



## ĮMONIŲ SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ SANDORIŲ KAINAI ĮTAKĄ DARANČIŲ VEIKSNIŲ TYRIMAS

Dovydas Stukas<sup>1</sup>, Algita Miečinskienė<sup>2</sup>

*Vilniaus Gedimino technikos universitetas, Saulėtekio al. 11, LT-10223 Vilnius, Lietuva*  
*El. paštas: <sup>1</sup>dovydas.stukas@gmail.com; <sup>2</sup>algita.miecinskiene@vgtu.lt*

*Įteikta 2009-11-25; priimta 2010-02-22*

**Santrauka.** Straipsnio tikslas – ištirti mikro- ir makroaplinkos veiksnių svarbą įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių kainoms. Atlikus Lietuvos ir užsienio autorių mokslinių straipsnių bei kitų šaltinių analizę nagrinėjama tema, išskirtos tokios mikro- ir makroaplinkos veiksnių, formuojančių sandorių kainą, grupės: politiniai, socialiniai, ekonominiai, rinkos, finansiniai veiksniai. Šias grupes nagrinėjant išsamiau, atrinkti 22 veiksniai, kurie pateikti respondentams, dirbantiems finansų, investavimo, konsultavimo ir kitoje su susijungimais bei įsigijimais susijusioje srityje, vertinti. Atlikus tyrimą nustatyta, kad didžiausią įtaką sandorių kainoms turi tokie veiksniai, kaip finansinė įmonės padėtis, augimo potencialas ir pardavimo pelningumas. Mažiausią įtaką kainai turi tokie tirti veiksniai, kaip viešos analitikų rekomendacijos akcijoms, listingavimas biržoje, verslo rodiklių pagražinimas prieš sandorį. Taip pat ištirta, kad didžiausią įtaką susijungimų ir įsigijimų sandorių kainą veikiančių veiksnių svarbos suvokimui turi respondentų darbo patirtis ir užimamos pareigos.

**Reikšminiai žodžiai:** susijungimai, įsigijimai, verslo pardavimas, verslo vertė, vertinimas, sandorio kaina.

## THE RESEARCH ON VARIOUS FACTORS' INFLUENCE ON M&A TRANSACTION PRICE

Dovydas Stukas<sup>1</sup>, Algita Miečinskienė<sup>2</sup>

*Vilnius Gediminas Technical University, Saulėtekio al. 11, LT-10223 Vilnius, Lithuania*  
*E-mails: <sup>1</sup>dovydas.stukas@gmail.com; <sup>2</sup>algita.miecinskiene@vgtu.lt*

*Received 25 November 2009; accepted 22 February 2010*

**Abstract.** Mergers and acquisitions (further – M&A) are undoubtedly one of the most rapid ways to expand or enter into a new market. It is widely discussed how complex and sophisticated the processes of merger or acquisition are, so they cannot be executed without supervision of professional consultants, lawyers and accountants. Every transaction comprises many internal and external factors which have influence on the final price of M&A deal. The aim of this paper is to find out the importance level of various factors affecting M&A transaction price. Thorough research on 22 different factors has been carried out. All respondents were closely related to M&A transaction process. They were asked to specify how important, in their opinion, each factor for M&A transaction price was. The results show that the most important factors are financial state of a company, future growth prospects and sales profitability. It is solidly admitted that the least weight on M&A transaction price is given according to official financial analysts: research on company stocks, success on the stock market and “windows dressing” before putting a company on sale. It was also noticed, that the rating of these factors depends on respondents' experience and position in job. On the basis of the results, first and middle level managers concentrate more on financial factors and process execution, while the top-level managers deal with strategic matters.

