



VILNIAUS GEDIMINO TECHNIKOS UNIVERSITETAS

**VERSLO VADYBOS FAKULTETAS
FINANSŲ INŽINERIJOS KATEDRA**

Rasa Pupeikytė

**ĮMONIŲ JUNGIMOSI FINANSINIO VERTINIMO MODELIAVIMAS
MODELING OF MERGERS AND ACQUISITIONS FINANCIAL
EVALUATION**

Baigiamasis magistro darbas

Verslo vadybos studijų programa, valstybinis kodas 62403S121

Finansų inžinerijos specializacija

Vadybos ir administravimo mokslo kryptis

Vilnius, 2009

VILNIAUS GEDIMINO TECHNIKOS UNIVERSITETAS

VERSLO VADYBOS FAKULTETAS

FINANSŲ INŽINERIJOS KATEDRA

TVIRTINU
Katedros vedėjas

(Parašas)

(Vardas, pavardė)

(Data)

Rasa Pupeikytė

ĮMONIŲ JUNGIMOSI FINANSINIO VERTINIMO MODELIAVIMAS
MODELING OF MERGERS AND ACQUISITIONS FINANCIAL
EVALUATION

Baigiamasis magistro darbas

Verslo vadybos studijų programa, valstybinis kodas 62403S121

Finansų inžinerijos specializacija

Vadybos ir administravimo mokslo kryptis

Vadovas doc. dr. A. Miečinskienė

(Moksl. laipsnis, vardas, pavardė)

(Parašas)

(Data)

Konsultantas

(Moksl. laipsnis, vardas, pavardė)

(Parašas)

(Data)

Konsultantas

(Moksl. laipsnis, vardas, pavardė)

(Parašas)

(Data)

Vilnius, 2009

VILNIAUS GEDIMINO TECHNIKOS UNIVERSITETAS
VERSLO VADYBOS FAKULTETAS
FINANSŲ INŽINERIJOS KATEDRA

Socialinių mokslų mokslo sritis

Vadybos ir administravimo mokslo kryptis

Vadybos ir verslo administravimo studijų kryptis

Verslo vadybos studijų programa, valstybinis kodas 62403S121

.....specializacija

TVIRTINU

Katedros vedėjas

(Parašas)

(Vardas, pavardė)

(Data)

BAIGIAMOJO MAGISTRO DARBO

UŽDUOTIS

2009-....-.... Nr.
Vilnius

Studentui (ei) **Rasai Pupeikytei**
(Vardas, pavardė)

Baigiamojo darbo tema: **Įmonių jungimosi finansinio vertinimo modeliavimas**

patvirtinta 2008 m. spalio 20 d. dekanų potvarkiu Nr. 349vv

Baigiamojo darbo užbaigimo terminas 2009 m. gegužės 29 d.

BAIGIAMOJO DARBO UŽDUOTIS:

Išnagrinėti įmonių susijungimų ir įsigijimų esmę, rūšis, motyvus ir priežastis. Apžvelgti susijungimų ir įsigijimų vykdymo procesą bei tikslinių įmonių ir sandorio efektyvumo vertinimą.

Atlikti susijungimų ir įsigijimų analizę Lietuvoje ir pasaulyje.

Sukurti modelį leidžiantį atlikti susijungimo ar įsigijimo sandorio finansinį vertinimą ir jį pritaikyti praktiškai.

Baigiamojo darbo rengimo konsultantai:.....

.....

.....

(Moksl. laipsnis, vardas, pavardė)

Vadovas

.....

.....

(Paraša)

(Moksl. laipsnis, vardas, pavardė)

Užduotį gavau

.....

(Parašas)

.....

(Vardas, pavardė)

.....

(Data)

Vilniaus Gedimino technikos universitetas

Verslo vadybos fakultetas

Finansų inžinerijos katedra

ISBN

ISSN

Egz. sk.

Data-....-....

Verslo vadybos studijų programos baigiamasis magistro darbas

Pavadinimas **Įmonių jungimosi finansinio vertinimo modeliavimas**

Autorius **Rasa Pupeikytė**

Vadovas dr. **Algita Miečinskienė**

Kalba

☒ X

lietuvių

☐

užsienio

Anotacija

Įmonės, priimdamos plėtros sprendimus, turi pasirinkti tarp dviejų alternatyvų: įsigyti kitą įmonę ar plėstis iš savų išteklių. Kaip problemos sprendimą bendrovės vis dažniau pasirenka įmonių susijungimą ir įsigijimą. Baigiamajame magistro darbe teoriniu aspektu nagrinėjami įmonių susijungimai ir įsigijimai: analizuojama sandorių samprata, pateiktos šių sandorių rūšys ir skirtumai, išskirtos pagrindinės sandorių priežastys, taip pat aprašyti susijungimų ir įsigijimų proceso etapai ir išanalizuoti pagrindiniai tikslinių įmonių ir sandorio efektyvumo vertinimo metodai. Antroje darbo dalyje apžvelgiama šių sandorių rinka įvairiuose regionuose ir palyginamos susijungimų ir įsigijimų tendencijos Lietuvoje ir pasaulyje. Atlikus sandorių lyginamąją analizę, galima daryti išvadą, kad šie sandoriai iki 2007 metų visame pasaulyje nuolat augo. Tai įrodo, kad susijungimai ir įsigijimai yra populiarūs ir svarbūs šiuolaikiniam verslui. Baigiamajame magistro darbe praktinėje dalyje pagal parengtą įmonių įsigijimo finansinio vertinimo modelį yra atliekamas tikslinių įmonių verčių nustatymas, sandorio efektyvumo ir rizikos įvertinimas. Atliktas finansinis vertinimas parodė, kad turinčių įtakos sandoriui veiksnių kompleksinis vertinimas yra būtinas, norint sėkmingai įvykdyti susijungimą ar įsigijimą.

Darbą sudaro šešios dalys: įvadas, įmonių susijungimų ir įsigijimų teorinis tyrimas, sandorių tendencijos ir lyginamoji analizė Lietuvoje ir pasaulyje, įmonių susijungimų ir įsigijimų finansinio vertinimo modeliavimas, išvados ir pasiūlymai, naudotos literatūros sąrašas.

Darbo apimtis – 85 p. teksto be priedų, 24 iliustr., 16 lent., 48 bibliografiniai šaltiniai.

Pridedami darbo priedai.

Prasminiai žodžiai: diskontuoti pinigų srautai, finansinis verslo vertinimas, koreguota buhalterinė vertė, rinkos daugiklių metodas, sinergija, susijungimai ir įsigijimai.

Vilnius Gediminas Technical University
Faculty of **Business management**
Department of **Finance engineering**

ISBN ISSN
Copies No.
Date-....-....

Business management study programme master thesis.

Title: **Modeling of mergers and acquisitions financial evaluation**

Author **Rasa Pupeikytė**

Academic supervisor dr. **Algita Miečinskienė**

Thesis language

☒ x

Lithuanian

☐

Foreign (English)

Annotation

Companies making the decisions of the development, have to choose between the two alternatives: to buy another business or to expand from its own resources. As a solution to the problem, the companies increasingly prefer mergers and acquisitions. The Final Master's work contains that analysis, from the theoretical aspect, of mergers and acquisitions, overview of the market in these transactions in various regions, and comparisons of merger and acquisition trends in Lithuania and in the world, as well as the identification of target values of companies is carried out according to the prepared financial evaluation model for the companies' acquisition, and the assessment of transaction efficiency and risk. Theoretical part of the work analyses the concept of in mergers and acquisitions, highlights of the types of these transactions and their differences, and presents the main reasons for the transactions. It also contains the description of the merger acquisition process and analyzes the key methods for the assessment of transaction efficiency in target companies. After carrying out the comparative analysis of mergers and acquisition trends in different regions of the world one may conclude that these transactions were continuously growing throughout the world until 2007. This proves that mergers and acquisitions are popular and important in the modern business. The financial assessment of companies' acquisition, contained in the practical part of the final master work, to demonstrate it that the complex assessment of factors affecting the transaction is necessary to successfully carry out a merger or acquisition.

The work consists of six parts: introduction, theoretical study of mergers and acquisitions, transaction trends and comparative analysis in Lithuania and in the world, modelling of financial assessment of corporate mergers and acquisitions, findings and recommendations, the list of references used.

Volume of the work – 85 pages of text without annexes, 24 figures, 16 tables, 48 bibliographical sources.

Supplements to the work are attached separately.

Keywords: discounted cash flows, financial evaluation of business, adjusted book value, market multiplier method, synergy, mergers and acquisitions.

Turinys

Įvadas	10
1. ĮMONIŲ SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ TEORINIS TYRIMAS	12
1.1. Teorinė įmonių susijungimų ir įsigijimų sąvoka, restruktūrizacijos formos	12
1.2. Susijungimų ir įsigijimų sandorių motyvai ir priežastys	16
1.3. Verslo jungimosi būdai – susijungimų ir įsigijimų rūšys	23
1.4. Susijungimų ir įsigijimų vykdymo procesas	29
1.5. Tikslinių įmonių ir sandorio efektyvumo vertinimas	33
2. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ TENDENCIJOS IR LYGINAMOJI ANALIZĖ LIETUVOJE IR PASAULYJE	43
2.1. Lietuvos ir Baltijos šalių įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkų analizė	43
2.2. Europos susijungimų ir įsigijimų rinkos apžvalga	51
2.2.1. <i>Susijungimai ir įsigijimai Vakarų Europoje</i>	51
2.2.2. <i>Susijungimai ir įsigijimai Centrinėje ir Rytų Europoje</i>	55
2.3. Susijungimų ir įsigijimų rinkų apžvalga Azijos, Afrikos ir Lotynų Amerikos regionuose	57
3. ĮMONIŲ SUSIJUNGIMO IR ĮSIGIJIMO FINANSINIO VERTINIMO MODELIAVIMAS	61
3.1. Horizontaliojo įsigijimo finansinio vertinimo modelio rengimas	61
3.2. Tikslinių įmonių verčių nustatymas	63
3.3. Įmonių įsigijimo sandorio efektyvumo vertinimas	68
3.4. Įmonių įsigijimo sandorio rizikos įvertinimas	75
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI	79
NAUDOTA LITERATŪRA	82
PRIEDAI	86

