. Taip pat galima teigti, kad užduočių, operacijų ir įmonės lygmens analizė būtina, tačiau nepakankama, sąlyga tolesnio lygmens analizei. Užduočių lygmens integravimo proceso veiklos rodikliai teigiamai veikia vertės kūrimo per visą sandorį tikimybę. Tuo pačiu per įsigijimus kuriama vertė teigiamai veikia bendrus įmonės veiklos rodiklius, kadangi pasitelkiama sinergija, išlaidų ir pajamų pagerėję rodikliai akivaizdžiai įtraukiami į apskaitos ataskaitas, kuriose savo ruožtu atsispindės akcijų kainų svyravimai ir iš to išplaukianti grąža. Trumpalaikio įvykio tyrimai leidžia įvertinti M&A veiklos rodiklius paskelbus apie susijungimą ir įsigijimą (paskelbimo įvykis). Tęsiant M&A veiklos rodiklių vertinimą profesionaliais ir metodiškai atliekamais apskaitos

ataskaitos pagrįstais tyrimais, ilgalaikio įvykio tyrimai ir vadovų subjektyvūs vertinimai leidžia atlikti išsamią M&A veiklos analizę įmonių lygiu.



Šaltinis: sudaryta autoriaus

**18 pav. Susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo metodikas ir susijungimų ir įsigijimų poveikio ekonomikai vertinimo metodikas apimanti metodologinė sistema**

Plečiant įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų vertinimo modelį ir įvedant šalių ekonomikos matmenį, metodologinė sistema papildoma rekomendacijomis atlikti bendrąją analizę (Walras), atvejo tyrimą (klausimyną) ir ekonominio augimo modelį (įskaitant Grangerio priežastingumo ir vienos lygties). Siūlomos metodikos leidžia apčiuopti ir įvertinti dvikrypčius M&A veiklos rezultatus įmonės ir šalies lygiu.

#### 2.4. Aptarimas ir išvados dėl susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikų teoriniai aspektų ir taikymo praktikų

Antroje disertacijos dalyje nustatytos ir kritiškai aptartos susijungimų ir įsigijimų sandorių veiklos rodiklius įmonių lygiu vertinančios esamos metodikos bei susijungimų ir įsigijimų rezultatus ir poveikį ekonomikai vertinančios metodikos. Atlikus nuodugnią literatūros šaltinių apžvalgą ir struktūrizuotą ankstesnių tyrimų ir literatūros šaltinių vertinimą, disertacijoje daromos šios išvadas:

1. Mokslininkai ir tyrėjai naudoja skirtingus susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo apibrėžimus. Apibrėžimo pasirinkimas priklauso nuo nagrinėjamos perspektyvos ir pasirinkto metodo.
2. Trumpalaikio ir ilgalaikio įvykio tyrimai, apskaitos tyrimai ir vadovų apklausos (atvejo tyrimai) – dažniausiai naudojamos ir labiausiai nusistovėjusios susijungimų ir įsigijimų veiklos rezultatų vertinimo įmonių lygiu vertinimo metodikos.
3. Susijungimų ir įsigijimų sandorių poveikio ekonomikai tyrimų yra nedaug, nes kyla problemų dėl duomenų gavimo.
4. Vertinant susijungimų ir įsigijimų rezultatus ir poveikį ekonomikai, rekomenduojama naudoti bendrąją pusiausvyros analizę, atvejo tyrimą, ekonominio augimo modelį, panelinių duomenų regresio metodą, apibendrintojo momentų metodo įvertinį ir neoklasikinį Solow-Swan, Ramsey-Coopmans-Kass augimo modelį.
5. Remiantis disertacijoje sukurta ir pateikiama susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo įmonių lygiu metodikas ir susijungimų ir įsigijimų rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikas apimančia metodologine sistema, vertinant susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus ir jų veiksnius, būtina įvertinti sandorių kompleksiskumą ir vykdyti holistinę analizę bei naudoti daugialypę sandorių vertinimo metodologiją.
6. Tiek susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo įmonių lygiu metodika, tiek susijungimų ir įsigijimų rezultatų ekonominiu lygiu vertinimo metodika turėtų būti aiškinama ir naudojama atsargiai, kadangi abu metodai turi savo trūkumų, tuo tarpu konkrečios metodikos pasirinkimas ir taikymas priklauso nuo turimų duomenų ir kiekvieno konkretaus atvejo.

7. Būsiami tyrimai ir tolesnė konceptualizacija turėtų koncentruotis į empirinius šios srities tyrimus. Rekomenduotina atlikti faktinį ir konkretaus atvejo vertinimą, plėtojant šiame straipsnyje minėtas metodikas. Išvados apie metodologinius trūkumus didina informuotumą apie viešai pristatomų susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų taikymą ir reikšmę. Todėl priimdami sprendimus mokslininkai, verslininkai ir politikos kūrėjai turėtų būti atsargūs.

### 3. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ REZULTATŲ IR POVEIKIO EKONOMIKAI TYRIMO METODOLOGIJA

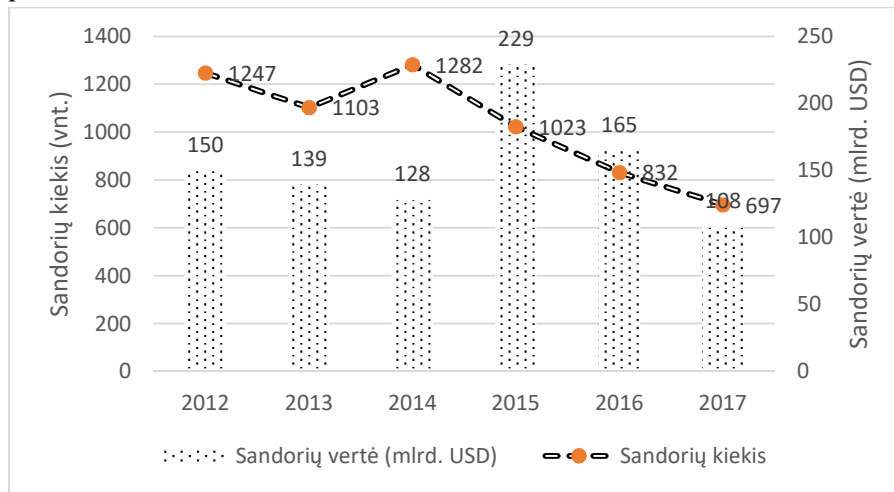
Remiantis antroje disertacijos dalyje atlikta analize, išnagrinėta literatūra ir disertacijoje sukurta bei pateikta susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo metodikas ir susijungimų ir įsigijimų poveikio ekonomikai vertinimo metodikas apimančia metodologine sistema (žr. 18 pav.), trumpalaikio ir ilgalaikio įvykio tyrimai, apskaitos tyrimai ir vadovų apklausos (atvejo tyrimai) – dažniausiai naudojamos ir labiausiai nusistovėjusios susijungimų ir įsigijimų veiklos rezultatų vertinimo įmonių lygiu vertinimo metodikos. Tuo tarpu susijungimų ir įsigijimų sandorių poveikis ekonomikai gali būti vertinamas naudojant bendrąją (pusiausvyros) analizę (Walras), atvejo tyrimą (klausimynas), ekonominio augimo modelį (įskaitant Grangerio priežastingumo ir vienos lygties), panelinių duomenų regreso metodą, apibendrintojo momentų metodo įvertinį ir neoklasikinį Solow-Swan, Ramsey-Coopmans-Kass augimo modelį. Pažymėtina ir atkreiptinas dėmesys turi būti į tai, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių poveikio ekonomikai vertinimą apsunkina problemos dėl duomenų gavimo.

Šiame disertacijos skyriuje pristatoma susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų ir poveikio ekonomikai tyrimui atlikti naudota metodologija. Skyrius pradamas Europos Sąjungos susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos kaip tyrimo objektu pagrindimu. Skyrius tęsiamas disertacinio darbo hipotezių ir kontrolinių kintamųjų pristatymu. Trečiajame skyriaus poskyryje supažindinama su darbe naudotais duomenų šaltiniais, tyrimo imtimi bei logika. Skyriaus gale aprašoma disertaciniame darbe atliekamo įvykio tyrimo metodologija.

#### 3.1. Susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos Europos Sąjungoje kaip tyrimo objekto pagrindimas

Per paskutiniuosius penkiolika metų Europos Sąjungos ekonominiame žemėlapyje įvyko ryškūs pasikeitimai: 2004 m. prie ES prisijungė 10 valstybių (Kipras, Čekija, Estija, Vengrija, Latvija, Lietuva, Malta, Lenkija, Slovakija, Slovėnija), 2007 m. Bulgarija ir Rumunija papildė ES šalių narių sąrašą, 2013 m. Kroatija tapo 28-tąja ES šalimi nare, 2016 m. D. Britanija referendumo metu nubalsavo už įstojimą iš ES ir 2017 m. aktyvavo Lisabonos sutarties 50-ąjį straipsnį bei pradėjo derybas dėl išstojimo sąlygų, euras laisvai cirkuliuoja

19-oje valstybių, ES šalyse pirmoje paskutinio dešimtmečio pusėje vyko spartus ekonomikos augimas, o antroje pusėje prasidėjo pasaulinė finansinė krizė, kuri Europoje peraugo į skolų krizę, ES lygmeniu yra priimti įstatymai (direktyvos, įstatyminiai aktai ir nutarimai) teisingumo ir vidaus reikalų srityse, formuojama bendra politika prekybos, žemės ūkio, žvejybos ir regioninio vystymosi srityse, ES aktyviai dalyvauja tarptautiniuose santykiuose ir sudarant tarptautines sutartis. Suintensyvėjusi ekonominė globalizacija, pasireiškianti per gamybos, finansų rinkų, technologijų, organizacinių ir korporacijų darbo globalizaciją, kartu su ekonominiais, politiniais ir instituciniais pokyčiais skatina atidžiau analizuoti susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką ES šalyse. Globalaus susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekio ir vertės dinamika 2012 – 2017 m. laikotarpiu pateikiama 19 pav.



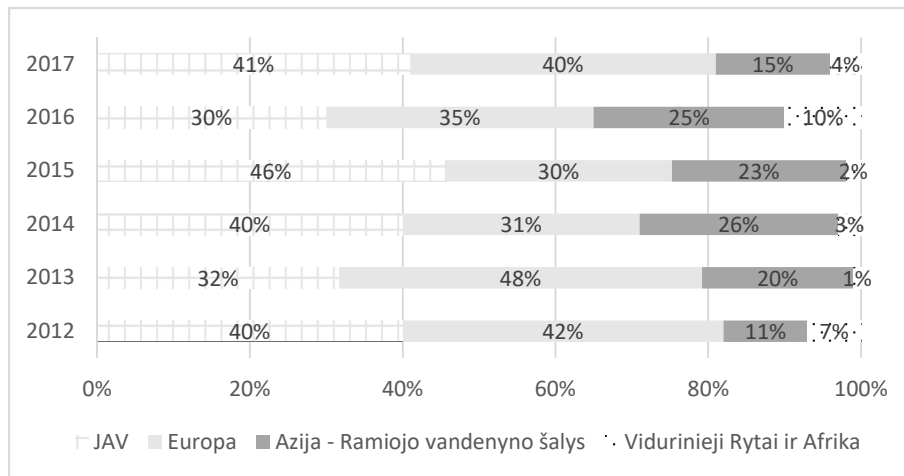
Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis DataStream duomenimis

### 19 pav. Globalios susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos vertės ir kiekio dinamika 2012 - 2017 m.

Remiantis 19 pav. pateiktais duomenimis, pastebimos keletas tendencijų: daugiausia sandorių (1247) sudaryta 2012 m., o didžiausia sandorių vertė fiksuota 2015 m. (229,27 mlrd. USD). Be to, išskirtina, kad pastaruosius dvejus metus stebimas susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumo mažėjimas vertinant tiek sandorių vertę, tiek sandorių kiekį. Atsižvelgiant į disertacijoje atliekamą tyrimą bei vertinant globalią susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką, kyla klausimai: kokią šių sandorių dalį sudaro susijungimai ir



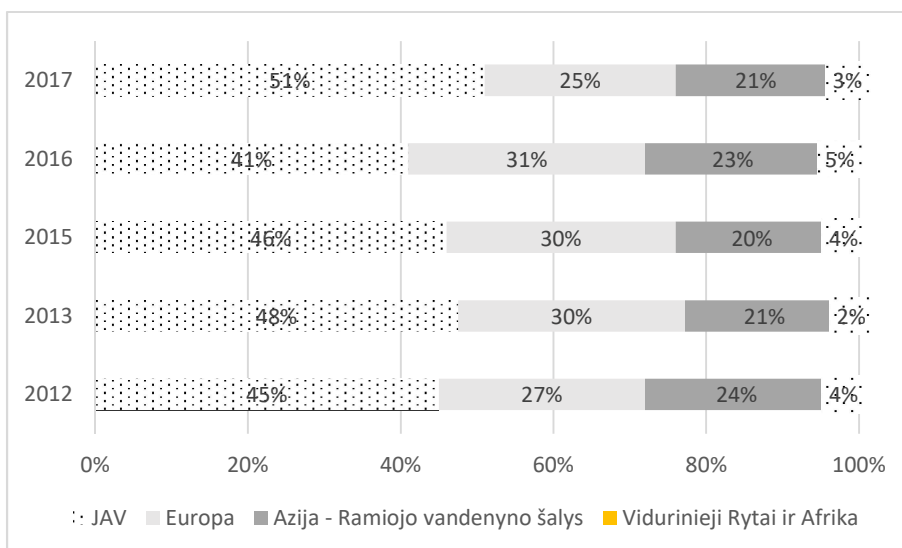
įsigijimai Europoje, kokia šių sandorių dinamika ir tendencijos Europoje? Pav. 20 ir pav. 21 pateikiami susijungimų ir įsigijimų sandorių vertės ir kiekio dinamika pagal regionus 2012 – 2017 m. laikotarpiu.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis DataStream duomenimis

### 20 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos vertės (proc.) pasiskirstymo pagal regionus dinamika 2012 - 2017 m.

Remiantis 20 pav. pateikiamais duomenimis, susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė Europoje 2012 – 2017 m. laikotarpiu varijavo tarp 30 ir 48 proc. globalios susijungimų ir įsigijimų sandorių vertės. Atsižvelgiant, kad šios vertės panašios į JAV susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumo lygį, Europos Sąjungos susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos analizės aktualumas yra aukštas.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis DataStream duomenimis

### 21 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekio (proc.) pasiskirstymo pagal regionus dinamika 2012 - 2017 m.

Remiantis 21 pav. pateikiamais duomenimis, susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekis Europoje 2012 – 2017 m. laikotarpiu varijavo tarp 25 ir 31 proc. globalaus susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekio. Tuo tarpu JAV susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekis sudarė 41 – 51 proc. visų sandorių.

Lyginant 20 ir 21 paveiksluose pateikiamus duomenis pastebėtina, kad Europoje visuminis sandorių kiekis mažesnis nei bendra sandorių vertė. Tai implikuoja, kad vidutinė sandorių vertė yra didesnė lyginant su JAV. Šis faktas prisideda prie susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos Europos Sąjungoje kaip tyrimo objekto pagrindimo.

Disertacijos 1.1.5. poskyryje, kuriame aprašomos susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos, buvo pažymėtina, kad pirmosios keturios susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos (1890-ieji; 1920-ieji; 1960-ieji ir 1980-ieji) buvo ypač aktualios JAV rinkai. Tuo tarpu Europoje susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka vystėsi kitokiomis aplinkybėmis. Europoje tik D. Britanija patyrė susijungimų ir įsigijimų aktyvumo padidėjimą per pirmąsias dvi susijungimų ir įsigijimų sandorių bangas. Trečiosios JAV vykusios bangos metu pagrindinės sandorių dalyvės Europoje buvo kontinentinės šalys: Vokietija ir Prancūzija. Apibendrinat, susijungimų ir įsigijimų sandoriai Europoje buvo reti ir pavieniai iki 1960-ųjų, kai didėjanti ekonomikos

tarpusavio priklausomybė pradėjo skatinti koncentracinius judėjimus ir sudarė palankias sąlygas susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos augimui. Išskirtina, kad be kitų veiksnių, susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos Europoje augimui padėjo tai, kad ES šalys tarpusavio prekybai liovėsi taikiosios muitus ir sutarė dėl bendros maisto gamybos kontrolės. 1986 m. pasirašius Suvestinį Europos aktą, suteikusi pagrindą plataus masto šešerių metų programai, kuria siekta išspręsti laisvos prekybos Europos Sąjungoje problemas ir sukurti bendrąją rinką, buvo sukurtas pagrindas pirmajai tikrai europinei susijungimų ir įsigijimų sandorių bangai (1987 – 1991 m.). Antroji europinė susijungimų ir įsigijimų sandorių banga vyko 1997 – 2000 m. laikotarpiu, o trečioji prasidėjo 2003 m. ir baigėsi 2007 m. prasidėjus finansų krizei. Europos susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos yra charekterizuojamos internacionalizacijos ir konsolidacijos. Jos vyko rinkos dereguliacijos, prekybos bei investicijų liberalizavimo kontekste. Europos lygmeniu euro įvedimas, globalizacija, technologinės naujovės, reguliacijos panaikinimas ir privatizavimas, mažos palūkanų normos, finansų rinkų bumai ir esamas likvidumas padidino įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumą.

Achim (2015) savo tyrime identifiko, kad dauguma susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką nagrinėjančių tyrimų nagrinėja išsivysčiusių šalių ekonomikas (pvz.: 2014 m. 44 proc. atliktų studijų šiame kontekste tyrė JAV rinką, 13 proc. – D. Britanijos, 10 proc. – Vokietijos rinkas).

Tirdami susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką Mackenzie (2017) pažymėjo, kad šių transakcijų aktyvumo lygis ir rezultatai yra žymiai įtakojami išorinių šalies sąlygų, t.y. ekonominės, politinės ir socialinės aplinkos. Atsižvelgdama į tai autorė siekė apibrėžti susijungimų ir įsigijimų aktyvumą, išmatuoti ir palyginti skirtingų ES šalių susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumą, bei pareikšti savo nuomonę, kaip individualios šalies ekonominiai rezultatai ir mokesčių normos veikia susidutimų ir įsigijimų sandorių aktyvumą. Be to, mokslininkė pastebėjo, kad dabartinėje situacijoje regiono lygiu atskirų šalių tyrimus daugiausia rengia tarptautinės konsultacinės bendrovės, dažniausiai kas ketvirtį arba nereguliariai skelbiančios trumpalaikes ataskaitas apie įvykdytų susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekį pasirinktuose regionuose ar sektoriuose. Dažniausiai tyrimai įvertina sandorių rezultatus išsivysčiusiose ekonomikose, tuo tarpu duomenys, įžvalgos ir rezultatai apie sandorių aktyvumą ir rezultatus besivystančiose ekonomikose yra retos. Išskirtinai pažymėtina, kad besivystančios rinkos ilguoju laikotarpiu nėra išnagrinėtos ar palygintos su išsivysčiusiomis

rinkomis. Mokslininkė hipotezuoja, kad ši situacija susiklostė, nes sunku objektyviai palyginti atskirų šalių duomenis. Sandorių aktyvumas ir rezultatai, išreikšti bendru sandorių skaičiumi tam tikroje šalyje ar regione turi tik nedidelę aiškią galią ir negali būti objektyviai palyginama.

Atsižvelgiant į šią medžiagą tampa aktualu palyginti, kuo individuali ir savita yra susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka Europos Sąjungoje, kuo šie sandoriai ir jų rezultatai Europoje skiriasi nuo susijungimų ir įsigijimų sandorių kituose regionuose.

### 3.2. Tyrimo poreikio pagrindimas, hipotezės ir kontroliniai kintamieji

Susijungimų sandorių įtaka įsigyjančios ir įsigyjamoms įmonių akcininkams yra gan išsamiai nagrinėta sritis. Viena vertus, įsigyjamų įmonių akcininkų disponuojamo turto vertė pakyla paskelbus susijungimų ir įsigijimų sandorius. Be to, ankstesnės studijos pateikia įrodymų, kad įsigyjamų įmonių akcininkų gaunama santykinė nauda pastaraisiais metais kyla, nes įsigyjančios įmonės siūlo didesnes „premijas“ už įsigyjamą įmonę. Kita vertus, studijų, nagrinėjusių įsigyjančių įmonių akcininkų disponuojamo turto vertės pokyčius, rezultatai yra kontrastingi, nes nėra aiškaus ryšio tarp vertės kūrimo ir sandorio paskelbimo. Corhay ir Rad (2000), Walker (2000), DeLong (2001), Campa ir Hernando (2004), Moeller ir Schlingeman (2005), Martynova ir Renneboog (2008), Masulis ir kt. (2007), Karelis ir kt. (2011), Weitzel ir McCarthy (2009), Lowinski et al. (2004) savo tyrimuose identifikuoja, kad susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo poveikis yra neigiamas arba neegzistuojantis. Kita vertus, Seto et al. (2002), Goergen ir Renneboog (2004), Facio ir kt. (2006), Darkow ir kt. (2008), Eije ir Wiegerinck (2010), Campa ir Hernando (2004), Chari ir kt. (2010 m.) nustatė, kad susijungimų ir įsigijimų sandoriai teigiamai veikia įsigyjančios įmonės akcininkus trumpuoju laikotarpiu. studijų studijų nedidelė dalis mokslinių tyrimų nagrinėjo, kaip keičiasi įsigyjančių įmonių akcininkų disponuojamo turto vertė paskelbus susijungimų ir įsigijimų sandorius.

8 lentelėje pateikiama santrauka mokslinių studijų, identifikuojančių susijungimus ir įsigijimus kaip kenkiančius įsigyjančios įmonės akcininkams, apžvalga. Tuo tarpu 9 lentelėje apžvelgiami moksliniai darbai, identifikavę susijungimus ir įsigijimus kaip didinančius įsigyjančios įmonės akcininkų disponuojamo turto vertę.

Moschieri ir Campa (2009) analizavo ES verslo klimatą ir jo ryšį su įmonių vykdomais susijungimais ir įsigijimais. Panašiai į ankstesniame poskyryje pateiktus duomenis, Moschieri ir Campa (2009) nustatė, kad įsigyjamų ar prisijungiamų ES šalių bendrovių kiekis aplenkė įsigyjamų ar prisijungiamų JAV įmonių kiekį, kurios tradiciškai yra laikomos susijungimų ir įsigijimų sandorių lyderiais. Autoriai pripažįsta teigiamą Europos Komisijos įtaką susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos ES vystymuisi. Ši institucija skaitina standartizaciją ir didina ES susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos skaidrumo vystymąsi. Autoriai teigia, kad įvesti standartai ir pokyčiai veda prie akcininkų disponuojamo turto vertės: padidėjęs atsiskaitymais pinigais už vykdomus sandorius, padidėjęs tarpšalinių susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekis, pramonės šakų konsolidacija, sumažėjęs laikas reikalingas įvykdyti susijungimų ir įsigijimų sandorius.

2014 m. liepos 9 d. Europos Komisija publikavo ataskaitą "Link efektyvesnės ES susijungimų ir įsigijimų kontrolės" (angl. "*Towards more effective EU merger control*"). Ši ataskaita remia judėjimą link "ES susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos", kurioje Europos Komisija ir nacionalinės konkurencijos tarnybos šalių lygiu taikytų tas pačias taisykles susijungimų ir įsigijimų sandoriams. Detaliai išnagrinėjęs šią ataskaitą, Koppenfels (2015) pažymėjo, kad ši ataskaita siūlo du pagrindinius ES susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos reguliavimo pakeitimus. Pirma, norėdama pašalinti ES konkurencijos teisės vykdymo spragą dėl nekontroliuojančių mažumų akcijų įsigijimo, Komisija turėtų turėti galimybę peržiūrėti tam tikras mažumos akcijų sandorius, sukuriant "konkurencinės svarbos ryšį" tarp įsigyjančios ir įsigyjamos įmonės be išankstinio pranešimo apie sandorį prievolės. Plačiau kalbant, Europos Komisija siekia įtraukti kontroliuojančius ir nekontroliuojančius mažumos akcininkus į ES susijungimų ir įsigijimų rinkos kontrolės aprėptį. Antra, turėtų būti supaprastinta Komisijos ir nacionalinių konkurencijos institucijų disponuojamų susijungimų ir įsigijimų sandorių atvejų perdavimo sistema, siekiant sumažinti įmonių administracinę naštą ir geriau užtikrinti, kad bylas nagrinėtų tinkamiausia konkurencijos institucija.

Atsižvelgiant į diskusiją aukščiau ir įvertinant implicitinį efektyvumo-, rinkos galios-, išteklių perskirtymo ir įmonių kontrolės veikimo teorijas, keliama pagrindinė disertacijos hipotezė:

*H1: Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo metu.*

8 lentelė. Mokslinių studijų, identifikuojančių susijungimus ir įsigijimus kaip kenkiančius įsigyjančios įmonės akcininkams, apžvalga

Mokslinio darbo autoriai	Nagrinėtas laikotarpis	Sandorio langas	Imties dydis	Įsigyjančios šalys	Įsigyjamos šalys	Įsigyjančios įmonės akcijos kainos pokytis	Įsigyjančios įmonės grąža teigiamai veikiama:	Įsigyjančios įmonės grąža neigiamai veikiama:
Corhay and Rad (2000)	1990-1996	(-5;+5)	111	Olandija	Vakarų Europa	+0.14%	Įmonių kontrolė	Užsienio poveikis, įmonių panašumai
Walker (2000)	1980-1986	(-2;+2)	278			-0.8%	Įmonių panašumas, atsiskaitymas grynaisiais	Diversifikacija per veiklos dubliavimą
DeLong (2001)	1988-1995	(-1;+1)	280	JAV		-1.7%	Santykis dydis tarp įsigyjamų ir įsigyjančių įmonių	Priešįsigijiminiai įsigyjamų įmonės rezultatai
Campa and Hernando (2005)	1998-2000	(-1;+1)	262	ES		-1.48%	Santykinis įsigijimo dydis	Įsigijimai vyriausybės reguliuojamuose pramonės šakose, finansų sektoriuje, tarpšaliniai įsigijimai.
Moeller and Schlingeman (2005)	1985-1995	(-1;+1)	4430	JAV	JAV, D. Britanija	-0.87 %	Sandorių aktyvumas įsigyjamose	Tarptautinė ir industrinė diversifikacija, įsigyjančios įmonės

					, Kanada, Prancūzija, Vokietija		šalyje, teisinė sistema siūlanti geresnes akcininkų teises.	kilmės šalies ekonominis suvaržytumas.
Martynova and Renneboog (2008)	1993-2001	(-1;+1)	2419	Kontinentinė Europa ir D. Britanija			Įsigyjamoms įmonėms privatus teisinis statusas.	Priešiškumas sandoriui, sandorio finansavimas akcijomis
Masulis et al. (2007)	1990-2003	(-2;+2)	3333	JAV		+0.22%	Sandorio finansavimas grynosiomis lėšomis, įsigyjamoms įmonėms privatus teisinis statusas.	Sandorio finansavimas akcijomis, įsigyjamoms įmonėms viešas listingavimas, didelis kiekis antikoncepcinių nuostatų
Karels et al. (2011)	1995-2007	(1;+1)	678	JAV	Indija	-0.41%		
Weitzel and McCarthy (2009)	1996-2007		17137	JAV, Europa	Vakarų	0.28%	Privačios įmonės įsigijimas, įsigyjamoms įmonėms dydis, sandorio finansavimas akcijomis	

Šaltinis: sudaryta autoriaus

9 lentelė. Mokslinių studijų, identifikuojančių susijungimus ir įsigijimus kaip didinačius įsigijančios įmonės akcininkų disponuojamo turto vertę, apžvalga

Mokslinio darbo autoriai	Nagrinėtas laikotarpis	Sandorio langas	Imties dydis	Įsigijančios įmonės kilmės šalis	Įsigyjamoms įmonėms kilmės šalis	Įsigijančios įmonės akcijos kainos pokytis sandorio paskelbimo dieną	Įsigijančios įmonės grąža teigiamai veikiama:	Įsigijančios įmonės grąža neigiamai veikiama:
Seth et al. (2002)	1981-1990	(-10;+10)	100	JAV	Kanada, Prancūzija, D. Britanija, Japonija, Vokietija	+7.57%	Atvirkštinis internalizavimas, turto perleidimas, finansinis diversifikavimas, orientuota į banką sistema	Rinkos motyvas (tikslinės šalies BVP augimas), santykinis sandorio dydis
Goergen and Renneboog (2004)	1993-2000	(-2;+2)	228	Kontinentinė Britanija	Europa ir D.	+1.2%	Draugiški įsigijimai, mokėjimas grynaisiais pinigais, įmonių valdymo plėtra	



Facio et al. (2006)	1996-2001	(-5;+5)	4429	Europa		+1.53%	Įsigyjama įmonė nėra viešai listinguojama
Eije and Wiegerinck (2010)	1997-2008	(-2;+2)	821	ES-15	JAV	+2.1%	Santykinis įmonių dydis, besivystančios rinkos
Chari et al. (2010)	1986-2006	(-1;+1)	678	Kanada, Prancūzija, Vokietija, Italija, Japonija, Nyderlandai, Ispanija, D. Britanija, JAV.	Argentina, Brazilija, Čilė, Kinija, Kosta Rika, Indonezija, Malaizija, Meksika, Taivanas, Tailandas.	+1.16%	Įsigyjama įmonė besivystančioje rinkoje, sutartinės aplinkos silpnumas

**Šaltinis: sudaryta autoriaus**

3.1. poskyryje identifiukuota, kad susijungimū ir įsigijimū sandoriū rinka Europos Sajungoje yra disertacijos tyrimo objektas. Tai implikuoja, kad empirinis tyrimas ir analizė apima susijungimū ir įsigijimū sandorius iš senųjų (Belgija, Prancūzija, Vokietija, Italija, Liuksemburgas, Nyderlandai, Danija, Airija, D. Britanija, Graikija, Portugalija, Ispanija, Austrija, Suomija ir Švedija) ir naujųjų (Čekija, Estija, Kipras, Latvija, Lenkija, Lietuva, Malta, Slovakija, Slovėnija, Vengrija, Bulgarija, Rumunija ir Kroatija) ES šalių, kurios skiriasi institucinėmis, politinėmis ir ekonominėmis aplinkomis. Uhlenbruck ir Castro (2000), Meyer (1998), Chari ir kt. (2010) yra vieni iš nedaugelio mokslininkų, nagrinėjusių susijungimū ir įsigijimū sandoriū rinką ES šalyse, prisijungusiose prie ES 2004 m. ir vėliau. Meyer (1998) išskiria, kad įmonės iš Centrinės ir Rytų Europos veiklą vykdo aplinkoje su aktuali privatizacijos palikimu, vadybinės ir entreprenerystės patirties stoka, efektyvių kapitalo rinkos trūkumu. Pažymėtina, kad nuo šios Meyer studijos praėjo daugiau nei 20 metų ir dalis jo teiginių nebėra aktualūs. Uhlenbruck ir Castro (2000) pažymi, kad dauguma su susijungimais ir įsigijimais susijusių teorijų yra išvystytos vakarų Europoje ir JAV, ir savo darbe tyrė, kokiū laipsniu šios teorijos yra pritaikomos pereinamosioms centrinėms ir rytų Europos valstybių įmonėms. Mokslininkai įrodė, kad strateginio atitiktens (angl. „strategic fit“) teorija (Lubatkin, 1983) yra aktuali centrinės ir rytų Europos kontekste, kas sąlygoja tai, kad vertikalūs ir horizontalūs susijungimai ir įsigijimai veda prie teigiamų sandorių rezultatų. Dėl besijungiančių įmonių turto ir operacijų papildomumo tai leidžia numanyti sinergijos teorijos validumą. Kitavertus, Uhlenbruck ir Castro (2000) savo tyrime negali patvirtinti organizacinio atitiktens (angl. „organizational fit“) teorijos, pagal kurią besijungiančios įmonės gauna naudos dėl žemesnių integracijos kaštų, kai įmonės yra panašios kultūros, struktūros, turi panačias procedūras ir sistemas. Uhlenbruck ir Castro (2000) nustatė, kad egzistuojantys organizaciniai skirtumai tarp vakarų ir centrinės bei rytų Europos šalių įmonių yra per dideli tam, kad integruoti įmones efektyviai. Dėl to Uhlenbruck ir Castro (2000) interpretuoja organizacinio atitiktens teoriją kaip neaktualią centrinės ir rytų Europos šalių įmonėms. Chari ir kt. (2010) tyrė susijungimū ir įsigijimū sandoriū rinką 1986 – 2006 m. laikotarpiu ir nustatė statistiškai reikšmingą 1,16 proc. įsigyjančių įmonių akcininkų patiriamą grąžą sandorių paskelbimo metu, kai yra išsivysčiusių šalių įmonės įsigyja besivystančių šalių įmones. Įsigyjančios įmonės iš išsivysčiusių šalių disponuoja geresnes institucines, kontrolės ir įmonių priežiūros praktikas

(pvz. teisinis reguliavimas ir buhalteriniai ar apskaitos standartai), kas veda prie didesnės gražos. Atsižvelgiant į aukščiau, keliama hipotezė:

*H2: Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą (akcijų kainos prieaugį), kai yra įsigijama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys.*

Suderinamumo siekis Europos Sąjungoje sudaro sąlygas plačiau skelbti apie tarpvalstybinius susijungimus ir įsigijimus. Couerdacier ir kt. (2009) nagrinėjo finansinę ir prekybos liberalizaciją Europos Sąjungoje ir Europos pinigų sąjungoje (EPS). Jų gauti empiriniai rezultatai patvirtina, kad Europos integracija ir institucinės sąrangos patobulinimai tikslinėje šalyje turėjo teigiamos įtakos tarpvalstybiams susijungimams ir įsigijimams. Be to, Couerdacier ir kt. (2009) nustatė, kad EPS poveikis panašus į finansinės liberalizacijos poveikį: ribinės ir pastoviosios sandorio sąnaudos mažinamos mažinant kapitalo sąnaudas, panaikinant valiutų kurso pokyčių riziką, naudojantis bendra prekybos platforma kartu su kitais rinkos žaidėjais ir integruojantis į poprekybinės rinkos infrastruktūrą. Papildomi argumentai už aktyvesnius tarptautinius įsigijimus išdėstyti Martynovos ir Renneboog tyrime (2006). Tyrimo autoriai tvirtina, kad Europos įmonės aktyviausiai vietos rinkose veikė iki XX a. 10-ojo dešimtmečio, tuo tarpu dabar bendrovėms tenka taikytis prie išaugusios konkurencijos, kurią sąlygojo bendroji rinka ir aktyviau dalyvauti tarpvalstybiniuose sandoriuose.