**Keywords:** company valuation, corporate value, merger, acquisition, M&A, transaction price.

## 1. Įvadas

Įmonių susijungimai ir įsigijimai (*mergers and acquisitions*) (toliau – M&A) neabejotinai yra viena populiariausių įmonių plėtros ar staigaus įėjimo į rinką strategijų. Kaip teigia Miečinskienė (2006), verslo jungimai – tai atskirų įmonių sujungimai į vieną ekonominį vienetą, kai viena įmonė prijungiama prie kitos, dvi ar daugiau įmonių sujungiamos į vieną arba įsigyjamos kitos įmonės akcijos, suteikiančios teisę kontroliuoti tą įmonę. Moyer, McGuigan ir Kretlow akcentuoja, kad įmonių susijungimas yra dviejų ar daugiau įmonių kombinacija, kurioje visos, išskyrus vieną iš jų, nustoja egzistuoti, o išlikusi įmonė toliau veikia savo senu vardu ir terminas *įsigijimas* reiškia tokį patį verslo veiksmą kaip ir susijungimas (Moyer *et al.* 2006). Į įmonių susijungimą (įsigijimą) reikia žiūrėti kaip į visumą sprendimų, apimančių įmonių pirkimo, pardavimo, susijungimo procesų planavimą, vykdymą ir įgyvendinimą. Prieš pradėdant verslo pardavimo sandorį, tikslinga žinoti indikatyvią verslo vertę, dėl kurios bus deramasi. Paprastai sandorio įvykdymo kaina skiriasi nuo įvertintos vertės, tačiau verslo vertinimas yra labai svarbus prieš pradėdant sandorį, nes leidžia suvokti, kokios galimos derybos dėl kainos. Taigi verslo vertinimą galima apibrėžti kaip procesą, kurio metu pagal pasirinktą vertinimo metodą nustatoma vertinamo objekto vertė. Daug tyrimų atlikta siekiant rasti pažangiausias įmonės vertės apskaičiavimo metodiką, kuriais verslo vertės skaičiavimo modeliai, tiriami veiksniai, turintys įtakos įmonės vertei. Lietuvos mokslininkai Rutkauskas, Miečinskienė, Dzikevičius, Žaptorius nagrinėja verslo vertės nustatymo problemas (Miečinskienė, Rutkauskas 2006; Dzikevičius *et al.* 2008, Žaptorius 2006; Žaptorius, Garbanovas 2007). Prieita išvada, kad nėra universalus verslo vertės apskaičiavimo metodo, nes kiekvienas atvejis yra unikalus ir turi tam tikrų ypatybių, kurioms įvertinti tinka tik specialūs modeliai. Siekiant objektyviai įvertinti verslo vertę dažnai pasitelkiama keletas metodų, tokie kaip diskontuotų pinigų srautų, lyginamosios vertės, atkuriamosios vertės ir kiti. Visi šie metodai priklauso finansinių verslo vertinimo metodų grupei, o, kaip minėta, gauti rezultatai nebūtinai sutampa su galutine sandorio kaina (ypač ne akcinių bendrovių atveju, kai verslo vertę indentifikuoja įmonės akcijų kaina rinkoje). Teigiama, kad pagrindinis skirtumas tarp vertės ir kainos yra tas, kad vertė atspindi rinkos požiūrį į vertinamo objekto naudingumą, o kaina yra pinigų suma, kuri yra paprašyta, pasiūlyta ar sumokėta už verslą. Paprastai pirkėjas ir pardavėjas turi savo supratimą apie konkretaus verslo vertę ir sandoris tarp jų įvyksta tik tada, kai jų vertinimas dėl vertės objekto persidengia. Ieškant tikrosios verslo vertės, neapsiribojama vien finansinių metodų taikymu. Kiekvienas verslas funkcionuoja tam tikroje makro- bei mikroaplinkoje, kuri daro nevienareikšmišką įtaką verslui bei jo plėtojimo rezultatams. Dzikevičius

pagrindinius verslo kainai įtaką darančius veiksniai skirsto į tokias kategorijas (Dzikevičius 2008):

- politiniai, socialiniai, ekonominiai veiksniai;
- rinkos veiksniai;
- nematerialus įmonės turtas;
- darbuotojai;
- įmonės turto ir įsipareigojimų būklė;
- kiti finansiniai veiksniai.

Išanalizavus mokslinius straipsnius apie įvairių veiksmų įtaką M&A sandoriams, išryškėja jų reikšmės verslo vertinimui suvokimas, tačiau pasigendama šių veiksmų svarbos palyginimo M&A sandorių kainoms.

Tyrimo objektas – susijungimo ir įsigijimo sandorių kainoms įtaką darančys veiksniai.

Straipsnio tikslas – ištirti mikro- ir makroaplinkos veiksmų svarbą M&A sandorių kainoms.

Tyrimo metodai – mokslinės literatūros analizė ir sintezė, duomenų rinkimas anketavimo būdu, kiekybinė ir kokybinė tyrimo rezultatų analizė.

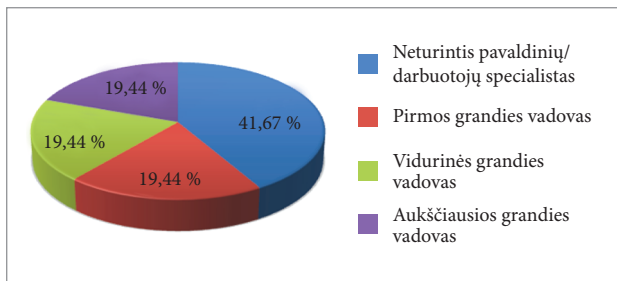
## 2. M&A sandorių kainas formuojančių veiksmų svarbos tyrimas

Siekiant nustatyti įvairių kintamųjų svarbą M&A sandorių kainos kryptčiai, buvo sudaryta uždaru klausimų anketa. Atlikus įvairių autorių pateiktųjų veiksmų, turinčių įtakos M&A sandorių kainai analizę ir sintezę (Copeland *et al.* 2000; Martynova, Renneboog 2006; Kutut *et al.* 2008; Tvaronavičius, Tvaronavičienė 2008; Dzikevičius 2008; Kazlauskienė, Christauskas 2008) buvo atrinkti ir pateikti vertinimui 22 veiksniai.

Apklausa anketa buvo suformuota iš 4 dalių. Pirmojoje dalyje respondentų buvo paprašyta atlikti 22 sandorių kainai įtaką darančių veiksmų reitingavimą. Antroje anketos dalyje pateikti šeši teiginiai, susiję su verslo vertinimo procesu, sandorių kainų kitimo praktika ir tai veikiančiais veiksniais. Antrosios dalies tikslas – įvertinti respondentų patirtį, suskirstyti juos į skirtingas grupes ir palyginti ar sutampa pozicijos. Šioje dalyje gauti atsakymai naudojami išsamesnei M&A sandorių kainas formuojančių veiksmų analizei. Trečiosios dalies klausimai skirti ištirti respondentų darbo specifiką. Tyrimui tai naudinga, nes atskleidžia Lietuvoje įmonių susijungimo ir įsigijimo srityje dirbančių specialistų darbo specifiką, o tai leidžia įvertinti, kiek tai turėjo įtakos sandorio kainą lemiančių veiksmų reitingams. Ketvirtosios dalies klausimais siekiama atskleisti demografinius respondentų duomenis.