Paveikslų sąrašas

1.1 pav. Restruktūrizacijos formos.....	14
1.2 pav. Sinergijos efekto rūšys	19
1.3 pav. Verslo pardavimo priežastys	22
1.4 pav. Vertikalusis sandoris	24
1.5 pav. Horizontalusis sandoris	25
1.6 pav. Konglomeratinis sandoris.....	26
1.7 pav. Lemiančios tarptautinių susijungimų ir įsigijimų sandorių procesą jėgos.....	28
1.8 pav. Vertės suvokimas skirtingais požiūriais	33
2.1 pav. Tiesioginių užsienio investicijų apimtis pagal šalis, mlrd.	45
2.2 pav. Tiesioginės užsienio investicijos Baltijos valstybėse	45
2.3 pav. Įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkos dinamika.....	46
2.4 pav. Nuosavybės pasiskirstymas bankų sektoriuje.....	48
2.5 pav. Baltijos šalių tarptautiniai pardavimo sandoriai	49
2.6 pav. Baltijos šalių tarptautiniai pirkimo sandoriai.....	49
2.7 pav. Baltijos šalių susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičius 2007 – 2008 m	50
2.8 pav. Baltijos šalių susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė 2007–2008 m	50
2.9 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumas Europoje.....	52
2.10 pav. Tarptautiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai.....	53
2.11 pav. Susijungimai ir įsigijimai Vokietijoje, Austrijoje, Šveicarijoje.....	53
2.12 pav. Vokietijos, Austrijos ir Šveicarijos susijungimų ir įsigijimų sandoriai pagal vertę 2007 m.	54
2.13 pav. Susijungimai ir įsigijimai Europoje pagal sektorius 2008 metų pirmąjį pusmetį.....	54
2.14 pav. Susijungimai ir įsigijimai Centrinėje ir Rytų Europoje	55
2.15 pav. Rusijos susijungimų ir įsigijimų rinka.....	56
2.16 pav. Centrinės ir Rytų Europos tarptautiniai sandoriai	57
2.17 pav. Pasaulio susijungimai ir įsigijimai.....	57
2.18 pav. Investicijų rūšių naudojimas skirtingose šalyse 2008 m.....	58
2.19 pav. Tarptautiniai susijungimai ir įsigijimai pasaulyje	59
3.1 pav. Įmonių susijungimo ir įsigijimo vertinimo modelis	62

Lentelių sąrašas

2.1 lentelė. Finansinių investuotojų sandoriai Lietuvoje.....	47
3.1 lentelė. Įmonės SIA „Arta Baltija“ vertės skaičiavimas buhalterinės vertės metodu.....	64
3.2 lentelė. Įmonės SIA „Arta Baltija“ vertės skaičiavimas koreguotos buhalterinės vertės metodu.....	65
3.3 lentelė. Įmonės SIA „Arta Baltija“ vertės nustatymas EV/EBITDA metodu	66
3.4 lentelė. SIA „Arta Baltija“ vertės nustatymas EV/S metodu	66
3.5 lentelė. Galutinis SIA „Arta Baltija“ vertės nustatymas	67
3.6 lentelė. Galutinis UAB „Vilrikė“ vertės nustatymas.....	67
3.7 lentelė. UAB „Vilrikė“ pardavimų prognozė	68
3.8 lentelė. UAB „Vilrikė“ ilgalaikio turto ir investicijų prognozė	69
3.9 lentelė. UAB „Vilrikė“ apyvartinio kapitalo prognozė	69
3.10 lentelė. UAB „Vilrikė“ finansinių ataskaitų prognozė	70
3.11 lentelė. UAB „Vilrikė“ laisvojo pinigų srauto skaičiavimas.....	71
3.12 lentelė. UAB „Vilrikė“ svertinių kapitalo sąnaudų skaičiavimas	72
3.13 lentelė. UAB „Vilrikė“ diskontuoti pinigų srautai	72
3.14 lentelė. UAB „Vilrikė“ įsigijimo sandorio efektyvumo rodikliai	73
3.15 lentelė. SIA „Arta Baltija“ pardavimų prognozė.....	74
3. 16 lentelė. SIA „Arta Baltija“ įsigijimo sandorio efektyvumo rodikliai	74
3.17 lentelė. Įsigijimo sandorių efektyvumo rizikos analizė svertinių kapitalo sąnaudų pokyčiui	76
3. 18 lentelė. Įsigijimo sandorių efektyvumo rizikos analizė savikainos pokyčiams.....	76
3.19 lentelė. Įsigijimo sandorių efektyvumo rizikos analizė sandorio kainos pokyčiui.....	77
3.21 lentelė. SIA „Arta Baltija“ sandorio efektyvumo rizikos analizė lato kurso pokyčiui.....	78

Santrumpos

\$ – JAV doleriai;

€ – eurai;

AB – akcinė bendrovė;

BVP – bendrasis vidaus produktas;

ES – Europos Sąjunga;

JAV – Junginės Amerikos Valstijos;

LBO – dalinis išpirkimas angl. „leveraged buyout“;

M&A – susijungimai ir įsigijimai angl. „mergers and acquisitions“;

mlrd. – milijardai;

Q – ketvirtis;

SIA – uždaroji akcinė bendrovė latviškai „slegta akciju sabiedriba“;

TUI – tiesioginės užsienio investicijos;

UAB – uždaroji akcinė bendrovė.

Ivadas

Susijungimai ir įsigijimai vis dažniau versle naudojami užimti įmonių strateginėm pozicijom. Šių sandorių motyvai gali būti labai įvairūs, bet visada išlieka svarbiausias tikslas – susijungusios įmonės vertė turi būti didesnė nei atskirų bendrovių suma. Dažniausiai įmonės pasirenka įsigijimo strategiją kaip vidinių augimo, diversifikavimo ar pelningumo didinimo priemonių alternatyvą ar papildymą. Todėl, galime teigti, kad įsigijimai ir susijungimai yra įsigyjančios įmonės investiciniai sprendimai. Įmonė sprendimą įsigyti kitą įmonę turėtų priimti tada, jeigu yra galimybė pagerinti bendrovės veiklą ir jei tokia strategija yra naudingesnė nei kitos augimo strategijos. Todėl, svarbiausias tikslas – sustiprinti įmonę, t. y., padidinti jos vertę.

Vertinimas yra pagrindas investiciniams sprendimams priimti. Teisingas įmonių vertės nustatymas ir jos valdymas padeda efektyviai paskirstyti ir naudoti išteklius, kurie turi būti nukreipiami į veiklos sritis, pajėgiančias geriausiai juos panaudoti. Sudarant įmonių susijungimų ar įsigijimų sandorius reikia tinkamai pasirinkti tikslines įmones, įvertinti to sandorio efektyvumą, riziką ir jos diversifikavimo modelius, kitaip sakant, svarbu yra ištirti, kokiais finansiniais principais remiantis turi būti sudaromas verslų susijungimo ar įsigijimo sandoris.

Šiuo metu pasaulyje, taip pat ir Lietuvoje, susijungimai ir įsigijimai naudojami kaip įmonių augimo būdai, tampa vis aktualesni ir populiariesni, kadangi dėl jų įmanoma sparčiausiai plėtoti bendrovės veiklą. Taip pat šių sandorių aktualumą lemia nuolat stiprėjanti konkurencija, nykstančios ribos tarp skirtingų rinkų ir sparčiai augančios išlaidos, kurios dažnai reikalauja didelių papildomų investicijų. Todėl tokių sandorių finansinis vertinimas įgauna didelę svarbą prieš įsigyjant ar susijungiant su kita įmone.

Pagrindinė darbo problema – įmonės įsigijimo pasekmės gali būti neigiamos, tokiu atveju įmonei investuotojai toks sandoris bus nuostolingas ir siekiami tikslai neįgyvendinti. Todėl prieš vykdant susijungimą ar įsigijimą yra būtinas finansinis sandorio įvertinimas, kuris apimtų sandoriui turinčių įtaką veiksnių kompleksinį vertinimą.

Baigiamojo darbo objektas – įmonių susijungimai ir įsigijimai.

Baigiamojo darbo tikslas – parengti įmonių horizontalaus įsigijimo finansinio vertinimo modelį, analizuojant sandoriui pasirinktas įmones.

Darbo tikslui pasiekti keliami uždaviniai:

1. Susisteminti įmonių susijungimų ir įsigijimų teorinę sampratą, analizuojant įvairias autorių nuomones;
2. Apibrėžti pagrindines šių sandorių priežastis, išanalizuoti susijungimų ir įsigijimų rūšis ir jų skirtumus;

3. Pateikti ir išnagrinėti įmonių susijungimų ir įsigijimų svarbiausius vykdymo proceso etapus;
4. Išanalizuoti dažniausiai teorinėje literatūroje pateikiamus tikslinių įmonių ir sandorio efektyvumo vertinimo metodus;
5. Remiantis statistiniais duomenimis apibūdinti įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkas Lietuvoje, Centrinėje ir Rytų Europoje, Vakarų Europoje, Azijoje, Afrikoje ir Lotynų Amerikoje bei palyginti šių regionų sandorių tendencijas;
6. Atlikti tikslinių įmonių verčių nustatymą;
7. Įvertinti įsigijimo sandorio efektyvumą ir riziką;
8. Remiantis atliktais vertinimais, nustatyti priežastis, lėmusias konkrečios tikslinės įmonės pasirinkimą plėtrai.

Darbe taikyti šie tyrimo metodai:

1. Mokslinės literatūros analizė ir apibendrinimas;
2. Statistinių duomenų analizė;
3. Grafinis duomenų vaizdavimas;
4. Lyginamoji analizė;
5. Verslo vertės nustatymo metodai;
6. Sandorio efektyvumo ir rizikos įvertinimo metodai.