Atliktuose tyrimuose, nagrinėjančiuose akcininkų iš turto gaunamos naudos skirtumus vykdant vietinius ir tarpvalstybinius įsigijimus, pateikiamos priešingos išvados. Goergen ir Renneboog (2004) pateikiami empiriniai rezultatai prieštarauja teorijoms apie tarpvalstybinių sandorių naudą. Tiksliau tariant, autoriai pateikia statistinį vertinimą, kuris rodo reikšmingą 2,7 proc. iš turto gaunamos naudos skirtumą tarp sandorių vidaus rinkoje ir tarpvalstybinių sandorių. Campa ir Hernando (2004) bei Lowinski ir kt. (2004) atliktuose empiriniuose tyrimuose reikšmingų skirtumų tarp su vertybinių popierių įsigijimų vidaus ir tarpvalstybiniuose sandoriuose neužfiksuota. Skirtumų tarp įsigijimų vidaus rinkoje ir tarptautinėje rinkoje nebuvimą Lowinski ir kt. (2004) sieja su ypač gerai integruotomis kapitalo rinkomis. Hughes ir kt. (1975) aiškina, kad nėra tokios tarptautinėms įmonėms būdingos diversifikavimo naudos, kurios negalėtų gauti atskiri investuotojai, tiesiogiai investuodami šalyse, kuriose tarptautinės bendrovės bet koku atveju vienu ar

kitu būdu vykdytą veiklą. Corhay ir Rad (2000) manymu, tarpvalstybiniai įsigijimai naudingi įsigijančiosios bendrovės akcininkams, nes statistiškai reikšminga vidutinė kaupiamoji neįprasta iš tarpvalstybinių įsigijimų gaunama grąža siekia 1,44 % per 5 dienų įvykio periodą (angl. *event window*). Autoriai teigia, kad pirkimų konkursų dalyviai galimai naudos gauna dėl faktoriaus, produkto ir kapitalo rinkų trūkumų, nes Europai (ypač buvusioms Sovietų Sąjungos šalims) vis dar būdingas neteisingas vertės nustatymas (įvertinimas) ir prekybos kliūtys. Savo dėstomais teiginiais jie patvirtina diversifikavimo motyvo svarbą, nes įmonės siekia mažinti pelno svyravimus. Nagrinėdami daugiau kaip 800 tarpvalstybinių susijungimų ir įsigijimų, įvykusių per 1991–2004 m. laikotarpį, ir siekdami paaiškinti trumpalaikius įsigijimų ir susijungimų rezultatus, Chakrabarti ir kt. (2009) analizavo skirtumus tarp šalių. Jų empiriniai rezultatai rodo, kad per ekonominius skirtumus tarp konkurse dalyvaujančių ir tikslinių bendrovių kilmės šalių galima atskirti tarptautinius ir vidaus rinkos įsigijimus. Chakrabarti ir kt. (2009) įrodė, kad didesni ekonominiai skirtumai tarp šalių reiškia aukštesnius trumpalaikius susijungimų ir įsigijimų veiklos rezultatus, kuriuos paaiškina didesnis naudos gavimo ir sinergijos potencialas. Atsižvelgiant į vidaus rinkos ir tarptautinių įsigijimų skirtumus bei remiantis aukščiau išdėstyto aptarimo išvaidomis, formuluojama hipotezė:

*H3: Įsigijančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą (akcijų kainos prieaugį), kai susijungimai ir įsigijimai yra vykdomi tarptautinėje, o ne vidaus rinkoje.*

Conn ir kt. (2005) atliko vidaus rinkos ir tarpvalstybinių įsigijimų palyginimą D. Britanijoje įsigijančių subjektų atveju. Iš pradžių buvo iškelta hipotezė, kad kultūriniai skirtumai neleidžia pasiekti gerų susijungimų ir įsigijimų rezultatų, nes dėl esamų skirtumų integracija ir akulturizacija tampa sudėtinga, reikalauja daug išteklių ir laiko. Tačiau empiriniai skaičiavimai atskleidė priešingus rezultatus. Iš paskelbimo apie įsigijimą šalyse, tarp kurių maži kultūriniai skirtumai, su susijungimais ir įsigijimais siejama gauta grąža yra statistiškai nereikšminga ir siekia 0,19 %. Tuo tarpu paskelbimai apie įsigijimus ir susijungimus kultūriškai tolimose bendrovėse pasižymi reikšminga teigiama 0,76 % siekiančia grąža. Tolesnė analizė parodė, kad pirminės išvados nebuvo pagrįstos, nes ilgalaikiu laikotarpiu pasitvirtino priešingi rezultatai. Morosini ir kt. (1998) pateikė daugiau empirinių įrodymų apie kultūrinių skirtumų naudą ir iškėlė klausimą dėl teorijos, siejančios

tarpvaldybinis įsigijimas su didėjančiomis integravimosi sąnaudomis, patikimumo. Remiantis 52 tarpvalstybinių įsigijimų, įvykusių nuo 1987 m. iki 1992 m., imtimi, daromos empirinės išvados, kad tarptautiniai įsigijimai ir susijungimai yra naudingesni, kai tikslinės kilmės šalies įprastos procedūros ir tvarka labiau skiriasi nuo konkurse dalyvaujančios šalies tvarkų. Atsižvelgiant į Morosini ir kt. (1998) teiginius, išradingumas, inovacijos, verslumas ir sprendimų priėmimo tvarka glaudžiai susiję su kultūra, todėl juos sunku kurti ar plėtoti ir pritaikyti, kai šalių kultūra smarkiai skiriasi. Taigi skirtingos tvarkos ir procedūrų rinkinys potencialiai gerina pasiūlymą teikiančios, tikslinės ir bendros įmonės rezultatus:

*H4: Kuo didesni kultūriniai skirtumai tarp įsigyjančiosios ir įsigyjamą bendrovių kilmės šalies, tuo didesnė grąža gaunama sandorio paskelbimo metu.*

Dvidešimt aštuoniose ES šalyse galiojančios institucinės ir teisinės sistemos skiriasi, nes 4 šalyse (D. Britanijoje, Airijoje, Maltoje ir Kipre) taikomos bendrosios teisės sistemos, o kitos 24 šalys priklauso civilinės teisės šalių imčiai. Remiantis institucine teorija (Meyer ir Rowan, 1977, DiMaggio and Powell, 1983, Rosenzweig ir Singh, 1991), institucinė aplinka, kurioje veiklą vykdo daugiatautės bendrovės, turi įtakos tam, kaip tokios bendrovės organizuoja veiklą, sąlygoja taikomas praktikas, riboja pasirinkimus ir bendrąja prasme daro poveikį tam, kaip vykdoma veikla. Remiantis šiuo motyvu, tolesnio aptarimo metu sukuriama hipotezė dėl konkurse dalyvaujančių bendrovių institucinių sistemų ir skirtumų tarp tikslinės ir įsigyjančiosios bendrovės kilmės šalies teisinių sistemų. Datta ir kt. (1992) daro išvadą, kad instituciniai skirtumai neigiamai veikia pasiūlymus teikiančių subjektų vertybinių popierių kainų rezultatus, nes įrodyta, kad neatitikimas tarp teisės aktų skatina bendrovių kontrolės rinkos veiklą ir brangina sandorius. Rosenzweig ir Singh (1991) pirmieji pastebėjo, kad daugiataučių bendrovių patronuojamosios įmonės patiria dvigubą spaudimą: naujai įsigytos įmonės priverstos siekti izomorfizmo su vietos institucine aplinka ir tuo pat metu nuosekliai laikytis savo pagrindinėje organizacijoje vyraujančios tvarkos ar praktikos. Mtar (2010) nagrinėjo veiksnius, kurie turi įtakos tarptautinių susijungimų ir įsigijimų integracijos pasekmėms ir empiriškai įrodė, kad institucinio atstumo (nuotolio), rinkos struktūros ir priklausomybės nuo valdžios veiksnių visuma paaiškina integracijos poveikį. Viena vertus, dideli nacionaliniai instituciniai skirtumai kartu su stipriai lokalizuota veiklos rinkos

struktūra verčia pritaikyti konkrečios vietovės priimtą integracijos strategiją. Kita vertus, globalizuota veiklos srities rinka ir atspindintys instituciniai skirtumai palankiai veikia pasaulinės integracijos strategijos rezultatus. La Porta ir kt. (2000) teigia, kad patobulinus bendrovės valdymą, įsigijimai gali būti veiksmingesni, jeigu įsigyjantysis subjektas veiktų bendrosios, o ne civilinės teisės sistemoje, nes bendroji teisė geriau gina investuotojus. Bendrąją teisę paprastai kuria, įgyvendina ir skatina teisėjai, kuriems suteikta įstatyminė teisė koreguoti galiojančius įstatymus ir normas pagal naują situaciją, tuo tarpu civilinę teisę kuria įstatymų leidžiamieji organai, o teisėjai negali viršyti įstatymų nustatytų ribų. La Porta ir kt. (2000) pateikia empirinių argumentų, patvirtinančių teigiamą ryšį tarp stiprios investuotojų apsaugos ir veiksmingo bendrovės valdymo, kurį apibūdina plačios finansų rinkos, išskirstytos nuosavybės akcijos, veiksmingas kapitalo paskirstymas tarp įmonių. Pirmiau išdėstyti teiginiai leidžia daryti toliau pateiktas hipotezes:

*H5: Įsigijimai tarp instituciškai nutolusių bendrovių duoda įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę naudą.*

*H6: Įsigyjančiosios bendrovės akcininkai bendrosios teisės šalyje gauna didesnę naudą negu civilinės teisės šalies bendrovės akcininkai.*

Nagrinėjant mokslinius straipsnius ir skirtingų autorių naudotas metodologijas empiriniams tyrimams atlikti pastebėta, kad dauguma mokslininkų yra identifikavę kontrolinių kintamųjų grupę, kuriais siekiama pateikti papildomų įžvalgų apie už patirtų akcijų kainų pasikeitimų slypinčius veiksnius. Remiantis atlikta tyrimų apžvalga, disertacijoje yra išskirti aštuoni kontroliniai kintamieji, kuriais siekiama paaiškinti susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus. Minimi į disertacijos tyrimą įtraukiami kontroliniai kintamieji yra pateikiami 10 lentelėje. Minėtoje lentelėje ne tik identifikuojamas kontrolinis kintamasis, bet ir nusakomas numatomas kontrolinio kintamojo ženklas, jį aiškinanti teorija ir pagrindžiantys literatūros šaltiniai.

Pirmiausiai pastebima neigiama koreliacija tarp susijungimo ir įsigijimo sandorio dalyvio dydžio (*Size*) ir trumpalaikio poveikio turtui, kurį patiria pasiūlymą teikiančios bendrovės akcininkai. Moeller ir kt. (2004) ištyrė 12 023 susijungimų ir įsigijimų, įvykusių nuo 1980 m. iki 2001 m., imtį, daugiausiai dėmesio skirdami santykiui tarp pasiūlymo teikėjo dydžio ir įsigijimo rezultato, ir priėjo išvados, kad dideli tiekėjai moka didesnes

premijas ir sudaro įsigijimus, dėl kurių susidaro neigiama dolerio sinergija. Skelbimai apie įsigijimus, kuriuos inicijuoja mažos įmonės, jų akcininkams yra pelningos, tačiau mažos įmonės sudaro sandorius su mažu doleriais išreikštu pelnu (9 mlrd. USD per 1980–2001 m. laikotarpį), tuo tarpu didelių tarptautinių bendrovių sandoriai baigiasi dideliais nuostoliais (312 trilijonų USD per 1980–2001 m. laikotarpį). Autoriai nustatė, kad mažesnės perkančiosios įmonės gauna apytiksliai dviem procentais didesnę grąžą negu didelės bendrovės.

Šis reiškinys aiškintinas tuo, kad mažos įmonės įsigyja daugiau kaip pusė privačių bendrovių, kurių įsigijimai – kaip rodo empiriniai įrodymai – yra pelningesni; tuo tarpu tarptautinės korporacijos linkusios dalyvauti sandoriuose su viešaisiais tiksliniais subjektais. Be to, mažos įmonės už sandorius dažniau moka grynaisiais, o ne akcijomis. Travlos (1987) pateikia empirinių argumentų teiginiui, kad akcijomis apmokėti viešųjų įmonių susijungimai ir įsigijimai generuoja mažesnę grąžą iš paskelbimo (apie sandorius) negu sandoriai, kurie apmokami grynaisiais, pagrįsti. Teorijos, susijusios su atstovavimu, sukuria papildomų lūkesčių dėl nuspėjamų neigiamų santykių tarp konkurso dalyvio dydžio ir susijungimų ir įsigijimų rezultatų. Moeller ir kt. (2004) empiriškai pagrindžia, kad vadovų puikybė, signalizavimo akcijomis teorija (pvz., tai, kad bendrovė išleidžia akcijas, reiškia (signalizuoja), kad rinka pervertina bendrovės akcijas) (Meyers ir Majluf, 1984), imperijos kūrimo teorija labiau būdingi stambioms bendrovėms: 1) stambių įmonių vadovai lengviau atsisako žemesnės grandies turimos nuosavybės negu mažesnių įmonių bendrovių vadovybė, todėl jų tikslai rečiau derinami su akcininkais; 2) dažnu atveju stambių bendrovių vadovai yra tie asmenys, kuriems pavyko išplėsti ir padidinti įmonę, todėl jie dažniau linkę į puikybę; 3) stambios įmonės greičiau atsisako išsemtų vidaus augimo galimybių ir siekia susijungimo ir įsigijimo sandorių.

10 lentelė. **Kontroliniai kintamieji, jų numatomas poveikis susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatams.**

Kontrolinis kintamasis	Numatomas poveikis	Susijusi teorija	Pagrindžiantys literatūros šaltiniai
Įsigyjančios / prisijungiančios įmonės dydis	-	Puikybė (Roll, 1986), imperijos kūrimas	Faccio ir Masulis (2005), Vishny ir Shleifer (1989), Moeller ir kt. (2004)

Įsigyjančios / prisijungiančios įmonės svertai (įtaka)	+	Kapitalo struktūros teorija Laisvo pinigų srauto hipotezė Finansavimo grynaisiais apribojimas	Lang ir kt.(1991), Masulis ir kt. (2007), Harrison ir Oler (2008), Faccio ir Masulis (2005)
Sandorio vertė	-	Atstovavimo problema, neteisingas vertinimas	Eun ir kt. (1996), Petmezas (2009), Alexandridis ir kt. (2010)
Privačių ir viešųjų pirkimų susijungimai ir įsigijimai	+		Bhagat ir kt. (2011) Capron ir Shen (2007)
Santykinis įsigyjamos ir įsigyjančios įmonės dydis	+	Daugiau neaiškumų apie tikslinės įmonės tikrąją rinkos vertę; Daugiau sudėtingos vadybos struktūros; Išaugusios integracijos sąnaudos	Eun ir kt. (1996) Asquith ir kt. (1983)
Susiję įsigijimai prieš diversifikuotus įsigijimus	+	Konkurso dalyvio tikslinė koncentruota strategija prieš diversifikuotą strategiją	Bhagat ir kt. (2011) Eun ir kt. (1996) Corhay ir Rad (2000) DeLong (2001)
Mokėjimo būdas (toliau angl. – <i>Paym</i> )	+	Pasirinkimo eilės teorija (angl. pecking-order theory) Signalizavimo teorija	DeLong (2001), Petmezas (2009)



		Informacijos asimetrijos hipotezė	
Konkurso dalyvių buhalterinės ir rinkos vertės santykis (toliau angl. – <i>BTM</i> )	+	Puikybė (Roll, 1986)	Faccio and Masulis (2005), Petmezas (2009)

Savo empiriniame darbe Lang ir kt. (1991) tyrė ryšį taip laisvo grynojo pinigų srauto hipotezės ir poveikio svertų. Autoriai teigia, kad mažo poveikio (mažo finansavimo) įmonės, kuriose daug laisvųjų grynujų pinigų srautų, dažniau patiria didesnes tarpininkavimo išlaidas, taigi, pasiūlymą teikiančios bendrovės akcininkams paskelbimas apie susijungimą ir įsigijimą gali neatrodyti ar nebūti naudingas. Panašiai Masulis ir kt. (2007) nurodo, kad dėl didelio poveikio svertų mažėja būsiami laisvi grynujų pinigų srautai ir ribojama vadovų veiksmų laisvė. Be to, autoriai mano, kad poveikio svertai skatina vadovus gerinti įmonės rezultatus dėl didelės kreditorių kontrolės (per stebėseną) bei dėl to, kad jie patys pajus naudą, jeigu bendrovei pasiseks dėl nediversifikuotų portfelių. Kita vertus, Myers ir Majluf (1984) įrodė, kad dėl didelio poveikio (poveikių svertų) sumažėjusios finansinės santaupos gali užkirsti kelią investicijoms į teigiamos grynosios vertės projektus. Panašiai, Harrisom ir Oler (2008) neigia tradicinį požiūrį, kad aukštesnis išskolinimo lygis reiškia teigiamus įsigijimų ir susijungimų rezultatus. Formuluojuama alternatyvi hipotezė: didelės skolos turi įtaką įsigijimo rezultatams, nes finansiniai įsipareigojimai (skolos) riboja vadovų veikimo laisvę skirstant išteklius. Įsipareigojimai mokėti palūkanas ir pagrindines sumas mažina lankstumą. Todėl vadovybė turi mažiau galių pasinaudoti investavimo galimybėmis, jeigu jų atsiranda. Tačiau Harrisom ir Older (2008) atliktas empirinis tyrimas patvirtino tradicinėje literatūroje kartojamas išvadas: kapitalo rinkos dalyviai palankiau reaguoja į susijungimus ir įsigijimus, apie kuriuos paskelbia didelio poveikio svertus turinčios įmonės. Apskritai, atsižvelgiant į pirmiau išdėstytus argumentus, tikėtina, kad prieš susijungimą didesniu poveikiu pasižyminti pasiūlymą teikianti įmonė paskelbimo apie susijungimą ir įsigijimą laikotarpiu siejama su didesne neįprasta grąža.

Alexandridis ir kt. (2010) dokumentais pagrindė tvirtą neigiamą ryšį tarp sandorio vertės ir susijungimų ir įsigijimų metu mokamų priedų/premijų. Nepaisant mažesnių susijungimų ir įsigijimų priedų/premijų, dideli sandoriai mažina akcininkams kuriamą vertę ir didina neapibrėžtumą dėl gražos, manant, kad kapitalo rinkoje dideli sandoriai laikomi neapibrėžtais projektais. Alexandridis ir kt. (2010) aiškina, kad neigiama sąsaja tarp akcijų kainų rezultatų ir mokamų priedų atsiranda todėl, kad dideliems sandoriams sunkiai sekasi įgyvendinti potencialią sinergiją dėl problemų ir sąnaudų, susijusių su integracijos procesu po sandorio sudarymo. Moeller ir kt. (2005) taip pat analizavo įmonės perėmimo laikotarpį nuo 1998 m. ir teigė, kad paskelbimo apie sandorį laikotarpiu pasiūlymą teikiančios bendrovės akcininkai praranda vidutiniškai 12 centų nuo dolerio, išleisto susijungimui ir įsigijimui. Jų empirinis tyrimas parodė, kad didelė sandorio vertė susijusi su dideliais nuostoliais. Martynova ir Renneboog (2011) nustatė, kad ryšys tarp sandorio vertės ir įsigijimo rezultatų yra neigiamas. Autoriai aiškina, kad tokios krypties ryšys atsiranda dėl to, kad stambioms įmonėms reikia kompleksinių valdymo pajėgumų ir papildomų integracijos išlaidų. Be to, Martynova ir Renneboog (2011) tvirtina, kad pakartotinis turto vertinimas gali sukelti didelius nuostolius laikotarpiu po paskelbimo.

Capron ir Shen (2007) nagrinėjo ryšį tarp įsigyjančiųjų viešųjų ir privačių įmonių. Autoriai empiriškai pagrindė, kad privačios tikslinės įmonės įsigijimas leidžia akcininkams uždirbti daugiau negu dalyvavimas sandoriuose su viešąja įmone. Kaip aiškėja, įsigyjantieji subjektai turi daugiau vertę kuriančių galimybių dėl privačios informacijos naudojimo; tuo tarpu įsigyjant viešąją tikslinę įmonę informaciją tvarko, o turta (siekiant užtikrinti bendrovės kontrolę) vertina aktyvioji rinka. Be to, privačios įmonės parduodamos su „nuolaida“. Tai reiškia, kad iš visų susijungiančių įmonių didesnę dalį vertės gauna pasiūlymą pateikęs subjektas. Fuller ir kt. (2002) naudojo 1990–2000 m. laikotarpiu įvykusių 3 135 sandorių imtį ir pagrindė akcininkų pelną privačios tikslinės įmonės įsigijimo atveju ir nuostolius – viešojo tikslinio įsigijimo atveju. Mokslininkai nustatė žemesnę privačių įmonių kainą dėl mažesnio likvidumo, kuris buvo pagrindinė šio pastebėto reiškinio priežastis. Faccio ir kt. (2006) nustatė, kad įsigyjančiosios bendrovės tikslinio nurodyto įsigijimo atveju akcininkai patiria nereikšmingą 0,38 % praradimą, o privačios bendrovės perėjimo atveju – gauna reikšmingą 1,48% pelną. Tačiau mokslininkai pažymi, kad įtraukimo į biržos sąrašus (prekybos biržoje) poveikio priežastis nustatyti sunku.

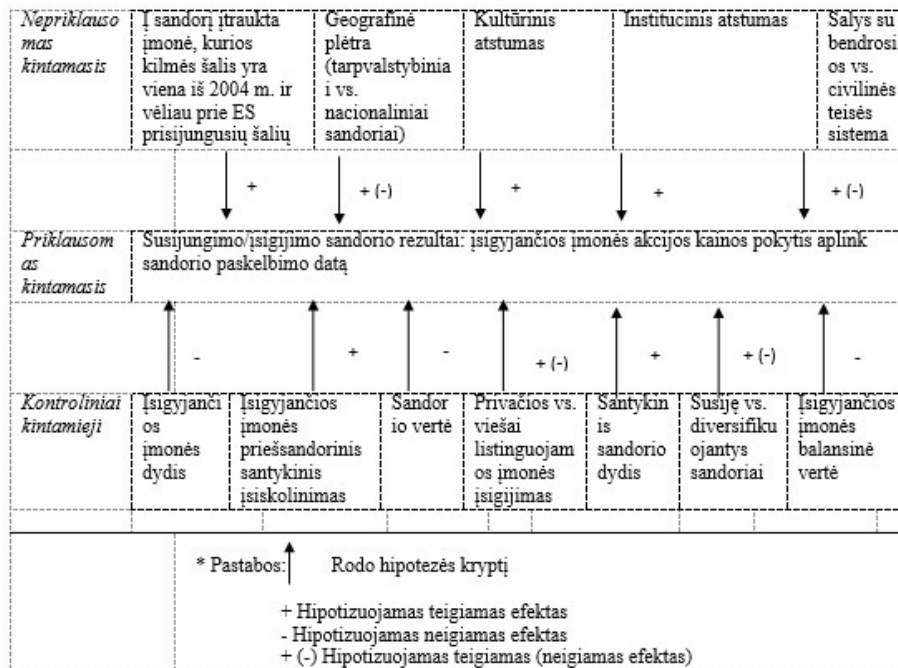
Darkow ir kt. (2008) palaiko mintį, kad perėmimo dydį atspindi bendras sinergijos potencialas, todėl jis turi įtakos įsigyjamo subjekto gražai. Hawawini ir Swary (1990) – priešingai – vertina įsigijimo santykinį dydį kaip dėl papildomų kompleksinių ir didesnių integracijos išlaidų įsigyjamo subjekto gražą mažinančią veiksnį. Kooli ir kt. (2003) didesnį santykinį dydį aiškina kaip didesnę tikslinės bendrovės derybų galią, kuri, savo ruožtu, leidžia tikslinei bendrovei išsiderėti palankesnes sandorio sąlygas. Kita vertus, autoriai pripažįsta, kad didesnis santykinis dydis lengvina rekombinacijos ir masto ekonomijos potencialo didinimą. Moeller ir kt. (2004) įžvalgose matyti, kad mažesnės įsigyjamosios įmonės, palyginti su didele įsigyjamąja įmone, būna atsargesnės, skelbdamos apie įsigijimus, nes tai turi santykinai didelės įtakos rezultatams.

Daug dėmesio literatūros šaltiniuose sulaukė įsigijimai susijusiose veiklos srityse arba siekiant diversifikacijos. Singh ir Montgomery (1987) pabrėžė masto ekonomiją, aprėpties ekonomiją ir rinkos galią, kaip potencialias vertės kūrimo jėgas susijusiuose įsigijimuose. Kita vertus, autoriai sumažėjusias finansavimo sąnaudas, padidėjusį administracinį veiksmingumą, visą bendrąjį dydį ir įmonės dydį vertina kaip iš nesusijusių įsigijimų galimą gauti pelną. Susijusių ir nesusijusių įsigijimų palyginimas turėtų būti atliktas vykdant susijusį sandorį, o nesusijusiuose sandoriuose specialaus pelno susijusiuose sandoriuose nėra. Atsižvelgdami į šį palyginimą, autoriai kelia hipotezę, kad poveikis akcininkų turtui susijusiuose įsigijimuose yra labiau teigiamas. Teoriniu požiūriu diversifikacija mažina bendrą (sujungtą) įmonių grynų pinigų srautų svyravimus. Bhagat ir kt. (2011) daro išvadą, kad net kai sumažėję neatitikimai nesumažina sistemos rizikos, ji galimai mažina skolos sąnaudas. Ramaswamy (1997) nurodo, kad plėtra į naują verslą (diversifikuoti sandoriai) leidžia užtikrinti mažesnę sinergiją dėl mažesnės sąsajos su gamyba/produkcija ir mažesnio veiklos dubliavimosi. De Long (2001) reziumuoja, kad diversifikacijos ir susikoncentravimo strategijose pasitelkiamas geografinis arba veiklos matmuo. Sukoncentruoti įsigijimai galimai kuria vertę dėl keičiamų vadovų tikintis veiksmingesnio valdymo ir vadovavimo, dėl rinkos galios didėjimo, dėl pernelyg didelio investavimo mažėjimo arba masto ekonomijos. Suskirstęs įsigijimus į keturias grupes pagal veiklą ir geografinę vietą ir diversifikavimą, De Long nustatė, kad nei diversifikacija, nei koncentruotos strategijos nėra vieninteliai akcininkų turto pasikeitimus sąlygojantys veiksniai. Morck ir kt. (1990) analizavo susijungimus tų įmonių, kurios veikia susijusiose veiklos srityse, ir nurodė, kad koncentruotos strategijos didina, tuo tarpu diversifikuojančios –

mažina – įsigyjančios įmonės akcininkų turtą. Walker (2000) palaiko strateginio derinimo hipotezę. Konkrečiau, jis įrodo, kad pasiūlymą teikiančio subjekto akcininkai patiria naudą, kai įsigijimai praplečia įsigyjančio subjekto veiklos geografiją arba didėja jos rinkos dalis. Be to, Walker mano, kad bendrovės strateginiai tikslai atsispindi susijusiuose ir nesusijusiuose perėjimo sandoriuose.

Buhalterinės vertės santykis su rinkos verte atsispindi puikybės hipotezėje. Puikybė labiau būdinga prabangaus įvaizdžio, o ne vertės siekiančioms įmonėms, o tai reiškia, kad rinkos joms skiria mažiau vertės. Rau ir Vermaelen (1998) savo plataus horizonto įvykio tyrime nurodo, kad pasiūlymus teikiančios įmonės veikia nepakankamai veiksmingai. Autoriai šį praradimą sieja su prastais įmonių, kurių buhalterinės ir rinkos vertės santykis žemas („glamūrinės“, t.y. prabangaus įvaizdžio) veiklos rezultatais po įsigijimo. Rau ir Vermaelen plačiau nagrinėja šią išvadą, kaip įrodymą, kad rinka ir vadovybė pernelyg ekstrapoliuoja pasiūlymus teikiančių subjektų ankstesnius (praeities) rezultatus (kaip matyti pasiūlymą teikiančio subjekto buhalterinės ir rinkos vertės santykis), kai vertina įsigijimo potencialą. Panašiai Goergen ir Renneboog (2004) iliustruoja, kad net ir tokiu atveju tikslinių dalybų buhalterinės vertės ir rinkos vertės santykis pasiūlymo premijos atžvilgiu ir aukštas rinkos ir buhalterinės vertės santykis kartu su neigiama neįprasta grąža pasiūlymą teikiančiai įmonei leidžia užtikrinti didesnius priedus (premijas).

22 paveiksle pristatomas disertacijoje nagrinėjamas kiekybinis modelis. Jį sudaro priklausomas kintamasis, nepriklausomi ir kontroliniai kintamieji. Priklausomas kintamasis naudojamas pirmajai hipotezei patikrinti. Tuo tarpu nepiklausomi kintamieji reprezentuoja likusias H2-H6, kuriomis siekiama paaiškinti susijungimo/įsigijimo sandorio rezultatus įmonės lygiu, t.y. įsigyjančios įmonės akcijos kainos pokytį aplink sandorio paskelbimo datą. Kontroliniais kintamaisiais siekiama pateikti papildomų įžvalgų apie už akcijų kainų pasikeitimų slypinčius veiksnius.



Šaltinis: sudaryta autoriaus

## 22 pav. Kiekybinio modelio pritaikymas disertacijos hipotezėms: susijungimo/įsigijimo sandorio rezultatai

Apibendrinant sukurto kiekybinio modelio konstrukciją, juo siekiama išsiaiškinti, kaip keičiasi įsigyjamos įmonės akcijos kaina bendrovėms paskelbus apie susijungimo ir įsigijimo sandorį. Išsiaiškinus, kaip keičiasi akcijų kaina, kitas žingsnis yra siekis identifikuotą akcijų kainos pokytį paaiškinti nustatytais nepriklausomais ir kontroliniais kintamaisiais.

### 3.3. Duomenų šaltiniai, tyrimo imtis ir logikos pagrindimas

Atsižvelgiant į disertacijos tikslą ir pagrindinius klausimus, duomenims gauti naudojamas įvairių šaltinių derinys. Pirmiausia, DataStream 5.1 duomenų bazė pasitelkta identifikuoti Europos įmones, kurios dalyvavo susijungimų ir įsigijimų sandoriuose. Be to, šioje duomenų bazėje pateikiamos sandorio charakteristikos (pvz., skelbimo ir gaudų datos, sandorio vertė, mokėjimo būdas), taip pat pradinis siūlymas ir tikslinė susijusioms/įtrauktoms

bendrovėms būdinga informacija (pvz.: dydis, įsigyjamos įmonės listingavimas, geografinė aprėptis, pramonės sektorius ir kt). Be to, šios duomenų bazės funkcionalumas leidžia paskaičiuoti akcijų indekso dienos gražą ir kitų analizei reikalingų, bet trūkstamų kintamųjų dydžius. Antra, CIA World Fact Book, Eurostat, ECB, UNCTAD, Heritage foundation ir Geert Hofstede duomenų bazės pasitelkiamos surenkant informaciją apie šalių ekonomikas. Visuma šių šaltinių sudaro empirinio tyrimo duomenų pagrindą. 11 lentelėje pateikiami duomenų atrankos kriterijai.

11 lentelė. **Empirinio tyrimo duomenų atrankos kriterijai**

Kriterijus	Sandorių skaičius	Skirtumas
Visuminis sudarytų ir įvykusių sandorių skaičius	825.059	
Sandorio tipas: susijungimas arba įsigijimas	145.696	- 679.363
Įsigyjančios bei įsigyjamos įmonių kilmės šalis yra ES-28 valstybė	45.569	- 100.127
Sandorio vertė daugiau nei 1 mln. USD	15.158	- 30.411
Sandorio paskelbimo periodas: 2004.01.01-2017.12.31	8.407	- 6.751
Įsigyjanti įmonė yra viešai listinguojama, įsigyjama įmonė yra privati arba viešai listinguojama	3.087	- 5.320
Duomenų patikrinimas	3.040	- 47

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

Kaip matyti iš 11 lentelės, pirmas žingsnis, DataStream 5.1 randa 825.059 susijungimų ir įsigijimų sandorius. Pastebėtina, kad į šį skaičių įeina ne tik susijungimų ir įsigijimų sandoriai, bet ir įmonių rekapitalizacijos (angl. recapitalization form), išpirkimo (angl. buyback), apsikeitimo (angl. exchange offer) sandoriai. Dėl to paieška susiaurinama iki 145.696 sandorių tokiu būdu, kad būtų įtraukti tik susijungimų ir įsigijimų sandoriai. Trečia, atranka toliau susiaurinama keliant reikalavimą, kad įsigyjančios bei įsigyjamos įmonių kilmės šalis būtų ES-28 priklausančios valstybės. Ketvirta, paieška susiaurėja iki 8407 sandorių pasirinkus disertacijoje nagrinėjamą laikotarpį, t.y. periodą tarp 2004-ųjų metų pradžios iki 2017-ųjų metų galo. Viena vertus, susiaurinus paiešką iki šio lygio galima atlikti Europos susijungimų ir įsigijimų sandorių

rinkos analizę, identifikuoti pagrindines rinkos tendencijas bei nustatyti pagrindinius dabartinės susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos bruožus ir charakteristikas, skirtumus nuo ankstesnių susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų. Kita vertus, paieška nėra pakankamai susiaurinta, nes atvejo tyrimo atlikimui įsigyjanti įmonė turi būti viešai listinguojama. Dėl šios priežasties, atliekant atvejo tyrimą naudojami duomenys yra susiaurinti iki 3.087 sandorių iškelus reikalavimą, kad įsigyjanti įmonė būtų viešai listinguojama, o įsigyjama įmonė būtų privati arba viešai listinguojama. Patikrinus duomenis ir įsitikinus, kad visos reikšmės turimos, gaunamas bendras nagrinėjamos imties dydis, sudarantis 3.040 sandorių ES-28 valstybėse 2004-2017 m. periodu.

Atsižvelgiant į tai, empirinio tyrimo imčiai norėjau naudoti 3.040 sandorių ES-28 valstybėse 2004-2017 m. periodu. Tačiau vykdydamas empirinį tyrimą susidūriau su duomenų gavimo problema, dėl kurios buvau priverstas susiaurinti tyrime nagrinėjamą imtį (žr. 23 pav.).

**Pirminė empirinio tyrimo imtis**

- 3.040 susijungimų ir įsigijimų sandorių ES-28 valstybėse 2004-2017 m. periodu

**Problemos ir jų sprendimas**

- Remiantis DataStream 5.1. gaunamais listingavimo kodais negalima rasti įsigyjiančiųjų įmonių akcijų kainų;
- Klaidų priežastys: delistingavimas, listingavimo kodų pasikeitimai; susijungimai, pavadinimų pasikeitimai, kt.
- Imties susiaurinimas ir individuali akcijų kainų paieška per DataStream 5.1. duomenų bazę.

**Galutinė empirinio tyrimo imtis**

- 692 susijungimų ir įsigijimų sandorių Švedijoje, Vokietijoje ir 13-oje 2004 m. ir vėliau prie ES- prisijungusių šalių.

Šaltinis: sudaryta autoriaus

**23 pav. Disertacijoje vykdomo empirinio tyrimo imties siaurinimo aplinkybės**

Disertacijoje empirinio tyrimo pagrindą sudaro įvykio tyrimo metodologija. Disertacijoje nagrinėjamų hipotezių testavimui naudojamos išigyjančiųjų įmonių akcijų kainos. Kaip minėta, susijungimų ir įsigijimų sandoriai identifikuoti per duomenų bazę DataStream 5.1. Identifikavus sandorius buvo gauti visų 3040 išigyjančiųjų įmonių listigavimo kodai 2004-2017 m. laikotarpiu. Pradėjus ieškoti šių įmonių akcijų kainos pagal gautą listigavimo kodą buvo nustatyta, kad pagal gautus listigavimo kodus DataStream 5.1. nepateikia kiekvienos įmonės akcijų kainos. Klaidos atsiranda, nes 2004-2017 m. dalis įmonių buvo delistinguotos, dalis įmonių pakeitė savo listigavimo kodus, susijungė, pakeitė pavadinimus, kt. Atsižvelgiant į disertacijos 4.1. poskyryje pateikiamą susijungimų ir įsigijimų sandorių dinamikos Europos Sąjungoje analizę 2004 – 2017 m. ir nustatytas tendencijas, įvykio tyrimui atlikti pasitelkiamos susijungimų ir įsigijimų sandorius vykdžiusių bendrovių, kurių kilmės šalis yra ES-13 šalys (naujosios ES valstybės), Švedija ir Vokietija, akcijų kainos. Tokiu būdu atvejo tyrimo imtis yra susiaurinama iki 692 sandorių 2004 – 2017 m. laikotarpiu.

#### 3.4. Įvykio tyrimo metodologija

Siekiant nustatyti, ar egzistuoja anomalus akcijų kainos poveikis, susijęs su susijungimų ir įsigijimų sandorių paskelbimu, disertacijoje taikoma atvejo tyrimo metodologija. Atsižvelgiant į išnagrinėtą literatūrą ir egzistuojančius mokslinius tyrimus (detaliai aptarta disertacijos 2.1-2.3 skyriuose) atvejo tyrimas yra aktualus ir tinkamas disertacijoje nagrinėjamosioms problemoms išspręsti dėl kelių priežasčių. Pirmą, atvejo tyrimo pagrindas yra įmonių akcijų kainų vertės, kurios atskleidžia tikrąją įmonių vertę. Dėl to, atvejo tyrimo rezultatai negali būti manipuliuojami buhalterinių verčių pelno rodikliais, kurie gali būti iškreipti pasirinkus tam tikras buhalterines procedūras (McWilliams ir Siegel, 1997). Antra, trumpalaikio vertės pokyčio matavimas tiksliausiai įvertina tikėtiną sandorio generuojamą dabartinę grąžą įmonių akcininkams (Jensen ir Ruback, 1986). Galiausiai, apskaičiuotos akcijų rinkos vertėmis grįstos grąžos tiesiogiai įvertina investuotojams sukurtą grąžą bei disponuoja į ateitį žvelgiančios vertės kūrimo perspektyva, nes būsimi pinigų srautai yra įskaičiuoti į akcijų kainas (Bruner, 2004). Teisingam atvejo tyrimo atlikimui, atvejo metu patirtos grąžos skaičiavimui ir hipotezių testavimui disertacijoje remtasi Brown ir Warner (1985), MacKinley (1997) ir Bruner (2004) aprašytomis atvejo tyrimo metodologijomis. 24 paveiksle pateikiama įvykio tyrimo vykdymo etapai.