Tyrimui atlikti buvo reikalinga tikslinė respondentų grupė. Tai specialistai, dirbantys įmonių finansų, verslo, investavimo konsultacijų, audito ir kitose, susijusiose su M&A sandoriais, veiklose. Apklausoje dalyvavę respondentai dirba tokiose Lietuvoje žinomose kompanijose, kaip

SEB „Enskilda“, AB „DnD NORD bankas“, AB „Swedbank“, UAB „Baltijos įmonių finansai“, UAB „Žabolis ir partneriai“, GILD Bankers, UAB FMĮ „Orion securities“, UAB „Prime investment“, UAB „KPMG Baltics“, UAB „Hortus investment“, UAB „Strata“, UAB „Confidentus“ ir kitose. Siekiant kuo tikslesnių tyrimo rezultatų, pirmasis apklausos klausimas buvo kontrolinis: „Ar darbinėje praktikoje susiduriate su M&A (susijungimo ir įsigijimo) sandoriais?“ Šio klausimo tikslas buvo atrinkti tikslinę respondentų grupę – praktinės patirties įsigijimo ir susijungimo srityje turinčius specialistus. Remiantis šiuo aspektu gauta 36 respondentų grupė, kurių atsakymai nagrinėjami toliau. Tyrimo rezultatų analizė parodė, kad 72 % apklausos dalyvių amžius yra nuo 23 iki 30 metų. Vidutinė respondentų patirtis finansų ir investicijų srityje – 6 metai (intervalas nuo 1 iki 16 metų). 47 % apklaustųjų yra įgiję bakalauro laipsnį, 44 % turi magistro diplomą. Apklausoje dalyvavusių respondentų pareigos pateikiamos 1 pav.

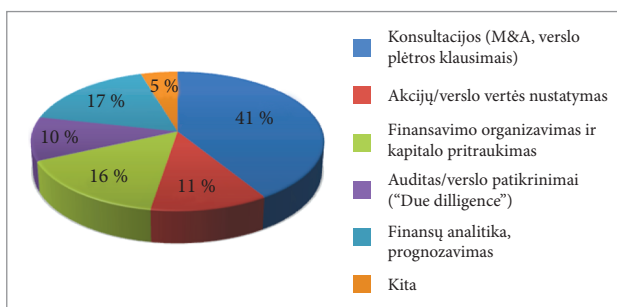


1 pav. Tyrimo respondentų pareigos

Fig. 1. Research respondents' job position

Matyti, kad 41,67 % respondentų yra neturintys pavaldinių specialistai. Pirmos – vidurinės – grandies ir aukščiausio lygio vadovai sudaro beveik 60 % dalyvavusiųjų apklausoje. Apklausos metu kiekvienas respondentas įvardijo savo darbo sritis (2 pav.).

Daugiau nei trečdalis respondentų veiklos specifika susijusi su M&A ir verslo plėtros konsultacijomis. Antroje vietoje – finansų analitika (17 %), toliau – finansavimo



2 pav. Tyrimo respondentų specializacija

Fig. 2. Research respondents' specialisation

organizavimas (16 %), akcijų (verslo) vertės nustatymas (11 %), auditas (verslo patikrinimas) (10 %). Daugiau nei pusė sandorio šalių (56 %), su kuriomis dirba respondentai, yra Lietuvos įmonės, 14 % atvejų yra įmonės iš Vidurio ir Rytų Europos. 12 % savo darbo laiko respondentai skiria vienam iš didžiausių investuotojų į Lietuvos rinką – Skandinavijos regionui, 8 % atvejų sandorio šalys yra kompanijos iš Latvijos ir Estijos, 10 % – iš kitų regionų. Sandorio šalimis dažniausiai būna uždarnosios akcinės bendrovės (toliau – UAB) ir akcinės bendrovės (toliau – AB) (80 % atvejų). Biržoje listinguojamoms bendrovėms tenka 19 % atvejų. Remiantis apklausos rezultatais, M&A sandoriai dažniausiai vykdomi riboto privataus aukciono (50 % atvejų) arba išskirtinio susitarimo su vieninteliu pirkėju (40 % atvejų) būdais. Viešojo aukciono būdas taikomas iki 10 % sandorių.

Siekiant nustatyti M&A sandorio kainoms įtaką darančių veiksnių svarbą, buvo reitinguojami 22 M&A veiksniai, priklausantys įvairioms veiksnių kategorijoms. Reitingavimui buvo pasirinkta 6 lygių skalė, kur minimali reikšmė 1 reiškia, kad veiksnys neturi įtakos sandorio kainai, o maksimali reikšmė 6 – kad veiksnio įtaka sandorio kainai yra labai didelė. Suteikiamas balas 4, kai veiksnys turi vidutinę įtaką sandorio kainai. Apibendrinti gauti rezultatai pateikti 1 lentelėje.