Baigiamąjį darbą sudaro trys dalys. Pirmoje dalyje apibrėžiama įmonių susijungimų ir įsigijimų teorinė samprata, pateikiamos šių sandorių rūšys ir jų skirtumai, nagrinėjamos dažniausiai literatūroje minimos susijungimų ir įsigijimų priežastys. Taip pat pirmoje dalyje yra aprašomas sandorių eigos procesas, nagrinėjami verslo vertės nustatymo ir sandorio efektyvumo vertinimo metodai. Antroje darbo dalyje yra apibūdinamos Lietuvos, Europos, Azijos, Afrikos sandorių rinkos ir lyginamos įmonių susijungimų ir įsigijimų tendencijos. Praktinėje dalyje yra pateikiamas modelis ir atliekamas finansinis horizontalaus įsigijimo vertinimas: nustatomos tikslinių įmonių vertės, skaičiuojamas sandorių efektyvumas ir rizika. Darbo pabaigoje pateikiamos išvados ir pasiūlymai.

Praktinė ir mokslinė baigiamojo darbo reikšmė. Baigiamajame darbe yra nagrinėjama šiuo metu populiariausia pasaulyje įmonių strateginė pozicija – susijungimų ir įsigijimų sandoriai. Todėl sukurtas įmonių jungimosi finansinio vertinimo modelis gali būti naudojamas praktikoje bet kokios įmonės, planuojančios horizontalų įsigijimą. Šio modelio naudojimas praktikoje padėtų įmonei investuotojai išvengti neigiamų finansinių įsigijimo ar susijungimo pasekmių, taip pat padėtų išsirinkti tinkamiausią tikslinę įmonę. Sukurtas įmonių jungimosi finansinio vertinimo modelis gali būti lengvai pritaikomas ir naudojamas moksliniams tyrimams, taip pat modeliavimui tiriant sandoriui įtakos turinčių veiksnių poveikį sandorio finansiniams rezultatams.

1. ĮMONIŲ SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ TEORINIS TYRIMAS

1.1. Teorinė įmonių susijungimų ir įsigijimų sąvoka, restruktūrizacijos formos

Pastaruoju metu suintensyvėjus konkurencijai plėsti verslą darosi vis sunkiau. Neretai plėtros galimybes apriboja rinkos dydis ar lėšų stoka. Todėl susijungimai ir įsigijimai suteikia galimybę įmonėms plėsti savo verslą ar jį diversifikuoti.

Daugelis autorių išskiria penkias šių sandorių bangas, kurias sąlygojo technologiniai, ekonominiai arba politiniai šokai pramonėje.

Pirmoji susijungimų suaktyvėjimo banga (1897–1904m.) vyko dvidešimto amžiaus pradžioje, ir vadinama „susijungimais dėl monopolio“. Šios bangos metu vyko konsolidacija visose pagrindinėse pramonėse: transportavimo, naftos, plieno.

Antroji banga – „susijungimai dėl oligopolijų“ (1916–1929m.) įvyko, kai įmonės ėmė iš vertikalių susijungimų jungtis į holdingus, kuriems priklausė kitos įmonės, gaminančios patį produktą. Ši banga vyko po Pirmojo Pasaulinio Karo, kai ekonomika ėmė kilti ir rinkoje buvo daugybė investicinio kapitalo bei vyravo švelnūs vertybinių popierių įstatymai. Šio laikotarpio pabaigoje šalių vyriausybės susirūpino dėl piktnaudžiavimo rinka, ir galia, kurią įgijo didžiosios įmonės ir buvo griežtai apribotas nesąžiningas verslas [12, p. 24].

Ekonomikos pakilimas 1960 metais vyko kartu su pirmųjų konglomeratų kūrimusi – tai buvo visiškai skirtingų verslo veiklų susijungimai vardan diversifikacijos ir konkurencinio pranašumo pasiekimo. Nepaisant griežtos ir nepasitikinčios politinės aplinkos, šiuo periodu vyko intensyviausi istorijoje įmonių jungimosi procesai. Iš tiesų, dėl griežtų įstatymų, įmonės su reikalingais finansiniais ištekliais ir norinčios plėstis, neturėjo jokios kitos išeities, išskyrus jungtis į konglomeratą [20, p. 245].

Kai antrojoje septintojo dešimtmečio pusėje ėmė ryškėti neigiami konglomeratų rezultatai, prasidėjo aktyvus priešiško perėmimų periodas. Įmonių elgesys darėsi vis agresyvesnis, ypač su potencialiomis perimti įmonėmis. Puolamos įmonės, savo ruožtu, ėmė vis drąsiau ir drąsiau gintis. 1980 metais rinkoje susijungimai ir įsigijimai buvo naudojami kaip būdas perimti kitas įmones, kurios veikė prasčiau nei optimaliai. Šis periodas žinomas kaip „Susijungimų manija“ su daugybe priešiško perėmimų. Taigi, ši ketvirtoji banga, veikusi nuo 1970 iki 1980 metų labiausiai išsiminė grobikiškais perėmimais, perėjūnais iš vienos įmonės į kitą bei mega – sandoriais, finansuojamais trumpalaikių kreditų, kurie atsirado tuo laiku [12, p. 25].

1990 metais prasidėjo penktoji XX amžiaus susijungimų banga – ji tęsiasi ir XXI – ajame amžiuje. Ši banga vadinama „Megamerger“, dėl labai didelių sandėrių mastų. 1990 metais atsirado ir skirtingos susijungimų rūšys ir tendencijos. Tipinis modelis, kuris vis labiau ryškėja, yra viena iš

susijungimo formų, kuriai vadovaujama pagal korporatyvinę strategiją. Susijungimai daugiausiai draugiški, derybose suderinami bendri verslo interesai ir suplanuojamas veiksmų planas, o susijungusios įmonės tampa augimo ir pokyčių varikliais [20, p. 246].

Daugelis autorių įmonių susijungimą apibūdina, kaip kelių verslų sujungimą vienodomis sąlygomis įkuriant naują juridinį asmenį, o įsigijimą – kuomet viena įmonė perima kitą verslą [45, p. 23].

Bioye Tajudeen Aluko ir Abdul – Rasheed Amidu smulkiai paaiškina įmonių susijungimų ir įsigijimų sampratą bei jų skirtumus. Šie autoriai pabrėžia, kad susijungimas reiškia vienos ar kelių įmonių turto ir atsakomybės perkėlimą kitai įmonei, tačiau toks perkėlimas neapima teisių ir įsipareigojimų, kurie negali būti perduodami. Tačiau įsigijimo atveju, dvi ar daugiau įmonių gali likti nepriklausomais, atskirais juridiniais asmenimis, bet pasikeičia įmonių valdymas. Taigi, įsigijimas reiškia tam tikrą perėmimą, t.y. tikslinių įmonių kontrolės perėmimą. Ir terminas „įsigijimas“ gali būti naudojamas kaip sinonimas terminui „perėmimas“, tačiau turi būti atskiriama nuo susijungimo [6, p. 175].

Tačiau J. R. McGuiganas, W. J. Kretlowas ir R. Ch. Moyeris teigia, 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 [27, p. 766].

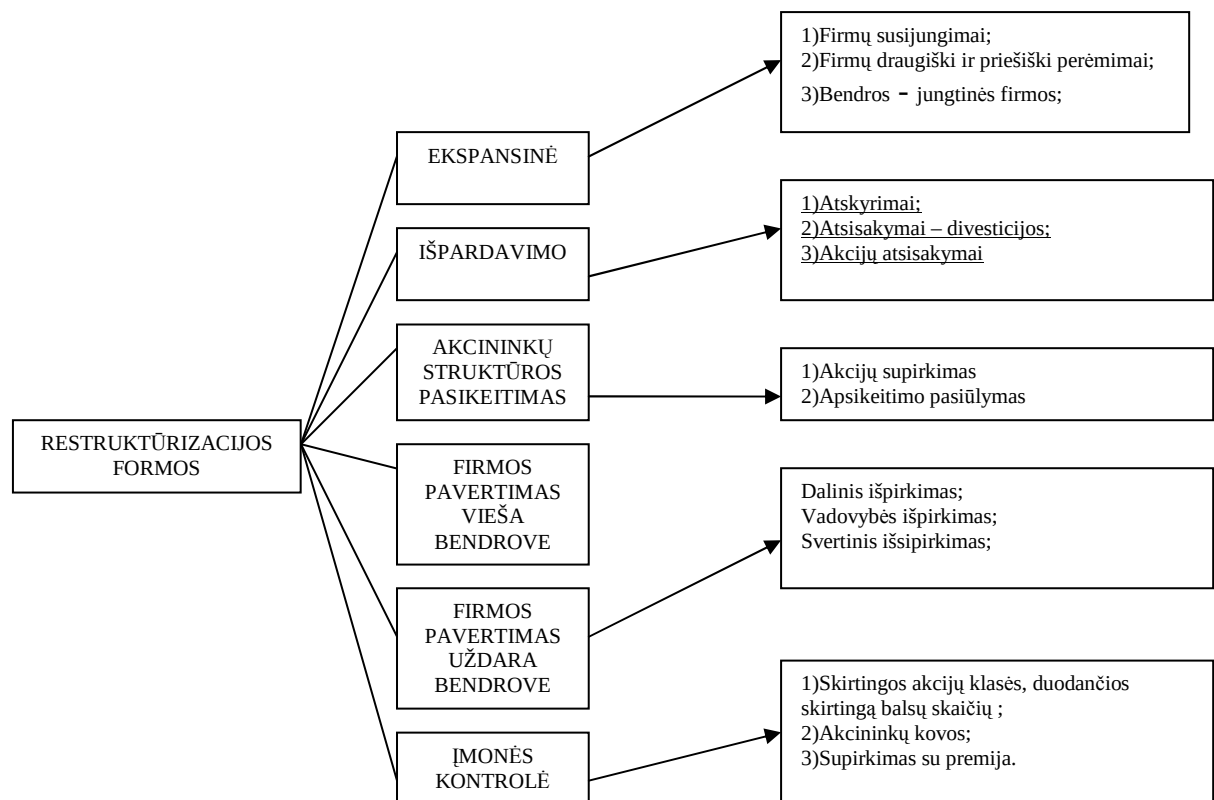
Taigi, viena ar kelios įmonės gali susijungti su jau egzistuojančia įmone, arba jos gali susijungti ir suformuoti naują įmonę. Nesvarbu, kuris būdas yra naudojamas, pagrindinis susijungimo bruožas yra tas, kad įsigyjančioji įmonė (egzistuojanti arba nauja) perima kitų įmonių nuosavybę ir sujungia jų veiklas su savo veiklomis.