Analizuojamą įvykį reprezentuojančių duomenų rinkimas

Tyrimo laiko juosta

- Įvertinimo langas
- Įvykio langas

Anomalios grąžos skaičiavimas

- Paprastojo nulio modelis
- Indekso modelis
- Kapitaliniu aktyviu kainodaros modelio(CAPM) metodika

Lyginamojo indekso parinkimas

Kumuliatyvos anomalios grąžos skaičiavimas

Testavimas

- Jarque-Bera testas
- Parametriniai testai
- Neparemetriniai testai

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis DataStream duomenimis

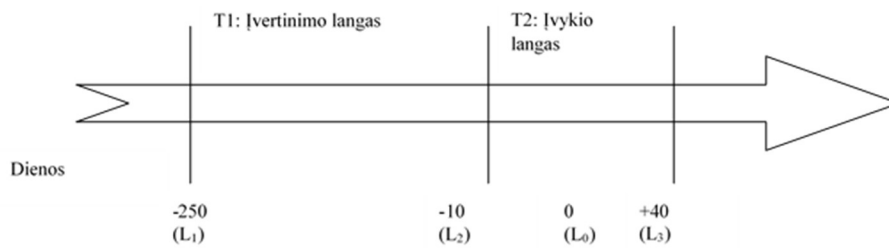
#### **24 pav. Disertacijoje vykdomo įvykio tyrimo etapai ir metodinės nuostatos**

Pirmas žingsnis atliekant įvykio tyrimą yra duomenų apie analizuojamą įvykį surinkimas. Antra, surinkus duomenis apie analizuojamą įvykį, identifikuojami įvertinimo ir įvykio laiko langai. Toliau yra parenkamas lyginamasis indeksas ir anomalios grąžos skaičiavimo metodologija. Galiausiai yra vykdomas testavimas, atliekami parametriniai ir neparemetriniai testai. Remiantis gautomis vertėmis, parametrinių ir neparemetrinių testų reikšmėmis daromos interpretacijos.

##### 3.4.1. Įvertinimo ir įvykio langai

25 paveiksle pateikiama 692 susijungimų ir įsigijimų sandoriams tirti naudota tyrimo laiko juosta. Vadovaujantis MacKinley (1997), susijungimo ar įsigijimo sandorio paskelbimo diena yra identifikuojama kaip “nulinė” diena. Vadovaujantis Brown ir Warner (1985), periodas nuo 250 iki 10 dienų prieš susijungimų ir įsigijimo sandorį yra identifikuojamas kaip įvertinimo langas

ir yra naudojamas išmatuoti rinkos parametrus, normalius akcijų kainos svyravimus ir koreliaciją su išoriniu indeksu.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Brown ir Warner (1985)

### 25 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandoriams tirti naudojama tyrimo laiko juosta

Dešimties dienų periodas prieš ir trisdešimties dienų laikotarpis po įvykio vadinamas “Įvykio langu”, t.y. laikotarpiu, kuriame nagrinėjamos įsigyjiančiųjų įmonių akcijų kainos.

#### 3.4.2. Lyginamasis indeksas ir anomali grąža

Kitas etapas atvejo tyrimo metodologijoje yra lyginamojo indekso pasirinkimas. Duomenys nagrinėjami disertacijoje apima įmones iš 28 ES šalių. S&P 350 akcijų indeksas yra pasirinktas disertacijoje lyginamuoju indeksu (angl. *benchmark index*) atsižvelgiant į tai, kad jis apima įmones iš 17 šalių, reprezentuoja 75 proc. Europos akcijų rinkos kapitalizacijos, disponuoja plačiu rinkos poveikiu Europoje ir susideda iš didelių ir vidutinių įmonių, kurios, remiantis Martynova ir Renneboog (2008) yra aktyviausios dalyvės ES susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkoje.

Trečias žingsnis vykdant atvejo tyrimą yra anomalios grąžos (angl. *abnormal return*) apskaičiavimas (žr. formulė Nr. 1). Anomali grąža yra apibrėžiama ir apskaičiuojama kaip skirtumas tarp faktinės įmonės akcijų grąžos įvykio lango laikotarpiu ir tikėtinos įmonių akcijų grąžos imituojant sąlygas, kad įvykis neįvyko. Ši terminologija ir metodologija leidžia įvertinti susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo poveikį. Duomenų bazė Datastream leidžia gauti akcijų kainas, kurios yra koreguotos atsižvelgiant į akcijų pasiskirstymą ir kitus kapitalo įvykius. Konkrečios įmonės akcijų

uždarymo kainos yra naudojamos apskaičiuoti faktinę grąžą. Disertacijoje dėl dviejų priežasčių naudojamos nenutrūkstamai sumuojamos akcijų grąžos (angl. continuously compounded returns). Pirma, nenutrūkstamai sumuojamos akcijų grąžos geriau nei paprastos grąžos atitinka regresijos normalumo prelidais. Antra, nenutrūkstamai sumuojamos akcijų grąžos pašalina neigiamas vertes (Henderson ir Glenn, 1990).

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad \text{(Formulė Nr. 1)}$$

$AR_{i,t}$ ,  $R_{i,t}$  ir  $E(R_{i,t})$  atitinkamai yra anomalai, aktuali ir tikėtina normali įmonės  $i$  grąža laikotarpiu  $t$ .

$$R_{i,t} = \ln \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \ln P_{i,t} - \ln P_{i,t-1} \quad \text{(Formulė Nr. 2)}$$

$P_{i,t}$  reprezentuoja įmonės  $i$  akcijų kainos uždarymo kainą dieną  $t$ , o  $P_{i,t-1}$  atitinka įmonės  $i$  akcijų kainą dieną prieš prekiavimo dieną  $t$ .

Tikėtina normali įmonės  $i$  grąža laikotarpiu  $t$  ( $E(R_{i,t})$ ) gali būti apskaičiuojama skirtingais metodais:

- paprastojo nulio modelis (angl. simple zero model), kuriuo remiantis tikėtina nagrinėjamo turto grąža yra 0 (žr. Formulė Nr. 3).

$$E(R_{i,t}) = 0 \quad \text{Formulė Nr. 3}$$

- indekso modelis (angl. index model), kuriuo remiantis tikėtina normali įmonės  $i$  grąža laikotarpiu  $t$  sutampa su lyginamojo indekso (šios disertacijos atveju S&P 350) grąža (formulė Nr. 4).

$$E(R_{i,t}) = R_{m,t} \quad \text{Formulė Nr. 4}$$

- Kapitalinių aktyvų kainodaros modelio (CAPM) metodika arba kitaip vadinamas liekamasis rinkos modelis. Formulė Nr. 5 apibrėžia tikėtinos normalios akcijų grąžos skaičiavimo formulę pagal liekamąjį rinkos modelį.

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i * R_{m,t} \quad \text{Formulė}$$

$\alpha_i$  ir  $\beta_i$  yra kiekvienai įmonei būdingi individualūs kintamieji, apskaičiuoti naudojant kapitalinių aktyvų kainodaros modelį (CAPM) 240 prekybos dienų įvertinimo lango periodo metu, t.y. laikotarpiu nuo 250 iki 10 dienų prieš sandorio paskelbimą.  $\alpha_i$  yra sulaikymo koeficientas (angl. intercept coefficient), o  $\beta_i$  yra nuolydžio koeficientas, kuris atspindi įmonės sisteminę riziką.  $R_{m,t}$  yra lyginamojo indekso (šios disertacijos atveju S&P350) grąža dieną  $t$ . Nr. 5

$$\beta_i = \frac{cov(R_i, R_m)}{var(R_m)} \quad \text{Formulė}$$

$cov(R_i, R_m)$  yra kovariacija tarp individualių akcijų ir S&P350 akcijų indekso, o  $var(R_m)$  reprezentuoja rinkos portfelio vastands for the variance of market portfolio. Nr. 6

$$\alpha_i = avg(R_i) - \beta_i * R_m \quad \text{Formulė}$$

Dauguma mokslininkų (Eije and Wiegerinck (2010), Chang (1998), Conn ir kt. (2005), kurie savo darbuose atlieka atvejo tyrimus, tikėtiną įmonės grąžą matuoja naudodami liekamąjį rinkos modelį, kurį įvedė Brown ir Warner (1985). Šioje disertacijoje tikėtinos normalios įmonės  $i$  grąžos laikotarpiu  $t$  skaičiavimui taipogi naudojama kapitalinių aktyvų kainodaros modelio (CAPM) metodika. Nr. 7

Apskaičiavus kiekvienos įmonės anomalias grąžas įvykio lango periodu (10 dienų prieš ir 40 dienų po susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo) kitas žingsnis atvejo tyrimo metodologijoje yra kumuliatyvių anomalijų grąžų ( $CAR_{i,T}$ ) apskaičiavimas skirtingais įvykio lango periodais ( $T$ ) ir vidutinės kumuliatyvios anomalios grąžos ( $\overline{CAR}_{i,T}$ ) apskaičiavimas bendram  $N$  atvejų kiekiui.

$$CAR_{i,T} = \sum_{i,t}^T AR_{i,t} \quad \text{Formulė Nr. 8}$$

$$\overline{CAR}_{i,T} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{i,T} \quad \text{Formulė Nr. 9}$$

Apskaičiuotos kumuliatyvios anomalios grąžos yra esminės šioje disertacijos, nes jos yra naudojamos statistiškai įvertinti hipotezes iškeltas ankstesniuose skyriuose. Testavimas, ar kumuliatyvių anomalijų grąžų vidurkis statistiškai skiriasi nuo 0 padeda patikrinti pirmąją hipotezę. Panašiai, naudojant vidurkių skirtumų  $t$  testus nustatytais reikšmingumo lygiais

atliekant vienalytę (angl. univariate analysis) leidžia patikrinti, ar skirtingų imčių vidurkiai statistiškai reikšmingai skiriasi nuo 0. Tokiu būdu yra tiriamos hipotezės Nr. 2-6. Be to, yra atliekama daugybinė skerspjūvio regresinė analizė (angl. multiple cross-sectional regression analysis). Metodologiniai klausimai, susiję su vienalyte ir daugialyte analize yra, jų statistinėmis problemomis ir sprendimais yra pateikiami žemesniuose skyriuose.

### 3.4.3. Testavimas, parametriniai ir neparametriniai testai

Nagrinėdami įvykių tyrimo metodiką Hendersonas ir Glenas (1990) pabrėžė, kad grupė statistinių prielaidų slypi už regresijos modelių. Daromos šios prielaidos apie regresijos modelių likučius: 1) likučiai turi būti normaliai pasiskirstę; 2) likučiai neturi serijiškai koreliuoti; 3) likučiai disponuoja nuolatine dispersija; 4) likučiai nekoreliuoja su aiškinamaisiais kintamaisiais. Disertacijoje tiriant regresijos modelio likučius, jų pasiskirstymą ir distribuciją naudojamas Jarque-Bera testas. Be to, disertacijoje naudojami du parametriniai ir du neparametriniai testai, skirti testuoti gautas anomalias ir akumuliatyvias grąžas, kadangi jos pačios iš savęs nėra pakankamos, kad būtų galima padaryti tvirtas išvadas ir patikimas implikacijas.

#### **Parametriniai testai**

Tradiciniais testais (žr. formulę Nr. 10 anomalios grąžos (AR) atveju, ir formulę Nr. 11, akumuliatyvios anomalios grąžos (CAR) atveju, naudojamais atliekant įvykio tyrimus, daroma prielaida, kad likučiai nekoreliuoja ir įvykiai sukelia nereikšmingą dispersiją. Formuojant tradicinį testą, anomalios grąžos suma per įvykio langą dalijama iš visų vertybinių popierių likutinės dispersijos sumos kvadratinės šaknies per įvertinimo langą.

$$t = \frac{\overline{AR}_0}{\sigma(\overline{AR}_0)} \quad \text{Formulė Nr. 10}$$

$$t = \frac{\sum_{l=1}^L \overline{AR}_l}{\sqrt{\sigma^2(\sum_{l=1}^L \overline{AR}_l)}} \quad \text{Formulė Nr. 11}$$

Čia  $l$  reiškia įvykio lango dienų skaičių, naudojamą CAR skaičiavimuose.

Analogiškai aukščiau aprašytam tradiciniam testui, standartizuotas likutinis testas kaip prielaidas numato nekoreliuojančius vertybinius popierius

ir įvykių sukeltą nereikšmingą dispersiją. Standartizuotas likutinis testas iš esmės turi užtikrinti, kad kiekvienu atveju anomalios grąžos turėtų tą pačią dispersiją. Tai gaunama standartizacijos būdu: kiekvienos įmonės anomalus likutis, išmatuotas įvykio lange, yra padalintas iš jo standartinio nuokrypio, gauto iš įvertinimo lango (žr. Formulė Nr. 12). Formulė Nr. 13 aprašo standartinio likutinio testo formulę anomalios grąžos atveju, o formulė Nr. 14 aprašo standartinio likutinio testo formulę akumuliatyvios anomalios grąžos atveju.

$$AR'_{i0} = \frac{AR_{i0}}{\sigma(AR_{i0})} \quad \text{Formulė Nr. 12}$$

$$t_{stand.} = \frac{\overline{AR'_0}}{\sigma(\overline{AR'_0})} = \frac{\left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N AR'_{i0}}{\sigma(\overline{AR'_0})} \quad \text{Formulė Nr. 13}$$

$$t_{stand.} = \frac{\sum_{l=1}^L \overline{AR'_l}}{\sqrt{\sigma^2(\sum_{l=1}^L \overline{AR'_l})}} \quad \text{Formulė Nr. 14}$$

Testuojant, ar yra skirtumai tarp vidutinių anomalijų grąžų skirtingose imtyse, šioje disertacijoje atliekamas Z-testas (žr. Formulė Nr. 15), kai nustatoma, ar yra skirtumai tarp atskirų susijusių pavyzdžių vidutinių kaupiamųjų neįprastinių grąžinimų ( $\overline{CAR}$ ). Testui atlikti vadovaujama Dodd ir Warner (1983) aprašyta metodologija.

$$z = \frac{\overline{CAR}_1 - \overline{CAR}_2}{\sqrt{\frac{L}{N_1} + \frac{L}{N_2}}} \quad \text{Formulė Nr. 15}$$

Čia N reiškia stebėjimų skaičių ir L yra įvykio lango laikotarpį.

**Neparametriniai testai** papildo empirinę analizę, nes jie yra gerai apibrėžti ir yra sėkmingai naudojami identifikuojant anomalios grąžos nulines hipotezes. Šioje disertacijoje naudojami apibendrintas žymėjimo testas (angl. *generalized sign test*) ir laipsniškumo testas (angl. *rank test*), kuriuos identifiko ir rekomendavo Kolari ir Pynnönen (2010), kaip dažniausiai naudojamus ir patikimiausius testus atliekant įvykio tyrimus. Iš pradžių, Corrado (1989) ir Corrado ir Zivney (1992) pasiūlė taikyti neparametrinius

ženklų (angl. *sign*) ir laipsniškumo (angl. *rank*) testus, kaip patikimumo patikrinimą įvykių tyrimuose. Autoriai teigia, kad šie testai yra patikimi, atsižvelgiant į įvykių sukeltą volatilumą ir kryžminę koreliaciją.

Pagal Cowan (1992) nustatytą apibendrinto žymėjimo testo apibrėžimą (angl. *generalized sign test*), šiuo testu nustatoma, ar teigiamos akumuliatyvios anomalios grąžos dažnumas per įvykio langą viršija numatomą teigiamos akumuliatyvios anomalios grąžos dažnumą tuo atveju, jei susijungimo ir išsigijimo sandoris nebūtų paskelbtas. Formulės Nr. 16-18 pateikia žingsnius, susijusius su apibendrintų žymėjimo testų statistinį atlikimą.

$$\hat{p} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \frac{1}{240} \sum_{t=L1}^{L2} S_{jt} \quad \text{Formulė Nr. 16}$$

$$S_{jt} = \begin{cases} 1 & \text{if } AR_{j,t} > 0 \\ 0 & \text{otherwise} \end{cases} \quad \text{Formulė Nr. 17}$$

$$Z_G = \frac{w - n * \hat{p}}{[n * \hat{p} * (1 - \hat{p})]^{0.5}} \quad \text{Formulė Nr. 18}$$

Čia N reiškia įmonių skaičių  $j$ ; L1 ir L2 nurodo įvertinimo lango pradžią ir pabaigą;  $\hat{p}$  tikėtina teigiamų grąžinimų dalis;  $w$  yra vertybinių popierių skaičius įvykio lange, kuriam CAR skaičius yra pozityvus.

Pagal Corrado (1989 m.) paaiškintą laipsniškumo testo procedūrą, 240 dienų trukmės įvertinimo laikotarpis ir 41 dienos trukmės įvykio laikotarpis kiekvienai įmonei  $j$  traktuojamas kaip viena laiko eilutė, kur laipsnis priskiriamas kiekvienai dienos grąžai.  $K_{jt}$  reiškia anomalios grąžos laipsnį 281 dienų laikotarpiu. 1-as laipsnis rodo mažiausią grąžą, 281-as laipsnis - didžiausią, o vidutinis laipsnis yra 141-as. Formulė Nr. 19 naudojama laipsniškumo testo statistikai įvertinti, esant akumuliatyviai anomaliai grąžai įvykio lango T laikotarpiu, kurį sudaro dienos nuo  $L_1$  iki  $L_t$ .

$$Z_R = \frac{\overline{K_L} - 141}{[\sum_{t=1}^{281} (\overline{K_t} - 56)^2 / 281]^{0.5}} \quad \text{Formulė Nr. 19}$$

Čia  $\overline{K_L}$  nurodo vidutinį laipsnį tarp visų  $n$  vertybinių popierių, ir įvykių lango dienų skaičius  $l$  ( $1 \leq l \leq 41$ ), bei  $\overline{K_t}$  parodo vidutinį laipsnį tarp visų  $n$  vertybinių popierių dienos  $t$  metu, esant kombinuotam įvertinimui ir įvykio trukmei (281 diena).

### 3.4.4. Kryžminė analizė

Sudėtinė kryžminė regresinė analizė (žr. Formulė Nr. 20) yra naudojama disertacijos 3.2. poskyryje iškeltoms hipotezėms testuoti. Hipotezės 2-6 yra patvirtinamos, kai koeficientai  $\alpha_2$ - $\alpha_6$  yra statistiškai reikšmingi ir teigiami, atsižvelgiant į įeinančių kontroliuojamų kintamųjų poveikį.

$$CAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 * NMS + \alpha_2 * CBA + \alpha_3 * PCI\_diff + \alpha_4 * Hofstede\_diff + \alpha_5 * Legal\_diff + \alpha_6 * Common + \alpha_7 * Size + \alpha_8 * Lev + \alpha_9 * Deal\_size + \alpha_{10} * List + \alpha_{11} * RMV + \alpha_{12} * Rel + \alpha_{13} * Paym + \alpha_{14} * BTM + \varepsilon_i$$

Formulė  
Nr. 20

Lentelėje Nr. 12 detalai aprašomi kryžminėje analizėje naudojamų priklausomo, nepriklausomų ir kontrolinių kintamųjų apibrėžimai, hipotizuojama įtaka bei duomenų ir reikšmių gavimo šaltiniai.

12 lentelė. Tyrime naudojami priklausomas, nepriklausomi ir kontroliniai kintamieji

Kintamasis		Apibrėžimas	N umat oma įtaka	Duome nų šaltinis
<b>Priklausomas</b>				
<i>CAR</i>	Akumuliatyvi anomali graža	Analizuojant pirmąją hipotezę akumuliatyvi anomali graža yra naudojama kaip akcininkų disponuojamo turto pokyčio atitikmuo. Tuo tarpu skespjūvio regresinėje analizėje <i>CAR</i> plėtojama kaip priklausomas kintamasis.	+	DataStream 5.1 duomenų bazė. Autoriaus skaičiai
<b>Nepriklausomi</b>				
<i>CBA</i>	Tarpšalinis susijungimo ir įsigijimo sandoris	Fiktyvus kintamasis, kurio nustatyta reikšmė lygi 1, kai yra tarpvalstybinis sandoris, ir lygi 0, kai yra numatytas vietinis susijungimas ir įsigijimas	+	DataStream 5.1 duomenų bazė.



<i>NMS</i>	Naujųjų ES valstybių narių aktyvumas	Fiktyvus kintamasis, lygus 1, kai įmonė, kuri yra viena iš naujųjų ES valstybių narių, dalyvauja sandoryje, ir 0, jeigu yra kitaip	+	DataStream 5.1 duomenų bazė
<i>PCI_diff</i>	Pajamų vienam gyventojui skirtumai tarp šalių, kuriose yra įsikūrusios besijungiančios įmonės	Skirtumo tarp įsigyjančios ir įsigyjamų šalių pajamų vienam gyventojui santykis su įsigyjančios ir įsigyjamų šalių pajamų vienam gyventojui suma. $PCI\_diff = \frac{(PerCapitaGDP_{ofAcquirerNation} - PerCapitaGDP_{ofTargetNation})}{(PerCapitaGDP_{ofAcquirerNation} + PerCapitaGDP_{ofTargetNation})}$	+	Eurostat
<i>Hofstede_diff</i>	Kultūrinis atstumas tarp susijungiančių įmonių šalių	Kultūrinis atstumas tarp įsigyjančios ir įsigyjamų šalių yra skaičiuojamas remiantis formule žemiau: $Hofstede\_diff = \sqrt{\frac{\sum_{j=1}^4 (S_{Aj} - S_{Tj})^2}{4}}$	+	Geert Hofstede, kultūrinės dimensijos <a href="http://www.geert-hofstede.com/hofstede_dimension_s.php">http://www.geert-hofstede.com/hofstede_dimension_s.php</a>
<i>Legal_diff</i>	Teisinės sistemos skirtumai	Fiktyvus kintamasis, kuris lygus 1, kai dalyvaujančios šalys turi vienodas teises sistemas, ir 0, jeigu yra kitaip.	+	CIA World Fact Book
<i>Common</i>	Įsigyjančios įmonės šalies teisinė sistema	Fiktyvus kintamasis, kuris yra lygus 1, kai įmonė įkurta bendrosios teisės šalyje, ir 0, jeigu yra kitaip	+	CIA World Fact Book
<b>Kontroliniai</b>				
<i>Size</i>	Įsigyjančios įmonės dydis	Įsigyjančios įmonės buhalterinio turto logaritminė vertė prieš įsigijimo ir susijungimo sandorį.	-	DataStream 5.1 duomenų bazė
<i>Lev</i>	Skolos santykis	Įsigyjančios įmonės skolos bendrosios balansinės vertės santykis su bendrąjį turto	+	DataStream 5.1

		balansinė vertė, nustatyta per metus iki sandorio paskelbimo.		duomenų bazė
<i>Deal_size</i>	Sandorio dydis	Kaina, sumokėta už įsigyjamą ar prisijungiamą įmonę.	-	DataStream 5.1 duomenų bazė
<i>List</i>	Listingavimas	Fiktyvus kintamasis, lygus 1, kai įsigyjama yra listinguojama įmonė, ir 0, jeigu yra kitaip.	-	DataStream 5.1 duomenų bazė
<i>RMV</i>	Santykinė vertė	Įsigyjamos įmonės rinkos vertės santykis su įsigyjamos įmonės kapitalo rinkos verte, tuo atveju, jeigu objektas nėra viešai listinguojamas, įsigijimų vertė eurais nustatoma kaip rinkos vertė.	+	DataStream 5.1 duomenų bazė
<i>Rel</i>	Įsigyjamų įmonių susietumas	Fiktyvus kintamasis, kuris yra lygus 1, kai objektas ir pardavėjas yra susijusiose pramonės srityse (pagal 2 skaitmenų SIC kodą), ir 0, jeigu yra kitaip.	+	DataStream 5.1 duomenų bazė
<i>Paym</i>	Sandorio finansavimo būdas	Fiktyvus kintamasis, kuris yra lygus 1, kai sandoris finansuojamas vien tik grynaisiais pinigais, ir 0, jeigu yra kitaip.	+	DataStream 5.1 duomenų bazė
<i>BTM</i>	Įsigyjamos įmonės balansinė vertė	Įsigyjamos įmonės nuosavybės balansinė vertė, plus skolos, viršijančios nuosavybės rinkos kainą, balansinė vertė, plus skolos iki pirkimų balansinė vertė.	+	DataStream 5.1 duomenų bazė
<i>EFW_index</i>	Pasaulinis laisvės indeksas	Fiktyvus kintamasis, lygus 1, kai įsigyjama įmonė yra šalyje su aukšta ekonomine laisve, ir 0, jeigu yra kitaip.	+	<a href="http://www.heritage.org/index/">http://www.heritage.org/index/</a>

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Šalia įprastinių mažiausių kvadratų regresijos rezultatų, keletas statistinių rodiklių ir interpretacijų papildė disertacijoje atliekamą tyrimą ir analizę. Pirma, R-Squared statistika yra skčiuojama analizuojant, kiek patikimas yra identifikuotas ryšys tarp CAR ir nepriklausomų / kontrolinių kintamųjų. F statistika, kurios skaičiavimas yra paremtas imties dispersija, nurodo, kaip yra paaiškinamas modelio kintamumas. Dispersijos infliacijos koeficientas (VIF, angl. *variance inflation factor*) yra taikomas, kai nagrinėjama, ar daugiakolinearumo problema yra reikšminga regresijos sąlygomis. Be to, analizuojant autokoreliacijos problemos reikšmingumą, taikoma Durbin-Watson statistika. Galiausiai, White testas yra taikomas heteroskedastiškumo problemos potencialo nagrinėjimui.

#### 4. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ REZULTATŲ IR POVEIKIO EKONOMIKAI TYRIMAS

Remiantis ankstesniajame skyriuje aprašyta metodologija šioje disertacinio darbo dalyje pristatomi atlikto susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų ir poveikio ekonomikai tyrimo rezultatai. Skyrius pradedamas Europos susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos analize bei pagrindinių rinkos tendencijų 2004-2017 m. laikotarpiu identifikavimu. Nagrinėjami pagrindiniai dabartinės susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos Europoje bruožai ir charakteristikos, skirtumai nuo ankstesnių susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų. Toliau pristatomi atliktos įvykio studijos rezultatai, analizuojama, kokį poveikį susijungimų ir įsigijimų sandoriai daro įsigyjančių įmonių akcininkų disponuojamo turto vertei, kokia situacijų grupė grupė (moderatoriai) ir kaip veikia susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus. 4.2 poskyryje analizuojami akcijų kainų pasikeitimai susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo dieną, prieš- ir po paskelbimo periodais. 4.3. poskyryje pateikiami vienalytės analizės rezultatai, kurios metu nagrinėta, ar egzistuoja skirtumai tarp skirtingų poimčių ryšiumi su 2-6 hipotezėmis. Galiausiai, mažiausių kvadratų metodo regresijos rezultatai papildė diskusiją dėl nepriklausomų kintamųjų ir peržvelgia pasirinktų kontrolinių kintamųjų įtaką.

##### 4.1. Susijungimų ir įsigijimų sandorių dinamika Europos Sąjungoje 2004 – 2017 m.

13 lentelėje aprašomos Europos Sąjungos susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos pagrindinės charakteristikos 2004-2017 m. laikotarpiu. Remiantis gautais duomenimis, ES-28 2004 – 2017 m. laikotarpiu įvyko 3.040 susijungimų ir įsigijimų sandorių, kurių visuminė vertė siekia 1,394 trln. USD. Žvelgiant į metinę susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekio bei verčių imties distribuciją pastebimos keletas tendencijų.

13 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų sandorių metinė dinamika

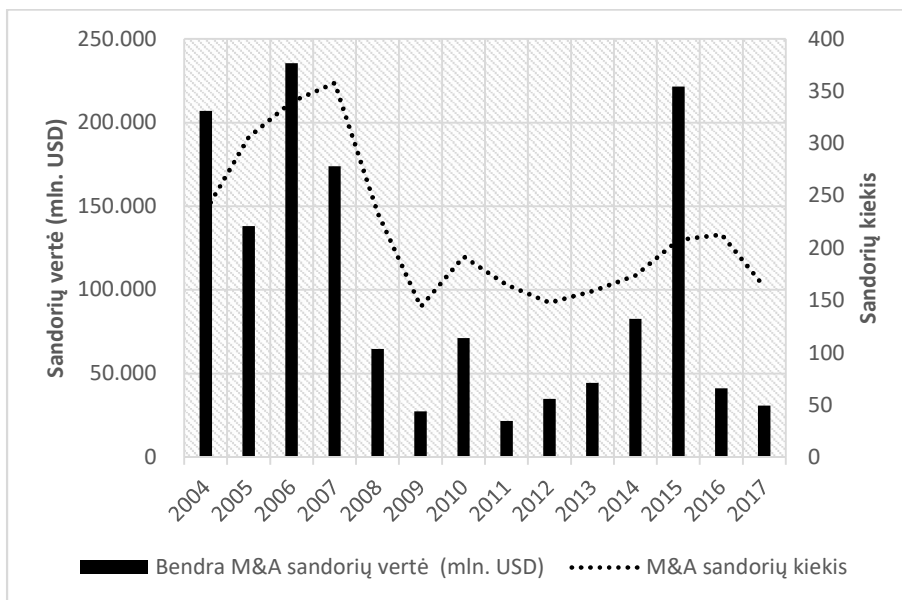
Metai	M&A sandorių kiekis	Bendra M&A sandorių vertė (mln. USD)	Vidutinė M&A sandorių (mln. USD)	M&A sandorių mediana (mln. USD)	Didžiausia M&A sandorių vertė (mln. USD)	Vietinių M&A sandorių kiekis	Vietinių M&A sandorių vertė (mln. USD)	Tarpšaliinių M&A sandorių kiekis	Tarpšaliinių M&A sandorių vertė (mln. USD)	Sandorių kiekis, kai įsigyama privati įmonė	Sandorių kiekis, kai įsigyama naujoje ES-13 šalyje narėje *	Sandorių vertė, kai įsigyama įmonė naujoje ES-13 šalyje narėje *
2004	236	206.905	877	17	74.559	191	105.886	45	101.019	188	9	2.192
2005	306	138.038	451	24	31.659	230	48.128	76	89.910	247	9	4.484
2006	340	235.402	692	22	60.856	250	163.957	90	71.446	284	19	3.950
2007	358	173.861	486	27	29.528	270	104.521	88	69.340	309	19	608
2008	234	64.752	277	17	25.439	171	41.684	63	23.068	200	23	2.175
2009	144	27.438	191	19	10.411	116	11.929	28	15.509	113	9	106

2010	192	71.141	371	15	25.056	145	17.408	47	53.733	163	21	916
2011	165	21.674	131	22	4.640	122	11.703	43	9.971	136	12	650
2012	148	34.882	236	20	8.855	101	22.469	47	12.413	124	14	1.830
2013	159	44.401	279	18	11.248	131	28.450	28	15.951	139	18	1.208
2014	174	82.619	475	21	21.025	139	62.790	35	19.830	156	21	2.876
2015	208	221.487	1.065	15	101.47	6	24.252	47	197.235	184	28	711
2016	213	41.140	193	18	7.716	164	27.388	49	13.753	194	19	806
2017	163	30.838	189	10	7.066	126	28.842	37	1.997	155	8	188
2004- 2017	304 0	1.394.58 0	459	20	101.47 6	2.317	699.407	723	695.173	2.592	229	22.70 2

\* ES-13 yra ES šalys narės, įstojusios į ES 2014.05.01 (Čekija, Estija, Kipras, Latvija, Lenkija, Lietuva, Malta, Slovakija, Slovėnija, Vengrija), 2007.01.01 (Bulgarija, Rumunija) ir 2013.07.01 (Kroatija).

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

Pirma, remiantis 13 lentelėje pateikiamais duomenimis, 6 pav. vaizduojamame ES-28 susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekio ir vertės dinamika 2004-2017 m. laikotarpiu, tampa akivaizdu, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka aktyviausia buvo 2004-2008 m. laikotarpiu. Iš viso tuo laikotarpiu įvyko 1.474 sandoriai (48,5 proc. visų sandorių 2004-2017 m. periodu), kurių vertė siekia 819 mlrd. USD (58,7 proc. visų sandorių vertės 2004-2017 m. periodu). 2009-2017 m. periodu ES-28 susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumo lygis buvo žemesnis. Jei 2004-2008 m. kasmet buvo įvykdomi vidutiniškai 295 sandoriai, tai 2009-2017 m. vidutiniškai buvo įvykdomi tik 174 sandoriai (41 proc. smukimas). Tiesa, pažymėtina, kad 2015 m. įvyko net du mega sandoriai: Anheuser-Busch Inbev SA/NV už 101,5 mlrd. USD įsigijo SABMiller PLC, o Royal Dutch Shell PLC už 69,5 mlrd. USD įsigijo BG Group PLC. Tai sąlygojo, jog 2015 m. visuminė susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos vertė siekė beveik 221,5 mlrd. USD.

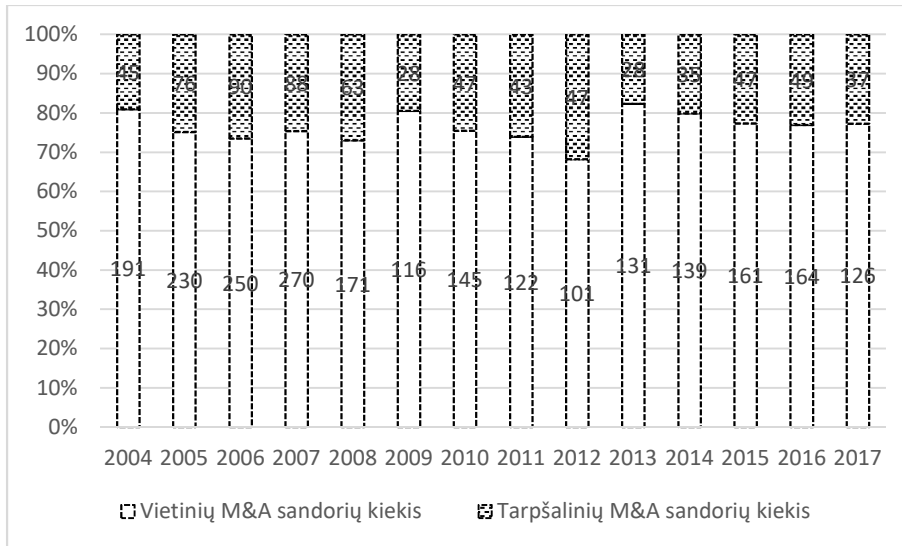


Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

### 26 pav. ES-28 susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekio ir vertės dinamika 2004-2017 m.

Antra, nagrinėjamu laikotarpiu susijungimų ir įsigijimo sandorių įvykusių šalies viduje dalis svyravo tarp 68 ir 82 proc. (žr. 27 pav.), ir vidutiniškai siekė 76 proc. Tai reiškia, įmonės yra linkusios sandorius vykdyti

savo namų šalyje ir tik strateginiais atvejais vykdo sandorius už namų šalies ribų.

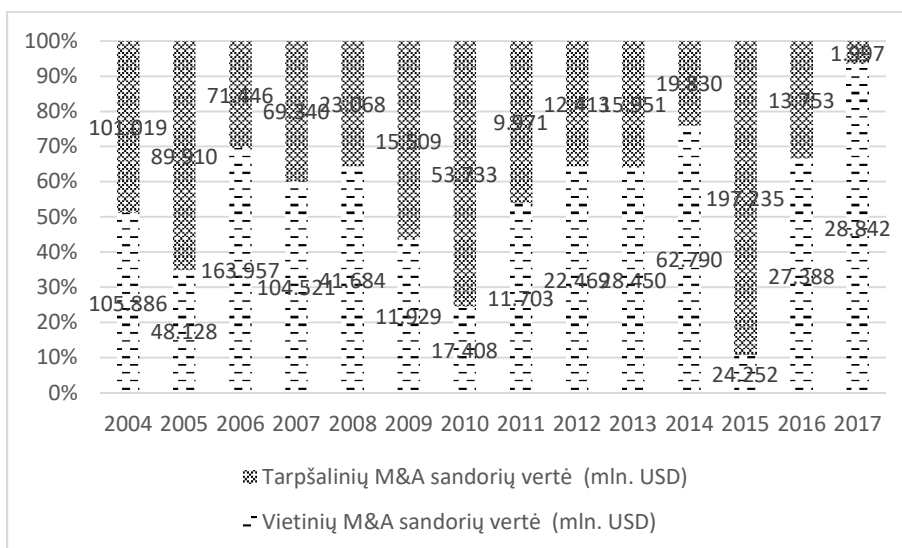


Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

### 27 pav. Vietinių ir tarpšalinių M&A sandorių pasiskirstymas bendrame sandorių kiekyje

27 pav. vaizduojamas vidaus rinkos ir tarpšalinių susijungimų ir įsigijimo sandorių pasiskirstymas bendrame sandorių kiekyje. Remiantis duomenimis, pastebėtina, kad nepaisant to, kad vietinių ir tarpšalinių sandorių pasiskirstymas pagal kiekį nagrinėjamu periodu varijavo nežymiai ir vidutiniškai siekė 76 proc., tarpšalinių susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė bendroje sandorių vertėje kito nuo 6 iki 76 proc. ir vidutiniškai siekė 50 proc. Tai reiškia, kad tarpšalinių susijungimų ir įsigijimų sandorių įvyksta 3,2 karto mažiau nei vietinių sandorių, tačiau tarpšalinių susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė vidutiniškai buvo 961,5 mln. USD, o vietinių sandorių vertė – 301,9 mln. USD, t.y. 3,2 karto didesnė.