Remiantis 1 lentelės duomenimis, pirmoje vietoje pagal įtaką sandorio kainai yra finansinis veiksnys – *įmonės finansinė padėtis*. Finansinė įmonės padėtis yra svarbiausias įmonės veiklos sėkmės rodiklis, turintis didelę reikšmę akcininkams, kreditoriams, būsimiems investuotojams, kuris apibūdina įmonės veiklos stabilumą ir tęstinumą. Antroje vietoje – *augimo potencialas*. Augimo potencialas labai svarbus todėl, kad tai yra vienas iš kriterijų, pagal kuriuos investuotojai ieško pirkimo objekto, kreditoriai pagal tai vertina paskolų rizikingumą ir jų dydį. Šis rodiklis – tai įmonės perspektyvumo matas tam tikru laikotarpiu. Didelę įtaką sandorio kainai, remiantis tyrimo rezultatais, turi *pardavimo pelningumas*, nes nuo pardavimo pelningumo tiesiogiai priklauso akcininkų ir investuotojų gaunama nauda. Ketvirtoje vietoje esantis *būsimas kontrolės lygmuo įmonėje* laikomas svarbiu dėl to, jog kuo didesnę akcijų skaičių akcininkas turi įmonėje, tuo didesnę jo įtaką ir galia sprendžiant įmonės valdymo, pelno skirstymo ir kitus strateginius klausimus. Kaip įprasta, siekiant įsigyti kontrolinį akcijų paketą, reikia sumokėti papildomą premiją. Į svarbiausių sandorių kainą veikiančių veiksnių penketuką taip pat patenka *veiklos efektyvumo pagerinimo galimybės*. Veiklos efektyvumo pagerinimo galimybės yra rodiklis, pagal kurį investuotojai ar verslo pirkėjai ieško įmonių. Investuotojai ar pirkėjai, pirkdami įmonę, atsineša savo praktinę patirtį, ieško būdų optimizuoti įmonės struktūrą, procesus, taip siekdami kuo greitesnės ir didesnės naudos. Šeštoje vietoje – *derybos dėl sandorio kainos*. Derybos dėl sandorio kainos turi didelę

įtaką kainai, nes tiek perkančioji (*buy-side*), tiek parduodančioji (*sell-side*) šalys yra suinteresuotos siekti ekonominės naudos sau. Vaitkūnaitė teigia, kad nuo įmonės vidinių išteklių labai priklauso susijungusių kompanijų sėkmė (Vaitkūnaitė 2006).

Respondentai *darbuotojams ir vadovų komandai* skyrė didelį dėmesį (7 vieta reitingų lentelėje). 8–10 vietas dalijasi *užimama rinkos dalis, įmonės skolinimosi galimybės, bendra makroekonominė šakos situacija. Prekės ženklas* yra neatskirama verslo dalis, padedanti uždirbti tam tikrus piniginius srautus (Janonis *et al.* 2007; Virvilaitė, Jucaitytė 2008), ir šis veiksnys, tyrimo duomenimis, yra 11 reitingo vietoje (4,69 balo). Reitingų 12–17 vietose dominuoja vidiniai įmonės veiksniai, tokie kaip *produktų brandos laipsnis, praktinė patirtis, ikiteisminiai procesai, pradėti prieš įmonę, išgrynintas ir sutvarkytas valdymas, leidimai ir licencijos, į apskaitą neįtraukti pinigų srautai*. Visi šie veiksniai, remiantis reitingavimo skale, yra maždaug lygiaverčiai ir turi respondentams šiek tiek didesnę nei vidutinę įtaką sandorio kainai. *Verslo ryšiams* net 53 % respondentų teikia vidutinę reikšmę sandorio kainai, nors šis veiksnys ir atsidūrė veiksmų sąrašo apačioje – 18-oje vietoje. *Sandorio proceso pasirinkimas* (viešas aukcionas, ribotas aukcionas arba susitarimas su vieninteliu pirkėju) respondentams pasirodė ne

toks svarbus nei prieš tai nagrinėti veiksniai ir užima 19-ąją poziciją. Viena iš įmonės pardavimo parengiamojo proceso dalių – finansinių ir kitų verslo veiklos rodiklių ataskaitų parengimas. Norėdami parduoti įmonę kuo brangiau, įmonės akcininkai ieško būdų, kaip pagerinti šiuos rodiklius. Į pagalbą pasitelkiami finansų specialistai, kurie pritaiko palankiausias rodiklių skaičiavimo metodikas, siekiant kuo geresnių veiklos rodiklių. Remiantis apklausos rezultatais, *verslo rodiklių pagražinimas prieš sandorį* yra 20-oje vietoje. Šitai galima paaiškinti tuo, kad veiklos rodiklių pagražinimas duoda naudos tik tuo atveju, jei perkančiosios šalies auditoriai, atlikdami verslo ekonominį vertinimą, nepastebi tikrosios įmonės padėties. *Listingavimas biržoje* leidžia verslo pirkėjams, akcininkams, investuotojams ir visiems besidomintiems detaliau įsigilinti į įmonės veiklos rezultatus. Šis rodiklis yra priešpaskutinėje reitingo pozicijoje, nes daugumos respondentų nuomonė šiuo klausimu buvo vieninga – rodiklis nėra svarbus ir turi mažą įtaką sandorio kainai. Mažiausią įtaką darančiu M&A sandorio kainai rodikliu iš visų vertintų beveik vienbalsiai pripažįstamas *analitikų viešos rekomendacijos akcijoms*. Tai galima pagrįsti tuo, kad analitikai prognozėms sudaryti naudojami viešai prieinama informacija, remiasi faktiniais duomenimis, rinkos tendencijomis ir jų turima informacija neprilygsta įmo-