G. Kancerevyčius teigia, kad susijungimai ir įsigijimai gali būti laikomi viena iš firmos restruktūrizacijos formų (žr.A priedą). Restruktūrizacija – produkto, rinkos, turto naudojimo, finansinių, valdymo struktūrų pokyčiai siekiant veiklos efektyvumo padidinimo, tame tarpe mažinant kaštus [22, p. 214].

Daugelis nagrinėtų autorių išskiria tokias restruktūrizacijos formas (žr. 1.1 pav.):

❖ Ekspansinė:

- Firmų susijungimai (*angl. mergers*);
- Firmų draugiški ir priešiški perėmimai (*angl. friendly/hostile takeovers*);
- Bendros – jungtinės firmos (*angl. joint ventures*).



1.1 pav. Restruktūrizacijos formos*

Dauguma susijungimų yra situacijos, kai viena įmonė (dažniausiai didesnioji iš dviejų) paprasčiausiai nusprendžia nupirkti kitą įmonę, susidera dėl kainos su tos įmonės vadovais ir tada prisijungia tą įmonę. Kartais, pati prijungiamoji įmonė iniciuoja šiuos veiksmus, tačiau dažniau įmonė siekia prisijungti kitą įmonę, nei pati būti prijungta. Todėl ir yra išskiriami draugiški ir priešiški perėmimai [38, p. 7].

E. F. Brigham ir J. F. Houston draugišką perėmimą apibūdina kaip susijungimą, kurio sąlygoms pritaria abiejų įmonių vadovai. Tuo metu priešiškas perėmimas apibūdinamas kaip susijungimas, kai tikslinės įmonės vadovai priešinasi susijungimui. Tokio perėmimo atveju tikslinės įmonės vadovai pasisako prieš susijungimą [7, p.800].

Kita ekspansinės restruktūrizacijos forma yra jungtinė įmonė. J. R. McGuiganas, W. J. Kretlowas ir R. Ch. Moyeris jungtinę įmonę apibūdina, kaip korporatyvinį aljansą, kuriame dvi ar daugiau nepriklausomų įmonių sujungia savo išteklius, kad galėtų pasiekti konkretų apibrėžtą tikslą [27, p. 769].

E. F. Brigham ir J. F. Houston teigia, kad nemažai įmonių sudarinėja korporatyvinius, arba strateginius aljansus, kurie, toli gražu, nėra susijungimai. Susijungimo atveju sujungiamas visas dviejų įmonių turtas bei jų nuosavybės ir valdymo procesai, o aljansai leidžia įmonėms kurti

* sudaryta autoriaus, 2008. Duomenų šaltinis: G. Kancerevyčius. Finansai ir investicijos. Kaunas: „Smaltijos“ leidykla, 2004. 879 p

derinius, kurie labiau orientuojasi į konkrečias verslo veiklos dalis ir kurie sąlygotų didžiausią sinergiją. Viena korporatyvinio aljanso formų vadinama jungtine įmone, kuriai įmonių dalys susijungia, norėdamos pasiekti konkrečių tikslų [7, p. 802].

❖ Yra išskiriama išpardavimo restruktūrizacija:

- Atskyrimai (*angl. spin – offs*);
- Atsisakymai - divesticijos (*angl. divestitures*);
- Akcijų atsisakymai (*angl. equity carve – out*).

E. F. Brigham ir J. F. Houston atsisakymus – divesticijas apibrėžia kaip kai kurio įmonės turto pardavimą (veiksmas, priešingas investicijai) [7, p. 823].

Darbo autorė pastebėjo, kad daugelis nagrinėtų teoretikų atskyrimus įvardina kaip gretutinės įmonės kūrimą (*angl. spin – offs*), o akcijų atsisakymus, kaip pagrindinės įmonės dalies atskyrimą (*angl. equity carve – out*). Ir tai yra kelios divesticijos rūšys. Tuo tarpu G. Kancerevyčius divesticijas, gretutinės įmonės kūrimą ir įmonės dalies atskyrimą pateikė kaip tris atskiras išpardavimo restruktūrizacijos formos dalis.

Yra išskiriami keturi divesticijų tipai: 1) veikiančio padalinio pardavimas kitai įmonei, 2) gretutinės verslo įmonės įkūrimas kaip atskiro objekto, o vėliau jos pardavimas pagrindinės įmonės akcininkams, 3) vykdant antro tipo divesticiją, akcininkams parduodama tik dalis gretutinės įmonės akcijų, 4) visiškas įmonės padalinio turto likvidavimas.

Pardavimas kitai įmonei apima viso padalinio ar skyriaus pardavimą, dažniausiai prireikus pinigų, tačiau kartais ir už perkančios įmonės akcijas. J. R. McGuiganas, W. J. Kretlowas, R. Ch. Moyeris akcentuoja, kad gretutinių įmonių kūrimas arba įmonės dalies atskyrimas gali būti naudojami didelėse, įvairią produkciją gaminančiose įmonėse, kai norima pašalinti padalinį, kuriam nesiseka ir kuris daro nuostolius visai įmonei, arba sėkmingą padalinį, kuriam pasireikšti neduoda silpni kiti padaliniai [27, p. 769]. Gretutinės įmonės kūrimo atveju, esamiems įmonės akcininkams parduodamos naujos akcijos, suteikiančios nuosavybės teises į divestuojamą padalinį. Padalinys, arba gretutinė įmonė, turi savo direktorių tarybą ir tarnautojus ir tampa atskira įmone. Akcininkai galų gale turi dviejų įmonių akcijas, tačiau nenaudojami jokie pinigų pervedimai. Atskyrimo atveju, mažuma gretutinės įmonės akcijų parduodama naujiems akcininkams, taip valdymas išlaikomas senųjų akcininkų rankose. Galų gale, likvidacijos atveju, padalinio turtas parduodamas dalimis, o ne kaip vienas veikiantis objektas.

❖ Dar išskiriama akcininkų struktūros pasikeitimų restruktūrizacijos forma:

- Akcijų supirkimas (*angl. stock repurchases*);
- Apsikeitimo pasiūlymas (*angl. exchange offer*) – tai kapitalo struktūros pakeitimas nekeičiant investicijų politikos:
 - Skola į akcijas (*angl. debt – for – commom, arba debt – for – equity*);

- Privilegiuotos akcijos į akcijas (*angl. preferred – for – common*).
- ❖ Firmos pavertimas atvira (vieša) bendrove (*angl. going public*).
- ❖ Firmos pavertimas uždara bendrove (*angl. going private*):
 - Dalinis išpirkimas (*angl. leveraged buyout, LBOs*);
 - Vadovybės išpirkimas (*angl. management buyout, MBOs*);
 - Svertinis išsipirkimas (*angl. leveraged cash-outs, LCOs, arba defensive recapitalization*).

J. R. McGuiganas, W. J. Kretlowas ir R. Ch. Moyeris akcentuoja, kad kai dalinis išpirkimas naudojamas nupirkti įmonei, kurios akcijos pardavinėjamos viešai, tai vadinama akcijų privatizavimu, kadangi visa įmonė nuperkama mažos investuotojų grupės ir jos akcijomis daugiau viešai neprekiuojama. Šie autoriai teigia, kad daugiausia LBO naudojama nupirkti gana mažoms įmonėms. Tačiau yra atvejų, kai LBO buvo panaudotas nupirkti gana didelėms įmonėms [27, p.769].

E. F. Brigham ir J. F. Houston pabrėžia, kad dalinio išpirkimo (LBOs) atveju maža investuotojų grupė, dažniausiai susideda iš dabartinių vadovų. Kartais įsigyjančioji grupė planuoja valdyti įsigytą įmonę kelis metus, padidinti jos pardavimus ir pelną, o vėliau viešai parduoti jos, jau stiprios ir didelės įmonės, akcijas. Kitais atvejais, dalinis išpirkimas reikalingas norint parduoti kai kurias įmonės dalis kitoms įmonėms ir taip sukurti sinergiją. Bet kuriuo atveju, įsigyjančioji grupė tikisi gauti iš dalinio išpirkimo nemažai pelno, tačiau egzistuoja neatskiriama ir gana didelė rizika, kadangi išpirkimui naudojamos skolintos lėšos [7, p. 803].

- ❖ Paskutinė restruktūrizacijos forma – įmonės kontrolė.
 - Skirtingos akcijų klasės, duodančios skirtingą balsų skaičių;
 - Akcininkų kovos (*angl. proxy contest (proxy fights)*);
 - Supirkimas su premija (*angl. premium buybacks*).

Išanalizavus teorinę įmonių susijungimų ir įsigijimų sąvoką galima daryti išvadą, kad daugelis nagrinėtų autorių atskiria įmonių susijungimo ir įsigijimo sąvokas, bet dažniausiai šie sandoriai yra nagrinėjami kartu ir tais pačiais aspektais, kadangi kiekvienu atveju pasėkmės būna tokios pačios ar labai panašios ir skirtumas tarp šių sandorių yra nedidelis.

1.2. Susijungimų ir įsigijimų sandorių motyvai ir priežastys

Įprastai įmonių įsigijimai ir susijungimai padažnėja esant teigiamoms ekonomikos ar tam tikros ūkio šakos plėtros prognozėms. Tikėjimas, kad ateityje bus geriau arba bent jau ne blogiau nei dabar, yra vienas pagrindinių tokių sandorių varomųjų jėgų.

A. Pranckevičiūtė ir A. Vasiliauskaitė teigia, kad iš esmės, verslo junginiai sudaromi dėl planuojamų teigiamų ekonominių rezultatų. Dalyviai tikisi gauti geresnius rezultatus nei jie gautų neįsijungę į verslo junginį. Keletas iš dažniausiai pateikiamų priežasčių verslo junginių sudarymui yra rizikos pasidalinimas, galimybė naudotis rinka, konkurencija dėl pirmumo teisės bei greiti ir lankstūs būdai pasinaudoti ištekliais [34, p. 242].