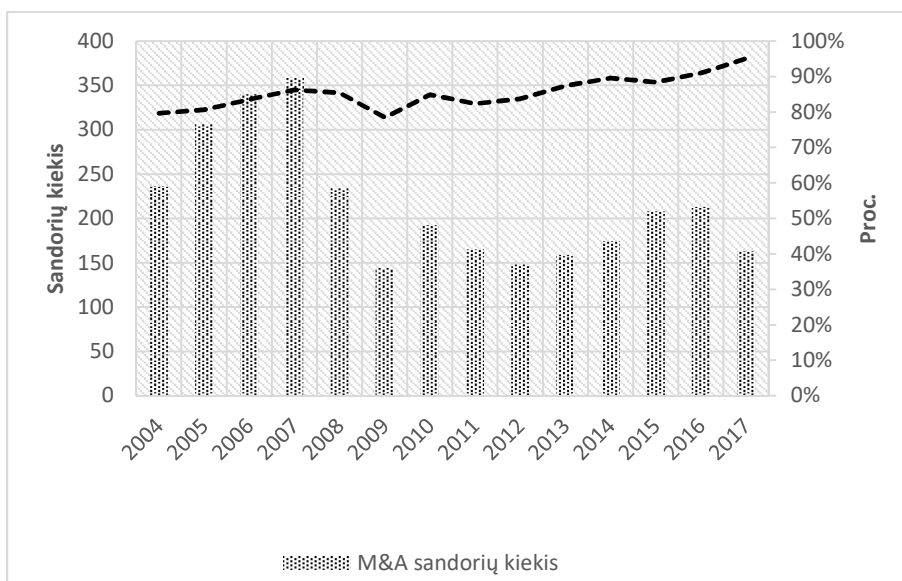




Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

### 28 pav. Vietinių ir tarpšalinių M&A sandorių vertės pasiskirstymas bendroje sandorių vertėje

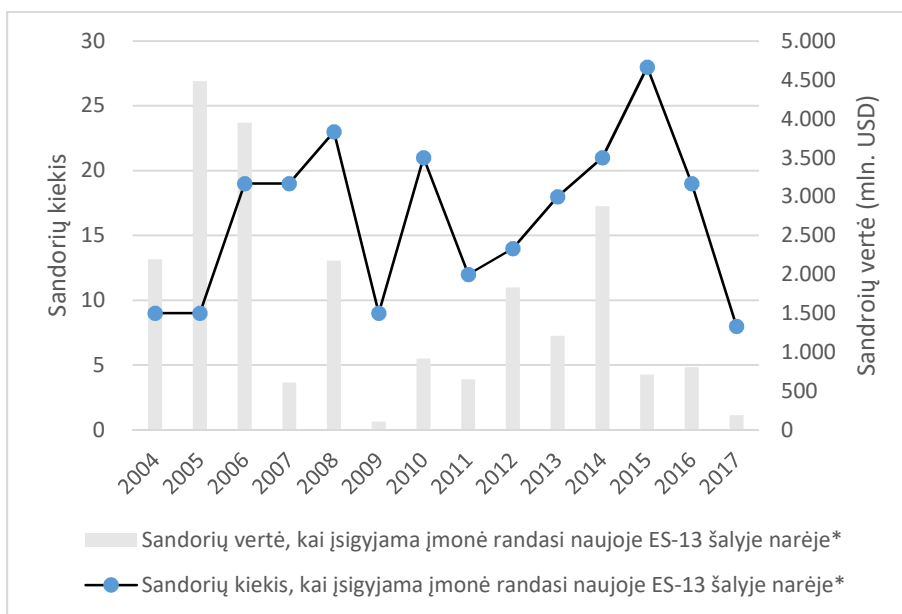
Trečia, 29 pav. vaizduojama susijungimų ir įsigijimų sandorių dalis, kai įsigijama privati įmonė. Remiantis duomenimis, nors susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekis 2004-2017 m. periodu nebuvo nuosaikus ir stipriai kito (pvz.: 358 sandoriai 2006 m. ir 144 sandoriai 2009 m), bet sandorių dalis, kai būdavo įsigijama privati įmonė buvo santykinai stabili, t.y. 2004 – 2017 m. laikotarpiu vidutiniškai 85 proc. kasmetinių sandorių atveju buvo įsigijama privati, o ne viešai listinguojama įmonė. Šios tendencijos atsispindi 29 pav. Iš to darytina išvada, kad įmonių vadovai didesnę vertę ir potencialias sinergijas mato privačių, o ne viešai listinguojamų įmonių įsigijime. Be to, pastebėtina, kad 2004 – 2017 m. periodu privačių įsigijamų įmonių dalis bendrame sandorių kiekyje nuosaikiai augo nuo 80 iki 95 proc.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

### 29 pav. Sandorių dalis, kai įsigyjama privati įmonė

Ketvirta, 30 pav. vaizduojamas sandorių kiekis ir vertė, kai įsigyjama įmonė randasi ES-13 šalyje. Remiantis duomenimis, sandorių kiekis, kai įsigyjama įmonė randasi ES-13 šalyje, bendrame susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekyje 2004-2017 m. laikotarpiu kito nuo 2,9 iki 13,5 proc. Nagrinėjamu laikotarpiu vidutiniškai 7,5 proc. visų sandorių įsigyjama įmonė buvo įsikūrusi ES-13 šalyje. Kita vertus, atsižvelgiant į sandorių vertę, pastebėtina, kad nagrinėjamu laikotarpiu vidutinė susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė ES-13 šalyse sudarė tik 2 proc. Šios tendencijos aiškiai pastebimos nagrinėjant 30 pav. Darytina išvada, kad susijungimai ir įsigijimai ES-13 šalyse yra mažesni lyginant su ES-15 šalimis.

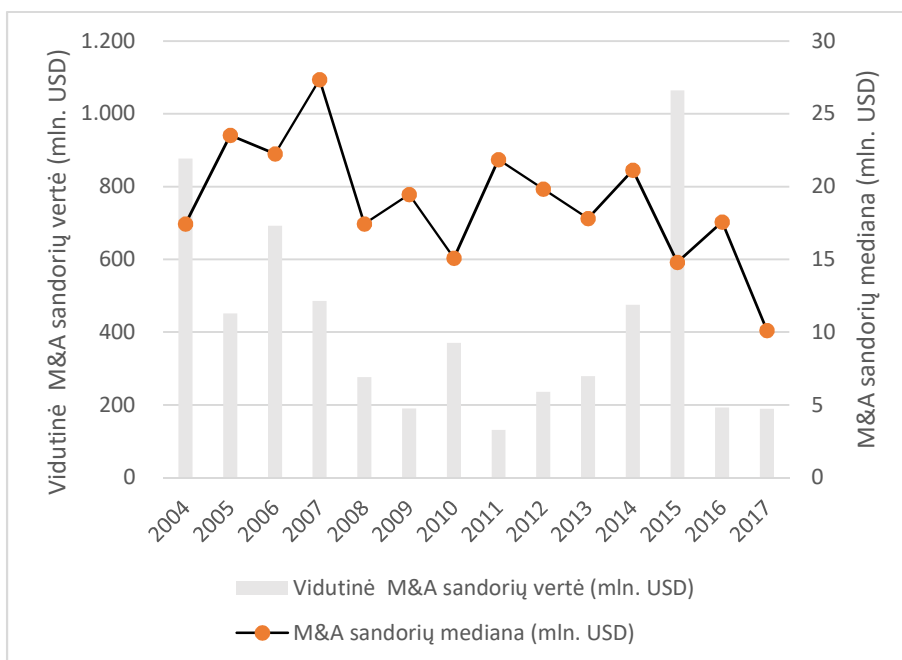


Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis<sup>5</sup>

### 30 pav. Sandorių kiekis ir vertė, kai įsigyjama įmonė randasi ES-13 šalyje

Penkta, 31 pav. vaizduojama susijungimų ir įsigijimų sandorių vidutinės vertės ir medianos dinamika 2004-2017 m. laikotarpiu. Remiantis duomenimis, vidutinė sandorio vertė rodo, kad įmonės 2004-2017 m. laikotarpiu vidutiniškai sumokėjo 459 mln. USD už įsigyjamą įmonę. Šį rodiklį reikėtų vertinti kritiškai. 31 pav. vaizduojama sandorių vidutinės vertės ir medianos dinamika 2004-2017 m. laikotarpiu.

<sup>5</sup> ES-13 yra ES šalys narės, įstojusios į ES 2014.05.01 (Čekija, Estija, Kipras, Latvija, Lenkija, Lietuva, Malta, Slovakija, Slovėnija, Vengrija), 2007.01.01 (Bulgarija, Rumunija) ir 2013.07.01 (Kroatija)



Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

### 31 pav. Sandorių vidutinės vertės ir medianos dinamika 2004-2017 m.

Kaip matyti iš šio paveikslo, viena vertus, 2004-2007 m. vidutinė sandorio vertė buvo net 608 mln. USD. Kita vertus, 2008-2017 m. laikotarpiu vidutinė sandorio vertė sumenko iki 263 mln. USD (eliminavus 2015 m., kai įvyko du mega sandoriai: Anheuser-Busch Inbev SA/NV už 101,5 mlrd. USD įsigijo SABMiller PLC, o Royal Dutch Shell PLC už 69,5 mlrd. USD įsigijo BG Group PLC). Atkreiptinas dėmesys, kad M&A sandorių mediana vidutiniškai buvo 23 kartus mažesnė už vidutinę sandorio reikšmę. Tai reiškia, kad vidutinės sandorio reikšmės yra ypač veikiamos stambių sandorių. 2004-2017 m. periodu įvyko 26 sandoriai, kurių kiekvieno vertė buvo didesnė nei 10 mlrd. USD. Iš viso, šių sandorių vertė siekia 783,8 mlrd. USD. Be to, atkreiptinas dėmesys, kad 26 sandorių vertė sudaro net 56,2 proc. visų 3.040 sandorių vertės. Atsižvelgiant į istorinius duomenis, išskirtinas faktas, kad vidutinė sandorių vertė per pastaruosius 30 metų išaugo kartais. Pavyzdžiui, Vancea, M. (2013) išskiria, kad vidutinė sandorio ES vertė 1987-1991 m. laikotarpiu tebuvo 20 mln. eurų, kas reikštų daugiau nei 20 kartų didesnę vertę nagrinėjamu laikotarpiu.

14 lentelėje pateikiama informacija apie susijungimų ir įsigijimų sandorių pasiskirstymą visose ES šalyse. Be to, išskiriami atvejai, kai konkrečios šalies bendrovės yra įsigyjančios arba įsigyjamos įmonės. Remiantis gautais duomenimis, išvelgiamos keletas tendencijų ir ES-28 susijungimų ir įsigijimų rinkai 2004 – 2017 m. laikotarpiu būdingų charakteristikų.

14 lentelė. Susijungimų ir įsigijimų sandorių pasiskirstymas pagal šalis

Šalis	Įsigyjamos įmonės kilmės šalis/valstybė								Įsigyjamos įmonės kilmės šalis/valstybė			
	Sandorių kiekis	Bendra sandorių vertė (mln. USD)	Vidutinė sandorių vertė (mln. USD)	Sandorių vertės mediana (mln. USD)	Tarpvalstybinių sandorių kiekis	Sandorių kiekis, kai įsigyja ma įmonė yra privati	Sandorių kiekis, kai įsigyja ma įmonė randasi ES-13*	Sandorių vertė, kai įsigyjam a įmonė randasi ES-13*	Sandorių kiekis	Bendra sandorių vertė (mln. USD)	Vidutinė sandorių vertė (mln. USD)	Sandorių vertės mediana (mln. USD)
Austrija	24	7.440	310	42	13	20	4	750.291	26	7.245	279	92
Belgija	66	148.392	2.248	34	33	56	2	157	55	63.698	1.158	41
Bulgarija	2	23	12	12	0	2	0	0	8	3.417	427	19
Kroatija	4	374	94	23	1	4	1	325	5	85	17	5
Kipras	9	3.060	340	61	4	6	0	0	10	297	30	13
Čekija	3	2.459	820	263	1	3	1	263	14	7.257	518	55
Danija	50	15.412	308	30	20	37	2	66	67	9.453	141	23
Estija	3	667	222	74	2	2	0	0	3	113	38	36
Suomija	111	9.692	87	20	42	102	2	98	95	13.218	139	13
Prancūzija	201	293.923	1.462	85	77	168	4	293	191	220.460	1.154	43
Vokietija	121	139.832	1.156	49	58	105	2	2.812	150	113.241	755	39

Graikija	33	4.143	126	21	7	22	4	120	33	9.617	291	32
Vengrija	7	81	12	6	0	7	0	0	14	206	15	6
Airija	63	7.868	125	21	50	55	0	0	34	10.409	306	18
Italija	186	139.135	748	41	41	164	4	365	183	151.732	829	39
Latvija	1	16	16	16	0	1	0	0	3	43	14	16
Lietuva	14	674	48	12	6	14	5	222	12	632	53	19
Liuksemburgas	5	205	41	11	1	5	0	0	9	9.588	1.065	451
Malta	4	216	41	11	3	4	0	0	6	832	139	122
Nyderlandai	57	214.221	3.758	115	33	38	4	271	82	89.699	1.094	107
Lenkija	149	5.771	39	6	19	139	7	311	146	8.520	58	6
Portugalija	17	1.496	88	16	3	16	0	0	24	2.348	98	27
Rumunija	0	0	0	0	0	0	0	0	8	437	55	19
Slovakija	0	0	0	0	0	0	0	0	3	605	202	43
Slovenija	3	458	153	201	3	3	0	0	3	332	111	5
Ispanija	125	111.045	888	64	36	112	3	25	143	42.719	299	46
Švedija	292	36.284	124	14	105	251	13	1.598	242	38.305	158	14
Jungtinė Karalystė	1490	251.693	169	15	163	1.278	16	4.755	1.471	590.070	401	16
ES-15*:	2841	1.380.782	486		682	2.429	61	761.116	2.805	1.371.803	489	
ES-13**:	199	13.798	69		39	185	13	858	235	22.777	97	
ES-28*** :	3040	1.394.580	459		721	2.614	74	761.974	3.040	1.394.580	459	

\* ES-15 yra ES šalys narės, įstojusios į ES iki 2014.05.01 (Belgija, Italija, Liuksemburgas, Nyderlandai, Prancūzija, Vokietija, Airija, Danija, Jungtinė Karalystė, Graikija, Ispanija, Portugalija, Austrija, Suomija, Švedija).  
\*\* ES-13 yra ES šalys narės, įstojusios į ES 2014.05.01 (Čekija, Estija, Kipras, Latvija, Lenkija, Lietuva, Malta, Slovakija, Slovėnija, Vengrija), 2007.01.01 (Bulgarija, Rumunija) or 2013.07.01 (Kroatija).  
\*\*\* ES-28 yra visos ES šalys nares

Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis



1. Pirma, Jungtinės Karalystės bendrovės įvykdė 1.490 sandorius (49 proc. visų ES-28 valstybių sandorių), kurių bendra vertė siekia 251,7 mlrd. USD (18 proc. bendros imties vertės).
2. Švedijos (292 sandoriai), Prancūzijos (201 sandoris), Italijos (186 sandoriai), Ispanijos (125 sandoriai) ir Vokietijos (121 sandoris) įmonės kartu įvykdė 30,4 proc. visų ES-28 sandorių. Pastebėtina, kad šios penkios kontinentinės Europos šalys kartu su Jungtine Karalyste įmonėmis iš viso įvykdė 79,4 proc. visų ES-28 susijungimų ir įsigijimų sandorių nagrinėjamu laikotarpiu.
3. Atsižvelgiant į sandorių vertę, Prancūzijos (21 proc.), Nyderlandų (15 proc.), Belgijos (11 proc.) Vokietijos (10 proc.) ir Italijos (10 proc.) įmonės investavo daugiausiai į kitas įmones. Palyginus konkrečios šalies įmonių susijungimų ir įsigijimų kiekio visoje ES-28 dalį su konkrečios šalies įmonių susijungimų ir įsigijimų vertės visoje ES-28 dalimi, daroma išvada, kad įmonės iš senųjų kontinentinės ES valstybių (Prancūzijos, Nyderlandų, Belgijos, Vokietijos) vykdo stambiausius įsigijimus.
4. Lyginant vietinių ir tarpvalstybinių sandorių pasiskirstymą tarp šalių, pastebėtina, kad nagrinėjamu laikotarpiu kiekvienoje ES-28 šalyje vidutiniškai įvyko 24 proc. tarpšalinių sandorių, o 76 proc. atvejų susijungimų ir įsigijimų sandoriai vyko šalies viduje. Tiesa, lyginant ES-15 ir ES-13 šalis pastebėtina, kad ES-15 šalys labiau linkusios vykdyti tarpšalinius sandorius, atitinkamai 24 ir 19 proc.
5. ES-28 šalių atveju, 85 proc. sandorių atvejų įsigijama būdavo privati įmonė. Be to, pastebėtina, kad ES-13 šalių atveju privačių įmonių įsigijimo vidurkis buvo 93 proc., o ES-15 šalių – 85 proc. Tai reiškia, kad ES-15 valstybių bendrovės įsigyja daugiau viešai listinguojamų įmonių.
6. Lyginant bendrovių, įsikūrusių ES-13, susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką su bendrovių, įsikūrusių ES-15, sandorių rinką, pastebimos keletas tendencijų.
  - a. Viena vertus, ES-15 šalys įvykdė 2841 susijungimo ir įsigijimo sandorį, kurių bendra vertė siekia 1,3881 trln. USD (vidutinė vertė 486 mln. USD). Kita vertus, tais atvejais, kai įsigijama įmonė priklauso ES-15, sandorių kiekis lygus 2805 sandoriams, sandorių vertė 1,3718 trln. USD ir vidutinė sandoriu vertė 489 mln. USD. Tai reiškia, kad ES-15 įsikūrusiosios įmonės linkusios investuoti į kitas ES-15 šalių

įmonės, t.y. išvykstančios ir atvykstančios investicijos skiriasi nežymiai. Santykis tarp sandorių kiekio, bendros ir vidutinės sandorių verčių tarp išvykstančių ir atvykstančių investicijų susijungimų ir įsigijimų sandorių pavidalu atitinkamai siekia 1,013; 1,007 ir 0,994.

- b. ES-13 šalys įvykdė 199 susijungimo ir įsigijimo sandorius, kurių bendra vertė siekia 13,8 mlrd. USD (vidutinė vertė 69 mln. USD). Kitavertus, tais atvejais, kai įsigyjama įmonė priklauso ES-13, sandorių kiekis lygus 2355 sandoriams, sandorių vertė 22,8 mlrd. USD ir vidutinė sandorių vertė lygi 96,8 mln. USD. Tai reiškia, kad į ES-13 valstybių įmones atvykstančios investicijos yra didesnės nei iš ES-13 šalių išvykstančios investicijos. Sandorių kiekis yra 18 proc., bendra sandorių vertė 65 proc., o vidutinė sandorių vertė yra 40 proc. didesnė atvykstančių nei išvykstančių susijungimų ir įsigijimo sandorių.
  - c. Vidutinė sandorio vertė, kurią sumokėjo ES-13 valstybių narių įmonės, yra daugiau nei 7 kartus mažesnė už vidutinę ES-15 valstybių narių įsigijimo vertę ir sudaro 69 mln. USD.
7. Nagrinėjant ES-13 šalių įmones, išskirtinis yra Lenkijos įmonių aktyvumo lygis, sudarantis daugiau nei 60 proc. viso ES-13 susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumo lygio. Lenkijos bendrovės įvykdė 149 sandorius, kurių vertė siekia 5,7 mlrd. USD. Tuo tarpu, į Lenkijos bendroves investuojančios bendrovės įvykdė 146 sandorius, kurių vertė viršija 8,5 mlrd. USD.
  8. Bulgarijoje susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka unikali tuo, kad joje įvyko 2 dideli sandoriai: Austrijos įmonė Telekom Austria AG už 2,1 mlrd. USD 2004 metais įsigijo MobilTel EAD, o Švedijos koncernas Modern Times Group MTG AB 2008 m. už 967 mln. USD įsigijo Nova Televisia.
  9. Susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumas ES neišvengiamai susijęs su euro įvedimu. McCarthy ir Dolfisma (2015) ištyrė 19362 įsigijimo sandorius, paskelbtus 1990-2014 m. laikotarpiu ir nustatė, kad euras dramatiškai padidino ES susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekį, dydį ir pagerino sandorių rezultatus. Autoriai taip pat nustatė, kad euras pakeitė geografinį susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos žemėlapi, sąlygodamas, kad tarpvalstybiniai sandoriai pradėti vykdyti tarp geografiškai nutolusių įmonių ir įsigyjamos įmonės

pirmenybę teikdavo toms įmonėms, kurios buvo įsteigtos eurą įsivedusiose šalyse. Iš tarptautinės politikos perspektyvos pažymėtina, kad euras reikšmingai veikė įmonių elgseną ir teigiamai prisidėjo prie regioninės integracijos. Režimuojant, euras dramatiškai pakeitė Europos rinkos struktūrą ir charakteristikas. Remiantis mokslinių tyrimų apžvalga ir palyginus jas su gautais duomenimis, daromos keletas išvadų:

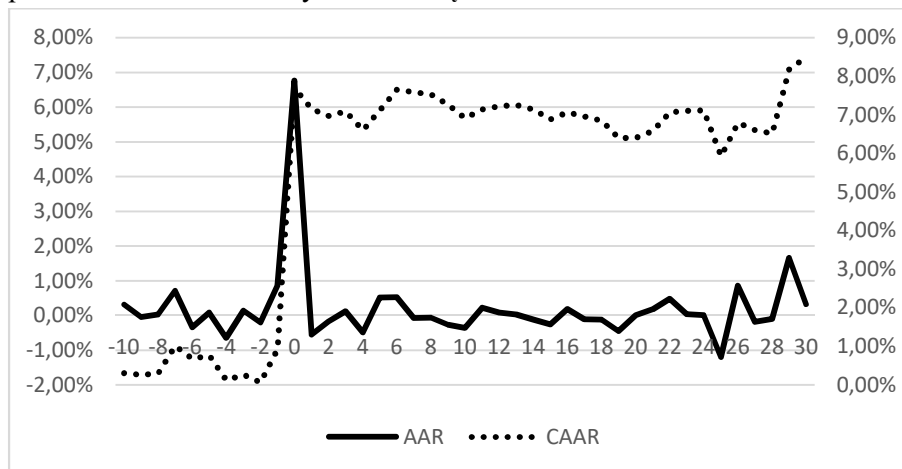
- a. Remiantis Moschieri ir Campa (2014), euras sukūrė likvidesnę Europos kapitalo rinką, kuri suteikė įmonėms naujus finansavimo šaltinius. Tuo tarpu Hartford (2005) išvelgia, kad sandorių skaičius padidėja likvidumo lygiu;
- b. Moschieri ir Campa (2014) hipotizavo ir pagrindė, kad euro įvedimas šalyje signalizuoja valstybės narės įsipareigojimą plėtoti ES politinę ir ekonominę darbotvarkę, mažindamos sienų kirtimo riziką, padidindamos būsimų įvykių nuspėjamumą;
- c. Remiantis Campa ir Hernando (2008), euras pašalino su valiutos nepastovumu susietas sandorio išlaidas ir tokiu būdu pagerino rinkos efektyvumą. Kitais žodžiais, euras sumažino išlaidas ir riziką, tačiau tuo pačiu metu padidino patekimo į rinką lygį.

#### 4.2. Akcininkų disponuojamo turto vertės pasikeitimai susijungimo ir įsigijimo sandorio paskelbimo metu

Remiantis 3 disertacijos skyriuje pristatyta atliekamo tyrimo metodologija, du priklausomi kintamieji yra naudojami empiriame tyrime. Vienavertus, vidutinės kumuliatyvios anomalios grąžos yra pasirinktos kaip priklausomas kintamasis atliekant paprastojo vidurkio palyginimo testus (angl. *simple mean comparison test*) ir reprezentuoja akcininkų disponuojamo turto vertės pasikeitimus aplink sandorio paskelbimo laiką. Kitavertus, kiekvieno įvykio kumuliatyvios anomalios grąžos yra naudojamos atliekant daugialytę skerspjūvio analizę. Šiame disertacijos poskyryje analizuojamos vidutinės kumuliatyvios anomalios grąžos ir nagrinėjami akcininkų disponuojamo turto vertės pasikeitimai aplink sandorio paskelbimo laiką. Tuo tarpu kitame poskyryje nagrinėjami daugialytės skerspjūvio analizės rezultatai.

Priede Nr. 1 pateikiamos disertacijoje analizuojamos duomenų imties vidutinės anomalios grąžos ir t-testo, standartizuoto t-testo, apibendrinto

žymėjimo ir laipsniškumo testų reikšmės. Paveiksle Nr. 32 esančiame grafike vaizduojamos tyrimo imties vidutinės anomalios (tiesi linija) ir vidutinės kumuliatyvios anomalios grąžos (punktyrinė linija) nagrinėjamo įvykio lango metu. Nagrinėjamoje imtyje susijungimo ir išigijimo paskelbimo sandoris vidutiniškai veda prie statistiškai reikšmingo 6,77 proc. įmonių akcijų vertės pakilimo sandorio paskelbimo dieną, o nagrinėjamo įvykio lango laikotarpiu (-10;+30) vidutinė sandorių grąža akumuliuoja 8,5 proc. Be to, gauti duomenys parodo, kad teigiamos vidutinės anomalios grąžos buvo patirtos 22 dienas iš 41, t.y. 53,65 proc. atvejų. Punktyrinė linija, vaizduojanti kumuliatyvią vidutinę anomalią grąžą, parodo, kad vidutinė grąža po sandorio paskelbimo linkusi išlaikyti savo vertę.



Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

### 32 pav. Tyrimo rezultatai: vidutinė anomali ir kumuliatyvi vidutinė anomali grąža susijungimų ir išigijimų sandorių paskelbimo metu

Apskaičiavus kiekvienos įvykio ir įvertinimo langų dienos vidutinės anomalios grąžas, įvertinus atliktų t-testo, standartizuoto t-testo, apibendrinto žymėjimo ir laipsniškumo testų reikšmės nustatyta, kad 3 dienų trukmės įvykio lange (-1;1) yra išmatuotos statistiškai reikšmingos anomalios grąžos. Atsižvelgiant į tai, šis įvykio langas disertacijoje yra naudojamas hipotezių testavimui.

Nagrinėjant 32 pav. pateikiamą anomalios grąžos ir atitinkamai akumuliatyvios anomalios grąžos dinamiką reikia pažymėti keletą tendencijų. Pirma, anomali grąža 9 dienų laikotarpiu prieš sandorio paskelbimą (-10; -2) svyruoja aplink nulį, o kumuliatyvi anomali grąža šiuo laikotarpiu yra linkusi būti žemiau 0. Antra, kumuliatyvi anomali grąža po susijungimo ir išigijimo

sandorio paskelbimo 29 dienų laikotarpiu išlaiko ir padidina sandorio paskelbimo metu sukurtą akcijų kainos prieaugį. Atsižvelgiant į šias dvi tendencijas, 9 dienų laiko langas (-10;-2) yra analizuojamas vertinant susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus prieš sandorio paskelbimą, o 29 dienų įvykio laiko langas (+2;+30) tiriamas vertinant susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus po sandorio paskelbimo.

Apibendrinant, 3 dienų trukmės įvykio langas (-1;1), 9 dienų laiko langas (-10;-2) ir 29 dienų įvykio laiko langas (+2;+30) yra naudojami disertacijoje hipotezių testavimui.

Lentelėje Nr. 15 pateikiami vienalytės kumuliatyvos anomalios gražos analizės ir testavimo 3 dienų (-1;1), 9 dienų (-10;-2) ir 29 dienų (+2;+30) trukmės įvykio laiko languose vertinimo reikšmės ir rezultatai.

15 lentelė. Kumuliatyvos anomalios gražos 3 dienų (-1;1), 9 dienų (-10;-2) ir 29 dienų (+2;+30) vertinimas

Įvyki o langas	Vidutin ė kumuliatyvi anomalio graža	T- testas	T- testas (stan d)	Jarqu e- Beta	% teigia mų sando rių	Žy mėjim o testas (angl. <i>genera lized sign test</i> )	Laipsni škumo testas (angl. <i>rank test</i> )
(-1; +1)	7,08%	6.58*	24.06 *	78872 .38	64%	7.21*	7.42*
(-10; - 2)	0,07%	6.32*	27.31 *	1056. 53	50%	2.18**	2.03**
(+2; +30)	1,35%	1.96* **	2.86* *	615.9 1	64%	1.38	1.16

Pastaba: \*1 proc. statistinis reikšmingumas \*\* 5 proc. statistinis reikšmingumas \*\*\* 10 proc. statistinis reikšmingumas

Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

Remiantis atliktais skaičiavimais, daroma išvada, kad bendrovių akcininkų perspektyvos susijungimai ir įsigijimai didina įsigyjančiosios įmonės vertę. Vidutiniškai įsigyjančiosios įmonės akcininkai

patiria statistiškai reikšmingą 7,08% grąžą trijų dienų aplink sandorį laikotarpiu. Atlikti parametriniai testai įrodo, kad kumuliatyvios anomalios grąžos yra statistiškai reikšmingos 1 proc. lygmenyje. Tradicinio ir standartizuoto t testo įverčių patikimumas yra abejotinas, nes nustatyta, kad likučiai nėra normaliai pasiskirstę dėl plačios vidurkio distribucijos ir standartinio nuokrypio svyravimų, dėl kurių vėliau pasireiškia kurtosis ir asimetriškumas (angl. *skewness*). Atlikti neparimetriniai žymėjimo ir laipsniškumo testai taipogi patvirtina hipotezę, kad susijungimai ir įsigijimai didina įsigyjančiosios įmonės vertę.

Devynių dienų laikotarpis prieš susijungimo ir įsigijimo sandorio paskelbimą pasižymi nežymia 0,07% kumuliatyvia anomalia grąža. Šis skaičiavimas remia prielaidą, kad išankstinės informacijos apie sandorio paskelbimą nutekėjimas nėra aktuali problema. Remiantis atliktais parametriniais testais, 0,07% įvertis yra reikšmingas 1 proc. lygmeniu. Panašiai kaip 3 dienų trukmės įvykio laiko lange (-1; +1), 9 dienų laiko lange (-10;-2) prieš sandorio paskelbimą likučiai nėra normaliai pasiskirstę. Remiantis atliktais neparimetriniais testais, patiriama 0,07% kumuliatyvi grąža yra statistiškai reikšminga 5 proc. reikšmingumo lygiu.

Remiantis 29 dienų įvykio laiko lango (+2;+30) analize, nustatyta, kad po įsigijimo ir susijungimo sandorio paskelbimo kumuliatyvi anomali grąža išlieka pozityvi (1,35 proc.). Tai reiškia, kad 29 dienų laikotarpiu po susijungimų ir įsigijimo paskelbimo įsigyjančių bendrovių akcijų kainos ne tik išlaiko, bet ir padidina sandorio paskelbimo metu sukurtą akcijų kainų prieaugį. Remiantis apskaičiuotomis parametrinių testų vertėmis, šis prieaugis yra reikšmingas 5 proc. lygmeniu. Apskaičiuotos neparimetrinių testų reikšmės neleidžia daryti išvados dėl statistinio prieaugio reikšmingumo.

#### 4.3. Vienalytė skerspjūvio analizė ir įvykio tyrimo nepriklausomi kintamieji

Šiame disertacijos poskyryje nagrinėjami vienalytės skerspjūvio analizės rezultatai. Atlikta vienalytė skerspjūvio analizė leidžia dvilypiai patikrinti gautus rezultatus. Pirma, atliekant vienalytę analizę patikrinama, ar kintamieji turi nuo 0 besiskiriančius vidurkius. Antra, nagrinėjama imtis yra sugrupuojama į skirtingus pogrupius. Kiekvieno pogrupio kumuliatyvios anomalios grąžos vidurkiai nagrinėjama laiko langą yra palyginami siekiant nustatyti ir įvertinti, kuo ir koku laipsniu skiriasi nagrinėjamų pogrupių

kumuliatyvių anomalijų gražų vidurkiai. 16 lentelėje pateikiama vienalytės nepriklausomų kintamųjų kumuliatyvios anomalios gražos analizės ir testavimo rezultatai pagal nagrinėjamos imties grupės pogrūpius. Remiantis apskaičiuotais skirtumais tarp pogrūpio imties vidutinės kumuliatyvios anomalios gražos ir rastomis parametrinio testo reikšmėmis, disertacijoje nustatytos šios tendencijos:

16 lentelė. Nepriklausomų kintamųjų kumuliatyvos anomalios gražos analizės ir testavimo rezultatai pagal nagrinėjamas imties grupes pogrūpius

Imties grupė	Pogrūpis	Nagrinėjamas laiko langas (-1;+1)		Nagrinėjamas laiko langas (-10;-2)		Nagrinėjamas laiko langas (+2;+30)	
		Skirtumas tarp pogrūpio imties vidutinės kumuliatyvos anomalios gražos	T-testas	Skirtumas tarp pogrūpio imties vidutinės kumuliatyvos anomalios gražos	T-testas	Skirtumas tarp pogrūpio imties vidutinės kumuliatyvos anomalios gražos	T-testas
A	Įsigyjama ar prisijungiamą įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys	-2,09%***	-1,88	-0,01%	-0.19	-0,38%***	-1,79
	Įsigyjama ar prisijungiamą įmonė, kurios						



	kilmės šalis yra iki 2004 m. prie ES prisijungusios šalys						
B	Tarpvalstybiniai sandoriai	-1,11%**	-2,06	0,81%**	2,21	-0,01%***	1,96
	Vietiniai sandoriai						
C	Tarpinstituciškai nutolusių bendrovių	-3,49%	-0,27	-0,76%	-0,86	-1,18%	-0,26
	Tarpinstituciškai artimų bendrovių						
D	Bendrosios teisės šalyje	-3,16%***	-1,93	0,15%	0,07	4,42%	1,14
	Civilinės teisės šalyje						

Pastaba: \*1 proc. statistinis reikšmingumas \*\* 5 proc. statistinis reikšmingumas \*\*\* 10 proc. statistinis reikšmingumas  
Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

1. Trijų dienų įvykio lange (-1;+1) bendrovių, kurios įsigyja ar prisijungia įmones iš 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusių šalių, akcijų kainos pakyla 2,09 proc. mažiau negu bendrovių, kurios isigyja įmones iš iki 2004 m. prie ES prisijungusių šalių. Ši skirtumo reikšmė yra statistiškai reikšminga 10 proc. statistinio reikšmingumo lygmeniu. 29 dienų įvykio laiko lange (+2;+30) po sandorio paskelbimo nustatyta, kad akcijų kainos bendrovių, kurios įsigyja ar prisijungia įmones iš 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusių šalių, akcijų kainos pakyla 0,38 proc. mažiau negu bendrovių, kurios isigyja įmones iš iki 2004 m. prie ES prisijungusių šalių. Ši skirtumo reikšmė yra statistiškai reikšminga 10 proc. statistinio reikšmingumo lygmeniu. Remiantis šiais rezultatais, antra disertacijos hipotezė nėra patvirtinama. Priešingai iškeltai antrajai hipotezei, remiantis gautais rezultatais, įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai yra įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra iki 2004 m. prie ES prisijungusios šalys.
2. Trijų dienų įvykio lange (-1;+1) bendrovių, kurios vykdo tarpvalstybinius susijungimų ir įsigijimų sandorius, akcijų kainos pakyla 1,11 proc. mažiau negu bendrovių, kurios isigyjimus ir susijungimus vykdo vietinėje rinkoje. Ši skirtumo reikšmė yra statistiškai reikšminga 5 proc. statistinio reikšmingumo lygmeniu. Remiantis šiais rezultatais, trečia disertacijos hipotezė nėra patvirtinama. Priešingai iškeltai trečiajai hipotezei, remiantis gautais rezultatais, įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai yra vykdomi vietiniai, o ne tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai.
3. Trijų dienų įvykio lange (-1;+1) akcijų kainos po susijungimų ir įsigijimų tarp instituciškai artimų bendrovių padidėja 3,49 proc. daugiau negu po susijungimų ir įsigijimų tarp instituciškai nutolusių bendrovių. Tiesa, apskaičiuotos t-testo reikšmės neparodė statistinio reikšmingumo. Remiantis šiais rezultatais, ketvirta ir penkta disertacijos hipotezės nėra patvirtinamos. Priešingai iškeltai ketvirtajai ir penktajai hipotezėms, remiantis gautais rezultatais, įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai yra vykdomi instituciškai ir kultūriškai artimi, o ne nutolę susijungimų ir įsigijimų sandoriai.