I lentelė. Veiksmų įtakos sandorių kainai reitingavimas

Table 1. Rating of factors, that affect M&A transaction prices

Eil. Nr.	Sandorio kainai įtaką darantys veiksniai	Veiksnių svarba
1	Finansinė įmonės padėtis	5,61
2	Augimo potencialas	5,39
3	Pardavimo pelningumas	5,00
4	Būsimas kontrolės lygmuo įmonėje	4,89
5	Veiklos efektyvumo pagerinimo galimybės	4,83
6	Derybos dėl galutinės sandorio kainos	4,81
7	Darbuotojai ir vadovų komanda	4,78
8	Užimama rinkos dalis (%)	4,75
9	Įmonės skolinimosi galimybės	4,75
10	Bendra šakos makroekonominė situacija	4,75
11	Prekinio ženklo žinomumas	4,69
12	Produktų brandos laipsnis	4,53
13	Praktinė patirtis ( <i>know-how</i> )	4,53
14	Ikiteisminiai procesai, pradėti prieš įmonę	4,44
15	Išgrynintas ir sutvarkytas valdymas	4,42
16	Leidimai ir licencijos	4,39
17	Į apskaitą neįtraukti atskleisti pinigų srautai	4,33
18	Verslo ryšiai	4,25
19	Sandorio proceso pasirinkimas	3,67
20	Verslo rodiklių pagražinimas prieš sandorį	3,50
21	Listingavimas biržoje	3,08
22	Analitikų viešos rekomendacijos akcijoms	2,47

nės pardavimo metu pirkėjams atskleidžiamai informacijai. Remiantis Kolasinski ir Kothari (2008) atliktu tyrimu dėl analitikų objektyvumo galima daryti prielaidą, kad analitikų rekomendacijos atsidūrė paskutinėje reitingų vietoje dar ir dėl to, kad būna atvejų, kada su verslo pardavėjais susiję analitikai rašo per daug optimistines prognozes.

Taigi, analizuojant 1 lentelėje pateiktus veiksnių reitingus, galima juos vertinti kaip daugiau ar mažiau sandorio kainai įtaką darančius veiksniai. Tačiau sunku nustatyti tikslesnį atskiro veiksnio poveikį M&A sandorio kainai, nes yra rodiklių, kurie skiriasi šimtosiomis vieneto dalimis, dalis iš jų sutampa. Siekiant patikslinti tyrimo rezultatus, respondentai buvo skirstyti į grupes pagal tyrimo anketos II, III ir IV dalyse surinktą informaciją.

### 3. Tirtų veiksnių reitingavimo priklausomybė nuo respondentų darbo patirties finansų ir investavimo srityje

Siekiant nustatyti, kaip respondentai prioretizuoja įvairius veiksniai priklausomai nuo jų darbo patirties finansų ir investavimo veikloje, jie buvo suskirstyti į tris grupes: turintys 1–4 metų, 5–6 metų ir 7–16 metų patirtį. Analizės rezultatai pateikti 2 lentelėje.

Išanalizavus rezultatus matyti, kad dvi pirmąsias vietas užimančių veiksnių – *įmonės finansinė padėtis ir augimo potencialas* ir paskutines vietas užimančių veiksnių vertinimas sutampa su 1 lentelės rezultatais – darbo patirtis reitingavimui įtakos neturi. Toliau buvo analizuojami tik

2 lentelė. Veiksnių reitingavimo priklausomybė nuo respondentų darbo patirties

Table 2. Work experience influence on various factors' evaluation ratings

Reitingas	Darbo patirtis 1–4 m.	Darbo patirtis 5–6 m.	Darbo patirtis 7–16 m.
1	Finansinė įmonės padėtis (5,58)	Finansinė įmonės padėtis (5,85)	Finansinė įmonės padėtis (5,36)
2	Augimo potencialas (5,42)	Augimo potencialas (5,46)	Augimo potencialas (5,27)
3	Bendra šakos makroekonominė situacija (5,25)	Pardavimo pelningumas (5,38)	Ikiteisminiai procesai, pradėti prieš įmonę (5,09)
4	Pardavimo pelningumas (5,08)	Derybos dėl galutinės sandorio kainos (5,15)	Darbuotojai ir vadovų komanda (5,00)
5	Prekinio ženklo žinomumas (4,92)	Darbuotojai ir vadovų komanda (5,15)	Veiklos efektyvumo pagerinimo galimybės (4,91)
6	Įmonės skolinimosi galimybės (4,92)	Būsimas kontrolės lygmuo įmonėje (5,00)	Užimama rinkos dalis (%) (4,82)
7	Užimama rinkos dalis (%) (4,83)	Įmonės skolinimosi galimybės (4,92)	Būsimas kontrolės lygmuo įmonėje (4,82)
8	Būsimas kontrolės lygmuo įmonėje (4,83)	Veiklos efektyvumo pagerinimo galimybės (4,85)	Prekinio ženklo žinomumas (4,64)
9	Produktų brandos laipsnis (4,75)	Praktinė patirtis ( <i>know-how</i> ) (4,69)	Leidimai ir licencijos (4,55)
10	Derybos dėl galutinės sandorio kainos (4,75)	Bendra šakos makroekonominė situacija (4,62)	Praktinė patirtis ( <i>know-how</i> ) (4,55)
11	Veiklos efektyvumo pagerinimo galimybės (4,75)	Užimama rinkos dalis (%) (4,62)	Derybos dėl galutinės sandorio kainos (4,45)
12	Atskleisti į apskaitą neįtraukti pinigų srautai (4,58)	Išgrynintas ir sutvarkytas valdymas (4,62)	Pardavimo pelningumas (4,45)
13	Praktinė patirtis ( <i>know-how</i> ) (4,33)	Verslo ryšiai (4,54)	Įmonės skolinimosi galimybės (4,36)
14	Išgrynintas ir sutvarkytas valdymas (4,25)	Produktų brandos laipsnis (4,54)	Išgrynintas ir sutvarkytas valdymas (4,36)
15	Leidimai ir licencijos (4,25)	Prekinio ženklo žinomumas (4,54)	Bendra šakos makroekonominė situacija (4,36)
16	Darbuotojai ir vadovų komanda (4,17)	Atskleisti į apskaitą neįtraukti pinigų srautai (4,38)	Produktų brandos laipsnis (4,27)
17	Ikiteisminiai procesai, pradėti prieš įmonę (4,08)	Leidimai ir licencijos (4,38)	Verslo ryšiai (4,18)
18	Verslo ryšiai (4,00)	Sandorio proceso pasirinkimas (4,31)	Atskleisti į apskaitą neįtraukti pinigų srautai (4,00)