A. Miečinskienė nagrinėja skirtingų autorių motyvų, kurie skatina susijungimus ir įsigijimus, analizes įvairiais požiūriais ir pjūviais. Straipsnio autorė išskiria Mcdougall teorijas, kurios paaiškina susijungimų ir įsigijimų sandorių priežasčių įvairovę. Tai internacionalizacijos teorija, kuri teigia, kad viena korporacija prisijungdama kitą siekia įgyti nematerialaus turto, taip pasiekama konkurencinio pranašumo. Technologinės kompetencijos teorija teigia, kad kompanijos kurios vykdo įsigijimų ir susijungimų sandorius, siekia internalizuoti technologinius pranašumus, prisijungdama kompaniją, kuri juos turi. Paskutinė Mcdougall teorija – sandorių sąnaudų teorija paaiškina vertikalius susijungimų ir įsigijimų sandorius, t.y., kai siekiama sumažinti neapibrėžtumą arba sąnaudas įsigujant tam tikrus, reikalingus gamybos veiksnius [31, p. 54 – 55].

J. Stankevičienė susijungimų ir įsigijimų motyvus skirsto į du tipus: įmonės vertę didinančios ir įmonės vertės nedidinančios teorijos. Pirmuoju atveju teigiama, kad pagrindinis sprendimo įsigyti kitą įmonę motyvas – įmonės vertės (akcininkų požiūriu) didinimas, antroji teorija teigia, kad perkančios įmonės vadovai priima tokį sprendimą, siekdami maksimizuoti savo naudą akcininkų lėšomis (galbūt todėl, kad įmonės dydžio augimas (pardavimo pajamų ar turto prasme) neretai reiškia atlyginimo augimą, papildomas privilegijas, galią ir prestižą). Dalis ši klausimą nagrinėjančių autorių teigia, kad ir įsigyjančios, ir perkamos įmonės akcininkų gerovė šio sprendimo pasekmėje auga (nes pasireiškia teigiama sinergija, t.y., vertės kūrimas). Tačiau tam prieštaraujantys teigia, kad auga tik įsigyjamoms įmonės akcininkų gerovė (priešingu atveju jie nesutiktų su pasiūlymu), tuo tarpu įsigyjančios įmonės akcininkų gerovė mažėja, todėl įsigijimo rezultate nebūtinai sukuriamą vertę (sujungtos įmonės) [40, p. 189].

Tuo tarpu G. Kancerevyčius dar išskiria tokias susijungimų ir įsigijimų rinkos vystymąsi skatinančias jėgas:

- laisvesnė prekyba ir globalizacija;
- privatizacija ir teisinių suvaržymų sumažėjimas;
- technologinė pažanga;
- masto ekonomijos siekimas; pramonės šakos nestabilumas [22, p. 214].

Daugelis nagrinėtų autorių akcentuoja, kad svarbus įmonių įsigijimus ir susijungimus skatinantis veiksnys yra finansų rinkos plėtra. Finansinių instrumentų pasiūla ir kaštai taip pat daro ženklią įtaką tokio pobūdžio sandoriams. Be abejo, sunku įsigyti verslą vien tik savomis lėšomis, tačiau dar sunkiau, kai skolinto kapitalo kaina yra aukšta, o visokeriopi apribojimai bei suvaržymai

iš skolinio pusės yra itin dideli.

A. Pranckevičiūtė ir A. Vasiliauskaitė savo straipsnyje pabrėžia tai, kad mokslininkai Hittas, Irelandas ir Hoskissonas verslo junginių sudarymo priežastis skirsto pagal rinkos ciklus:

- ✓ Esant lėtai rinkos ciklo situacijai siekiama: įgyti galimybes ribotoje rinkoje; sudaryti lengvatas naujoje rinkoje; palaikyti rinkos stabilumą;
- ✓ Esant standartiniai rinkos ciklo situacijai siekiama: įgyti rinkos galią; įgyti priėjimą prie papildomų išteklių; „perlipti“ prekybos barjerus; sutikti konkurencinius iššūkius; sutelkti išteklius dideliems projektams; išmokyti naujos verslo technikos.
- ✓ Esant greitai rinkos ciklui siekiama: padidinti produkto, paslaugos įvedimo greitį į rinką; išlikti rinkos lyderiais; pasidalinti tyrimų ir plėtros išlaidų riziką [34, p. 241].

Yra išskiriamos šios pagrindinės susijungimų ir įsigijimų vykdymo priežastys:

➤ ***Dydžio augimas***

Bioye Tajudeen Aluko ir Abdul – Rasheed Amidu pabrėžia, kad augimas yra būtinas norint išlaikyti gyvybingumą, dinamiškumą bei vertės kūrimo sugebėjimą. Įmonė gali pasiekti savo augimo tikslus plėsdama savo esamas rinkas arba įeidama į naujas rinkas [6, p. 176].

Susijungimas firmai yra greičiausias būdas užaugti. Be to, kartais vidinis augimas turi ribas dėl konkurentų, jų turimų patentų ir panašiai. Metodiniame vadove akcentuojama, kad kitos įmonės įsigijimas leidžia iš karto padidinti pardavimų apimtį, praplėsti klientų ratą ir pan. Augimo kriterijus ilgalaikėje perspektyvoje yra svarbus kiekvienai įmonei. Kai įmonės jungiasi norėdamos užimti didesnę rinkos dalį, paprastai įvyksta vadinamoji horizontalioji integracija, kuomet susijungia ar įsigijama įmonė, veikianti tame pačiame segmente [45, p. 18].

➤ ***Pozicijos rinkoje pagerinimas***

Pozicijos rinkoje pagerinimo kriterijus remiasi prielaida, kad susijungusios kelios įmonės turės daugiau derybinės galios prieš tiekėjus ir taip sumažins savo sąnaudas ar galės diktuoti sąlygas pirkėjams rinkoje. Dažnai įsigijamos įmonės, veikiančios toje pačioje vertikalioje grandyje, t.y. jungiamasi su tiekėjais ar distributoriais – vyksta vadinamoji vertikali integracija. Ši integracija leidžia nemokėti pelno maržų, kurias įprastai tiekėjas užsideda tiekiamai produkcijai, kadangi integracijos rezultate jie veikia kaip bendra įmonė. Taip pat įprasta ir horizontalioji integracija, kai toje pačioje rinkoje veikiančios įmonės, susijungusios turi daug geresnę rinkos poziciją, didesnę derybinę galią prieš tiekėjus ir pan [45, p. 20].

➤ ***Konkurencijos mažinimas***

Įsigydama kitus verslus, įmonė taip pat gali tikėtis sumažinti konkurenciją tam tikroje produktų rinkoje. Tačiau tokiuose sandoriuose, kuomet ketinama įsigyti konkurentą, sudėtinga įtikinti įmonės savininkus, kodėl jie turėtų pasiduoti. Metodiniame vadove aiškinama tai, kad konkurento įsigijimas naudingas ne tik tuo, kad eliminuojamas vienas rinkos žaidėjas, bet ir tuo, jog

įmonė gali pasinaudoti jo turėtais privalumais rinkoje, perimti jo klientus, naudotis nusistovėjusiais ryšiais su partneriais ar tiekėjais [45, p. 15].

Darbo autorė pastebėjo tai, kad pozicijos rinkoje gerinimą bei konkurencijos mažinimą kai kurie nagrinėti autoriai išskiria kaip atskiras priežastis, o kiti jas priskiria prie sinergijos efekto šaltinių.

➤ *Sinergijos efektas*

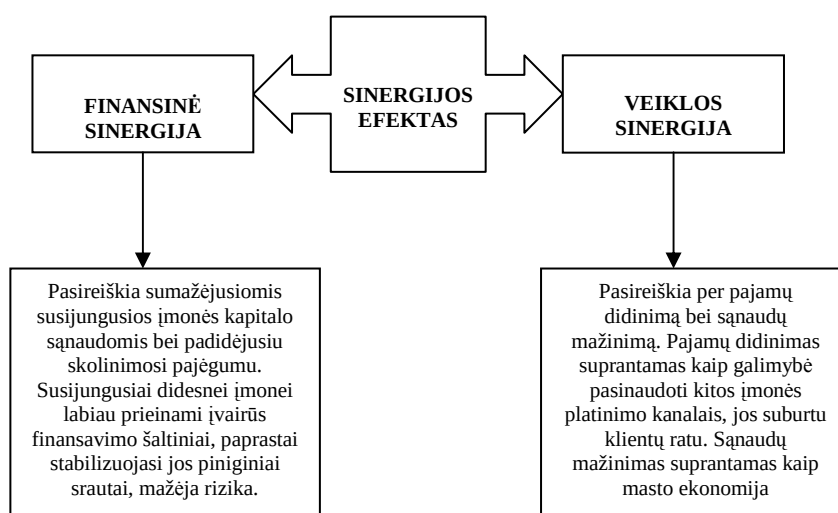
Susijungdamos dvi įmonės iš sinergijos efekto tikisi, kad bus įmanoma sujungus kelis verslus padidinti veiklos apimtis bei sumažinti kaštus labiau, nei tai pavyktų kiekvienai dirbant atskirai. Sinergijos sąvoka paprastai iliustruojama tokia matematine lygtimi: „ $2 + 2 = 5$ “, taigi dvi įmonės, veikdamos drauge, akcininkams sukuria didesnę vertę, nei sukurtų veikdamos atskirai [38, p. 27].

G. Arnoldas akcentuoja, kad svarbus veiksnys sinergijai yra sugebėjimas išnaudoti masto ekonomiją. Didesni kiekiai dažnai reiškia mažesnius kaštus vieno produkto vieneto gamybai. Gamybos racionalizavimas ir sutelkimas keliose didelėse vietose bei galingų mašinų naudojimas veda į gamybos ekonomiją. Ekonomija marketinge gali atsirasti dėl bendrų paskirstymo kanalų naudojimo ir jungtinio marketingo. Taip pat įmanomos valdymo, tyrimų ir plėtros bei pirkimų ekonomijos [3, p. 262 – 265].

E. F. Brigham ir J. F. Houston pabrėžia, kad daugumos besijungiančių įmonių pagrindinis motyvas yra padidėjusi jungtinės įmonės vertė, t.y. sinergijos efektas [7, p. 769].

Metodiniame vadove yra pateikiamas toks sinergijos efekto skirstymas:

- Finansinė sinergija;
- Veiklos sinergija (žr. 1.2 pav.).