4. Trijų dienų įvykio lange (-1;+1) bendrovių, kurios yra įsikūrusios bendrosios teisės šalyje (Kipre, Maltoje, Airijoje, D. Britanijoje) ir vykdo susijungimų ir įsigijimų sandorius, akcijų kainos padidėja 3,16 proc. mažiau negu bendrovių kurios yra įsikūrusios civilinės teisės šalyje. Šis skirtumas yra reikšmingas 10 proc. lygmeniu trijų dienų įvykio lange (-1;+1). Remiantis šiais rezultatais, šeštoji disertacijos hipotezė nėra patvirtinama. Priešingai iškeltai šeštajai hipotezei, remiantis gautais rezultatais, įsigyjančios įmonės akcininkai iš civilinės teisės šalies patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą negu akcininkai bendrovių, įsikūrusių bendrosios teisės šalyje.
5. Nagrinėjant skirtumus tarp pogrupio imties vidutinės kumuliatyvios anomalios gražos skirtingais laiko langais pastebėtina, kad skirtumai nelinkę išlaikyti savo ženklo ar reikšmingumo lygio, t.y. nagrinėjamas nepriklausomas kintamasis turi ribotą aiškinamąją galią.
6. Devynių dienų laikotarpyje prieš susijungimo ir įsigijimo sandorio paskelbimą, statistiškai reikšmingi skirtumų įverčiai yra tik tarp tarpvalstybinių ir vidaus rinkos susijungimų ir įsigijimų sandorių. Pažymėtina, kad 9 dienų laikotarpyje prieš sandorio paskelbimą tarpvalstybiniai susijungimai ir įsigijimai akcininkams generuoja 0,81 proc. statistiškai reikšmingai didesnę gražą nei vidaus rinkos sandoriai. Tuo tarpu skirtumai tarp kitų nepriklausomų kintamųjų nėra statistiškai reikšmingi, dėl to jų ženklo reikšmė yra kvescionuojama.
7. Nagrinėjamame laiko lange po susijungimo ir įsigijimo sandorio paskelbimo, statistiškai reikšmingi yra skirtumai tarp atvejų, kai įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais, ir iki 2004 metų prie ES prisijungusios šalys. Sandoriai, kai įsigyjama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais akcininkams generuoja statistiškai reikšmingą 0,38% kumuliatyvų akcijų kainos nuosmukį po sandorio paskelbimo lyginant su sandoriais, kai įsigyjama įmonė, kurios kilmės šalis yra iki 2004 metų prie ES prisijungusios šalys. Remiantis gautais rezultatais, statistiškai reikšmingų skirtumų tarp tarpvalstybinių ir vidaus rinkos, bendrosios ir civilinės teisinės sistemos, insituciškai artimų ir nutolusių įmonių atvejų generuojamų akcijų kainų pokyčių 29 dienų laikotarpyje po sandorio paskelbimo nėra.

17-19 lentelėse pateikiama kumuliatyvios anomalios grąžos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė 3 dienų sandorio paskelbimo laikotarpiu (-1;+1), 9 dienų laikotarpiu prieš sandorio paskelbimą (-10; -2) ir 29 dienų laikotarpiu po sandorio paskelbimo (+2; +30). Remiantis atlikta kumuliatyvios anomalios grąžos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė skirtingais periodais bei įvertinus parametrinių ir neparametrinių testų reikšmes, disertacijoje nustatytos šios tendencijos:

1. Trijų dienų įvykio lange (-1;+1) bendrovių, kurios paskelbia apie vykdomus susijungimų ir įsigijimų sandorius, akcijų kainos paauga 7,08 proc. Ši reikšmė yra statistiškai reikšminga 1 proc. lygmeniu. Trijų dienų įvykio lange (-1;+1) 64 proc. akcijų prekybos dienų tiriamos imties bendrovių patyrė akcijų kainų augimą. Apskaičiuoti parametrinių ir neparametrinių testų reikšmės patvirtina statistinį reikšmingumą. Atsižvelgiant į tai, pirma disertacijos hipotezė yra patvirtinama. Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo metu.
2. Disertacijoje nagrinėjamoje imtyje 27,75 proc. visų susijungimų ir įsigijimų sandorių sudarė įmonių iš 2004 m. ir vėliau prie ES prisijungusių šalių įsigijimai ar susijungimai. Trijų dienų įvykio lange (-1;+1) bendrovių, kurios įsigyja ar prisijungia įmones iš 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusių šalių, akcijų kainos pakyla 5,57 proc. Tuo tarpu bendrovių, kurios įsigyja ar prisijungia įmones iš iki 2004 m. prie ES prisijungusių šalių, akcijų kainos pakyla 1 proc. statistiškai reikšmingu 7,66 proc. dydžiu. Priešingai išskeltai antrajai hipotezei, remiantis gautais rezultatais, įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai yra įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra iki 2004 m., o ne 2004 m. ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys.
3. Disertacijoje nagrinėjamoje imtyje 46,61 proc. visų susijungimų ir įsigijimų sandorių sudarė tarpvalstybiniai, o 53,39 proc. - vietiniai sandoriai. Trijų dienų įvykio lange (-1;+1) bendrovių, kurios vykdo tarpvalstybinius susijungimų ir įsigijimų sandorius, akcijų kainos pakilo vidutiniškai 6,32 proc., o vietinius sandorius vykdančių bendrovių akcijų kainos – 7,43 proc. Apskaičiuotos parametrinių ir neparametrinių testų reikšmės paremia statistinį gautų verčių reikšmingumą. Priešingai išskeltai trečiajai hipotezei, remiantis gautais

rezultatais, įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai yra vykdomi vietiniai, o ne tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai.

17 lentelė. Kumuliatyvos anomalios grąžos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo metu. Trijų dienų laiko langas (-1;+1).

Imtis	Nepriklausomų kintamųjų grupė	Sandorių kiekis	Vidutinė kumuliatyvi grąža	T-testas	T-testas (stand)	Jarque-Beta	% teigiamų sandorių	Žymėjimo testas (angl. <i>generalized sign test</i> )	Laipsniškumo testas (angl. <i>rank test</i> )
A	Įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys	192	5,57%	4,18*	2.62*	57256.32	59%	6.92*	7.18*
	Įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra iki 2004 m. prie ES prisijungusios šalys	500	7,66%	2.97*	24.58*	22.63	66%	2.71*	2.57*
	Viso:	692	7,08%	6.58*	24.06*	78872.38	64%	7.21*	7.42*

<b>B</b>	Tarpvalstybiniai sandoriai	220	6,32%	2.22*	4.67*	67923.36	68%	2.81*	3.16*
	Vietiniai sandoriai	472	7,43%	5.97*	22.65*	28767.41	62%	7.00*	8.31*
	Viso:	692	7,08%	6.58*	24.06*	78872.38	64%	7.21*	7.42*
<b>C</b>	Tarp instituciškai nutolusių bendrovių	42	3,80%	1.25	1.62	33.18	52%	2.06**	1.89***
	Tarp instituciškai artimų bendrovių	650	7,29%	6.23*	25.69*	56977.95	65%	7.08*	8.60*
	Viso:	692	7,08%	6.58*	24.06*	78872.38	64%	7.21*	7.42*
<b>D</b>	Bendrosios teisės šalyje	13	3,98%	4.36*	15.77*	23546.37	38%	5.79	6.18*
	Civilinės teisės šalyje	679	7,14%	4.12*	9.86*	68171.82	64%	3.72	6.60*
	Viso:	692	7,08%	6.58*	24.06*	78872.38	64%	7.21*	7.42*

Pastaba: \*1 proc. statistinis reikšmingumas \*\* 5 proc. statistinis reikšmingumas \*\*\* 10 proc. statistinis reikšmingumas  
Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

18 lentelė. Kumuliatyvos anomalios gražos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė 9 dienų laikotarpyje (-10;-2) prieš susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimą.

Imtis	Nepriklausomų kintamųjų grupė	Sandorių kiekis	Vidutinė kumuliatyvi graža	T-testas	T-testas (stand)	Jarque-Beta	% teigiamų sandorių	Žymėjimo testas (angl. <i>generalized sign test</i> )	Laipsniškumo testas (angl. <i>rank test</i> )
A	Įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys	192	0,06%	5.86*	2.73*	599.82	48%	6.87*	8.32*
	Įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra iki 2004 m. prie ES prisijungusios šalys	500	0,07%	3.07*	24.58*	10.56	50%	2.69*	2.67*
	Viso:	692	0,07%	6.32*	27.31	1056.53	50%	2.18**	2.03**



<b>B</b>	Tarpvalstybiniai sandoriai	220	0,63%	2.22**	4.67*	471.17	52%	2.81*	3.16*
	Vietiniai sandoriai	472	- 0,19%	5.97*	22.65*	289.30	24%	7.00*	8.31*
	Viso:	692	0,07%	6.32*	27.31*	1056.53	50%	2.18**	2.03**
<b>C</b>	Tarp instituciškai nutolusių bendrovių	42	- 0,64%	1.25	1.62	13.62	42%	2.06**	1.89***
	Tarp instituciškai artimų bendrovių	650	0,12%	6.2 3*	25.6 9*	546.0 2	50%	7.08*	8.60*
	Viso:	692	0,07%	6.32*	27.31*	1056.53	50%	2.18**	2.03**
<b>D</b>	Bendrosios teisės šalyje	13	0,22%	4.36*	15.77*	282.16	29%	5.79	6.18*
	Civilinės teisės šalyje	679	0,07%	5.20*	11.54*	58.23	50%	4.58	6.22*
	Viso:	692	0,07%	6.32*	27.31*	1056.53	50%	2.18**	2.03**

Pastaba: \*1 proc. statistinis reikšmingumas \*\* 5 proc. statistinis reikšmingumas \*\*\* 10 proc. statistinis reikšmingumas  
Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

19 lentelė. Kumuliatyvos anomalios gražos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė 29 dienų laikotarpyje po susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo (+2; + 30)

Imtis	Nepriklausomų kintamųjų grupė	Sandorių kiekis	Vidutinė kumuliatyvi graža	T-testas	T-testas (stand)	Jarque-Beta	% teigiamų sandorių	Žymėjimo testas (angl. <i>generalized sign test</i> )	Laipsniškumo testas (angl. <i>rank test</i> )
A	Įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys	192	-0,20%	-0.47	-0.63	599.82	60,65%	1.44	1.29
	Įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra iki 2004 m. prie ES prisijungusios šalys	500	0,18%	0.06	-3.47*	10.56	65,26%	0.46	0.07
	Viso:	692	0,08%	1.96** *	2.86**	615.91	63,98%	1.38	1.16

<b>B</b>	Tarpvalstybiniai sandoriai	220	0,07%	0.66	-3.70*	471.17	66,46%	1.33	0.80
	Vietiniai sandoriai	472	0,08%	0.17	0.24	289.30	62,82%	0.91	0.89
	Viso:	692	0,08%	1.96** *	2.86**	615.91	63,98%	1.38	1.16
<b>C</b>	Tarp instituciškai nutolusių bendrovių	42	-1,03%	-0.60	-1.18	13.62	55,75%	0.36	1.21
	Tarp instituciškai artimų bendrovių	650	0,15%	0.26	- 2.27**	546.02	64,51%	1.83***	1.68
	Viso:	692	0,08%	1.96** *	2.86**	615.91	63,98%	1.38	1.16
<b>D</b>	Bendrosios teisės šalyje	13	4,41%	0.863	- 1.95** *	347.32	40,85%	0.17	0.17
	Civilinės teisės šalyje	679	-0,01%	-0.35	-1.50	56.16	64,42%	2.02**	1.94***
	Viso:	692	0,08%	1.96** *	2.86**	615.91	63,98%	1.38	1.16

Pastaba: \*1 proc. statistinis reikšmingumas \*\* 5 proc. statistinis reikšmingumas \*\*\* 10 proc. statistinis reikšmingumas  
Šaltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

4. Tik 6 proc. nagrinėtų atvejų susijungimai ir įsigijimai vyko tarp instituciškai nutolusių bendrovių. Tai rodo, jog įmonės susijungimų ir įsigijimų sandorius yra linkusios vykdyti tarp instituciškai artimų įmonių (94 proc. atvejų). Remiantis atlikto įvykio tyrimo rezultatais, susijungimai tarp instituciškai artimų bendrovių generuoja statistiškai reikšmingą 7,29 proc. grąžą trijų dienų laikotarpyje aplink sandorio paskelbimą. Tuo tarpu susijungimai ir įsigijimai tarp instituciškai nutolusių bendrovių vidutiniškai generuoja 3,80 proc. grąžą, tačiau šis dydis nėra nustatytas kaip esantis statistiškai reikšmingas. Kitavertus, remiantis neparametrinių testų rezultatais, abu dydžiai yra statistiškai reikšmingi. Atsižvelgiant į tai, ketvirta ir penkta disertacijos hipotezės nėra paremiamos. Priešingai negu hipotizuota, gauti rezultatai parodo, kad įsigijimai ir susijungimai tarp instituciškai ir kultūriškai artimų bendrovių duoda įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę naudą.
5. Disertacijoje tirtoje imtyje 98 proc. atvejų įsigyjanti ar prisijungianti įmonė buvo įsikūrusi civilinės teisės šalyje, o 2 proc. atvejų bendrosios teisės šalyje (Kipras, Malta.). Disertacijos 4.1. poskyje, nagrinėjusiame susijungimų ir įsigijimų sandorių dinamiką Europos Sąjungoje 2004 – 2017 m., buvo nustatyta, kad 49 proc. visų ES-28 susijungimų ir įsigijimų sandorių vykdo D. Britanijos, kuri yra bendrosios teisės šalis, įmonės. Atsižvelgiant į tai, gauti rezultatai turi būti vertinami ir interpretuojami atsargiai, nes surinkta imtis nepakankamai reprezentatyviai atspindi hipotizuojamą reiškinį. Remiantis 17 lentelėje pateikiamais įvykio tyrimo rezultatais, bendrovės, įsikūrusios bendrosios teisės šalyje, trijų dienų laikotarpyje aplink sandorio paskelbimą sugeneruoja savo akcininkams statistiškai reikšmingą vidutinę kumuliatyvią 3,98 proc. grąžą. Kitavertus, bendrovės, įsikūrusios civilinės teisės šalyje, trijų dienų laikotarpyje aplink sandorio paskelbimą sugeneruoja savo akcininkams statistiškai reikšmingą vidutinę kumuliatyvią 7,14 proc. grąžą.
6. Kumuliatyvios anomalios grąžos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė 9 dienų laikotarpyje (-10;-2) prieš susijungimų ir įsigyjimo sandorį parodo, kad vidutininė kumuliatyvi anomali grąža tėra 0,07 proc. Tai parodo, jog išankstinės informacijos apie susijungimo ir įsigijimo sandorius paskelbimą nutekėjimą nėra būdinga nagrinėjamai imčiai. Be to, gautos reikšmės paremia

efektyvios kapitalo rinkos hipotezę, pagal kurią akcijų kainos atspindi visą viešai prieinamą informaciją apie įmones.

7. Kumuliatyvios anomalios gražos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė 29 dienų laikotarpyje (+2;+30) po susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo parodo, kad susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo metu sugeneruotas akcijų kainos prieaugis yra išlaikomas ir padidinamas (0,08 proc.) 29 dienų laikotarpiu po susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo.

- 4.4. Daugialytė skerspjuvio analizė: priklausomas, nepriklausomi ir kontroliniai kintamieji

Šiame disertacijos poskyriuje pristatomi daugialytės skerspjuvio analizės rezultatai. Daugialytė skerspjuvio analizė papildo nagrinėjamą disertacijos objekto tyrimą, nes ji įvertina ir apjungia visų atvejų kumuliatyvios anomalios gražos dydį su kiekvieno atvejo specifinėmis charakteristikomis. Atsižvelgiant į tai, kad ankstesniajame poskyryje buvo parodyta, kad trijų dienų laikotarpis aplink susijungimo ir įsigijimo sandorio paskelbimą (-1;+1) yra statistiškai reikšmingas, būtent šis periodas yra naudojamas atlikti įprastų mažiausių kvadratų metodo analizę. 9 dienų laikotarpis prieš sandorio paskelbimą ir 29 dienų laikotarpis po sandorio paskelbimo nėra įtraukti į daugialytę skerspjuvio analizę dėl gautų reikšmių statistinio reikšmingumo šiais periodais trūkumo.

Remiantis 21 lentelėje pateikiamais kumuliatyvios anomalios gražos daugialytės skerspjuvio analizės 3 dienų laikotarpyje (-1;+1) aplink susijungimo ir įsigijimo sandorį paskelbimą rezultatais, galima tęsti disertacijoje iškeltų hipotezių ir tyrimo objekto analizę.

Pirma, sandoriai, kurių metu yra įsigyjama įmonė, kurios kilmės šalis yra tik po 2004 prie ES prisijungusios šalys veda prie įsigyjančiųjų įmonių akcijų kainų sumažėjimo. Tuo tarpu sandoriai, kurių metu yra įsigyjama įmonė, kurios kilmės šalis yra tik iki 2004 prie ES prisijungusios šalys veda prie įsigyjančiųjų įmonių akcijų kainų padidėjimo. Atsižvelgiant į gautus rezultatus, H2 nėra patvirtinama. Priešingai, nustatyta, kad įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai yra įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys. Tačiau šias reikšmes reikėtų vertinti atsargiai, nes verčių statistinis reikšmingumas yra žemas.

Antra, disertacijos H3 nėra patvirtinama. Kaip ir vienalytės skerspjūvio analizės atveju, daugialytės skerspjūvio analizės metu nustatyta, kad tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai mažina akcijų kainą, tuo tarpu, susijungimai ir įsigijimai toje pačioje šalyje didina įsigyjančios įmonės akcijos kainą. Be to, remiantis analize, šis dydis yra statistiškai reikšmingas 5 proc. lygiu. Kaip minėta 3.4.4. poskyryje, tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai atskiriami fiktyviu kintamuoju, kuris lygus 1, kai įmonė, kuri yra viena iš naujų ES valstybių narių, dalyvauja sandoryje, ir 0, jeigu yra kitaip. Alternatyviai, tarptautinių ir vietinių susijungimų ir įsigijimų sandorių įtakos įsigyjančiųjų įmonių akcijų kainai gali būti matuojama kintamuoju "PCI\_diff", kuris, kaip aprašyta 3.4.4. poskyryje, įvertina pajamų vienam gyventojui skirtumus tarp įsigyjančiųjų įmonių įsikūrimo šalies. Remiantis šio kintamojo reikšme, gauta atlikus daugialypę skerspjūvio analizę, kuo didesni pajamų vienam gyventojui skirtumai tarp įsigyjančiųjų įmonių įsikūrimo šalies, tuo didesnis potencialus akcijų kainų prieaugis sandorio paskelbimo metu. Kaip rodo t-testas, šis įvertis yra statistiškai reikšmingas 10 proc. lygmeniu. Žvelgiant iš šios perspektyvos, disertacijos H3 yra patvirtinama su sąlyga, kad ji yra performuluojama į tokią: "Tarpvalstybiniai susijungimai ir įsigijimai veda įsigyjančiosios įmonės akcijų kainos prieaugio sandorio paskelbimo metu tuo atveju, kai įsigyjanti įmonė gali gauti naudos dėl pajamų vienam gyventojui skirtumo".

Disertacijos ketvirtąją hipotezę buvo kelta hipotezė, jog kultūriniai skirtumai tarp įsigyjančiosios ir įsigyjamų bendrovių teigiamai veikia įsigyjančiosios įmonės akcijų kainą sandorio paskelbimo metu. Atlikus daugialypę skerspjūvio analizę ši hipotezė pasitvirtino 5 proc. statistinio reikšmingumo reikšme. Rinkos vertina kultūrinius skirtumus tarp įsigyjančiosios ir įsigyjamų bendrovių teigiamai ir kelia įmonių akcijų kainas tarptautinių sandorių paskelbimo metu.

Remiantis daugialytės skerspjūvio analizės rezultatais, įsigijimai tarp instituciškai artimų bendrovių duoda įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę naudą ir akcijų kainos 3 dienų laikotarpyje aplink sandorių paskelbimą išauga, o įsigijimų tarp instituciškai nutolusių bendrovių akcijų kainą smukdo. Tai prieštarauja penktajai disertacijos hipotezei, pagal kurią įsigijimai tarp instituciškai nutolusių bendrovių duoda įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę naudą. Pastebėtina, kad daugialytės skerspjūvio analizės rezultatai ne tik sutampa su vienalytės skerspjūvio analizės rezultatais, bet ir yra statistiškai reikšmingi 10 proc. lygmeniu.

Atsižvelgiant į atliktos daugialytės skerspjūvio analizės rezultatus, šeštoji disertacijos hipotezė nėra patvirtinama. Priešingai negu hipotizuota, gauti rezultatai parodo, kad tais atvejais, kai įsigyjanti įmonė yra įsikūrusi bendrosios teisės šalyje, jų akcininkai įsigijimų ir susijungimų sandorių metu patiria žalą.

Remiantis daugialytėje skerspjūvio analizėje nagrinėta kontrolinių kintamųjų įtaka susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatams, daroma išvada, kad įsigyjančios įmonės dydis, įsiskolinimų dydis ir santykinė vertė teigiamai ir statistiškai reikšmingai veikia įsigyjančių įmonių akcijų kainą sandorio paskelbimo metu. Tuo tarpu, sandorio dydis, įsigyjančiosios ir įsigyjamos įmonių susietumas, sandorio finansavimo būdas, įsigyjančios įmonės balansinė vertė neigiamai ir statistiškai reikšmingai veikia įsigyjančių įmonių akcijų kainą sandorio paskelbimo metu. Priešingai negu hipotizuota, įsigyjamos įmonės listingavimo statusas nedaro statistiškai reikšmingos įtakos įsigyjančiųjų įmonių akcijų kainoms trijų dienų aplink sandorį paskelbimo laikotarpiu.

20 lentelė. Kumuliatyvos anomalios grąžos daugialytės skerspjuvio analizė 3 dienų laikotarpyje (-1;+1) aplink susijungimo ir įsigijimo sandorį paskelbimą

		1	t-stat.	2	t-stat	3	t-stat	4	t-stat	5	t-stat	6	t-stat
	Nekintanti vertė (CAAR)	0,0240	0,49	0,0277	1,24	0,0151	0,08	-0,0004	-0,01	0,0166	0,80	0,0156	0,75
Nepriklausomi kintamieji	Įsigyjama įmonė, kurios kilmės šalis yra po 2004 prie ES prisijungusios šalys	-0,0172	-1,53										
	Įsigyjama įmonė, kurios kilmės šalis yra po 2004 prie ES prisijungusios šalys			0,0172	1,53								
	Tarpvalstybinis sandoris					-0,0155	-2,20						
	Vietinis sandoris							0,0155	2,20				
	PCI_diff									0,0771	1,82		
	Kultūrinis atstumas											0,0011	2,15
	Institucinis nuotolis												



	Institucinis artumas												
	Įsigyjanti ar prisijungianti įmonė įsikūrusi bendrosios teisės šalyje												
	Įsigyjanti ar prisijungianti įmonė įsikūrusi civilinės teisės šalyje												
Kontroliniai kintamieji	Size	0,0025	2,28	0,0025	2,28	0,0032	2,84	0,0032	2,84	0,0024	2,27	0,0030	2,77
	Lev	0,0221	1,89	0,0221	1,89	0,0217	1,85	0,0217	1,85	0,0221	1,89	0,0210	1,79
	Deal_size	0,0000	-2,21	0,0000	-2,21	0,0000	-2,13	0,0000	-2,13	0,0000	-2,22	0,0000	-1,99
	List	0,0086	0,62	0,0086	0,62	0,0046	0,34	0,0046	0,34	0,0047	0,34	0,0048	0,36
	RMV	0,0477	33,33	0,0477	33,33	0,0461	32,14	0,0461	32,14	0,0464	32,56	0,0461	32,17
	Rel	-0,0224	-2,68	0,0224	2,68	0,0229	2,74	0,0229	2,74	0,0230	2,76	0,0226	2,72
	Paym	-0,0129	-1,96	0,0129	1,96	0,0110	1,66	0,0110	1,66	0,0136	1,98	0,0118	1,80

	BTM	-0,0055	- 4,23	- 0,0055	- 4,23	- 0,0055	- 4,23	- 0,0055	- 4,23	- 0,0053	- 4,13	- 0,0055	- 4,24
Statistiniai įverčiai	Determinacijos koeficientas*	0,6342		0,6342		0,6342		0,6342		0,6342			
	Dispersijos mažėjimo daugiklis **	3,1110		3,1110		3,1110		3,1110		3,1476			
	Durbino – Watsono statistika***	2,3180		2,3180		2,2082		2,2082		2,5132			
	White heteroskedatiškumas ****	403,79		403,79		399,83		399,83		485,90			

Žymos: \* reiškia santykinę dalį, kurią paaiškina sudarytas statistinis modelis; \*\* Dispersijos mažėjimo daugiklis (VIF) lygus 5 ar 10 ir daugiau indikuoja multikolinearumo problemą; \*\*\* jei Durbino – Watsono statistika reišmingai mažesnė nei 2, tikėtina teigiama serijinė koreliacija; \*\*\*\*heteroskedatiškumo problema yra atmetama, jei White heteroskedatiškumo testo reikšmė yra didesnė nei 5% kritinio  $\chi^2$  (11.07).

		7	t-stat	8	t-stat.	9	t-stat.	10	t-stat.	11	t-stat.
	Nekintanti vertė (CAAR)	-0,0040	-0,17	0,0694	0,00	0,0251	0,62	0,0129	0,61	0,0196	0,70
Nepriklausomi kintamieji	Įsigyjama įmonė, kurios kilmės šalis yra po 2004 prie ES prisijungusios šalys									0,0112	0,94
	Įsigyjama įmonė, kurios kilmės šalis yra po 2004 prie ES prisijungusios šalys										
	Tarpvalstybinis sandoris									-0,0056	-0,37
	Vietinis sandoris									0,0000	0,00
	PCI_diff									0,0705	1,56
	Kultūrinis atstumas									0,0010	0,68

	Institucinis nuotolis	-0,0173	-1,78							-0,0020	-0,13
	Institucinis artumas			0,0173	1,78						
	Įsigyjanti ar prisijungianti įmonė įsikūrusi bendrosios teisės šalyje					0,0056	-0,81			0,0048	-0,63
	Įsigyjanti ar prisijungianti įmonė įsikūrusi civilinės teisės šalyje							0,0056	0,81		
Kontroliniai kintamieji	Size	0,0027	2,43	0,0027	2,43	0,0022	1,92	0,0022	1,92	0,0026	2,21
	Lev	0,0195	1,66	0,0195	1,66	0,0198	1,66	0,0198	1,66	0,0183	1,54
	Deal_size	0,0000	-2,01	0,0000	-2,01	0,0000	-2,22	0,0000	-2,22	0,0000	-1,71
	List	0,0068	0,50	0,0068	0,50	0,0065	0,48	0,0065	0,48	0,0056	0,41
	RMV	0,0444	31,09	0,0444	31,09	0,0447	31,11	0,0447	31,11	0,0444	30,72

	Rel	-0,0220	- 2,6 4	-0,0220	-2,64	-0,0212	-2,53	-0,0212	-2,53	-0,0211	-2,51
	Paym	-0,0121	- 1,8 4	-0,0121	-1,84	-0,0127	-1,93	-0,0127	-1,93	-0,0110	-1,65
	BTM	-0,0052	- 4,0 1	-0,0052	-4,01	-0,0052	-4,01	-0,0052	-4,01	-0,0054	-4,15
Statistiniai įverčiai	<b>Determinacijos koeficientas*</b>	0,6342		0,6342		0,6342		0,6342		0,6342	
	<b>Dispersijos mažėjimo daugiklis **</b>	3,1110		3,1110		3,1110		3,1110		3,1476	
	<b>Durbino – Watsono statistika***</b>	2,3180		2,3180		2,2082		2,2082		2,5132	
	<b>White heteroskedatiš kumas ****</b>	403,7956		403,7956		399,8306		399,8306		485,9016	

Žymos: \* reiškia santykinę dalį, kurią paaiškina sudarytas statistinis modelis; \*\* Dispersijos mažėjimo daugiklis (VIF) lygus 5 ar 10 ir daugiau indikuoja multikolinearumo problemą; \*\*\* jei Durbino – Watsono statistika reišmingai mažesnė nei 2, tikėtina teigiama serijinė koreliacija; \*\*\*\*heteroskedatiškumo problema yra atmetama, jei White heteroskedatiškumo testo reikšmė yra didesnė nei 5% kritinio  $\chi^2$  (11.07).

Remiantis statistiniais daugialytės skerspjūvio analizės įverčiais, sukurtas modelis paaiškina 63,42 proc. akcijų kainos dinamikos nagrinėjamo laiko langų. Dispersijos mažėjimo daugiklio reikšmė lygi 3,11 neindikuoja multikolinearumo problemos. Galiausiai, gauta White heteroskedatiškumo testo reikšmė atmeta heteroskedatiškumo problemos aktualumą nagrinėjamam atvejui.

21 lentelėje pateikiami disertacijoje naudojamų kontrolinių kintamųjų aprašomoji statistika.

21 lentelė. Imties kontrolinių kintamųjų aprašomoji statistika

Kontrolinis kintamasis	Vi durki s	Me diana	Stan dartinis nuokry pis
Įsigyjančios įmonės dydis (nominali vertė, mln. EUR)	743	44	2.336
Įsigyjančios įmonės dydis ( <i>Size</i> )	11,11	11,42	3,57
Skolos santykis ( <i>Lev</i> )	0,14	0,15	0,31
Sandorio dydis ( <i>Deal_size</i> , million EUR)	497,1	16,60	3.521,2
Listingavimas ( <i>List</i> )	0,15	n.a.	n.a.
Santykinė vertė ( <i>RMV</i> )	0,53	0,11	2,14
Įsigyjamų įmonių susietumas ( <i>Rel</i> )	0,78	n.a.	n.a.
Sandorio finansavimo būdas ( <i>Paym</i> )	0,71	n.a.	n.a.
Įsigyjančios įmonės balansinė vertė ( <i>BTM</i> )	0,69	0,50	2,18

Saltinis: Sudaryta autoriaus, remiantis DataStream 5.1 duomenimis

Remiantis gautais duomenimis, vidutinė įsigyjančios įmonės vertė yra 743,12 mln. Eur., o vidutinė sandorio vertė yra 497,12 mln. Eur. Rodiklis “Santykinė vertė (*RMV*)” indikuoja, kad įsigyjama įmonė vidutiniškai sudaro 53 proc. įsigyjančios įmonės vertės. Taipogi, nustatyta tik 15 proc. atvejų yra įsigyjama viešai listinguojama įmonė, 78 proc. atvejų susijungimai ir įsigijimai vyksta tarp horizontalių įmonių, 71 proc. susijungimų ir įsigijimų sandorių atvejų įmonės finansuoja savais resursais.

## DISKUSIJA

Šioje darbo dalyje disertacijoje vykdyto empirinio tyrimo rezultatai yra lyginami su pirminėmis hipotezėmis. 22 lentelėje pateikiama lyginamoji santrauka tarp pirminių disertacijos hipotezių ir empirinio tyrimo metu gautų rezultatų.

Susijungimai ir įsigijimai didina įsigyjančiosios įmonės vertę, vidutiniškai įsigyjančiosios įmonės akcininkai patiria statistiškai reikšmingą 7,08% akcijų kainos prieaugį trijų dienų aplink sandorį laikotarpiu. Išankstinės informacijos apie sandorio paskelbimą nutekėjimas nėra aktuali problema. Trumpuoju laikotarpiu po susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo, įsigyjančiųjų įmonių akcijų kainos ne tik išlaiko, bet ir padidina sandorio paskelbimo metu sukurtą akcijų kainų prieaugį.

Disertacijoje kelta hipotezė, kad įsigyjančiosios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą (akcijų kainos prieaugį), kai yra įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys. Kumuliatyvios anomalios gražos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo metu analizė parodė, kad tiek susijungimų ir įsigijimų atvejais, kai įsigyjamos bendrovės, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys, tiek susijungimų ir įsigijimų atvejais, kai įsigyjamos bendrovės, kurios kilmės šalis yra iki 2004 m. prie ES prisijungusios šalys, įsigyjančiosios įmonės akcininkams generuoja statistiškai reikšmingą akcijų kainos padidėjimo gražą. Nepaisant to, remiantis empirinio tyrimo rezultatais, priešingai iškeltai antrajai hipotezei, įsigyjančiosios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai yra įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra iki 2004 m. prie ES prisijungusios šalys.

22 lentelė. Pirminių disertacijos hipotezių ir gautų rezultatų palyginimas

	Imtis/kintamasis	Numatoma reikšmė	Vienalytė skerspjūvio analizė			Nepriklausomo kintamojo analizė			Daugia lytė skerspjūvio analizė (-1;+1)
			(-10;-2)	(-1;+1)	(+2;+3 0)	(-10;-2)	(-1;+1)	(+2;+3 0)	
Priklausomas kintamasis									
H1 :	Pilna imtis	+	+	+	+				
Nepriklausomi kintamieji									
H2 :	Įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys	+	+	+					
	Įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra iki 2004 m. prie ES prisijungusios šalys	+	+	+					
	<i>Skirtumas</i>	+				-	-	-	
H3:	Tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai	+	+	+					-
	Vietiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai	-	-	+					+
	<i>Skirtumas</i>	+				-	-	-	
	BVP vienam gyventojui skirtumai tarp sandorio šalių	+							+
H4:	Kultūriniai skirtumai	+							+
H5:	Susijungimai ir įsigijimai tarp instituciškai nutolusių bendrovių	+							-



	Susijungimai ir įsigijimai tarp instituciškai artimų bendrovių	-	+	+						+
	<i>Skirtumas</i>	+								
<b>H 6:</b>	Įsigyjanti ar prisijungianti įmonė įsikūrusi bendrosios teisės šalyje	+	+	+						
	Įsigyjanti ar prisijungianti įmonė įsikūrusi civilinės teisės šalyje	-	+	+						
	<i>Skirtumas</i>	+							-	
<b>Kontroliniai kintamieji</b>										
	Įsigyjančios įmonės dydis	-								+
	Skolos santykis	+								
	Sandorio dydis	-								+
	Listingavimas	+								
	Santykinė vertė	+								+
	Įsigyjamų įmonių susietumas	+								-
	Sandorio finansavimo būdas	+								-
	Įsigyjančios įmonės balansinė vertė	+								-

#### Žymos ir reikšmės:

	Žymi, kad parametro reikšmė nebuvo vertinama pasirinktu metodu
	Žymi, kad empirinio tyrimo metu rastos parametro reikšmės nebuvo nustatytos kaip statistiškai reikšmingos
+	Žymi, kad empirinio tyrimo metu identifikuotos statistiškai reikšmingos teigiamos parametro reikšmės
-	Žymi, kad empirinio tyrimo metu identifikuotos statistiškai reikšmingos neigiamos parametro reikšmės

Disertacijoje kelta hipotezė, kad įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą (akcijų kainos prieaugį), kai susijungimai ir įsigijimai yra vykdomi tarptautinėje, o ne vidaus rinkoje. Kumuliatyvios anomalios gražos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo metu parodė, kad tarptautiniai ir vidaus rinkos susijungimų ir įsigijimų sandoriai generuoja bendrovių vertės padidėjimą trumpuoju laikotarpiu. Nepaisant to, remiantis nepriklausomojo kintamojo analizės rezultatais, priešingai iškeltai trečiajai

hipotezei, skirtumas tarp tarpvalstybinių ir vidaus rinkos susijungimų ir įsigijimų sandorių yra neigiamas ir statistiškai reikšmingas.

Disertacijoje hipotezuota, kad kuo didesni kultūriniai skirtumai tarp įsigyjančiosios ir įsigyjamoms bendrovių kilmės šalies, tuo didesnė grąža gaunama sandorio paskelbimo metu. Atlikta daugialytė skerspjūvio analizė šią hipotezę patvirtina.

Disertacijoje hipotezuota, kad susijungimai ir įsigijimai tarp instituciškai nutolusių bendrovių generuoja įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę naudą. Vienalytė ir daugialytė skerspjūvio analizės parodė priešingus rezultatus. Nustatyta, kad susijungimai ir įsigijimai tarp instituciškai nutolusių bendrovių generuoja įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę žalą, o susijungimai ir įsigijimai tarp instituciškai artimų bendrovių generuoja įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę grąžą.

Disertacijos šešta hipotezė yra patvirtinama iš dalies, nes nepriklausomo kintamojo analizė parodė, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų skirtumas tarp bendrosios ir civilinės šalies sandorių yra neigiamas.

Šeši iš aštuonių kontrolinių kintamųjų nustatyti kaip statistiškai reikšmingai aiškinantys akcijų kainos pokytį aplink sandorio paskelbimą. Remiantis sudarytu modeliu ir daugialytės skerspjūvio analizės rezultatais, įsigyjančios įmonės dydis, sandorio dydis ir santykinė vertė teigiamai veikia įsigyjančiosios įmonės akcijų kainą aplink sandorio paskelbimą. Tuo tarpu, įsigyjančiosios ir įsigyjamoms įmonės susietumas, sandorio finansavimo būdas ir įsigyjančiosios įmonės balansinė vertė neigiamai veikia įsigyjančiosios įmonės akcijų kainą aplink sandorio paskelbimą.

## IŠVADOS

Šioje disertacijos dalyje trimis lygmenimis pateikiamos disertacijos išvados bei pristatomos problemos, su kuriomis buvo susidurta rašant darbą, identifikuojami disertacijos ribotumai ir pateikiamos rekomendacijos ir pasiūlymai.