Reitingas	Darbo patirtis 1–4 m.	Darbo patirtis 5–6 m.	Darbo patirtis 7–16 m.
19	Verslo rodiklių pagražinimas prieš sandorį (3,75)	Ikiteisminiai procesai, pradėti prieš įmonę (4,23)	Sandorio proceso pasirinkimas (3,55)
20	Listingavimas biržoje (3,58)	Verslo rodiklių pagražinimas prieš sandorį (3,31)	Verslo rodiklių pagražinimas prieš sandorį (3,45)
21	Analitikų viešos rekomendacijos akcijoms (3,08)	Listingavimas biržoje (3,15)	Listingavimas biržoje (2,45)
22	Sandorio proceso pasirinkimas (3,08)	Analitikų viešos rekomendacijos akcijoms (2,46)	Analitikų viešos rekomendacijos akcijoms (1,82)

tie rodikliai, kurie turi tarp grupių 0,5 balo ir didesnę skirtumą. Rezultatai rodo, kad 1–6 metų patirtį investavimo ir finansų srityje turintys specialistai įmonės galimybę skolintis (4,92 balo) vertina labiau nei 7–16 metų patirtį turintys specialistai (4,36 balo). Kitas veiksnys – *pardavimo pelningumas* 1–4 m. grupei (5,08 balo) ir 5–6 m. grupei (5,38 balo) yra svarbesnis nei 7–16 m. darbo patirtį turinčiai grupei (4,45 balo). Pastebėta, kad kuo didesnė patirtis, tuo mažesnė *neįtrauktų į apskaitą pinigų* atskleidimo reikšmė. Labiau patyrę specialistai (5–16 m. grupė) *darbuotojų ir vadovų komandai* skiria didesnę reikšmę (5,00) nei jų jau nieji (1–4 m. grupė) kolegos (4,17).

Gautus rezultatus patvirtina ir 2008 m. tarptautinės audito ir verslo konsultacijų bendrovės „Delloite“ vykdyta Europos šalių įmonių aukščiausio lygio vadovų dirbančių M&A srityje, apklausa. Remiantis jos rezultatais, darbuotojai ir vadovai patenka į sandorio sėkmę veikiančių veiksnių penketuką (Denison 2008).

*Bendra šakos makroekonominė situacija* esant didesnei patirčiai ne tokia svarbi, tačiau priešingi yra dėl *ikiteisminių procesų, pradėtų prieš įmonę*. Esant didesnei darbo patirčiai, labiau įvertinama ikiteisminių procesų rizika nustatant M&A sandorio kainą. *Listingavimas biržoje ir analiti-*

*kų rekomendacijos* ne tokie svarbūs didesnį darbo patirtį investavimo srityje turintiems specialistams. Galima daryti išvadą, kad labiau patyrę specialistai vadovaujasi savo patirtimi labiau nei patarimais iš šalies. Taip pat didesni veiksniai prioriteto nuokrypiai, vertinant pagal darbo patirtį, pastebimi dėl *sandorio proceso pasirinkimo* ir derybų dėl *galutinės sandorio kainos*.

#### 4. Veiksnių reitingavimo priklausomybė nuo respondentų išsilavinimo ir užimamų pareigų

Analizuojant tirtų veiksnių reitingavimo priklausomybę nuo respondentų išsilavinimo, didesnis skirtumas nustatytas tik įvertinant *darbuotojų komandos ir ikiteisminių procesų pradėtų prieš įmonę* veiksnių svarbą M&A sandorio kainai, kur magistro laipsnį turintys respondentai šiems veiksniams teikia didesnę svarbą.

Taigi galima daryti išvadą, kad išsilavinimas neturi svarios įtakos veiksnių reitingavimui. Tyrimo rezultatai (3 lentelė) rodo, kad skirtingas pareigas užimantys žmoneš skirtingai prioritetizuoja sandorių kainą veikiančius veiksnus.

3 lentelė. Veiksnių reitingavimo priklausomybė nuo respondentų pareigų

Table 3. Job position influence on various factors' evaluation ratings

Reitingas	Neturintis pavaldinių specialistai	Pirmos/vidurinės grandies vadovai	Aukščiausio lygio vadovai
1	Finansinė įmonės padėtis (5,47)	Finansinė įmonės padėtis (5,86)	Finansinė įmonės padėtis (5,43)
2	Augimo potencialas (5,40)	Pardavimo pelningumas (5,43)	Augimo potencialas (5,43)
3	Prekinio ženklo žinomumas (5,00)	Augimo potencialas (5,36)	Veiklos efektyvumo pagerinimo galimybės (5,29)
4	Užimama rinkos dalis, % (4,87)	Derybos dėl galutinės sandorio kainos (5,36)	Ikiteisminiai procesai, pradėti prieš įmonę (5,29)
5	Bendra šakos makroekonominė situacija (4,87)	Įmonės skolinimosi galimybės (5,00)	Darbuotojai ir vadovų komanda (5,14)
6	Būsimas kontrolės lygmuo įmonėje (4,87)	Būsimas kontrolės lygmuo įmonėje (5,00)	Užimama rinkos dalis, % (4,86)
7	Veiklos efektyvumo pagerinimo galimybės (4,87)	Darbuotojai ir vadovų komanda (4,93)	Pardavimo pelningumas (4,71)