1.2 pav. Sinergijos efekto rūšys*

* sudaryta autoriaus, 2009. Duomenų šaltinis: VŠĮ Lietuvos ekonominė plėtros agentūra. Metodinis vadovas. Verslo pardavimas ir įsigijimas. Vilnius, 2006. 67 p.

E. F. Brigham ir J. F. Houston be pateiktų sinergijos efekto rūšių dar išskiria diferencinį naudingumą, kuris reiškia, kad vienos įmonės valdymas bus efektyvesnis, o silpnesnės įmonės turtas po susijungimo bus panaudotas produktyviau; ir padidėjusią rinkos galią, kuri atsiranda dėl sumažėjusios konkurencijos [7, p. 769].

G. Arnoldas diferencinį naudingumą vadina neefektyvia vadyba. Jei įmonės „A“ vadyba yra efektyvesnė nei įmonės „B“, šioms įmonėms susijungus, galima gauti naudos, jei po susijungimo ims dominuoti „A“ įmonės vadybos sistema. Neefektyvus valdymas gali būti ne toks reikšmingas trumpu laikotarpiu, bet ilgajame laikotarpyje, savininkai bandys pašalinti tokio valdymo priežastis.

Tai pat G. Arnoldas akcentuoja, kad viena iš pačių svarbiausių jėgų, skatinančių susijungimus, yra bandymas padidinti rinkos galią. Rinkos galia yra gebėjimas kiek įmanoma kontroliuoti produkto kainą. Jo nuomone, šis gebėjimas pasiekiamas per a) monopoliją, oligopoliją arba dominuojančią gamintojo vietą arba per b) suokalbius. Rinkos galia motyvuoja tiek vertikaliuosius, tiek horizontaliuosius susijungimus. Netgi konglomeratiniai susijungimai gali didinti rinkos galią [3, p. 267].

➤ **Mokesčiai**

Nemažai įmonių susijungti skatina svarstymai dėl mokesčių. Pavyzdžiui, pelninga įmonė, mokanti didžiausius mokesčių tarifus, gali prisijungti įmonę su dideliais sukauptais mokestiniais nuostoliais. Šie nuostoliai tada gali būti paversti į mokestines santaupas, o ne atidėti ir panaudoti ateityje.

E. F. Brigham ir J. F. Houston bei Bioye Tajudeen Aluko ir Abdul – Rasheed Amidu nagrinėja ir tokį atvejį, kai susijungusios įmonės yra puikus būdas sumažinti mokesčius, jeigu disponuojama perteklinėmis lėšomis. Pavyzdžiui, jei įmonei trūksta vidinių investavimo galimybių, palyginus su jos laisvų lėšų srautu, ji gali 1) išmokėti papildomus dividendus, 2) investuoti į apyvarčius vertybinius popierius, 3) perpirkti savo pačios akcijas arba 4) nupirkti kitą įmonę. Jei įmonės pasirenka mokėti papildomus dividendus, akcininkai turės mokėti papildomus mokesčius. Apyvartūs vertybiniai popieriai dažnai yra geras būdas laikinai laikyti pinigus, tačiau jie apskritai uždirba mažesnę grąžą, nei reikalauja akcininkai. Akcijų perpirkimas yra kapitalo išauginimas kai kuriems akcininkams. Taigi, perteklinių lėšų naudojimas kitos įmonės nupirkimui ir prisijungimui padeda išvengti visų minėtų problemų, o tai ir skatina daugelį besijungiančių įmonių [7, p. 771; 6, p.177].

➤ **Asmeniniai vadovų interesai**

E. F. Brigham ir J. F. Houston pabrėžia tai, kad finansų ekonomistai linkę manyti, kad verslo sprendimai yra paremti tik ekonominiais svarstymais, ypač įmonės vertės maksimizavimu. Tačiau, daug verslo sprendimų yra daugiau paremti vadovų asmenine motyvacija nei ekonominėmis

analizėmis. Verslo lyderiai mėgsta valdžią, o daugiau valdžios yra įgaunama valdant didesnę įmonę, o ne mažesnę. Asmeniniai vadovų interesai daugeliu atveju vaidina svarbų vaidmenį susijungimuose.

Asmeniniai interesai tiek skatina, tiek sulaiko besijungiančias įmones. Po daugumos perėmimų, kai kurie prijungtų įmonių vadovai netenka darbo, ar bent jau autonomijos. Todėl, vadovai, kuriems priklauso mažiau nei 51 % jų firmos akcijų, ieško priemonių, kurios sumažintų perėmimo galimybę [7, p. 773].

➤ ***Informacinis efektas***

Nuvertėjusios bei prastai veikiančios įmonės gali pagerinti savo akcijų vertę paskelbdamos apie restruktūrizaciją ar įsigijimą. Vertė restruktūrizacijos metu gali būti sukurama perduodant naują informaciją. Čia turima omenyje asimetrinė informacija, kurią turi įmonės vadovybė (arba pirkėjas) ir fondų rinka, kurioje cirkuliuoja bendrovės akcijos. Jeigu manyti, kad akcijos nepakankamai įvertintos, tai paskelbimas apie susijungimą gali iššaukti pozityvų poslinkį, kad susijungimo faktas liudija apie tai, kad investuotojai neįvertina potencialaus įmonės pelningumo [12, p. 20].

Paskelbimas apie divesticiją, gali signalizuoti apie įmonės investicijų politikos arba darbo efektyvumo pasikeitimus, kas gali teigiamai paveikti akcijų vertę. Iš kitos pusės, toks paskelbimas gali būti įvertintas kaip labiausiai likvidaus filialo pardavimas, norint pataisyti bendrovės reikalus, todėl šiuo atveju signalas bus negatyvus. Nepakankamai įvertinta ar pervertinta įmonė – tai ginčytinas klausimas, kompanijos vadovybė visada laikosi pirmo būdo, bet kartais turi tokią informaciją, kuri neleidžia teisingai įvertinti akcijas.

➤ ***Hurbis hipotezė***

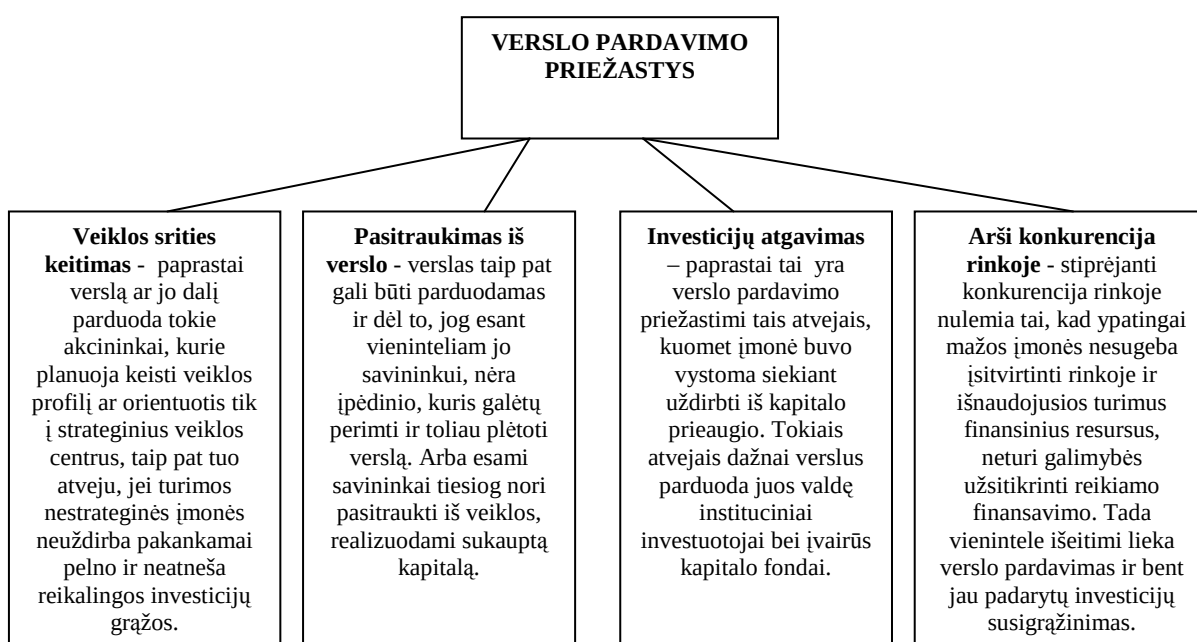
Ši hipotezė teigia, jog susijungimus ir įsigijimus lemia pirkėjai ir siūlytojai, kurie tiki, kad susijungimas negali pakenkti jų finansinėms perspektyvoms. Taigi ir praktikoje yra daug pavyzdžių, kai įsigijamos įmonės akcininkai laimi iš pasiūlymų parduoti akcijas išpūstomis kainomis. Hurbis hipotezė kitų autorių įvardijama kaip “išdidumo hipotezė” pagal ją susijungimai paaiškinami pirkėjų turėjimu, kurie mano, kad jie negali pakenkti susijungiančiai bendrovei ir kad jų numatymas yra tobulas. Panašus išdidumas atsiranda iš išpuikimo ir pasipūtimo. Apie tokius žmones kalbama, kad jie negali elgtis pakankamai protingai, kad atsisakytų pasiūlymo. Dažniausiai tokie pirkėjai labai brangiai sumoka už savo įsigijimus. Pagal šią hipotezę perteklius, kurį sumokėjo toks pirkėjas perkant įmonę, atitenka jos akcininkams, bet kartu mažėja jų gerovė [12, p. 21].

G. Kancerevyčius dar užsimena apie tokią įmonių susijungimų ir įsigijimų priežastį, kaip:

- ***Naujų žaliavų, įrengimų, technologijų įsigijimas.*** Jos nuperkamos kartu su perkama firma [22, p. 216].

Metodiniame vadove yra išanalizuotos susijungimų ir įsigijimų priežastys iš tikslinės įmonės pusės. Šios priežastys yra įvardijamos kaip verslo pardavimo. Teigiama, kad verslo pardavimas gali būti siejamas su daugybe priežasčių, tiek ekonominių, tiek ir asmeninių, tačiau kaip pagrindines verslo pardavimo priežastis galima būtų įvardinti šias:

- Veiklos srities keitimas;
- Pasitraukimas iš verslo;
- Investicijų atgavimas;
- Arši konkurencija rinkoje (žr. 1.3 pav.) [45, p. 6 - 8].