### **1. Remiantis atlikta mokslinių tyrimų, kurių objektas buvo susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka, apžvalga ir analize, disertacijoje daromos šios išvados:**

- Egzistuojanti literatūrinė medžiaga ir empiriniai tyrimai, kurių objektas yra susijungimų ir įsigijimų sandoriai, yra klasifikuojami į 4 pagrindines kategorijas: sandorių priežastys, elgsena, moderatoriai ir rezultatai.
- Susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkai būdingas cikliškumas, t.y. išskiriami įvairūs laikotarpiai, kurių metu išryškėja žymus susijungimų bei įsigijimų sandorių kiekio augimas bei rinkos aktyvumo laipsnio išaugimas. Susijungimų ir įsigijimų cikliškumas skiriasi tarp pasaulio regionų. Susijungimų ir įsigijimų sandorių Q-teorija, industrinių šokų teorija, vadovavimo veiksnių laisvės teorija ir pervertintų akcijų teorija aiškina susijungimų ir įsigijimų sandorių bangas ir cikliškumą.
- Šiuo metu ekonominėje literatūroje išskiriamos šešios susijungimų bei įsigijimų bangos, kurių bendri bruožai yra: ekonominės sąlygos yra pagrindinis faktorius, įtakojantis susijungimų sandorių rinkos augimą, kreditavimas, pramonės šokai, pasikeitimai valstybių vykdomoje politikoje bei inovacijos, globalizacija.
- Susijungimų ir įsigijimų sandoriai sudaro reikšmingą dalį tiesioginių užsienio investicijų rinkoje. Veiksniai veikiantys tiesioginių užsienio investicijų ir susijungimų ir įsigijimų sandorių kryptis yra panašūs.
- Konkrečios šalies pasirinkimą vykdyti susijungimo ir įsigijimų sandorius joje veikia politinė šalies struktūra, ekonominiai veiksniai, verslą skatinantys veiksniai.
- Skirtingi autoriai pažymi tiek teigiamus, tiek neigiamus, tiek neutralius susijungimų ir įsigijimų sandorių efektus priimančių šalių ekonomikoms. Teigiami susijungimų ir įsigijimų sandorių efektai ekonomikoms: išaugęs vietinės įmonės produktyvumas, potencialų ekonomikos vystymasis, sumažėjęs nedarbas, naujų technologijų ir žinių perdavimas, papildomų mokesčių surinkimas vyriausybėms, atskirų ekonomikos sektorių vystymosi strategijų rėmimas, vadovavimo žinių potencialas, vietinių

įmonių dalyvavimas tiekėjų ir subrangovų tinkle, geresnis vietinės infrastruktūros ir paslaugų sektoriaus išnaudojimas. Susijungimų ir įsigijimų sandorių nauda yra didesnė šalyse, kuriose vyrauja demokratinis prekybos ir investicijų režimas, aktyvi konkurencijos politika, makroekonominis stabilumas, privatizavimas ir dereguliavimas. Teigiamų ir neigiamų poveikių pasiskirstymas priklauso nuo susijungimų ir įsigijimų sandorių atžvilgiu vykdomos ekonominės politikos, verslo aplinkos ir kitų faktorių. Esant nepalankioms sąlygoms, susijungimų ir įsigijimų sandoriai gali atnešti neigiamų rezultatų: produktyvumo sumažėjimas, užimtumo lygio sumažėjimas, tyrimų ir plėtros intensyvumo sumažėjimas, vietinės rinkos koncentracijos išaugimas, grėsmė kitų vietinių įmonių užsidarymui, vietinės akcijų rinkos sumažėjimas dėl akcijų perkėlimo į užsienio akcijų rinką, įsigytų įmonių antikonkurencinės reakcijos, nepagrįstai žemos įsigyjamų įmonių kainos, dingusi konkurencija vietinėje rinkoje.

- Mokslininkai ir tyrėjai naudoja skirtingus susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo apibrėžimus. Apibrėžimo pasirinkimas priklauso nuo nagrinėjamos perspektyvos ir pasirinkto metodo.
- Trumpalaikio ir ilgalaikio įvykio tyrimai, apskaitos tyrimai ir vadovų apklausos (atvejo tyrimai) – dažniausiai naudojamos ir labiausiai nusistovėjusios susijungimų ir įsigijimų veiklos rezultatų vertinimo įmonių lygiu vertinimo metodikos.
- Vertinant susijungimų ir įsigijimų rezultatus ir poveikį ekonomikai, rekomenduojama naudoti bendrąją pusiausvyros analizę, atvejo tyrimą, ekonominio augimo modelį, panelinių duomenų regreso metodą, apibendrintojo momentų metodo įvertinį ir neoklasikinį Solow-Swan, Ramsey-Coopmans-Kass augimo modelį. Pabrėžtina, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių poveikio ekonomikai tyrimų yra nedaug, nes kyla problemų dėl duomenų gavimo.
- Remiantis disertacijoje sukurta ir pateikiama susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo įmonių lygiu metodikas ir susijungimų ir įsigijimų rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikas apimančia metodologine sistema, vertinant susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus ir jų veiksnius, būtina įvertinti sandorių kompleksiskumą ir vykdyti holistinę analizę bei naudoti daugialypę sandorių vertinimo metodologiją.
- Disertacijoje keltos šešios hipotezės:

- H1: Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo metu.
- H2: Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą (akcijų kainos prieaugį), kai yra įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys.
- H3: Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą (akcijų kainos prieaugį), kai susijungimai ir įsigijimai yra vykdomi tarptautinėje, o ne vidaus rinkoje.
- H4: Kuo didesni kultūriniai skirtumai tarp įsigyjančiosios ir įsigyjamoms bendrovių kilmės šalies, tuo didesnė grąža gaunama sandorio paskelbimo metu.
- H5: Įsigijimai tarp instituciškai nutolusių bendrovių duoda įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę naudą.
- H6: Įsigyjančiosios bendrovės akcininkai bendrosios teisės šalyje gauna didesnę naudą negu civilinės teisės šalies bendrovės akcininkai.

## **2. Disertacijoje mokslinis-empirinis tyrimas vykdytas šiais etapais:**

- Vadovaujantis Brown ir Warner (1985), MacKinley (1997) ir Bruner (2004) aprašytomis atvejo tyrimo metodologijomis, disertacijoje vykdyta įvykio studija, kurios metu buvo analizuota, kokį poveikį susijungimų ir įsigijimų sandoriai daro įsigyjančių įmonių akcijų kainoms, kokia situacijų grupė grupė (moderatoriai) ir kaip veikia susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus. Įvykio tyrimas yra pasirinktas disertacijoje nagrinėjam objektui tirti dėl keleto priežasčių:
  - Pirma, atvejo tyrimo pagrindas yra įmonių akcijų kainų vertės, kurios atskleidžia tikrąją įmonių vertę. Atvejo tyrimo rezultatai negali būti manipuliuojami buhalterinių verčių pelno rodikliais, kurie gali būti iškreipti pasirinkus tam tikras buhalterines procedūras.
  - Antra, trumpalaikio vertės pokyčio matavimas tiksliausiai įvertina tikėtiną sandorio generuojamą dabartinę grąžą įmonių akcininkams.
  - Galiausiai, apskaičiuotos akcijų rinkos vertėmis grįstos grąžos tiesiogiai įvertina investuotojams sukurtą grąžą bei disponuoja į

ateitį žvelgiančios vertės kūrimo perspektyva, nes būsimi pinigų šrautai yra įskaičiuoti į akcijų kainas.

- Pirmas žingsnis atliekant įvykio tyrimą buvo susijungimų ir įsigijimų sandorių identifikavimas. Antru etapu buvo identikuojami įvertinimo (-250;-10) ir įvykio (-10;+30) langai. Trečia, S&P 350 akcijų indeksas buvo parinktas kaip lyginamasis indeksas ir, remiantis juo, bei individualių įmonių akcijų kainų pokyčiais įvertinimo laikotarpiu, buvo apskaičiuota anomali ir kumuliatyvi anomali gražos. Galiausiai buvo vykdomas testavimas, atliekami parametriniai ir neparametriniai testai. Disertacijoje analizuojami akcijų kainų pasikeitimai susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo dieną, prieš- ir po paskelbimo periodais. Vykdyta vienaalytė analizė, daugialytė analizė ir mažiausių kvadratų metodo regresijos analizė.
- DataStream 5.1 duomenų bazė pasitelkta identifikuoti Europos įmones, kurios dalyvavo susijungimų ir įsigijimų sandoriuose. Remiantis šia duomenų baze surinkta informacija apie sandorio charakteristikas, besijungiančias įmones, įmonių akcijų kainas. CIA World Fact Book, Eurostat, ECB, UNCTAD, Heritage foundation ir Geert Hofstede duomenų bazės pasitelkiamos surenkant informaciją apie šalių ekonomikas. Visuma šių šaltinių sudarė disertacinio darbo empirinio tyrimo duomenų pagrindą.
- Viešai listinguojamų susijungimų ir įsigijimų sandorius 2004 – 2017 m. laikotarpiu vykdžiusių Europos Sąjungos įmonių akcijų kainos ir jų pokyčiai aplink sandorio paskelbimą sudaro empirinio tyrimo pagrindą. Remiantis DataStream 5.1. duomenų baze, identikuota, kad 2004 – 2017 m. periodu įvyko 3.040 aktualių sandorių, kurių visuminė vertė siekia 1,394 trln. USD. Atsižvelgiant į empirinio tyrimo metu kylusias problemas dėl kasdienių įmonių akcijų kainų gavimo, disertacijoje atliekamo empirinio tyrimo duomenų pagrindą sudaro viešai listinguojamų Švedijos, Vokietijos bei 13 Europos Sąjungos šalių, kurios prie ES prisijungė 2004 m. ir vėliau, susijungimų ir įsigijimų sandoriai 2004-2017 m. laikotarpiu.

### **3. Atlikus empirinį tyrimą gauti šie rezultatai:**

- Nagrinėjant ES-28 susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką 2004 – 2017 m. periodu, identifiкуotos tendencijos ir ES susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos tendencijos:
  - ES-28 susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekio ir vertės dinamikos 2004-2017 m. laikotarpiu analizė parodė, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka aktyviausia buvo 2004-2008 m. laikotarpiu. Iš viso tuo laikotarpiu įvyko 1.474 sandoriai (48,5 proc.

visų sandorių 2004-2017 m. periodu), kurių vertė siekia 819 mlrd. USD (58,7 proc. visų sandorių vertės 2004-2017 m. periodu). 2009-2017 m. periodu ES-28 susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumo lygis buvo žemesnis. Lyginant šiuos du etapus (2004-2008 su 2009-2017 m.) pastebėtina, kad 2004-2008 m. kasmet buvo įvykdomi vidutiniškai 295 sandoriai, tai 2009-2017 m. vidutiniškai buvo įvykdomi tik 174 sandoriai (41 proc. smukimas). Tiesa, pažymėtina, kad vėlesnis laikotarpis pasižymi didesnės vertės susijungimų ir įsigijimų sandoriais.

- Nagrinėjamu laikotarpiu vidaus rinkoje vykusių susijungimų ir įsigijimų dalis sudarė 76 proc., o tarpšalinių 24 proc., tačiau šių sandorių vertė buvo 50 proc. Tai implikuoja, kad tarpšalinių susijungimų ir įsigijimų sandorių įvyksta 3,2 karto mažiau nei vietinių sandorių, tačiau tarpšalinių susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė yra trigubai didesnė.
- 2004 – 2017 m. laikotarpiu vidutiniškai 85 proc. kasmetinių sandorių atveju buvo įsigyjama privati, o ne viešai listinguojama įmonė. Be to, pastebėtina, kad 2004 – 2017 m. privačių įsigijamų įmonių dalis bendrame sandorių kiekyje nuosaikiai augo nuo 80 iki 95 proc. Tai leidžia preziumuoti, kad įmonių vadovai didesnę vertę ir potencialias sinergijas mato privačių, o ne viešai listinguojamų įmonių įsigijime.
- Nagrinėjamu laikotarpiu vidutiniškai 7,5 proc. visų sandorių įsigyjama įmonė buvo įsikūrusi ES-13 šalyje, o vidutinė susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė ES-13 šalyse sudarė tik 2 proc. Tai implikuoja, kad susijungimai ir įsigijimai ES-13 šalyse yra mažesni nei susijungimai ir įsigijimai ES-15 šalyse.
- Vidutinė sandorių vertė per pastaruosius 30 metų išaugo kartais. Vidutinė sandorio ES vertė 1987-1991 m. laikotarpiu tebuvo 20 mln. eurų. Tai implikuoja daugiau nei 20 kartų didesnę vertę nagrinėjamu laikotarpiu.
- Aktyviausiai susijungimų ir įsigijimų sandorius Europoje vykdo bendrovės iš Jungtinės Karalystės (49 proc. visų ES-28 valstybių sandorių ir 18 proc. bendros vertės).
- Į ES-13 valstybių įmones atvykstančios investicijos yra didesnės nei iš ES-13 šalių išvykstančios investicijos. Sandorių kiekis yra 18 proc., bendra sandorių vertė 65 proc., o vidutinė sandorių vertė yra

40 proc. didesni atvykstančių nei išvykstančių susijungimų ir įsigijimo sandorių.

- Atliktas įvykio tyrimo leidžia daryti šias išvadas dėl susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo įtakos:
- Susijungimai ir įsigijimai didina įsigyjančiosios įmonės vertę, vidutiniškai įsigyjančiosios įmonės akcininkai patiria statistiškai reikšmingą 7,08% akcijų kainos prieaugį trijų dienų aplink sandorį laikotarpiu. Išankstinės informacijos apie sandorio paskelbimą nutekėjimas nėra aktuali problema. Trumpuoju laikotarpiu po susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo, įsigyjančiųjų įmonių akcijų kainos ne tik išlaiko, bet ir padidina sandorio paskelbimo metu sukurtą akcijų kainų prieaugį.
- Disertacijoje kelta hipotezė, kad įsigyjančiosios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą (akcijų kainos prieaugį), kai yra įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys. Kumuliatyvios anomalios grąžos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo metu analizė parodė, kad tiek susijungimų ir įsigijimų atvejais, kai įsigyjamos bendrovės, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys, tiek susijungimų ir įsigijimų atvejais, kai įsigyjamos bendrovės, kurios kilmės šalis yra iki 2004 m. prie ES prisijungusios šalys, įsigyjančiosios įmonės akcininkams generuoja statistiškai reikšmingą akcijų kainos padidėjimo grąžą. Nepaisant to, remiantis empirinio tyrimo rezultatais, priešingai iškeltai antrajai hipotezei, įsigyjančiosios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai yra įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra iki 2004 m. prie ES prisijungusios šalys.
- Disertacijoje kelta hipotezė, kad įsigyjančiosios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą (akcijų kainos prieaugį), kai susijungimai ir įsigijimai yra vykdomi tarptautinėje, o ne vidaus rinkoje. Kumuliatyvios anomalios grąžos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo metu parodė, kad tarptautiniai ir vidaus rinkos susijungimų ir įsigijimų sandoriai generuoja bendrovių vertės padidėjimą trumpuoju laikotarpiu. Nepaisant to,



remiantis nepriklausomojo kintamojo analizės rezultatais, priešingai iškeltai trečiajai hipotezei, skirtumas tarp tarpvalstybinių ir vidaus rinkos susijungimų ir įsigijimų sandorių yra neigiamas ir statistiškai reikšmingas.

- Disertacijoje hipotezuota, kad kuo didesni kultūriniai skirtumai tarp įsigyjančiosios ir įsigyjamoms bendrovių kilmės šalies, tuo didesnė grąža gaunama sandorio paskelbimo metu. Atlikta daugialytė skerspūvio analizė šią hipotezę patvirtina.
- Disertacijoje hipotezuota, kad susijungimai ir įsigijimai tarp instituciškai nutolusių bendrovių generuoja įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę naudą. Vienalytė ir daugialytė skerspūvio analizė parodė priešingus rezultatus. Nustatyta, kad susijungimai ir įsigijimai tarp instituciškai nutolusių bendrovių generuoja įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę žalą, o susijungimai ir įsigijimai tarp instituciškai artimų bendrovių generuoja įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę grąžą.
- Disertacijos šešta hipotezė yra patvirtinama iš dalies, nes nepriklausomo kintamojo analizė parodė, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų skirtumas tarp bendrosios ir civilinės šalies sandorių yra neigiamas.
- Šeši iš aštuonių kontrolinių kintamųjų nustatyti kaip statistiškai reikšmingai aiškininantys akcijų kainos pokytį aplink sandorio paskelbimą. Remiantis sudarytu modeliu ir daugialytės skerspūvio analizės rezultatais, įsigyjančios įmonės dydis, sandorio dydis ir santykinė vertė teigiamai veikia įsigyjančiosios įmonės akcijų kainą aplink sandorio paskelbimą. Tuo tarpu, įsigyjančiosios ir įsigyjamoms įmonės susietumas, sandorio finansavimo būdas ir įsigyjančios įmonės balansinė vertė neigiamai veikia įsigyjančiosios įmonės akcijų kainą aplink sandorio paskelbimą.

#### **4. Rašant darbą buvo susidurta su keletu problemų ir apribojimų:**

- Pirminiame disertacijos variante buvo ketinta įvertinti ryšius tarp susijungimų ir įsigijimų sandorių mikro- ir makro-lygmenų. Šiuo tikslu disertacijoje buvo siūlomas modelis - „Susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo metodikas ir susijungimų ir įsigijimų poveikio ekonomikai vertinimo metodikas apimanti metodologinė sistema“. Tačiau toliau vystant disertaciją, atliekant gilesnę literatūros apžvalgą ir analizę nepavyko identifikuoti glaudžių ryšių tarp šių skirtingų lygmenų.

- Atsižvelgiant į šią situaciją, disertacijoje atliktas empirinis tyrimas apsiriboja įvykio tyrimo metodologija.
- Buvo susidurta su problemomis dėl duomenų gavimo. Disertacijoje atliekamo tyrimo gavimui buvo būtina prieiga prie duomenų bazės, kuri suteiktų prieigą ne tik prie susijungimų ir įsigijimų sandorių identifikavimo, bet ir sudarytų galimybę nustatyti dienas įmonių akcijų kainas, sandorio ir besijungiančių įmonių charakteristikas. Tokį funkcionalumą siūlo DataStream ir Bloomberg duomenų bazės. Tarp Lietuvos aukštųjų mokyklų tik Kauno Technologijos Universitetas turi finansų ir rinkų laboratoriją „Bloomberg Financial Markets Lab“. Kitos aukštosios mokyklos nesudaro galimybės gauti laisvą prieigą prie reikiamų duomenų bazių. Atsižvelgiant į situaciją, prieiga prie DataStream 5.1. duomenų bazės buvo gauta per Norve Sececurites AS Lietuvos filialą turimą DataStream 5.1. licenziją.
  - Dėl resursų trūkumo dirbant su duomenų baze ir atliekant empirinį tyrimą reikėjo siaurinti duomenų imtį, nebuvo galima išnagrinėti visų ES-28 valstybių ir buvo nuspręsta susiaurinti imtį iki sandorių, vykusių Švedijoje, Vokietijoje ir prie ES 2004 m. ir vėliau prisijungusių valstybių.
  - Apžvelgiant egzistuojančią mokslinę ir empirinę literatūrą buvo pastebėta, kad dauguma studijų nagrinėja susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus išsivysčiusiose regionuose, stambiose ekonomikose arba atskirose šalyse (daugiausia atvejo tyrimų). Tuo tarpu yra aiškus trūkumas studijų, nagrinėjančių susijungimų ir įsigijimų sandorius besivystančiuose regionuose ir šalyse. Disertacijoje buvo siekta prisidėti prie mokslo, žinių ir suvokimo sintezės šioje perspektyvoje auginimo, tačiau gauti empiriniai duomenys parodė, kad aktualių susijungimų ir įsigijimų sandorių dalis šiame regione yra maža palyginus su išsivysčiusių šalių ekonomikomis. Be to, atsižvelgiant į mokslinių tyrimų trūkumą, galimybės palyginti disertacijoje gautus rezultatus su kitų mokslininkų darbais yra ribotos.

**5. Remiantis disertacijos turiniu ir empiriniu tyrimu daromos šios rekomendacijos bei teikiami pasiūlymai:**

- Remiantis atliktais empiriniais tyrimais, sukurtas modelis paaiškina tik daugiau nei 60 proc. akcijų kainų pokyčio aplink sandorio paskelbimą. Maža aiškinamoji galia yra sąlygota pasirinktų kintamųjų nepriklausomų ir kontrolinių kintamųjų paprastumo ir viešai prieinamos informacijos apie įmones trūkumo. Be to, atlikta empirinė įvykio studija susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus vertinimo iš trumpalaikės perspektyvos ir

išskirtinai per akcijos kainos dinamikos aplink susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo perspektyvą. Atsižvelgiant į tai, ateities tyrimuose vertėtų apsvarstyti alternatyvių metodologijų susijungimų ir įsigijimų sandoriams vertinti panaudojimui. Rekomenduojama įvertinti siūlomo modelio „Susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo metodikas ir susijungimų ir įsigijimų poveikio ekonomikai vertinimo metodikas apimanti metodologinė sistema“ galimybes.

- Disertacijoje, įmonių akcijų kainos ir jų pokyčiai identifikuoti kaip trumpalaikių susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų ekvivalentas. Nepaisant to, skelbiant susijungimų ir įsigijimų sandorius bendrovių vadovų pareiškimai dėl susijungimų ir įsigijimų sandorių tikslų dažnai būna platesni nei akcijų kainos didėjimas. Atsižvelgiant į tai, ateities studijos šioje tematikoje galėtų įtraukti atskirų susijungimų ir įsigijimų sandorių priežastis bei organizacinę strategiją į susijungimų ir įsigijimų sandorių vertinimo modelį.

## LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. ACHIM, A. (2015) Recent trends in the study of mergers and acquisitions. *E&M Economics and Management*. 17(1), 123-133. doi: 10.15240/tu 1/001/2015-1-010.
2. ADAMS, S. (2008). Globalization and Income Inequality: Implications for Intellectual Property Rights // *Journal of Policy Modeling*. No. 30, pp. 725–735.
3. AITKEN, B., HARRISON, A. (1999). Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela // *The American Economic Review*. Vol. 89, No. 3, pp. 605–618.
4. AGHION, P., BLOOM, N., BLUNDELL, R., GRIFFITH, R., HOWITT, P. (2005). Competition and Innovation: an Inverted-U Relationship // *Quarterly Journal of Economics*. No. 120, pp. 701–728.
5. AGRAWAL, A., J. F. JAFFE AND G. N. MANDELKER. (1992). The postmerger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly. *Journal of Finance*, 47, pp. 1605–1621.
6. AHERN, K.R. AND HARFORD, J. (2014). The Importance of Industry Links in Merger Waves. *The Journal of Finance*. Volume 69, Issue 2, April 2014, pp. 527-576.
7. ALFARO, L., CHANDAB, A., OZCANC, S. K., SAYEKD, S. (2004). FDI and Economic Growth: the Role of local Financial Markets // *Journal of International Economics*. No. 64, pp. 89–112.
8. ANDRADE, G., MITCHELL, M. L., STAFFORD, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. – *Harvard Business School Working Paper*. No. 01–070.
9. ANGWIN, D. (2004). Speed in M&A integration: the first 100 days. *European Management Journal*, 22, pp. 418–430.
10. ARISTIDIS B., VASILEIOS A. V., PYRROS P. (2013) *Mergers and acquisitions as the pillar of foreign direct investment*. New York : Palgrave Macmillan, 2013.- xvi, 299, [2] p.
11. ASLANOGLU, E. (2000). Spillover Effects of Foreign Direct Investments on Turkish Manufacturing Industry // *Journal of International Development*. No. 12, pp. 1111–1130.
12. ARIK, E., KUTAN, A. M. (2015). Do Mergers and Acquisitions Create Wealth Effects? Evidence from Twenty Emerging Markets. *Journal Eastern European Economics* Volume 53, 2015 - Issue 6.

Pages 529-550.

13. BALIAMOUNE-LUTZ, M. N. (2004). Does FDI Contribute to Economic Growth? Knowledge about the Effects of FDI Improves Negotiating Positions and Reduces Risk for Firms Investing in Developing Countries // *Business Economics*. Vol. 39, No. 2, pp. 49–56.
14. BANY-ARIFFIN, A. N., HISHAM, M. MCGOWAN JR., C., B. (2016). Macroeconomic factors and firm's cross-border merger and acquisitions. *Journal of Economics and Finance*. Volume 40, Issue 2, pp 277–298.
15. BARRO, R. (1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries // *Quarterly Journal of Economics*. Vol. CVI, No. 2, pp. 407–444.
16. BARRO, R. & SALA, M. (1995). Economic Growth. New York: McGraw-Hill, Chap. 5.
17. BECKETTI, S. (1986). Corporate Mergers and the Business Cycle // *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*. No. 71, pp. 13–26.
18. BECKENSTEIN, A. R. (1979). Merger Activity and Merger Theories: An Empirical Investigation Economics // *The Antitrust Bulletin*. No. 24, pp. 105–128.
19. BENOIT, V. C.; XAVIER, B.; ALAIN, F. (2010). Takeovers and bidders' return determinants on announcement date, *Journal of Applied Business and Economics* 11(1): 89–104.
20. Billington, N. (1999). The Location of Foreign Direct Investment: An Empirical Analysis. *Alied Economics*, 31(1), 65–72.
21. BLANCHARD, O.J. AND M.W. WATSON, 1986, "Are Business Cycles All Alike?", in Gordon, R. (ed.), *The American Business Cycle: Continuity and Change*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 123-56.
22. Blomström, M., Persson, H. (1983). Foreign Investment and Spillover Efficiency in an Underdeveloped Economy: Evidence from the Mexican Manufacturing Industry // *World Development*. Vol. 11, No. 6, pp. 493–501.
23. BLOMSTRÖM, M., LIPSEY, R. E., ZEJAN, M. (1996). Is Fixed Investment the Key to Economic Growth? // *Quarterly Journal of Economics*. No. 111. Vol. 1, pp. 269–276.
24. BLOMSTRÖM, M., SJOHOLM, F. (1999). Technological Transfer

- and Spillover: does Local Participation with Multinational Matter?  
// *European Economic Review*. No. 43, pp. 915–13.
25. BLOMSTRÖM, M., WOLF, E. (1994). *Multinational Corporations and Productivity Convergence in Mexico / In Convergence of Productivity: Cross – National Studies and Historical Evidence*, eds. W. Baumol, R. Nelson, E. Wolf. – Oxford: University Press.
  26. BLONIGEN, B., TAYLOR, C. (2000). R&D Activity and Acquisitions in High Technology Industries: Evidence from the US Electronics Industry // *Journal of Industrial Economics*. Vol. 47, No. 1, pp. 47–71.
  27. BRUNER, F. R. (2004). Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker. *Journal of Applied Finance*, 12, 48-68.
  28. BORENSZTEIN, E., DE GREGORIO, J., LEE, J.-W. (1998). How does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth // *Journal of International Economics*. No. 45, pp. 115– 135.
  29. BUCKLEY J.P. IR GHOUR N. P. (2002) *International Mergers and Acquisitions: A Reader* 1st Edition Cengage Learning EMEA; 1 edition (May 16, 2002). 448 pages. ISBN-10: 1861528000, ISBN-13: 978-1861528001
  30. CABALLERO, R. J., JAFFE, A. B. (1993). How High are the Giants’ Shoulders: An Empirical Assessment of Knowledge Spillovers and Creative Destruction in a Model of Economic Growth // NBER Chapters, in *NBER Macroeconomics Annual*. Vol. 8, pp. 15–86.
  31. CALDERON, C., LOAYZA, N., SERVEN, L. (2004). Greenfield Foreign Direct Investment and Mergers and Acquisitions – Feedback and Macroeconomic Effects. – Policy, *Research Working Paper*. No. WPS 3192, Vol. 1.
  32. CANTWELL, J. (1989). *Technological Innovation and Multinational Corporations*. – Basil Blackwell, Oxford. pp. 239.
  33. CAPRON, L. (1999). The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strategic Management Journal*, 20, pp. 987– 1018.
  34. CARKOVIC, M. V., LEVINE, R. (2002). *Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?* – University of Minnesota Department of Finance Working Paper. doi: 10.2139/ssrn.314924.
  35. CAVES, R. E. (1974). Multinational Firms, Competition and Productivity in Host-Country Markets // *Economica*. Vol. 41, No.

- 162, pp. 176–193.
36. CHEN, C. (1996). Regional Determinants of Foreign Direct Investment in Mainland China // *Journal of Economic Studies*. No. 23, pp. 18–30.
  37. CERRATO, D., ALESSANDRI, T., DEPPERU, D. (2016). Long Range Planning. No. 49, pp. 171-185.
  38. Chang, S. 1998. Takeovers of privately held targets, methods of payment and bidders return. *The Journal of Finance*, 53(2) 773-784.
  39. CHARI, A., OUMET, P. P., & TESAR, L. L. (2010). The value of control in emerging markets. *Review of Financial Studies*, 23(4): 1741–1770.
  40. CHOI, S. H., JEON, B. N. (2011). The Impact of the Macroeconomic Environment on Merger Activity: Evidence from US Time-Series Data // *Applied Financial Economics*. No. 21, Vol. 4, pp. 233–249. doi: 10.1080/09603107.2010.528365.
  41. CHUANG, Y., LIN, C. (1999). Foreign Direct Investment, R&D and Spillover Efficiency: Evidence from Taiwan’s Manufacturing Firms // *The Journal of Development Studies*. Vol. 35, No. 4, pp. 117–137.
  42. CHIRIAC, I., IULIANA, E. G. (2015). The Study of the Evolution of M&As in the Current Economic Context. *Ovidius University Annals, Series Economic Sciences*. Vol. 15 Issue 1, p237-241. 5p.
  43. COEURDACIER, NICOLAS AND DE SANTIS, ROBERTO A. AND AVIAT, ANTONIN (2009). Cross-Border Mergers and Acquisitions and European Integration. *Economic Policy*, Vol. 24, Issue 57, pp. 55-106. January 2009. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1319566> or <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0327.2009.00218.x>
  44. CORTE’S, L., M., GARCI’A, J., J., AGUDELO, D. (2015). Effects of Mergers and Acquisitions on Shareholder Wealth: Event Study for Latin American Airlines. *Latin American Business Review*, 16:205–226.
  45. CORTE’S, L., M., AGUDELO, D. AND MONGRUT, S. (2017). Waves and Determinants in Mergers and Acquisitions: The Case of Latin America. *Emerging Markets Finance & Trade*, 53:1667–1690.
  46. CONN, R.L., COSH, A., GUEST, P.M. AND HUGHER, A. (2005). The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Financing and Accounting*. 32, 815-870.

47. CMS (2008). Fortress Europe. The Risk of Rising Protectionism in Europe, 07.01.2009. Prieiga per internetą: <<http://www.cmslegal.com/newsmedia/news/newsdetail/pages/default.aspx?PublicationGuid=64cb4272-74d7-436b-9956-055d1ffab1b7>>, [žiūrėta 2016 03 13].
48. CLARK, J., CHAKRABARTI, A., CHIAN. T. (1988). Trend and Stochastic Movements in U.S. Merger Activity // *Quarterly Review of Economics and Business*. No. 28, pp. 5–18.
49. DOYTCH, N., CAKAN, S. (2011). Growth Effects of Mergers and Acquisitions: A Sector-level Study of OECD Countries // *Journal of Applied Economics & Business Research*. Vol. 1, Iss. 3, pp. 120–129.
50. DRIFFIELD, N. (2001). *The Impact on Domestic Productivity of Inward Investment in the UK* // Manshester School. Vol. 69, No. 1, pp. 103–119.
51. DUCHIN, R. A AND SCHMIDT, B. (2013). Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions. *Journal of Financial Economics* 107 (2013) 69–88.
52. DUNNING, J. H. (1993). *Multinational enterprises and the global economy*. Reading, MA: Addison-Wesley Publishing.
53. DUNNING, J. H. (1988). The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extension // *Journal of International Business Studies*. No. 19, Vol. 1, pp. 1–31.
54. DUNNING, J. H. (1995). Reappraising the Eclectic Paradigm in an Age of Alliance Capitalism // *Journal of International Business Studies*. No. 26, Vol. 3, pp. 461–491.
55. DUNNING, J. H. (2009). Location and the Multinational Enterprise: A Neglected Factor & Quest // *Journal of International Business Studies*. No. 40, Vol. 1, pp. 5–19.
56. DONG, M., HIRSHLEIFER, D., RICHARDSON, S., TEOH, S. H. (2006). Does Investor Misperception Drive the Takeover Market? // *Journal of Finance*. No. 61, pp. 725–762.
57. EGIP - *European Group for investor protection* (2005), 22.09.2007. Available from: [http://www.egip.org/root/index.php?page\\_id=128](http://www.egip.org/root/index.php?page_id=128).
58. EIJE, H. AND WIEGERINCK, H. (2010). Shareholders' reaction to announcements of acquisitions of private firms: Do target and bidder markets make a difference? *International Business Review*. 19, 360-377.



59. ESTRIN, S., HUGHES, K., TODD, S. (1997). *Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe*. – London: Royal Institute of International Affairs.
60. FRANKS, J., MAYER, C. (1996). Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure // *Journal of Financial Economics*. No. 40, pp. 163–181.
61. FUGAZY, D., COLLINS, A. (2015). Closing Time. Mergers & Acquisitions: *The Dealermaker's Journal*. Vol. 50 Issue 6, p16-20. 5p.
62. GARFINKEL, J. A. AND HANKINS, K. (2011). The role of risk management in mergers and merger waves. *Journal of Financial Economics*, 2011, vol. 101, issue 3, 515-532.
63. GAUGHAN, P.A. (2015). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. John Wiley & Sons, Business & Economics - 480 pages.
64. GFC/NET - Global Financial Communication Network (2007). Economic Patriotism/Nationalism Likely to Intensify According to Business Journalists Worldwide. *Business Wire*, 12.11.2007. Available from: <http://www.allbusiness.com/trade-development/trade-development-finance/5420005-1.html>.
65. GOLBE, D. L., WHITE, L. (2000). *A Time Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy / In Corporate Takeovers*, ed. A. Auerbach. – Chicago: University of Chicago Press, pp. 265–305.
66. GORT, M. (1969). An Economic Disturbance Theory of Mergers // *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 83, No. 4, pp. 624–642.
67. GINTALAS, A. (2011). Metodologijos ir metodo samprata. Socialinių mokslų studijos. *Societal studies*. 2011, 3(3), p. 983–996. ISSN 2029–2236
68. GIRLING, R. (1973). *Dependency and Persistent Income Inequality / In Structures of Dependency*, eds. F. Bonilla and R. Girling. – Stanford, CA: Institute of Political Studies, pp. 83–101.
69. GRANIER, L. (2008). Endogenous Mergers and Cost Heterogeneity // *Applied Economics*. Vol. 40, No. 14, pp. 1865–1871.
70. GRIGORIEVA, S., & PETRUNINA, T. (2013). *The performance of mergers and acquisitions in emerging capital markets: new evidence*. Basic research program. Working papers. Series: financial economics. WP BRP 20/FE/2013.

71. GROSSMAN, G. M., HELPMAN, E. (1991). Trade, Knowledge Spillovers and Growth // *European Economic Review*. No. 35, Vol. 3, pp. 517–526.
72. GUERARD, J. JR. (1989). Mergers, Stock Prices, and Industrial Production: Further Evidence // *Economics Letters*. Vol. 30, Iss. 2, pp. 161–164.
73. GUGLER, K., MUELLER, D. C., BURCIN YURTOGLU, B. (2004). Marginal q, Tobin's q, Cash Flow and Investment // *Southern Economic Journal*. No. 70, Vol. 3, pp. 512–531.
74. HADDAD, M. IR HARRISON, A. (1993). Are there Positive Spillovers from Direct Foreign Investment? Evidence from Panel Data for Morocco // *Journal of Development Economics*. No. 42, pp. 51–74.
75. HADDAD, VALENTIN, ERIK LOUALICHE, AND MATTHEW PLOSSER. (2017). Buyout activity: the impact of aggregate discount rates, *Journal of Finance* 72, no. 1: 371-414.
76. HALEBLIAN, J. AND S. FINKELSTEIN (1999). The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: a behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44, pp. 29–56.
77. HALEBLIAN, J., DEVERS, E.C. ET AL. (2009). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda // *Journal of Management*. Vol. 35, No. 3, pp. 469–502.
78. HARFORD, J. (2005). What Drives Merger Waves? // *Journal of Financial Economics*. No. 77, pp. 529–560.
79. HALLER, S. A. (2005). The Impact of Multinational Entry on Domestic Market Structure and R&D. – *Economics Working Papers* 16. European University Institute.
80. HASPELAGH, P.C. AND JEMISON, D. B. (1991). *Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*. The Free Press, New York, NY
81. HAUSER, B. (2015). *Internal and External Context Specificity of Leadership in M&A Integration*. Springer Gabler. ISBN 978-3-658-08077-8
82. HITT, M. A., HOSKISSON, R. E., IRELAND, R. D., HARRISON, J. S. (1991). Effects of Acquisitions on R&D Inputs and Outputs // *Academy of Management Journal*. Vol. 34, No. 3, pp. 693–706.