3 lentelės pabaiga

Reitingas	Neturintis pavaldinių specialistai	Pirmos/vidurinės grandies vadovai	Aukščiausio lygio vadovai
8	Pardavimo pelningumas (4,73)	Atskleisti į apskaitą neįtraukti pinigų srautai(4,79)	Prekinio ženklo žinomumas (4,71)
9	Produktų brandos laipsnis (4,67)	Bendra šakos makroekonominė situacija (4,71)	Būsimas kontrolės lygmuo įmonėje (4,71)
10	Derybos dėl galutinės sandorio kainos (4,67)	Užimama rinkos dalis, % (4,57)	Leidimai ir licencijos (4,71)
11	Įmonės skolinimosi galimybės (4,60)	Veiklos efektyvumo pagerinimo galimybės (4,57)	Praktinė patirtis (know-how) (4,71)
12	Praktinė patirtis (know-how) (4,53)	Išgrynintas ir sutvarkytas valdymas (4,43)	Įmonės skolinimosi galimybės (4,57)
13	Darbuotojai ir vadovų komanda (4,47)	Praktinė patirtis ( <i>know-how</i> ) (4,43)	Išgrynintas ir sutvarkytas valdymas (4,57)
14	Ikiteisminiai procesai, pradėti prieš įmonę (4,40)	Prekinio ženklo žinomumas (4,36)	Bendra šakos makroekonominė situacija (4,57)
15	Leidimai ir licencijos (4,33)	Produktų brandos laipsnis (4,36)	Produktų brandos laipsnis (4,57)
16	Išgrynintas ir sutvarkytas valdymas (4,33)	Leidimai ir licencijos (4,29)	Derybos dėl galutinės sandorio kainos (4,43)
17	Verslo ryšiai (4,20)	Verslo ryšiai (4,21)	Verslo ryšiai (4,43)
18	Į apskaitą neįtraukti pinigų srautai (4,07)	Ikiteisminiai procesai, pradėti prieš įmonę (4,07)	Į apskaitą neįtraukti pinigų srautai (4,00)
19	Listingavimas biržoje (3,73)	Sandorio proceso pasirinkimas (3,86)	Sandorio proceso pasirinkimas (3,71)
20	Verslo rodiklių pagražinimas prieš sandorį (3,53)	Verslo rodiklių pagražinimas prieš sandorį (3,50)	Verslo rodiklių pagražinimas prieš sandorį (3,43)
21	Sandorio proceso pasirinkimas (3,47)	Listingavimas biržoje (2,64)	Listingavimas biržoje (2,57)
22	Viešos analitikų rekomendacijos akcijoms (2,93)	Viešos analitikų rekomendacijos akcijoms (2,14)	Viešos analitikų rekomendacijos akcijoms (2,14)

Detaliau nagrinėjami tik tie atvejai, kai vertinimo rezultatas skiriasi analizuojant juos priklausomai nuo užimamų pareigų daugiau kaip 0,5 balo. Respondentų aibė pagal užimamas pareigas buvo suskirstyta į tris grupes: neturintys pavaldinių specialistai, pirmos ir vidurinės grandies vadovai ir aukščiausio lygio vadovai. Išryškėjo, kad neturintys pavaldinių specialistai kreipia į *prekinio ženklo žinomumą, akcijų listingavimą biržose ir analitikų rekomendacijas* daugiau dėmesio nei aukštesnes pareigas užimantys kolegos. Pastariesiems taip pat išskirtinai svarbi *užimama rinkos dalis* (4 vieta reitinge). Neturintys pavaldinių specialistai daug laiko skiria analitiniam darbui, informacijos rinkimui ir apdorojimui. Tai patvirtina gauti rezultatai. Tyrimo rezultatai rodo, kad pirmos ir vidurinės grandies vadovams labiau nei kitoms grupėms rūpi finansiniai veiksniai: *pardavimo pelningumas* ir *atskleisti į apskaitą neįtraukti pinigų srautai*. Didesnė svarba teikiama *deryboms dėl galutinės sandorio kainos* (3 vieta reitinge). Neturintiems pavaldinių specialistams ir aukščiausio lygio vadovams tai yra tik 10-

oje ir 16-oje reitingų lentelės vietose. Nagrinėjant aukščiausio lygio vadovų reitingavimo skalę galima išskirti 3 veiksniai: *darbuotojai ir vadovų komanda, veiklos efektyvumo pagerinimo galimybės, ikiteisminiai procesai pradėti prieš įmonę*. Gauti rezultatai patvirtina, kad aukščiausio lygio vadovo funkcijos yra žiūrėti į sandorį iš strateginės pusės, ieškoti naujų galimybių kuriant pridėtinę vertę, optimaliai panaudoti vidinį įmonės potencialą ir stengtis minimizuoti sandorio riziką.

## 5. Išvados

1. Remiantis tyrimų rezultatais, didžiausią įtaką M&A sandorių kainoms turi tokie veiksniai, kaip *įmonės finansinė padėtis, augimo potencialas ir pardavimo pelningumas*. Nustatyta, kad mažiausią įtaką kainai turi tokie tirti veiksniai, kaip *analitikų viešos rekomendacijos akcijoms, listingavimas biržoje, verslo rodiklių pagražinimas prieš sandorį*.