1.3 pav. Verslo pardavimo priežastys*

Taip pat keletas nagrinėtų autorių išskyrė šias diskutuotinas priežastis, dėl kurių vyksta įmonių susijungimai ir įsigijimai:

- ***Pelno augimas***

Susijungimas leidžia greitai parodyti padidėjusį pelną, nes padidina vienos akcijos pelną. Tačiau po ilgesnio laiko šis efektas dingsta [22, p. 216].

- ***Diversifikacija***

Metodiniame vadove teigiama, kad įmonė, kuri siekia įsigyti kitą verslą su tikslu diversifikuoti (išskaidyti) veiklą, paprastai įsigyja įmonę iš visiškai nesusijusios industrijos, t.y.

* sudaryta autoriaus, 2008. Duomenų šaltinis: VŠĮ Lietuvos ekonominė plėtros agentūra. Metodinis vadovas. Verslo pardavimas ir įsigijimas. Vilnius, 2006. 67 p.

turinčią nekoreliuotus (tarpusavyje nesusijusius) piniginius srautus. Diversifikacija leidžia stabilizuoti įmonės piniginius srautus, kadangi vienos įmonės pelningumui mažėjant, kitos įmonės pelningumas gali didėti, todėl ilgalaikėje perspektyvoje vienos veiklos nuosmukius gali atverti pakilimai kitoje veikloje [45, p.14]. Tačiau G. Kancerevyčius šiai priežasčiai pateikia rimtą kontrargumentą, kad investuotojai ir taip jau laiko diversifikuotus portfelius, tad firmai atlikti diversifikaciją nėra tikslinga. Be to, jei investuotojas turi dviejų skirtingų šakų firmų akcijų diversifikuotą paketą, tai toms firmoms susijungus, diversifikacija dingsta [22, p. 216].

E. F. Brigham ir J. F. Houston pritaria G. Kancerevyčiaus pateiktai nuomonei. Šie autoriai pabrėžia, kad diversifikaciją, kaip susijungimų ir įsigijimų priežastį įvardina vadovai. Jie tvirtina, kad diversifikacija padeda stabilizuoti įmonės uždarbį ir todėl yra naudingos jos savininkams. Uždarbio stabilizavimas yra naudingas ir darbuotojams, ir tiekėjams, ir vartotojams, tačiau jo nauda yra mažiau apčiuopiama iš akcininkų pusės [7, p. 772].

Tačiau A. Pranckevičiūtė ir A. Vasiliauskaitė teigia, kad vienas iš svarbiausių verslo junginių sudarymo motyvų yra rizikos diversifikavimo galimybė. Diversifikavimo naudą, lemia trys pagrindiniai faktoriai: rizikos pozicijų skaičius; šių rizikos pozicijų koncentracija ar jų atitinkami svoriai portfelyje; koreliacija tarp pozicijų. Straipsnio autorės akcentuoja tai, kad vieni autoriai teigia, kad diversifikacija sumažina vertę, nes diversifikuotos įmonės prekiauja su nuolaida, palyginus su atskiro segmento įmonėmis. Kiti atlikti tyrimai teigia, kad „diversifikacijos nuolaida“ gali būti greičiau priežastis nei pasekmė arba nuolaida gali būti statinis artefaktas išplaukiantis iš segmento pobūdžio. Dar kiti tyrimai prieina išvados, kad konglomeratai yra nei daugiau nei mažiau produktyvūs negu specializuotos įmonės. Tačiau A. Pranckevičiūtė ir A. Vasiliauskaitė akcentuoja, kad autoriai Mehmet Engin Akbulut ir John G. Matsuoka 2005 metais paskelbtame tyrime paneigia visus kitus teiginius. Jie padarė išvadą, kad per analizuojamą laikotarpį konglomeratų veikla buvo teigiama vertės kūrimo atžvilgiu [34, p. 242].

Išnagrinėjus susijungimų ir įsigijimų pagrindines priežastis ir motyvus matome, kad šie sandoriai yra svarbūs šiuolaikiniame verslo pasaulyje, nes padeda įgyvendinti įmonių tikslus, kurie esant tam tikroms rinkos sąlygoms, gali būti įgyvendinti tik naudojant šiuos sandorius.

1.3. Verslo jungimosi būdai – susijungimų ir įsigijimų rūšys

Vertinant iš verslo struktūros perspektyvos, galimi labai įvairūs verslų susijungimų ir įsigijimų būdai. Susijungimų ir įsigijimų sandoriai yra klasifikuojami pagal įmonių tarpusavio santykius į tokias rūšis:

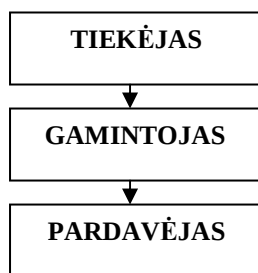
- Horizontalieji;
- Vertikalieji;

- Konglomeratiniai.

Vertikaliuosius sandorius dauguma autorių apibūdina panašiai. Tai sandoriai kai yra stiprus kliento – tiekėjo ryšys. Perkanti įmonė yra įsigyjamos bendrovės arba tiekėja, arba produkto pirkėja, klientė (žr. 1.4 pav.). Metodiniame vadove „Verslo pardavimas ir įsigijimas“ akcentuojama, kad vertikalioji integracija leidžia užsitikrinti tiek tiekimo kainos, tiek ir gaminių kokybės, tiek ir savalaikio tiekimo kontrolę. Visa tai leidžia patikimai kainos, kokybės ir laiko atžvilgiu tiekti produkciją saviems pirkėjams [45, p. 22]. Kai įmonė įsigyja savo tiekėją, manoma, kad įgyjamas ir tam tikras kainų privalumas, palyginti su konkurentais. Tokią išvadą leidžia daryti faktas, kad dalį maržos, kurią įmonė mokėdavo tiekėjui, dabar gali pasiimti sau [38, p. 21].

Įgyti tiekėją gali būti naudinga, kai siekiama užsitikrinti ilgalaikius tiekimus sutartomis sąlygomis. Tuomet išvengiama kasmetinių išlaidų ir rūpesčių iš naujo derantis dėl tiekimo sutarčių. Įsigyti tiekėją kartais naudinga, kai jo tiekiamą produkciją yra itin specializuota, o ją perka nedaug arba tik vienas pirkėjas – ją įsigyjanti įmonė. Tuomet, norint gauti reikalingą produkciją, gali būti sunku tartis su kitais galimais tiekėjais, nes jiems reikės investuoti į specifinių prekių gamybą. Paprasčiau įsigyti tiekėją ir užtikrinti norimo asortimento tiekimą sau. Vertikaliojo susiliejimo atveju pasiekiamas efektyvesnis resursų koordinavimas ir administravimas [34, p. 243].

R. Larssonas, K. R. Brousseau, M. J. Driveris ir P. Sweetas vertikaliuosius sandorius įvardina kaip „atitikimo ekonomijas“, t.y. kai įmonių veiklos veiksmas (operacijos) papildo vieni kitus. Tokie yra vertikalieji susijungimai tarp tiekėjų ir pirkėjų įmonių bei rinkų ir papildančių produktų įmonių, kai viena įmonė kitai suteikia naujas rinkas arba naujus produktus. Tokiuose papildančiuose susijungimuose atsiranda didelė pridėtinė vertė, kuri padidina bendrą veiksmų veiklos sferą ir erdvę [24, p. 5 - 7].



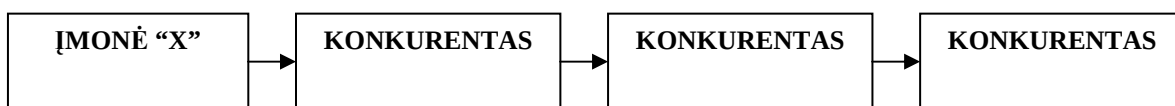
1.4 pav. Vertikalūs sandoris [32]

Vieni populiariausių sandorių yra horizontalieji. Tai sandoriai, kai perkama kita įmonė toje pačioje pramonės šakoje (žr. 1.5 pav.). Tokiu įsigijimu siekiama gamybos ir platinimo masto ekonomijos, taip pat didesnio svorio rinkoje.

R. Larssonas, K. R. Brousseau, M. J. Driveris ir P. Sweetas pažymi, kad didžiausią potencialą turi horizontalieji susijungimai ir įsigijimai, kai susijungia įmonės, turinčios sutampančių

veiklos veiksmų (operacijų). Tokie veiksmai veda link pertekliaus, kuris pritaikomas naujai sukurtai įmonei [24, p. 9].

Tačiau daugelis nagrinėtų teoretikų įvardina problemą, susijusią su horizontaliaisiais sandoriais. Ši problema yra: ar pavyks planuotai padidinti rinkos dalį, kurios dažniausiai siekiama horizontaliaisiais sandoriais. Tai priklauso nuo įmonių dydžio ir konkurencijos lygio rinkoje. Jei rinka labai konkurencinga, joje yra daug dalyviui, tuomet, išnykus vienam konkurentui, jo vietą gali užimti rinkos senbuviai arba naujos įmonės. Visai kitaip bus rinkoje, kurioje veikia nedaug tarpusavyje konkuruojančių įmonių – tuomet dviejų įmonių susijungimas gali ženkliai paveikti naujos įmonės rinkos dalį. Tada įmanoma įgauti tam tikrą rinkos jėgą, kuri padės nustatyti ir išlaikyti didesnę nei konkuruojančių įmonių kainą [1, p. 178].