83. HERGER, N. AND MCCORRISTON, S. (2016). *Horizontal, Vertical, and Conglomerate Cross-Border Acquisitions*. IMF Economic Review. Vol. 64, No. 2.
84. HENDERSON, JR. AND GLENN, V. (1990). Problems and solutions in conducting event studies. *Journal of risk and insurance*. Vol. 57, issue 2, pp. 282-306
85. HOMBURG, C. AND M. BUCERIUS (2006). Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness, *Strategic Management Journal*, 4, pp. 347–367.
86. IKIARA, M. M. (2003). *Foreign Direct Investment (FDI), Technology Transfer, and Poverty Alleviation: Africa's Hopes and Dilemma*. – ATPS Special Paper Series 16. Prieiga per internetą: <<http://www.atpsnet.org/pubs/specialpaper/SPS%2016.pdf>>, [žiūrėta 2016 03 13].
87. JENSEN, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // *American Economic Review*. No. 76, pp. 323–329.
88. JENSEN, M. C. (2004). Agency Costs of Overvalued Equity. – *ECGI Working Paper Series in Finance*.
89. JOVANOVIĆ, B., ROUSSEAU, P. (2002). The Q-Theory of Mergers // *American Economic Review*. Vol. 92, Iss. 2, pp. 198–204.
90. KANCEREVIČIUS G. (2009) *Finansai ir investicijos*. Smaltija. 904 psl. ISBN: 9789955707646
91. KAMARAJ, C. (2008). *Foreign Direct Investment*, 04.03.2009. Prieiga per internetą: <[http://www.indianmba.com/Occasional\\_Papers/OP203/op203.html](http://www.indianmba.com/Occasional_Papers/OP203/op203.html)>, [žiūrėta 2016 03 13].
92. KAWAI, H. (1994). International Comparative Analysis of Economic Growth: Liberalization and Productivity // *Developing Economies*. No. 32, pp. 372–397.
93. KOKKO, A. (2006). *The Home Country Effects of FDI in Developed Economies*. – The European Institute of Japanese Studies Working Paper Series 225.
94. KOKKO, A., TANSINI, R., ZEJAN, M. C. (1996). Local Technological Capability and Productivity Spillovers from FDI in the Uruguayan Manufacturing Sector // *The Journal of Development Studies*. No. 32, pp. 602–611.

95. KOHANOVSKIJ, V. P., ET AL. (2009) Osnovy filosofii nauki: Uchebnoe posobie dlja aspirantov [Fundamentals of Philosophy of Science: The textbook for graduate students]. Izd. 6-e. Rostov n/D: Feniks, 2008, p. 307.
96. KOLASA, M. (2008). How does FDI Inflow Affect Productivity of Domestic Firms? The Role of Horizontal and Vertical Spillovers, Absorptive Capacity and Competition // *The Journal of International Trade & Economic Development*. Vol. 17, No. 1, pp. 155–173.
97. KOPPFELS, U. (2015). A Fresh Look at the EU Merger Regulation? The European Commission's White Paper "Towards More Effective EU Merger Control". *Liverpool Law Review*. Apr2015, Vol. 36 Issue 1, p7-31. 25p. DOI: 10.1007/s10991-015-9163-x.
98. KRSTEVSKA, A, & PETROVSKA, M. (2012). The economic impacts of the foreign direct investments: panel estimation by sectors on the case of Macedonian economy. *Journal of Central Banking Theory and Practice*. UDC: 330.322(497.7). 2012, 2, pp. 55-73.
99. KUSEWITT, J. (1985). An exploratory study of strategic acquisition factor relating to performance. *Strategic Management Journal*, 6, pp. 151–169.
100. LEBEDEV, S., PENG, M., W., XIE, E., STEVENS, C., E., (2015). Mergers and acquisitions in and out of emerging countries. *Journal of World Business* 50 (2015) 651–662.
101. L.G.ARNOLD. (2002) Business Cycle Theory: book —New York: Oxford University Press, 2002- 13 p.- ISBN 978-0-19-925682-2
102. LI, J., LAM, K. C. K., KARAKOWSKY, L., QIAN, G. (2003). Firm Resource and First Mover Advantages: a Case of Foreign Direct Investment (FDI) in China // *International Business Review*. No. 12, pp. 625–645.
103. LIN, C. H. (2008). Role of Foreign Direct Investment in Telecommunication Industries: A Developing Countries' Perspective // *Contemporary Management Research*. Vol. 4, No. 1, pp. 29–42.
104. LIPSEY, R. E. (2002). Home and Host Country Effects of FDI. – Paper for ISIT *Conference on Challenges to Globalization*.
105. LIU, X., SILER, P., WANG, C., WIE, Y. (2000). Productivity

- Spillovers from Foreign Direct Investment: Evidence from UK Industry Level Panel Data // *Journal of International Business Studies*. Vol. 31, No. 3, pp. 407–425.
106. LOBANOVA, J., Z., KRAČUN, A., KAVKLER, A. (2016). Growth Effects of Cross-border Mergers and Acquisitions in European Transition Countries. *Journal of contemporary issues in economics and business*. Volume 62, Issue 4 (Dec 2016).
  107. LU, Q. (2004). *Do mergers destroy value? Evidence from failed bids*. Working Paper, Kellogg School of Management, Northwestern University.
  108. MACKENZIE, I (2017). Mergers & Acquisitions in the European Union. Acquisition Activity & Economic Performance. *Economic Studies & Analyses / Acta VSFS*. ISSN: 1802-792X.
  109. MAČEK, A., OVIN, R. (2006). Cross-Border Mergers and Acquisitions – a Cause for Growing Economic Nationalism? // *2006 Business & Economics Society International Conference*. Vol. 2, pp. 415-424.
  110. MAČEK, A. (2006) *A Comparative Analysis of the Economic Effects of Cross-Border Mergers and Acquisitions in European Countries*. Chapter 6. Business, Management and Economics » "International Trade from Economic and Policy Perspective", book edited by Vito Bobek, ISBN 978-953-51-0708-8.
  111. MAKSIMOVIC, V., PHILLIPS, G. AND YANG, L. (2013). Private and Public Merger Waves. *The Journal of Finance*. Volume 68, Issue 5, October 2013, pp. 2177-2217.
  112. MARCHICK, D. M., SLAUGHTER, M. J. (2008). *Global FDI Policy: Correcting a Protectionist Drift*. – United States Council on Foreign Relations. Paper No. 34, Council on Foreign Relations Press.
  113. MARKIDES, C. AND D. OYON. (1998). International acquisitions: do they create value for shareholders? *European Management Journal*, 16, pp. 125–135.
  114. MALIK, M., L, AMAR, M., A, KHAN, S., & KHAN, F. (2014). Mergers and Acquisitions: A Conceptual Review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*. ISSN 2162-3082. 2014, Vol. 4, No. 2.
  115. MCCARTHY, K., J., DOLFSMA W. (2015). The Euro and its

- Impact on the Number, Size, Performance and Regional Spread of European Mergers and Acquisitions. *Regional Studies*, Vol. 49, No. 8, 1407–1422.
116. MCWILLIAMS, A. AND SIEGEL, D. (1997). Event studies in management research: theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal*. Vol. 40, No. 3, pp. 626-657.
  117. MEGLIO, O., & RISBERG, A. (2010). Mergers and acquisitions—Time for a methodological rejuvenation of the field? *Scandinavian Journal of Management* (2010) 26, 87—95.
  118. MELICHER, R., LEDOLTER, J., D'ANTONIO, L. (1983). A Time Series Analysis of Aggregate Merger Activity // *Review of Economics and Statistics*. No. 65, pp. 423–429.
  119. MENCINGER, J. (2004). Tuje neposredne naložbe-mana z neba? // *Gospodarska gibanja*. No. 362, pp. 25–44.
  120. MITCHELL, M. L., MULHERIN, J. H. (1996). The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity // *Journal of Financial Economics*. No. 41, pp. 193–229.
  121. MIYAZAKI, H. (2009). An Analysis of the Relation between R&D and M&A in High-Tech Industries // *Applied Economics Letters*. No. 16, pp. 199–201.
  122. MORLEY, J., & WARD, T. (2009). European Monitoring Centre on Change. European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions. *ERM case studies: The consequences of mergers and acquisitions*. <http://www.eurofound.europa.eu/observatories/emcc/comparative-information/erm-case-studies-the-consequences-of-mergers-and-acquisitions>
  123. MOSCHIERI, C., CAMPA, J., M. (2014). New trends in mergers and acquisitions: Idiosyncracies of the European market. *Journal of Business Research* 67 (2014) 1478–1485
  124. MOTTALEB, K. A. (2007). Determinants of Foreign Direct Investment and Its Impact on Economic Growth in Developing Countries. Prieiga per internetą: <[http://mpa.ub.uni-muenchen.de/9457/1/MPRA\\_paper\\_9457.pdf](http://mpa.ub.uni-muenchen.de/9457/1/MPRA_paper_9457.pdf)>, [žiūrėta 2016 03 13].
  125. MULHERIN, J. H., BOONE, A. L. (2000). Comparing Acquisitions and Divestitures // *Journal of Corporate Finance*. Vol. 6, Iss. 2, pp. 117–139.

126. NADIRI, M. I. (1991). *Innovations and Technological Spillovers*. – Working Paper 31. New York University.
127. NAIR, R. U., WEINHOLD, D. (2001). Causality Tests for Cross-country Panels: a New Look at FDI and Economic Growth in Developing Countries // *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*. No. 63. Vol. 2, pp. 153–171.
128. NELSON, R. L. (1959). *Merger Movements in American History, 1895–1956*. – Princeton: Princeton University Press.
129. NEUHAUS, M. (2006). *The Impact of FDI on Economic Growth an Analysis for the Transition Countries of Central and Eastern Europe*. – Physica Verlag.
130. NONNEMBERG, M. B., DE MENDONÇA M. J. C. (2004). The Determinants of Foreign Direct Investment in Developing Countries / In: Anais do XXXII Encontro Nacional de Economia 61. Prieiga per internetą: <<http://ideas.repec.org/p/anp/en2004/061.html>>, [žiūrėta 2016 03 13].
131. NOORDIN, B., A., A., KAMARUDIN, F., & ANWAR, N., A., M. (2015). Wealth Effect and Macroeconomics Factors of a Firm's International Merger and Acquisition Exercise: Empirical Evidence from Multinational Firms. *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, 2015, 26(5), 469–477
132. NELSON, R.L. (1959). *Merger Movements in American Industry, 1895-1956*. Princeton: Princeton University Press.
133. NETO, P., BRANDAO, A., CERQUEIRA, A. (2008). *The Impact of FDI, Cross-Border Mergers & Acquisitions and Greenfield Investment on Economic Growth*. – FEP working paper 291.
134. NICKELL, S. (1996). Competition and Corporate Performance // *Journal of Political Economy*. Vol. 104, Iss. 4, pp. 724–746.
135. NGUYEN, N.H. AND PHAN. H.V. (2017). Policy Uncertainty and Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Volume 52, Issue 2 April 2017 , pp. 613-644
136. OXELHEIM, L., RANDOY, T., STONEHILL, A. (2001). On the Treatment of Finance-Specific Factors with the OLI Paradigm // *International Business Review*. No. 10, pp. 381–398.
137. RHODES-KROPF, M., VISWANATHAN, S. (2004), Market Valuation and Merger Waves // *Journal of Finance*. No. 59, pp. 2685–2718.
138. PANDYA, S. S. (2016). Political economy of foreign direct

- investment: Globalized production in the twenty-first century. *Annual Review of Political Science*, 19, 455–475.
139. PAPADAKIS, V. M. (2005). The role of broader context and the communication program in merger and acquisition implementation success. *Management Decision*, 43, pp. 236–255.
  140. PAPADAKIS, V., M., & THANOS, I., C. (2010). Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria. *British Journal of Management*. Volume 21, Issue 4, pages 859–873, December 2010.
  141. PEREZ, T. (1998). *Multinational Enterprises and Technological Spillovers*. – The Netherlands: Harwood Academic Publishers.
  142. PEREZ, R. P. (2008). A Regional Approach to Study Technology Transfer through Foreign Direct Investment: the Electronics Industry in Two Mexican Regions // *Research Policy*. Vol. 37, No. 5, pp. 849–860.
  143. RAMASWAMY, K. (1997). The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the US. *Academy of Management Journal*, 40, pp. 697–715.
  144. REISEN, H. (1999). After the Great Asian Slump: Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows. Policy Brief 16. – Paris: OECD Development Centre.
  145. ROSSI, S., PAOLO, F., VOLPIN, F. P. (2004). Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions // *Journal of Financial Economics*. No. 74, pp. 277–304.
  146. ROWOLDT, M., STARKE, D. (2016). The role of governments in hostile takeovers – Evidence from regulation, anti-takeover provisions and government interventions. *International Review of Law and Economics*, Volume 47, Pages 1-15.
  147. RUBINSON, R. (1976). The World Economy and the Distribution of Income within States: A Cross-National Study // *American Sociological Review*. No. 41, pp. 638–659.
  148. SAMER, A. (2015). On mergers, monetary policy and output durability. *Applied Economics Letters*. Vol. 22 Issue 6, p461-465. 5p.
  149. SCHLINGEMANN, F. P., STULZ, R. M., WAKLING, R. A. (2002). Divestitures and the Liquidity of the Market for corporate Assets // *Journal of Financial Economics*. No. 64, Vol. 1, pp. 17–144.



150. SCHLEIFER, A., VISHNY, R. W. (2003). Stock Market Driven Acquisitions // *Journal of Financial Economics*. No. 70, pp. 295–311.
151. SCHNEIDER, F., & FREY, B. S. (1985). Economic and Political Determinants of Foreign Direct Investment. *World Development*, 13(2), 161–175.
152. SEDLÁČEK, J., VALOUCH, P., & KONEČNÝ, A. (2011). *Analysis of merger and acquisition development in the Czech Republic in 2001–2010*. 8th International scientific conference Financial management of firms and financial institutions Ostrava VŠB-TU Ostrava, faculty of economics, finance department 6th – 7th September 2011.
153. SHERMAN, A. J., HART, M. A. (2006). *Mergers and acquisitions from A to Z* (Second edition). // United States of America, New York: AMACOM
154. SHUGHART, W. F., TOLLISON, R. D. (1984). The Random Character of Merger Activity. – *Economics and Finance Faculty Publications*. Paper 482.
155. SIEGFRIED, J, SWEENEY, G. (1982), The Incidence of Price Changes in the U.S. Economy, *Review of Economics and Statistics*, 64:191-203.
156. STEINER, P. O. (1975). *Mergers: Motives, Effects, and Policies*. – Ann Arbor: University of Michigan Press. 359 p.
157. STEPHAN, J. (2005). *Technology Transfer via Foreign Direct Investment in Central and Eastern Europe*. Theory, Method of Research and Empirical Evidence. – England: Palgrave Macmillan.
158. SUDARSANAM, S. AND A. A.MAHATE . (2006). Are friendly acquisitions too bad for shareholders and managers? Long-term value creation and top management turnover in hostile and friendly acquirers. *British Journal of Management*, 17, pp. S7–S30.
159. TAYLOR IR FRANCIS GROUP (2004). *Determinants of Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from EU Accession Candidates*. Prieiga per internetą: <<http://jobfunctions.bnet.com/abstract.aspx?docid=313929>>, [žiūrėta 2016 03 13].
160. TORLAK, E. (2004). Foreign Direct Investment, Technology Transfer, and Productivity Growth in Transition Countries Empirical Evidence from Panel Data. Prieiga per internetą:

- <<http://ideas.repec.org/p/got/cegedp/26.html>>, [žiūrēta 2016 01 20].
161. TOWN, R. J. (1992). Merger Waves and the Structure of Merger and Acquisition Time-Series // *Journal of Applied Econometrics*. Vol. 7, pp. 83–100.
  162. TREVINO, L. J., DANIELS, J. D., & ARBELAEZ, H. (2002). Market Reform and FDI in Latin America: an Empirical Investigation. *Transnational Corporations*, 11(1), 29–48.
  163. TSANG, M., HAUCK, D. (2007). Stock Markets Contract as M&A Overtakes Equity Sales. Prieiga per internetą: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aOgjATE5e50s&refer>>, [žiūrēta 2016 05 01].
  164. TSAI, P. L. (1995) Foreign Direct Investment and Income Inequality: Further Evidence // *World Development*. No. 23, pp. 469–483.
  165. UDDIN, M., BOATENG, A. (2011). Explaining the Trends in the UK Cross-Border Mergers & Acquisitions: An Analysis of Macroeconomic Factors // *International Business Review*. No. 20, pp. 547–556.
  166. UHLENBRUCK, K. AND CASTRO, J.O. (2000). Foreign acquisitions in Central and Eastern Europe: outcomes of privatization in transitional economies. *Academy of Management Journal*, Vol. 43 Issue 3, pp. 381-402.
  167. UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development (1991). *World Investment Report 1991*. The Triad in Foreign Direct Investment. – New York.
  168. UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development (1998). *World Investment Report 1998*. Trends and Determinants. – New York.
  169. UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development (2000a). *World Investment Report 2000*. Cross-Border Mergers, Acquisitions, and Development. – New York and Geneva.
  170. UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development (2000b). Impact of Cross-Border Mergers and Acquisitions on Development and Policy Issues for Consideration. Prieiga per internetą: <<http://www.unctad.org/en/docs/c2em711.en.pdf>>, [žiūrēta 2016 03 20].
  171. UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development (2006). *World Investment Report 2006*. FDI from Developing and

- Transition Economies, Implications for Development. – New York and Geneva.
172. UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development (2007). *World Investment Report 2007*. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development. – New York and Geneva.
  173. UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development (2008). *World Investment Report 2008*. Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge. – New York and Geneva.
  174. VAARA, E, TIENARI, J., SAURI, N. & BJOERKMAN, I. (2001). *Global Capitalism Meets National Spirit: Discourses in Media Texts on a Cross-border Acquisition*. Paper presented at the 2nd Critical Studies Conference, Manchester, 09.11.2004, Available from: <http://www.mngt.waikato.ac.nz/ejrot/cmsconference/2001/Papers/Lanaguage%20of%20New%20Capitalism/Vaara.pdf>.
  175. VANCEA, M. (2013). Mergers And Acquisitions Waves From The European Union Perspective. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*. Dec2013, Vol. 22 Issue 2, p272-283. 12p.
  176. VAZIRANI, N. (2015). A Literature Review on Mergers and Acquisitions Waves and Theories. *SIES Journal of Management*. Vol. 11 Issue 1, p3-9. 7p.
  177. VERTER, G. (2002). *Timing Merger Waves*. – Working paper, Harvard University.
  178. WANG, M., WONG, M. C. S. (2009). What Drives Economic Growth? The Case of Cross-Border M&A and Greenfield FDI Activities // *Kyklos*. Vol. 62, No. 2, pp. 316–330.
  179. WANN, C., LAMB, N. H. (2016). Are Investor Reactions to Mergers and Acquisitions Dependent upon the Economic Cycle? *Journal of Accounting & Finance* (2158-3625). Vol. 16 Issue 6, p61-73. 13p.
  180. XU, J. (2017). Growing through the merger and acquisition. *Journal of Economic Dynamics & Control* 80 (2017) 54–74.
  181. XU, E., Q. (2017). Cross-border merger waves. *Journal of Corporate Finance* 46 (2017) 207–231.
  182. ZAREMBA, A., & PŁOTNICKI, M. (2016). Mergers and acquisitions: Evidence on post-announcement performance from CEE stock markets. *Journal of Business Economics and Management*. Volume 17, 2016 - Issue 2.
  183. ZHUANG, H., GRIFFITH, D. (2013). The Effect of Mergers &

- Acquisitions and Greenfield FDI on Income Inequality // *International Journal of Applied Economics*. No. 10, Vol. 1, pp. 29–38.
184. ZOLLO, M., & MEIER, D. (2008). What Is M&A Performance? *Academy of Management Perspectives*. August 1, 2008 vol. 22 no. 3 55-77.
185. ZVEZDANOVIĆ LOBANOVA, J., KRAČUN, D., & KAVKLER, A. (2016). Growth Effects of Cross-border Mergers and Acquisitions in European Transition Countries. *Naše gospodarstvo/Our Economy*, 62(4), 3–11. DOI: 10.1515/ngoe-2016-0019.

## PRIEDAI

**1 PRIEDAS.** Disertacijoje analizuojamos duomenų imties vidutinės anomalios grąžos ir t-testo, standartizuoto t-testo, apibendrinto žymėjimo ir laipsniškumo testų reikšmės.

Die na	Vidutinė kumuliat yvi grąža	T- testas	T- testa s (sta nd)	Jarque- Beta	% teigia mų sand orių	Žymėji mo testas (angl. generali zed sign test)	Laipsnišku mo testas (angl. rank test)
-10	0,31%	0,97	- 0,02	1686905	0,50	1,21	0,26
-9	-0,04%	-0,39	- 0,78	2031188	0,50	1,13	0,32
-8	0,03%	0,42	0,75	5126518	0,48	1,97**	2,64**
-7	0,71%	0,13	0,84	9480852	0,51	0,71	1,22
-6	-0,33%	-1,25	0,14	1179846	0,50	1,13	0,57
-5	0,09%	0,25	1,95	4417815	0,47	2,55	2,19**
-4	-0,64%	-1,21	- 0,81	5546746	0,50	1,05	0,31
-3	0,14%	0,54	1,07	1445945	0,48	1,97**	0,81
-2	-0,20%	-1,19	- 1,55	39901	0,47	2,47**	3,20*
-1	0,86%	2,83	3,17	213580	0,50	0,96	1,11
0	6,77%	4,75	5,38	98177,1	0,63	4,64*	7,68*
1	-0,55%	-2,11	- 2,18	11134,3	0,55	0,96	1,81***
2	-0,17%	-0,79	- 1,56	12256,3	0,54	0,54	1,49
3	0,12%	-1,04	- 0,24	1044940	0,49	1,71***	1,38
4	-0,49%	-1,18	0,20	3164356,	0,53	0,21	0,03
5	0,52%	-1,31	0,08	3396972,	0,50	1,21	1,32
6	0,53%	2,06	2,88	15531,50	0,55	1,30	2,10**
7	-0,07%	0,18	0,01	14086,75	0,52	0,38	0,77
8	-0,06%	-0,41	- 0,37	6805,03	0,50	1,21	1,74

9	-0,26%	-0,19	-1,90	1128,11	0,51	0,71	0,23
10	-0,35%	-1,20	-1,19	2569072	0,46	2,89*	3,29*
11	0,22%	-0,37	0,80	4682644	0,50	1,21	1,34
12	0,09%	0,43	-0,44	6319306	0,50	1,30	0,05
13	0,03%	1,02	1,73	9782091	0,53	0,29	0,51
14	-0,11%	0,69	0,08	2860398	0,51	0,54	0,19
15	-0,26%	-1,08	-0,34	7818633	0,49	1,38	0,90
16	0,18%	-1,33	-1,01	7329542	0,48	2,13**	1,55
17	-0,11%	-2,17	-2,78	2975138	0,45	3,47*	3,64*
18	-0,12%	1,14	0,98	3878068	0,53	-0,04	0,71
19	-0,45%	-0,76	-1,12	1338470	0,46	2,97*	2,37**
20	0,00%	-1,08	-1,37	2466304	0,48	2,05**	1,64
21	0,18%	1,09	0,93	11060,94	0,44	3,80*	3,12*
22	0,48%	-1,60	-0,64	2470836	0,52	0,04	0,91
23	0,04%	-1,65	-1,54	2447641	0,46	3,14*	2,36**
24	0,01%	0,41	-0,42	26329,85	0,57	2,05**	2,41**
25	-1,19%	-0,05	0,07	8092061	0,48	1,88***	0,97
26	0,86%	-0,60	-0,41	12139,94	0,49	1,38	1,32
27	-0,18%	-1,57	-1,47	2038740	0,45	3,39*	2,91*
28	-0,10%	1,37	0,89	5204205	0,47	2,55**	0,26
29	1,66%	-0,63	-0,48	5300716	0,48	2,22**	2,50**
30	0,32%	1,30	0,85	3331048	0,53	-0,04	2,02

## SANTRAUKA

Besikeičiančiose pasaulio rinkose įmonių susijungimai ir įsigijimai yra svarbi ekonomikos ir tarptautinių įmonių valdymo strategijos dalis. Remiantis Thomson Reuters duomenimis, 2017 m. pasauliniu mastu įvykusių globalių susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė viršijo 3,5 trln. JAV ir ketvirtus metus iš eilės siekė daugiau nei 3 trln. JAV dolerių. Pagrindinis susijungimų ir įsigijimų sandorių motyvas yra vertės kūrimas. Nors susijungimų ir įsigijimų strateginiai planai tiesiogiai yra labiausiai susiję su finansų valdymo perspektyva, bet savo prigimtyje jie yra tarpdisciplininis dialogas tarp ekonomikos, apskaitos, buhalterijos, finansų, ekonomikos, strategijos, tarptautinio verslo, teisės, marketingo, žmogiškųjų išteklių ir sociologijos.

Disertacijoje analizuojamos **temos aktualumą** kitų mokslininkų atliktų tyrimų kontekste apibrėžia keletas momentų:

- ✓ Remiantis tradicine ekonomikos teorija, išsivysčiusios ekonomikos šalys pritraukia didelės vertės investicijas ir investuoja į kitas išsivysčiusias šalis, nes jos turi panašų institucinį pagrindą ir yra veikiamos panašaus rinkos vystymosi. Tačiau po ekonominių reformų 1980-aisiais ir 1990-aisiais išsivysčiusios šalys pradėjo investuoti besivystančiose ekonomikose daugiausia dėl rinkos potencialo ir pigios darbo jėgos. Pandya (2016) pažymi, kad susijungimai ir įsigijimai kartu su tiesioginėmis užsienio investicijomis tapo pagrindine globalios ekonominės integracijos varomąja jėga, kuriai be būdinga dosni finansinė parama, dvišalių ir daugiašalių sutarčių pasirašymas. Atsižvelgiant į tarptautinius srautus ir pokyčius ekonomikoje, svarbu nustatyti ir pasirinkti pageidaujama sandorio vykdymo šalį.
- ✓ Tradicinė finansų ir industrinės organizacijos mokslų problematika susijungimų ir įsigijimų sandorių kontekste nagrinėja susijungimų ir įsigijimų sandorių priežastis ir efektus. Tikriausiai labiausiai fundamentalus nagrinėjamas klausimas yra potencialus kompromisas tarp išaugusios rinkos galios ir išaugusio efektyvumo. Nors teorija yra aiški, bet empirinis efektų įvertinimas yra sudėtingas. Be to, aktualūs susijungimų ir įsigijimų sandorių efektai ekonomikoje yra svarbūs ne tik akademinėje literatūroje, bet ir yra vienas pagrindinių klausimų socialinės gerovės srityje.

- ✓ Globalus susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumas, sandorių vertės ir kiekio augimas neišvengiamai keičia ne tik į sandorius įtrauktų įmonių veiklą, bet ir pramoninį ir ekonominį šalių kraštovaizdį. Susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumo augimas pažymi, jog verslo veiklų internacionalizavimas tapo būtinybe bendrovėms išgyventi. Pasinaudodamos susijungimais ir įsigijimais, gilindamos ir platindamos tarpvalstybines vertės grandines, besivystančios į tarptautines bendroves įmonės generuoja konkurencinius pranašumus.
- ✓ Pažymėtina, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumas yra labai cikliškas ir dabartinės sandorių bangos judėjimas, tikėtina, sutaps su dabartinio ekonomikos ciklo kryptimi. Žvelgiant į ankstesnius istorinius duomenis, pastebima, jog kiekviena susijungimų ir įsigijimų sandorių banga pasiekia vis aukštesnius lygius ir po kiekvienos bangos užsienio investuotojų įsigytų įmonių vaidmuo šalyje ir vietinių įmonių tarptautinių operacijų skaičius išauga. Klausimas, kokią įtaką daro tarpvalstybiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai nėra naujas, tačiau jis tampa vis aktualesnis atsižvelgiant į didėjančių visuminį sandorių kiekį ir vertę. Kaip pažymi Haleblan ir kt. (2009), nors skirtingos mokslo disciplinos (ekonomika, vadyba, sociologija, teisė) sukaupė nemažai žinių apie susijungimų ir įsigijimų sandorius, tačiau joms trūksta teorinės integracijos. Dėl šios priežasties mokslininkų galimybės sintezuoti esmines disciplinų žinias, o verslininkų, politikų ir investuotojų galimybės šias žinias pritaikyti yra ribotos.
- ✓ Nors dauguma išsivysčiusių ir besivystančių pasaulio šalių liberalizavo tiesioginių užsienio investicijų režimus ir politiką, susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos lygio ir aktyvumo augimas reprezentuoja naujus iššūkius. Caves (1987) išžvelgia, jog industrinės organizacijos specialistai buvo pirmieji, nagrinėję susijungimų ir įsigijimų efektus. Vystantis rinkai bei plintant diversifikuojantiems, horizontaliems ir vertikaliesiems sandoriams besidominčių šia sritimi tyrėjų ir mokslo krypties skaičius stipriai išaugo. Susijungimų ir įsigijimų sandoriai daro įtaką plačiam šalių spektrui ir šį įtaką negali būti nagrinėjama izoliuotai. Holistinis susijungimų ir įsigijimų sandorių procesų ir pasekmių supratimas yra svarbus įvairioms suinteresuotoms šalims ir sritims, kurios yra tiesiogiai veikiamos susijungimų ir įsigijimų:



1. Įsigyjančiosios įmonės vadovai, darbuotojai ir akcininkai;
2. Įsigyjamos įmonės vadovai, darbuotojai ir akcininkai;
3. Esami ir potencialūs įsigyjančių ir įsigytų įmonių konkurentai;
4. Tarptautiniame susijungimų ir įsigijimų sandorių kontekste, ekonominė ir socialinė įtaka įsigyjamos įmonės šalis (angl. host/inward country) ir įsigyjančios įmonės šalis (angl. source/outward country).

✓ Susijungimų ir įsigijimų sandorių reikšmė aukščiau išvardintoms suinteresuotoms šalims yra skirtinga, tačiau remiantis Buckley ir Ghauri (2002) apibendrinimu jas vienija tai, kad susijungimų ir įsigijimų sandoriai gali būti nagrinėjami iš kelių plačių perspektyvų:

6. Rinkos įmonių kontrolei (angl. market for corporate control);
  7. Sandorio sąnaudų teorija (angl. transaction cost theory);
  8. Ištekliais pagrįstas įmonės vaizdas (angl. the resource based view of the firm);
  9. Nacionalinių ir organizacinių kultūrų įtaka;
  10. Procesai: strategijos prieš įsigijimų ir susijungimų paskelbimą ir po sandorių paskelbimo, jų vykdymo metu.
- ✓ Brakman ir kt. (2006) savo tyrime naudojo detalią ir plačią tarpšalinių susijungimų ir įsigijimų sandorių imtį. Mokslininkų tyrime išskirti ryšiai tarp skirtingų teorijų ir identifikuotos šios pagrindinės susijungimų ir įsigijimų sandorių empirinės charakteristikos:
6. Dauguma tiesioginių užsienio investicijų vyksta susijungimų ir įsigijimų sandorių forma;
  7. Dalyvaudamos ir vykdydamos susijungimų ir įsigijimų sandorius įmonės sieka naujų rinkų;
  8. Susijungimų ir įsigijimų sandoriai vyksta bangomis (dabartinė banga vis dar vystosi);
  9. Ekonominė integracija (tarptautinė dereguliacija) stimuliuoja susijungimų ir įsigijimų sandorius;
  10. Susijungimų ir įsigijimų sandorių dydis ir nelygybė tarp jų auga laikui bėgant.

Šie stilizuoti faktai ir empirinės charakteristikos turėtų būti plačiau išnagrinėtos bei prisidėti prie tarptautinės ekonomikos supratimo. Nors kai kurie egzistuojantys ekonominiai modeliai (pvz. Neary, 2003) paaiškina dalį empirinių charakteristikų, bet yra ryškus ir aiškus poreikis modelio, kuris pilnai, visa apimančiai ir įvairiai galėtų paaiškinti tiek visuminį susijungimų ir įsigijimų sandorių modelį, tiek atskiras sandorių charakteristikas.

**Mokslinė problematika ir jos ištyrimo lygis.** Disertacijoje nagrinėjamos temos problemišumą sąlygoja atliktų tyrimų teorinės ir praktinės išvalgos. Vertėtų atkreipti dėmesį į šias tyrėjų formuluojamas išvalgas ir tolimesnių tyrimų galimybes:

5. Įvairios mokslinės disciplinos nagrinėja, kodėl įmonės vykdo susijungimų ir įsigijimų sandorius. Dauguma atliktų ekonominių tyrimų patvirtina, jog įsigijimo sandoriai vidutiniškai nėra naudingi įsigyjančioms įmonėms, o didžiausia nauda atitenka įsigyjamai įmonei. Nepaisant to egzistuoja veiksmų ir situacijų grupė (moderatoriai), teigiamai veikiančių sandorių rezultatus. Disertacijoje siekiama įvertinti skirtingų veiksmų įtaką susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatams bei prisidėti prie mokslinės diskusijos nustatant, kokiais atvejais susijungimai ir įsigijimai didina akcininkų disponuojamo turto vertę.

6. Golbe ir White (1993) pirmieji pastebėjo, jog bendrovių susijungimai bei įsigijimai vyksta cikliška. Ekonominėje literatūroje plačiai ir išsamiai yra išnagrinėtos penkios susijungimų ir įsigijimų bangos, apimančios 1893-2002 m. laikotarpį. Nors atskiri autoriai, ekonominių ir statistinių tyrimų centrai, centriniai ir investiciniai bankai nagrinėja, kas yra būdinga dabartiniams sandoriams (2002 – 2016 m. laikotarpis), tačiau dabartinės šeštosios susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos būdingos charakteristikos ir išskirtinumas nėra apibrėžti. Atsižvelgiant, kad kiekvienos bangos metu laikini ir epizodiniai veiksniai daro įtaką rinkos reakcijai į susijungimų ir įsigijimų sandorius, disertacijoje dabartinių sandorių charakteristikos ir elgsena lyginami su ankstesnių bangų veiksniais.

7. Mokslinėje literatūroje tyrimai, nagrinėję susijungimų ir įsigijimų ryšius su makroekonominiais veiksniais, nėra nauja sritis. Pavyzdžiui, Nelson (1959), Gort (1969), Beckenstein (1979), Beckett (1986), Guerard (1989), Andrade ir kt. (2001) ir Mulherin ir Boone (2000) susieja susijungimų ir įsigijimų rinkos aktyvumą su įvairiais makroekonominiais rodikliais. Nepaisant to, nedidelė mokslinių tyrimų dalis nagrinėja, kaip susijungimai ir įsigijimai veikia nacionalinių ekonomikų vystymąsi. Nors atskiros studijos nagrinėja įtaką konkreitiems ekonominiams rodikliams (Nadiri (1991), Blomström ir Wolf (1994), Chuang ir Lin (1999), Liu et al. (2000), Driffield (2001) and Kolasa (2008). Estrin et al. (1997), Ikiara (2003), Torlak (2004), Stephan (2005) and Perez (2008), Lin (2008)), literatūroje ir empiriniuose tyrimuose pasigendama studijos, integruojančios individualius atvejus į visumą. Per pastaruosius dešimt metų globali susijungimų ir įsigijimų sandorių metinė vertė išaugo 4 kartus, o jos dalis pasauliniame BVP minėtu

laikotarpiu kito tarp 4-10 proc. Akivaizdu, kad susijungimų ir įsigijimų rinka sudaro reikšmingą BVP dalį. Dėl to kyla klausimas, kaip tai susijungimai ir įsigijimai veikia pasaulinę ekonomiką ir nacionalinių valstybių ekonomikas. Be to, yra įdomu, ar įmonių įsigijimai ir susijungimai skatina ne tik pačių įmonių augimą ir sandorių tikslų pasiekimą, bet ir visuminių sektorių ir ekonominį augimą.

8. OECD (2002) apžvalgoje nagrinėjami susijungimų ir įsigijimų nauda ir kaštai sandoriams priimančioms nacionalinėms valstybėms. Remiantis tyrimu, teigiama nauda priklauso nuo verslo aplinkos ir institucinių aplinkybių. Aristidis ir kt. (2013) pažymi, jog reikalingas detalesnis tyrimas, nagrinėjantis, kaip susijungimai ir įsigijimai veikia nacionalinių valstybių ekonomikas.

Atsižvelgiant į diskusiją aukščiau, **pagrindinis darbo tikslas** yra nustatyti susijungimų ir įsigijimų sandorių metu sukuriamos vertės didinimo galimybes besijungiančioms įmonėms lygiagrečiai įvertinant tarpusavio ryšius tarp sandorių ir šalių, kuriose jie vyksta, ekonomikų.

Tiksliui pasiekti keliami šie **tyrimo uždaviniai**:

1. Sukurti modelį, nusakantį ryšius ir aplinkybes, kuriomis susijungimai ir įsigijimai potencialiai yra naudingi besijungiančioms įmonėms ir prisideda prie akcininkų disponuojamo turto vertės kūrimo.

2. Atlikti Europos susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos analizę bei identifikuoti pagrindines rinkos tendencijas 2004-2017 m. laikotarpiu.

3. Nustatyti pagrindinius dabartinės susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos Europoje bruožus ir charakteristikas, skirtumus nuo ankstesnių susijungimų ir įsigijimų sandorių bangų. Išsiaiškinti, kokios charakteristikos yra būdingos 2008 m. prasidėjusiai šeštajai susijungimų ir įsigijimų bangai ir kurioje ciklo stadijoje šiuo metu randamasi.