2. Atliktas tyrimas dėl 22 sandorių kainai įtaką darančių veiksnių priklausomybės nuo respondentų darbo patirties finansų ir investavimo srityje, išsilavinimo, užimamų pareigų parodė, kad veiksnių reitingavimo skirtumams atsirasti didžiausią įtaką turi darbo patirtis ir užimamos pareigos. Nustatyta, kad kuo didesnė darbo patirtis, tuo svarbesni nustatant M&A sandorių kainas yra prieš įmonę pradėti ikiteisminiai procesai. Ištirta, kad pirmos ir vidurinės grandies vadovai išskirtinį dėmesį teikia finansiniams veiksniams ir paties sandorio proceso eigai – deryboms dėl kainos. Aukščiausio lygio vadovai akcentuoja įmonės vidinių išteklių naudojimą, papildomos pridėtinės vertės kūrimo būdų paiešką.

## Literatūra

- Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J. 2000. *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed. New York: John Wiley and Sons, Inc. ISBN 0-471-36190-9.
- Denison, E. 2008. *Staying on Course M&A in Europe. Trends – Strategies, Success Factors* [interaktyvus]. Deloitte research Germany [žiūrėta 2009 m. lapkričio 2 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.deloitte.com/assets/DcomGermany/Local%20Assets/Documents/de\\_MA\\_Staying\\_on\\_course\\_161008\(1\).pdf](http://www.deloitte.com/assets/DcomGermany/Local%20Assets/Documents/de_MA_Staying_on_course_161008(1).pdf)>.
- Dzikevičius, A.; Michnevič, E.; Ževžikova, O. 2008. Stochastinis verslo vertinimo modelis, *Verslas: teorija ir praktika* [Business: Theory and Practice] 9(3): 229–237. doi:10.3846/1648-0627.2008.9.229-237
- Dzikevičius, A. 2008. *Verslo vertės sampratą įtakojantys veiksniai* [interaktyvus], [žiūrėta 2009 m. lapkričio 2 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.btrader.lt/lt/straipsniai/article\\_detail.php?id=27698](http://www.btrader.lt/lt/straipsniai/article_detail.php?id=27698)>.
- Janonis, V.; Dovalienė, A.; Virvilaitė, R. 2007. Prekės ženklo identiteto ir įvaizdžio sąsajos, *Inžinerine Ekonomika – Engineering Economics* (1): 69–80.
- Kazlauskienė, V.; Christauskas, C. 2008. Verslo vertės veiksnių analize pagrįstas verslo vertinimo modelis, *Inžinerine Ekonomika – Engineering Economics* (2): 23–32.
- Kolasinski, A.; Kothari, S. 2008. Investment banking and analyst objectivity: evidence from analysts affiliated with M&A advisors, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43(4): 4575–4606.
- Kutut, I.; Ginevičius, R.; Kutut, V. 2008. Veiklos diversifikacija įmonės gyvavimo ciklo kontekste, *Verslas: teorija ir praktika* [Business: Theory and Practice] 9(3): 169–179. doi:10.3846/1648-0627.2008.9.169-179
- Martynova, M.; Renneboog, L. 2006. *Mergers and Acquisitions in Europe* [interaktyvus], No. 2006-6. Tilburg University [žiūrėta 2010 m. sausio 2 d.]. Prieiga per internetą: <<http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=53873>>.
- Moyer R. Ch.; McGuigan, J. R.; Kretlow, W. J. 2006. *Contemporary Financial Management*. 10<sup>th</sup> ed. Mason OH: Thomson South-Western.
- Miečinskienė, A. 2006. The research on motives and tendencies of cross-border mergers and acquisitions, in *The 4<sup>th</sup> International Scientific Conference “Business and Management” 2006*. 14<sup>th</sup> International Scientific Conference “Enterprise Management: Diagnosis, Strategy, Efficiency”: Selected papers, October 5–6, 2006, Vilnius, Lithuania. Vilnius: Technika, 123–128.
- Miečinskienė, A.; Rutkauskas, A. V. 2006. Corporate value sustainable development, in *The 4<sup>th</sup> International Conference Citizens and Governance for Sustainable Development. CIGSUD’2006*. Selected papers, September 28–30, 2006 Vilnius, Lithuania, 89–94.
- Tvaronavičius, V.; Tvaronavičienė, M. 2008. Role of fixed investments in economic growth of country: Lithuania in European context, *Journal of Business Economics and Management* 9(1): 57–64. doi:10.3846/1611-1699.2008.9.57-64
- Vaitkūnaitė, V. 2006. Susijungusių organizacijų poveikis įmonės sėkmei, *Verslas: teorija ir praktika* [Business: Theory and Practice] 7(1): 45–53.
- Virvilaitė, R.; Jucaitytė, I. 2008. Prekės ženklo vertės matavimas: vartotojo ir įmonės požiūriu, *Inžinerine Ekonomika – Engineering Economics* (1): 111–120.
- Žaptorius, J. 2006. Įmonės vertė: vertinimo koncepcija ir finansavimo politikos įtaka, *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos* [Economy and Management: Issues and Perspectives] 1(6): 190–197.
- Žaptorius, J.; Garbanovas, G. 2007. Verslo vertės kintamųjų rizikingumas ir tarpusavio įtaka, *Verslas: teorija ir praktika* [Business: Theory and Practice] 8(3): 166–175.

**Algita MIEČINSKIENĖ.** Doctor of Social sciences, Department of Financial Engineering, Vilnius Gediminas Technical University. Research interests: pricing, mergers and acquisitions.

**Dovydas STUKAS.** Master’s student of Management and Business Administration. Department of Financial Engineering, Vilnius Gediminas Technical University.