4. Sukurti modelį, nusakantį, kaip susijungimai ir įsigijimai yra veikiami makroekonominių kintamųjų.

5. Integruoti sukurtus modelius į visumą, leidžiančią holistiškai įvertinti susijungimų ir įsigijimų sandorius bei galimus jų rezultatus mikro- ir makroekonominiame lygmenyse.

**Gintini teiginiai:**

1. Susijungimų ir įsigijimų sandorių paskelbimas veikia įsigijančios įmonės akcijų kainą. Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo metu.

2. Susijungimų ir įsigijimų sandorių paskelbimo metu generuojama įsigyjančiųjų įmonių akcijų kainos grąža ar nuostolis gali būti aiškinami ne tik sandorio ar įmonės charakteristikomis, bet ir šalies, kurioje yra registruota įsigyjančioji šalis atributų.

3. Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai yra įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys.

4. Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai susijungimai ir įsigijimai yra vykdomi tarptautinėje, o ne vidaus rinkoje.

5. Kultūriniai ir instituciniai skirtumai tarp įsigyjančiosios ir įsigyjamų bendrovių kilmės šalių įsigyjančiosios įmonės akcininkams generuoja akcijų kainų prieaugį sandorio paskelbimo metu.

6. Įsigyjančiosios bendrovės akcininkai bendrosios teisės šalyje gauna didesnę naudą negu civilinės teisės šalies bendrovės akcininkai.

Atsakant į pagrindinį darbo problematiką, tikslą ir iškeltus uždavinius, disertacija yra **naudinga** dėl praktinių ir mokslinių priežasčių:

1. Atsižvelgiant, kad mokslininkai galėjo išskirti tam tikras sąlygas, kurias patenkinus susijungimai ir įsigijimai generuoja vertę, vis dar išlieka mįslinga, kodėl susijungimai ir įsigijimai veda prie vidutinių rezultatų. Galbūt mokslininkų pastebėjimai nepasiekia praktikų, galbūt jie yra nepraktiški ar negalimi įgyvendinti. Taip pat yra tikimybė, kad nors gaunami ir statistikai reikšmingi rezultatai, reikalingi publikacijoms moksliniuose straipsniuose, rezultatai negeneruoja pakankamo akcininkų disponuojamo turto vertės kilimo iki tokio lygio, kad būtų patenkinami sprendimai juos įdiegti. Nepaisant to, yra akivaizdu, kad gilesnis holistinis susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos supratimas yra reikalingas. Atliekamu tyrimu siekiama nustatyti, ar ir jei taip, tai kokiomis sąlygomis susijungimai ir įsigijimai generuoja vertę skirtingoms suinteresuotoms šalims.

2. Atsižvelgiant į dinaminį susijungimų ir įsigijimų vystymąsi ekonomistams, politikams ir verslininkams svarbu nustatyti bei suprasti, kaip besikeičianti ekonominė aplinka daro įtaką susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumą ir potencialius rezultatus įmonės ar valstybės lygiais.

3. Užsienio kapitalo įtakos ekonominiam augimui ryšiai yra svarbūs ekonominei politikai vystyti ir vykdyti. Atliekamu tyrimu siekiama nustatyti, kaip sandoriai daro įtaką nacionalinių valstybių vystymuisi. Jei užsienio kapitalas, kontroliuojant endogeniškumą ir kitus augimo determinantus, turi

teigiamą įtaką nacionalinių valstybių vystymuisi ir ekonominiam augimui, tuomet susijungimų ir įsigijimų skatinimas ir investicinės aplinkos liberalizavimas turėtų būti apsvarstyti politikų ir ekonomistų. Jei užsienio investicijos neskatina ekonominio augimo, tuomet reikėtų persvarstyti sparčiai plečiamas mokesčių lengvatas, infrastruktūros subsidijas, atleidimą nuo muitų ir kitas priemones, kurias šalys yra priėmusios siekdamos pritraukti užsienio investicijas.

4. Gauti rezultatai turi politinių pasekmių įvertinant susijungimų ir įsigijimų naudą. Sandorius priimančios šalys bijo galimų neigiamų padarinių tokių kaip darbuotojų atleidimas, nuosavybės perleidimas. Tokiu būdu šalys įstatymais mėgina įvesti tam tikrus apribojimus susijungimams ir įsigijimams siekiant apsaugoti vietines įmones.

5. Tendencija link didesnio ekonominio tarpusavio priklausomumo per tiesiogines užsienio investicijas sąlygoja, jog šalių verslo ciklai pasižymės sinchroniškesne elgsena nei anksčiau. Tačiau tai nevienareikšmiškai reiškia, jog tarptautinė produkcija ir gamyba judės ta pačia kryptimi visą laiką. Kaip rodo 1990-ųjų metų patirtis, didelių asimetrinių šokų efektai gali panaikinti teigiamą tarpusavio priklausomybės įtaką. Darbu siekiama išsiaiškinti, kaip susiję verslo bei susijungimų ir įsigijimų sandorių ciklai.

6. Tiesioginės užsienio investicijos tapo svarbiu kanalu tarptautinių šokų ir neramumų perkėlimui. Šie globalūs ryšiai turėtų būti inkorporuoti į globalius modelius, kurie ekonomistų bei tarptautinių organizacijų naudojami prognozavimui, scenarijų įvertinimui ir politikos įvertinimui. Tarptautinė prekyba ir finansinio turto kaina yra pagrindiniai ryšiai tarp individualių ekonomikų ir šių modelių. Suvokimas, kaip tiksliai veikia tiesioginių užsienio investicijų kanalas yra įdomi ir iššūkį kelianti užduotis.

#### **Darbo mokslinis naujumas ir teorinis reikšmingumas:**

- Išanalizuotos ir susistemintos susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus nagrinėjančios teorijos. Remiantis atlikta analize, disertacijoje siūlomas teorijas sisteminantis modelis „Kiekybinio modelio pritaikymas disertacijos hipotezėms: susijungimo/įsigijimo sandorio rezultatai“. Remiantis empirinio tyrimo rezultatais, sukurtas modelis paaiškina 63 proc. disertacijoje nagrinėjamo įvykio dinamikos. Atliktas tyrimas gali būti naudojamas tolesniam susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų problematikos nagrinėjimui bei mokslinių tyrimų šioje srityje vystymui.

- Pasiūlyta susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų tyrimo metodika bei atliktas empirinis tyrimas gali pasitarnauti plėtojant susijungimų ir

įsigijimų sandorius aiškinančias teorijas bei rengiant unifikuotą susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų tyrimo metodiką.

- Detaliai išnagrinėtos ir susistemintos susijungimų ir įsigijimų sandorių vertinimo metodikos mikro ekonomikos ir makroekonomikos lygmenimis. Siūlomas skirtingas metodologijas integruojantis modelis - metodologinė sistema „Susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo metodikas ir susijungimų ir įsigijimų poveikio ekonomikai vertinimo metodikas apimanti metodologinė sistema“. Siūloma sistema reikalauja empirinio ištyrimo, patikrinimo ir generuoja potencialų tyrimo objektą ateities darbams.

- Disertacijoje atliekamo empirinio tyrimo duomenų pagrindą sudaro susijungimų ir įsigijimų sandoriai Švedijoje, Vokietijoje bei 13 Europos Sąjungos šalių, kurios prie ES prisijungė 2004 m. ir vėliau. Atsižvelgiant į disertacijoje pagrįstą tyrimų šiame regione trūkumą, tyrimo metu gauti rezultatai yra aktualūs ir skatina tolimesnes diskusijas, nes dauguma susijungimų ir įsigijimų sandorių teorijų yra išvystytos JAV ir senosiose ES šalyse, isivysčiusiose ekonomikose. Tuo tarpu, nėra aišku, koks šių teorijų validumas ir perspektyvos besivystančiuose regionuose. Disertacijoje gauti rezultatai konfrontuoja tradicinių teorijų perspektyvas bei vertinimus.

#### **Darbo praktinis reikšmingumas:**

- Išanalizuotos ir susistemintos susijungimų ir įsigijimų sandorius rezultatus nagrinėjančios teorijos leidžia holistiškai įvertinti susijungimų ir įsigijimų sandorių įtaką.

- Parengtas modelis „Kiekybinio modelio pritaikymas disertacijos hipotezėms: susijungimo/įsigijimo sandorio rezultatai“ gali būti naudojamas susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų analizei vykdyti bei prognozuoti.

- Tyrimo rezultatai leidžia identifikuoti, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių vykdymas yra įsigyjančiųjų įmonių vertę didinanti veikla. Be to, remiantis empiriniu tyrimu, susijungimų ir įsigijimų sandorių vykdymo metu generuojamos grąžos skirtumai gali būti pagrįsti sandorio charakteristikomis, įmonių charakteristikomis ir šalių, kuriose yra įregistruotos sandorius vykdančios bendrovės, skirtumų. Disertacijoje analizuojami ir grindžiami empiriniai ryšiai leidžia įmonių vadovams, ekonomistams, politikams bei kitiems nagrinėjama sritimi besidomintiems asmenims numatyti susijungimų ir įsigijimų sandorių įtaką.

- Tyrimo instrumentarijus potencialiai gali būti adaptuojamas ir naudojamas ne tik susijungimų ir įsigijimų sandorių paskelbimui, bet ir kitiems įvykiams analizuoti. Pavyzdžiui, vykdant tiesiogines užsienio

investicijas, išleidžiant naujų akcijų emisiją, skelbiant primingą akcijų siūlymą ir kt.

**Mokslinio tyrimo metodai ir metodologinės darbo nuostatos.**

Darbe naudojama mokslinės literatūros analizė, loginė lyginamoji analizė, duomenų grafinė bei statistinė analizė. Taikant abstrakcijos metodą, atlikta mokslinės literatūros analizė ir jos vykdymo metu išgryninti esminiai tyrimo objekto aspektai. Lyginamosios analizės metodas pritaikomas gretinant skirtingas teorijas, gautus empirinio tyrimo rezultatus. Tyrimui atlikti įmonių lygiu, pasitelkta įvykio tyrimo (angl. event study) metodologija. Atliekama vienalytė ir daugialytė skerspjūvio analizės.

**Moksliniame darbe naudojami šaltiniai:** moksliniai straipsniai ir knygos, ekonominės studijos, ataskaitos ir tarptautinių organizacijų tyrimai naudojami atliekant tyrimo objekto analizę. Kitų mokslininkų atlikti tyrimai ir studijos analizuoti atskleidžiant tyrimo tematikos problematiškumą. Vykdomą empirinį tyrimą DataStream 5.1 duomenų bazė pasitelkta identifikuoti susijungimų ir įsigijimų sandoriuose 2004-2017 m. dalyvavusias Europos įmones, gauti sandorių charakteristikas, įmonių akcijų kainas. Informacija ir duomenys prieinami CIA World Fact Book, Eurostat, ECB, UNCTAD, Heritage foundation ir Geert Hofstede duomenų bazėse papildoma disertacijoje atlikta įvykio studija.

**Mokslinio tyrimo eiga.** Mokslinio darbo tyrimo eiga ir struktūra grindžiama tyrimo tikslui pasiekti iškeltų uždavinių pagrindu. Pirmoje disertacijos dalyje nagrinėjamas susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos mokslinis ištyrimo lygis ir pristatomos vertės kūrimo susijungimų ir įsigijimų sandoriais potencialo galimybės. Pristatomas su moksliniu tyrimu susijęs problematiškumas ir egzistuojantis kitų mokslininkų bei tyrėjų įdirbis disertacijos tematikoje. Antroje disertacijos dalyje nagrinėjami susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikų teoriniai aspektai ir taikymo praktiko. Šiame skyriuje aptariamos mokslininkų atliekamų empirinių tyrimų turinys ir problematika. Antrame disertacijos skyriuje kritiškai įvertinamos susijungimų ir įsigijimų sandorių įtakos bendrovių ir ekonomikų lygmenimis metodologijos. Skyrius užbaigiamas disertacijos autoriaus sukurtu teoriniu modeliu, apjungiančiu susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo įmoniu lygiu metodikas su susijungimų ir įsigijimų rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikomis. Trečioje darbo dalyje ES susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka pagrindžiama kaip tyrimo objektas, suaktualizuojamos ir suformuojamos galutinės disertacijos hipotezės bei pristatoma disertacijos autoriaus atliekamo empirinio tyrimo

metodologija. Ketvirtoje disertacijos dalyje pristatomi atlikto empirinio tyrimo rezultatai. Disertacija baigiama išvadomis, rezultatų aptarimu ir rekomendacijomis.

Disertacijoje pateikiamos žemiau išvardintos išvados bei pristatomos problemos, su kuriomis buvo susidurta rašant darbą, identifikuojami disertacijos ribotumai ir pateikiamos rekomendacijos ir pasiūlymai.

**1. Remiantis atlikta mokslinių tyrimų, kurių objektas buvo susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka, apžvalga ir analize, disertacijoje daromos šios išvados:**

- Egzistuojanti literatūrinė medžiaga ir empiriniai tyrimai, kurių objektas yra susijungimų ir įsigijimų sandoriai, yra klasifikuojami į 4 pagrindines kategorijas: sandorių priežastys, elgsena, moderatoriai ir rezultatai.
- Susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkai būdingas cikliškumas, t.y. išskiriami įvairūs laikotarpiai, kurių metu išryškėja žymus susijungimų bei įsigijimų sandorių kiekio augimas bei rinkos aktyvumo laipsnio išaugimas. Susijungimų ir įsigijimų cikliškumas skiriasi tarp pasaulio regionų. Susijungimų ir įsigijimų sandorių Q-teorija, industrinių šokų teorija, vadovavimo veiksnių laisvės teorija ir pervertintų akcijų teorija aiškina susijungimų ir įsigijimų sandorių bangas ir cikliškumą.
- Šiuo metu ekonominėje literatūroje išskiriamos šešios susijungimų bei įsigijimų bangos, kurių bendri bruožai yra: ekonominės sąlygos yra pagrindinis faktorius, įtakojantis susijungimų sandorių rinkos augimą, kreditavimas, pramonės šokai, pasikeitimai valstybių vykdomoje politikoje bei inovacijos, globalizacija.
- Susijungimų ir įsigijimų sandoriai sudaro reikšmingą dalį tiesioginių užsienio investicijų rinkoje. Veiksniai veikiantys tiesioginių užsienio investicijų ir susijungimų ir įsigijimų sandorių kryptis yra panašūs.
- Konkrečios šalies pasirinkimą vykdyti susijungimo ir įsigijimų sandorius joje veikia politinė šalies struktūra, ekonominiai veiksniai, verslą skatinantys veiksniai.
- Skirtingi autoriai pažymi tiek teigiamus, tiek neigiamus, tiek neutralius susijungimų ir įsigijimų sandorių efektus priimančių šalių ekonomikoms. Teigiami susijungimų ir įsigijimų sandorių efektai ekonomikoms: išaugęs vietinės įmonės produktyvumas, potencialų ekonomikos vystymasis, sumažėjęs nedarbas, naujų technologijų ir žinių perdavimas, papildomų mokesčių surinkimas vyriausybėms, atskirų ekonomikos sektorių vystymosi strategijų rėmimas, vadovavimo žinių potencialas, vietinių



įmonių dalyvavimas tiekėjų ir subrangovų tinkle, geresnis vietinės infrastruktūros ir paslaugų sektoriaus išnaudojimas. Susijungimų ir įsigijimų sandorių nauda yra didesnė šalyse, kuriose vyrauja demokratinis prekybos ir investicijų režimas, aktyvi konkurencijos politika, makroekonominis stabilumas, privatizavimas ir dereguliavimas. Teigiamų ir neigiamų poveikių pasiskirstymas priklauso nuo susijungimų ir įsigijimų sandorių atžvilgiu vykdomos ekonominės politikos, verslo aplinkos ir kitų faktorių. Esant nepalankioms sąlygoms, susijungimų ir įsigijimų sandoriai gali atnešti neigiamų rezultatų: produktyvumo sumažėjimas, užimtumo lygio sumažėjimas, tyrimų ir plėtros intensyvumo sumažėjimas, vietinės rinkos koncentracijos išaugimas, grėsmė kitų vietinių įmonių užsidarymui, vietinės akcijų rinkos sumažėjimas dėl akcijų perkėlimo į užsienio akcijų rinką, įsigytų įmonių antikonkurencinės reakcijos, nepagrįstai žemos įsigyjamų įmonių kainos, dingusi konkurencija vietinėje rinkoje.

- Mokslininkai ir tyrėjai naudoja skirtingus susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo apibrėžimus. Apibrėžimo pasirinkimas priklauso nuo nagrinėjamos perspektyvos ir pasirinkto metodo.
- Trumpalaikio ir ilgalaikio įvykio tyrimai, apskaitos tyrimai ir vadovų apklausos (atvejo tyrimai) – dažniausiai naudojamos ir labiausiai nusistovėjusios susijungimų ir įsigijimų veiklos rezultatų vertinimo įmonių lygiu vertinimo metodikos.
- Vertinant susijungimų ir įsigijimų rezultatus ir poveikį ekonomikai, rekomenduojama naudoti bendrąją pusiausvyros analizę, atvejo tyrimą, ekonominio augimo modelį, panelinių duomenų regresio metodą, apibendrintojo momentų metodo įvertinį ir neoklasikinį Solow-Swan, Ramsey-Coopmans-Kass augimo modelį. Pabrėžtina, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių poveikio ekonomikai tyrimų yra nedaug, nes kyla problemų dėl duomenų gavimo.
- Remiantis disertacijoje sukurta ir pateikiama susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo įmonių lygiu metodikas ir susijungimų ir įsigijimų rezultatų ir poveikio ekonomikai vertinimo metodikas apimančia metodologine sistema, vertinant susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus ir jų veiksnius, būtina įvertinti sandorių kompleksiskumą ir vykdyti holistinę analizę bei naudoti daugialypę sandorių vertinimo metodologiją.
- Disertacijoje keltos šešios hipotezės:

- H1: Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo metu.
- H2: Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą (akcijų kainos prieaugį), kai yra įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys.
- H3: Įsigyjančios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą (akcijų kainos prieaugį), kai susijungimai ir įsigijimai yra vykdomi tarptautinėje, o ne vidaus rinkoje.
- H4: Kuo didesni kultūriniai skirtumai tarp įsigyjančiosios ir įsigyjamų bendrovių kilmės šalių, tuo didesnė grąža gaunama sandorio paskelbimo metu.
- H5: Įsigijimai tarp instituciškai nutolusių bendrovių duoda įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę naudą.
- H6: Įsigyjančiosios bendrovės akcininkai bendrosios teisės šalyje gauna didesnę naudą negu civilinės teisės šalies bendrovės akcininkai.

## **2. Disertacijoje mokslinis-empirinis tyrimas vykdytas šiais etapais:**

- Vadovaujantis Brown ir Warner (1985), MacKinley (1997) ir Bruner (2004) aprašytais atvejo tyrimo metodologijomis, disertacijoje vykdyta įvykio studija, kurios metu buvo analizuota, kokį poveikį susijungimų ir įsigijimų sandoriai daro įsigyjančių įmonių akcijų kainoms, kokia situacijų grupė grupė (moderatoriai) ir kaip veikia susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus. Įvykio tyrimas yra pasirinktas disertacijoje nagrinėjam objektui tirti dėl keleto priežasčių:
  - Pirma, atvejo tyrimo pagrindas yra įmonių akcijų kainų vertės, kurios atskleidžia tikrąją įmonių vertę. Atvejo tyrimo rezultatai negali būti manipuliuojami buhalterinių verčių pelno rodikliais, kurie gali būti iškreipti pasirinkus tam tikras buhalterines procedūras.
  - Antra, trumpalaikio vertės pokyčio matavimas tiksliausiai įvertina tikėtiną sandorio generuojamą dabartinę grąžą įmonių akcininkams.
  - Galiausiai, apskaičiuotos akcijų rinkos vertėmis grįstos grąžos tiesiogiai įvertina investuotojams sukurtą grąžą bei disponuoja į

ateitį žvelgiančios vertės kūrimo perspektyva, nes būsimi pinigų šrautai yra įskaičiuoti į akcijų kainas.

- Pirmas žingsnis atliekant įvykio tyrimą buvo susijungimų ir įsigijimų sandorių identifikavimas. Antru etapu buvo identikuojami įvertinimo (-250;-10) ir įvykio (-10;+30) langai. Trečia, S&P 350 akcijų indeksas buvo parinktas kaip lyginamasis indeksas ir, remiantis juo, bei individualių įmonių akcijų kainų pokyčiais įvertinimo laikotarpiu, buvo apskaičiuota anomali ir kumuliatyvi anomalios gražos. Galiausiai buvo vykdomas testavimas, atliekami parametriniai ir neparametriniai testai. Disertacijoje analizuojami akcijų kainų pasikeitimai susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo dieną, prieš- ir po paskelbimo periodais. Vykdyta vienaalytė analizė, daugialytė analizė ir mažiausių kvadratų metodo regresijos analizė.
- DataStream 5.1 duomenų bazė pasitelkta identifikuoti Europos įmones, kurios dalyvavo susijungimų ir įsigijimų sandoriuose. Remiantis šia duomenų baze surinkta informacija apie sandorio charakteristikas, besijungiančias įmones, įmonių akcijų kainas. CIA World Fact Book, Eurostat, ECB, UNCTAD, Heritage foundation ir Geert Hofstede duomenų bazės pasitelkiamos surenkant informaciją apie šalių ekonomikas. Visuma šių šaltinių sudarė disertacinio darbo empirinio tyrimo duomenų pagrindą.
- Viešai listinguojamų susijungimų ir įsigijimų sandorius 2004 – 2017 m. laikotarpiu vykdžiusių Europos Sąjungos įmonių akcijų kainos ir jų pokyčiai aplink sandorio paskelbimą sudaro empirinio tyrimo pagrindą. Remiantis DataStream 5.1. duomenų baze, identikuota, kad 2004 – 2017 m. periodu įvyko 3.040 aktualių sandorių, kurių visuminė vertė siekia 1,394 trln. USD. Atsižvelgiant į empirinio tyrimo metu kylusias problemas dėl kasdienių įmonių akcijų kainų gavimo, disertacijoje atliekamo empirinio tyrimo duomenų pagrindą sudaro viešai listinguojamų Švedijos, Vokietijos bei 13 Europos Sąjungos šalių, kurios prie ES prisijungė 2004 m. ir vėliau, susijungimų ir įsigijimų sandoriai 2004-2017 m. laikotarpiu.

### **3. Atlikus empirinį tyrimą gauti šie rezultatai:**

- Nagrinėjant ES-28 susijungimų ir įsigijimų sandorių rinką 2004 – 2017 m. periodu, identifiкуotos tendencijos ir ES susijungimų ir įsigijimų sandorių bangos tendencijos:
  - ES-28 susijungimų ir įsigijimų sandorių kiekio ir vertės dinamikos 2004-2017 m. laikotarpiu analizė parodė, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka aktyviausia buvo 2004-2008 m. laikotarpiu. Iš viso tuo laikotarpiu įvyko 1.474 sandoriai (48,5 proc. visų sandorių 2004-2017 m. periodu), kurių vertė siekia 819 mlrd.

USD (58,7 proc. visų sandorių vertės 2004-2017 m. periodu). 2009-2017 m. periodu ES-28 susijungimų ir įsigijimų sandorių rinkos aktyvumo lygis buvo žemesnis. Lyginant šiuos du etapus (2004-2008 su 2009-2017 m.) pastebėtina, kad 2004-2008 m. kasmet buvo įvykdomi vidutiniškai 295 sandoriai, tai 2009-2017 m. vidutiniškai buvo įvykdomi tik 174 sandoriai (41 proc. smukimas). Tiesa, pažymėtina, kad vėlesnis laikotarpis pasižymi didesnės vertės susijungimų ir įsigijimų sandoriais.

- Nagrinėjamu laikotarpiu vidaus rinkoje vykusių susijungimų ir įsigijimų dalis sudarė 76 proc., o tarpšalinių 24 proc., tačiau šių sandorių vertė buvo 50 proc. Tai implikuoja, kad tarpšalinių susijungimų ir įsigijimų sandorių įvyksta 3,2 karto mažiau nei vietinių sandorių, tačiau tarpšalinių susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė yra trigubai didesnė.
- 2004 – 2017 m. laikotarpiu vidutiniškai 85 proc. kasmetinių sandorių atveju buvo įsigyjama privati, o ne viešai listinguojama įmonė. Be to, pastebėtina, kad 2004 – 2017 m. privačių įsigijamų įmonių dalis bendrame sandorių kiekyje nuosaikiai augo nuo 80 iki 95 proc. Tai leidžia preziumuoti, kad įmonių vadovai didesnę vertę ir potencialias sinergijas mato privačių, o ne viešai listinguojamų įmonių įsigijime.
- Nagrinėjamu laikotarpiu vidutiniškai 7,5 proc. visų sandorių įsigyjama įmonė buvo įsikūrusi ES-13 šalyje, o vidutinė susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė ES-13 šalyse sudarė tik 2 proc. Tai implikuoja, kad susijungimai ir įsigijimai ES-13 šalyse yra mažesni nei susijungimai ir įsigijimai ES-15 šalyse.
- Vidutinė sandorių vertė per pastaruosius 30 metų išaugo kartais. Vidutinė sandorio ES vertė 1987-1991 m. laikotarpiu tebuvo 20 mln. eurų. Tai implikuoja daugiau nei 20 kartų didesnę vertę nagrinėjamu laikotarpiu.
- Aktyviausiai susijungimų ir įsigijimų sandorius Europoje vykdo bendrovės iš Jungtinės Karalystės (49 proc. visų ES-28 valstybių sandorių ir 18 proc. bendros vertės).
- Į ES-13 valstybių įmones atvykstančios investicijos yra didesnės nei iš ES-13 šalių išvykstančios investicijos. Sandorių kiekis yra 18 proc., bendra sandorių vertė 65 proc., o vidutinė sandorių vertė yra 40 proc. didesni atvykstančių nei išvykstančių susijungimų ir įsigijimo sandorių.

- Atliktas įvykio tyrimo leidžia daryti šias išvadas dėl susijungimų ir įsijungimo sandorio paskelbimo įtakos:
- Susijungimai ir įsigijimai didina įsigyjančiosios įmonės vertę, vidutiniškai įsigyjančiosios įmonės akcininkai patiria statistiškai reikšmingą 7,08% akcijų kainos prieaugį trijų dienų aplink sandorį laikotarpiu. Išankstinės informacijos apie sandorio paskelbimą nutekėjimas nėra aktuali problema. Trumpuoju laikotarpiu po susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo, įsigyjančiųjų įmonių akcijų kainos ne tik išlaiko, bet ir padidina sandorio paskelbimo metu sukurtą akcijų kainų prieaugį.
- Disertacijoje kelta hipotezė, kad įsigyjančiosios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą (akcijų kainos prieaugį), kai yra įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys. Kumuliatyvios anomalios grąžos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo metu analizė parodė, kad tiek susijungimų ir įsigijimų atvejais, kai įsigyjamos bendrovės, kurios kilmės šalis yra 2004 ir vėlesniais metais prie ES prisijungusios šalys, tiek susijungimų ir įsigijimų atvejais, kai įsigyjamos bendrovės, kurios kilmės šalis yra iki 2004 m. prie ES prisijungusios šalys, įsigyjančiosios įmonės akcininkams generuoja statistiškai reikšmingą akcijų kainos padidėjimo grąžą. Nepaisant to, remiantis empirinio tyrimo rezultatais, priešingai iškeltai antrajai hipotezei, įsigyjančiosios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą, kai yra įsigyjama ar prisijungiama įmonė, kurios kilmės šalis yra iki 2004 m. prie ES prisijungusios šalys.
- Disertacijoje kelta hipotezė, kad įsigyjančiosios įmonės akcininkai patiria didesnę trumpalaikį disponuojamo turto vertės padidėjimą (akcijų kainos prieaugį), kai susijungimai ir įsigijimai yra vykdomi tarptautinėje, o ne vidaus rinkoje. Kumuliatyvios anomalios grąžos ir nepriklausomų kintamųjų vienalytė analizė susijungimų ir įsigijimo sandorio paskelbimo metu parodė, kad tarptautiniai ir vidaus rinkos susijungimų ir įsigijimų sandoriai generuoja bendrovių vertės padidėjimą trumpuoju laikotarpiu. Nepaisant to, remiantis nepriklausomojo kintamojo analizės rezultatais, priešingai iškeltai trečiajai hipotezei, skirtumas tarp tarpvalstybinių

ir vidaus rinkos susijungimų ir įsigijimų sandorių yra neigiamas ir statistiškai reikšmingas.

- Disertacijoje hipotezuota, kad kuo didesni kultūriniai skirtumai tarp įsigyjančiosios ir įsigyjamoms bendrovių kilmės šalies, tuo didesnė grąža gaunama sandorio paskelbimo metu. Atlikta daugialytė skerspjuvio analizė šią hipotezę patvirtina.
- Disertacijoje hipotezuota, kad susijungimai ir įsigijimai tarp instituciškai nutolusių bendrovių generuoja įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę naudą. Vienalytė ir daugialytė skerspjuvio analizės parodė priešingus rezultatus. Nustatyta, kad susijungimai ir įsigijimai tarp instituciškai nutolusių bendrovių generuoja įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę žalą, o susijungimai ir įsigijimai tarp instituciškai artimų bendrovių generuoja įsigyjančiųjų įmonių akcininkams trumpalaikę grąžą.
- Disertacijos šešta hipotezė yra patvirtinama iš dalies, nes nepriklausomo kintamojo analizė parodė, kad susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų skirtumas tarp bendrosios ir civilinės šalies sandorių yra neigiamas.
- Šeši iš aštuonių kontrolinių kintamųjų nustatyti kaip statistiškai reikšmingai aiškinantys akcijų kainos pokytį aplink sandorio paskelbimą. Remiantis sudarytu modeliu ir daugialytės skerspjuvio analizės rezultatais, įsigyjančios įmonės dydis, sandorio dydis ir santykinė vertė teigiamai veikia įsigyjančiosios įmonės akcijų kainą aplink sandorio paskelbimą. Tuo tarpu, įsigyjančiosios ir įsigyjamoms įmonės susietumas, sandorio finansavimo būdas ir įsigyjančios įmonės balansinė vertė neigiamai veikia įsigyjančiosios įmonės akcijų kainą aplink sandorio paskelbimą.

#### **4. Rašant darbą buvo susidurta su keletu problemų ir apribojimų:**

- Pirminiame disertacijos variante buvo ketinta įvertinti ryšius tarp susijungimų ir įsigijimų sandorių mikro- ir makro-lygmenų. Šiuo tikslu disertacijoje buvo siūlomas modelis - „Susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo metodikas ir susijungimų ir įsigijimų poveikio ekonomikai vertinimo metodikas apimanti metodologinė sistema“. Tačiau toliau vystant disertaciją, atliekant gilesnę literatūros apžvalgą ir analizę nepavyko identifikuoti glaudžių ryšių tarp šių skirtingų lygmenų. Atsižvelgiant į šią situaciją, disertacijoje atliktas empirinis tyrimas apsiriboja įvykio tyrimo metodologija.

- Buvo susidurta su problemomis dėl duomenų gavimo. Disertacijoje atliekamo tyrimo gavimui buvo būtina prieiga prie duomenų bazės, kuri suteiktų prieigą ne tik prie susijungimų ir įsigijimų sandorių identifikavimo, bet ir sudarytų galimybę nustatyti dienas įmonių akcijų kainas, sandorio ir besijungiančių įmonių charakteristikas. Tokį funkcionalumą siūlo DataStream ir Bloomberg duomenų bazės. Tarp Lietuvos aukštųjų mokyklų tik Kauno Technologijos Universitetas turi finansų ir rinkų laboratoriją „Bloomberg Financial Markets Lab“. Kitos aukštosios mokyklos nesudaro galimybės gauti laisvą prieigą prie reikiamų duomenų bazių. Atsižvelgiant į situaciją, prieiga prie DataStream 5.1. duomenų bazės buvo gauta per Norne Securities AS Lietuvos filialą turimą DataStream 5.1. licenziją.
- Dėl resursų trūkumo dirbant su duomenų baze ir atliekant empirinį tyrimą reikėjo siaurinti duomenų imtį, nebuvo galima išnagrinėti visų ES-28 valstybių ir buvo nuspręsta susiaurinti imtį iki sandorių, vykusių Švedijoje, Vokietijoje ir prie ES 2004 m. ir vėliau prisijungusių valstybių.
- Apžvelgiant egzistuojančią mokslinę ir empirinę literatūrą buvo pastebėta, kad dauguma studijų nagrinėja susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus išsivysčiusiose regionuose, stambiose ekonomikose arba atskirose šalyse (daugiausia atvejo tyrimų). Tuo tarpu yra aiškus trūkumas studijų, nagrinėjančių susijungimų ir įsigijimų sandorius besivystančiuose regionuose ir šalyse. Disertacijoje buvo siekta prisidėti prie mokslo, žinių ir suvokimo sintezės šioje perspektyvoje auginimo, tačiau gauti empiriniai duomenys parodė, kad aktualių susijungimų ir įsigijimų sandorių dalis šiame regione yra maža palyginus su išsivysčiusių šalių ekonomikomis. Be to, atsižvelgiant į mokslinių tyrimų trūkumą, galimybės palyginti disertacijoje gautus rezultatus su kitų mokslininkų darbais yra ribotos.

**5. Remiantis disertacijos turiniu ir empiriniu tyrimu daromos šios rekomendacijos bei teikiami pasiūlymai:**

- Remiantis atliktais empiriniais tyrimais, sukurtas modelis paaiškina tik daugiau nei 60 proc. akcijų kainų pokyčio aplink sandorio paskelbimą. Maža aiškinamoji galia yra sąlygota pasirinktų kintamųjų nepriklausomų ir kontrolinių kintamųjų paprastumo ir viešai prieinamos informacijos apie įmones trūkumo. Be to, atlikta empirinė įvykio studija susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatus vertinimo iš trumpalaikės perspektyvos ir išskirtinai per akcijos kainos dinamikos aplink susijungimų ir įsigijimų sandorio paskelbimo perspektyvą. Atsižvelgiant į tai, ateities tyrimuose vertėtų apsvarstyti alternatyvių metodologijų susijungimų ir įsigijimų

sandoriams vertinti panaudojimui. Rekomenduojama įvertinti siūlomo modelio „Susijungimų ir įsigijimų veiklos rodiklių vertinimo metodikas ir susijungimų ir įsigijimų poveikio ekonomikai vertinimo metodikas apimanti metodologinė sistema“ galimybes.

- Disertacijoje, įmonių akcijų kainos ir jų pokyčiai identifikuoti kaip trumpalaikių susijungimų ir įsigijimų sandorių rezultatų ekvivalentas. Nepaisant to, skelbiant susijungimų ir įsigijimų sandorius bendrovių vadovų pareiškimai dėl susijungimų ir įsigijimų sandorių tikslų dažnai būna platesni nei akcijų kainos didėjimas. Atsižvelgiant į tai, ateities studijos šioje tematikoje galėtų įtraukti atskirų susijungimų ir įsigijimų sandorių priežastis bei organizacinę strategiją į susijungimų ir įsigijimų sandorių vertinimo modelį.



## PUBLIKACIJŲ SĄRAŠAS IR JŲ KOPIJOS

1. Andriuskevicius, K., & Ciegis, R. (2017). Developments and challenges of measuring M&A performance on a corporate and macroeconomic levels. *Oeconomia Copernicana*, 8(2), 199–220. doi: 10.24136/oc.v8i2.13
2. Karolis Andriuškevičius (2017). M&A performance and economic impact: integration and critical assessment of methodological approach. *Trends Economics and Management (Czech Republic)*.
3. Remigijus Čiegis, Aidan Dilius, Karolis Andriuškevičius (2017). An Assessment of Impact of Income Inequality on Sustainable Economic Growth in the Context of Saving. *Inžinerine Ekonomika-Engineering Economics*.
4. Čiegis, Remigijus; Andriuškevičius, Karolis (2016). „Tarpusavio ryšiai tarp susijungimų ir įsigijimų sandorių ir nacionalinių valstybių ekonomikų“. *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai / Applied Economics: Systematic Research 2016. Volume 10, Issue 1*.
5. Čiegis, Remigijus; Andriuškevičius, Karolis (2015). „Interlinkages between mergers and acquisitions and economic cycle: turning challenges into opportunities“. *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai / Applied Economics: Systematic Research 2015, nr. 9(2)*
6. Karolis Andriuškevičius „Opportunities and challenges of value creation through merger and acquisitions in cyclical economies“. *20th International Scientific Conference Economics and Management - 2015 (ICEM-2015). Procedia - Social and Behavioral Sciences 213 ( 2015 ) 764 – 769*.

UŽRAŠAMS

UŽRAŠAMS

Vilniaus universiteto leidykla  
Universiteto g. 1, LT-01513 Vilnius  
El. p. [info@leidykla.vu.lt](mailto:info@leidykla.vu.lt),  
[www.leidykla.vu.lt](http://www.leidykla.vu.lt)  
Tiražas 30 egz.