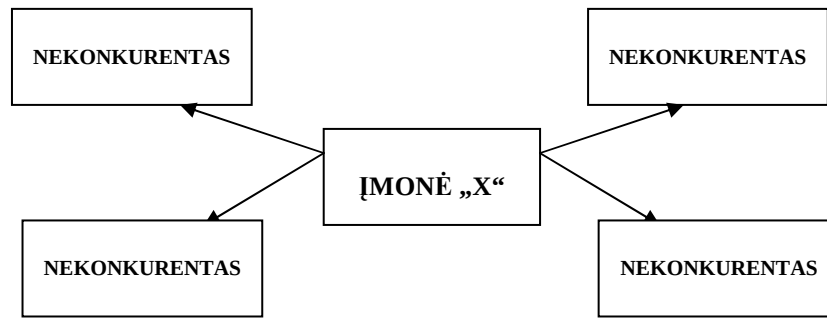


1.5 pav. Horizontalusis sandoris [32]

A. Miečinskienė pabrėžia, kad vertikaliojo ir horizontaliojo susilieimo tikslas – pasiekti suvienytų verslų vertės išaugimą. Vertikaliojo susilieimo atveju išsiplečiama žaliavų šaltinių ir paskirstymo kontrolės padidėjimo kryptimis. Šiuo atveju pasiekama efektyvesnio išteklių koordinavimo ir administravimo. Dažniausiai horizontaliuosiuose sandoriuose reikšmingas vaidmuo tenka siekiui užimti arba sustiprinti savo monopolinę padėtį. Tačiau antimonopolinė įstatymų leidyba riboja susilieimus su aiškiu užmoju padidinti kainas [31, p. 55].

A. Prancevičiūtė ir A. Vasiliauskaitė teigia, kad horizontaliai sujungus verslą mažinamos veiklos išlaidos. Tai svarbiausias motyvas horizontaliesiems susijungimams, kurie siekia, kad veikla nesidubliuotų, bet tokiu būdu gali būti sukuriama nauda ir vertikaliesiems verslo junginiams. Veiklos ekonomiją galima pasiekti derinant dviejų ir daugiau įmonių veiklas rinkodaros, pirkimų, apskaitos, rinkos dalies, gamybos linijų sujungimo ir kitose srityse [34, p. 243].

Konglomeratiniai sandoriai daugelio autorių apibūdinami, kaip nesusijusios verslo šakos įmonės įsigijimas, kai tikimasi padidinti savo stabilumą, subalansuoti įmonės pajamų portfelį (žr. 1.6 pav.).



1.6 pav. Konglomeratinis sandoris [32]

G. Kancerevyčius dar išskiria koncentrinis sandorius – kai perkamos įmonės, susijusios panašiais gamybos procesais, technologijomis arba produktų linijomis. Įsigijus tikimasi pasinaudoti bendrais ištekliais, bendrais paskirstymo kanalais, įžengti į susijusio produkto rinką [22, p. 213]. Tačiau metodiniame vadove šie sandoriai išskiriami į atskiras rūšis: tai produkto plėtros susijungimus – susijungimas tarp įmonių, kurios prekiauja susijusiais produktais toje pačioje rinkoje; ir rinkos plėtros susijungimus – susijungimas tarp įmonių, kurios prekiauja tais pačiais produktais skirtingose rinkose [45, p. 23].

Ž. Simanavičienė ir L. Dagilienė pažymi, kad dvidešimto amžiaus pabaigoje daugiausiai buvo vykdomi horizontalieji susijungimų ir įsigijimų sandoriai. Maždaug apie 1920 metus dominuojantys buvo vertikalieji sandoriai. Konglomeratiniai sandoriai išplito tik 1960–1970 metais [39, p. 217].

Nagrinėjant susijungimų ir įsigijimų sandorius pagal tai, kokios įmonės juos vykdo, t. y. ar vienoje šalyje esančios įmonės, ar tie sandoriai vyksta tarp skirtingose šalyse esančių įmonių, tai susijungimus ir įsigijimus galima skirstyti į:

- šalies viduje vykstančius įmonių susijungimus ir įsigijimus;
- tarptautinius įmonių susijungimus ir įsigijimus.

Susijungimai ir įsigijimai yra vienas iš tiesioginio investavimo būdų, kurį pasitelkus geriausiai reaguojama į verslo aplinkos, finansinių sąlygų ir makroekonominių charakteristikų pokyčius. Kai kuriose ūkio šakose tapo akivaizdu, kad sėkmingai konkuruoti regioninio ar pasaulio rinkose gali tik stambūs ūkio subjektai, sugebantys mažinti valdymo ir naujovių diegimo išlaidas, veiksmingiau organizuoti rinkodarą ir pardavimus.

M. Hittas ir V. Pisano teigia, kad susijungimai ir įsigijimai gana seniai yra populiarūs daugelio įmonių strategija, ypač Šiaurės Amerikoje. Tačiau penktoje susijungimų bangoje, dvidešimto amžiaus dešimtajame dešimtmetyje, ši strategija paplito į kitas pasaulio dalis, įskaitant Europą, Aziją ir Lotynų Ameriką. Be abejo, tarptautinių įmonių susijungimų ir įsigijimų kūrimo augimas Europoje buvo susijęs su įmonių ruošimusi Europos Sąjungos augimui [18, p. 47].

Taip pat šie autoriai akcentuoja tai, kad didėjanti verslo globalizacija padidino galimybes susijungti ir netgi spaudimą jungtis į tarptautinius susijungimus ir įsigijimus. Jungdamiesi verslai

padeda tų šalių rinkoms augti, kartu patys pasinaudodami augimo galimybėmis augančiose tarptautinėse rinkose [18, p. 47]. Tokios galimybės tapo ypač svarbios, kai įmonės suprato, kad augimui ir konkurencijai kiekvienoje šalyje atskirai yra ribos. Horizontalieji susijungimai, peržengiantys vienos šalies sienas padeda stiprinti įmonės galią tarptautinėje rinkoje. Tokie susijungimai iš dalies vyksta ir kaip atsakas į besitęsiančią konsolidaciją pramonės šakose – tai gana nauja globali tendencija. Be to, tarptautiniai susijungimai gali padėti įmonei efektyviau konkuruoti su kitomis įmonėmis geografiškai skirtinguose regionuose [14, p. 588].

A. Miečinskienė pažymi, kad lyginant su plynojo lauko investicijomis įmonių susijungimai ir įsigijimai turi du pagrindinius privalumus: investavimo greitis ir priartėjimas prie savininkų turto suteikia galimybę sujungti turtą, patirtį ir tuo pasinaudoti [31, p. 56]. D. K. Eitemanas, A. I. Stonehillas ir M. H. Moffettas pritaria šiam A. Miečinskienės teiginiui, tačiau jie išskiria daugiau tarptautinių susijungimų ir įsigijimų privalumų. Investavimo greitį šie autoriai įvardina kaip svarbiausią privalumą prieš plynojo lauko investicijas. Taip pat prisijungiant jau egzistuojančią įmonę yra sutrumpinamas laikas, numatytas įkūrimui ir konkurencingam įėjimui į rinką. Antra, prisijungimas gali būti sąnaudų prasme efektyvesnis būdas įgyti konkurencinius pranašumus, tokius kaip technologija, prekės ženklai, pripažinti tikslinėse rinkose bei logistikos ir paskirstymo pranašumai, bei būdas kartu pašalinti stiprų vietinį konkurentą. Trečias privalumas, specifinis tarptautiniams pirkimams, yra toks, kad tarptautinės ekonomikos, politikos ir užsienio mainų sąlygos sukuria rinkos trūkumus, dėl kurių tikslinės įmonės yra įvertinamos pigiau [14, p. 590].

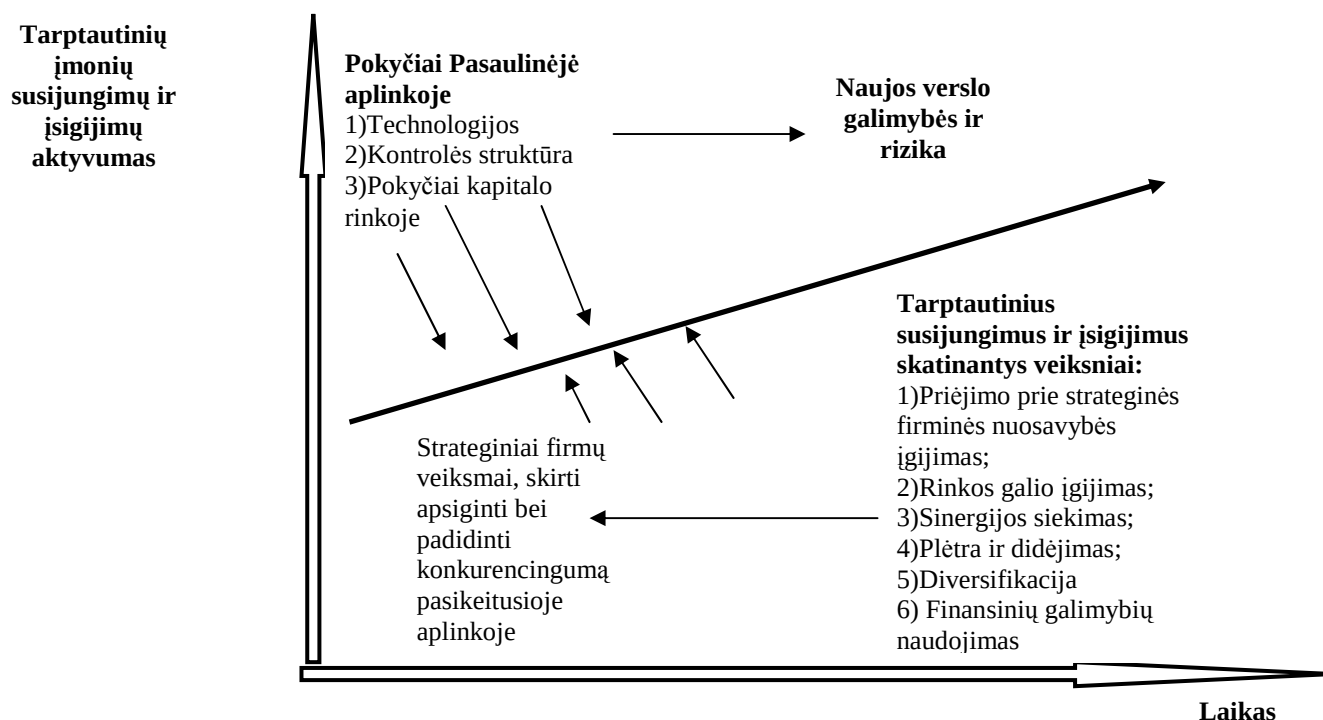
Daugelis autorių teigia, kad tarptautiniai susijungimai ir įsigijimai suteikia kelias unikalias ir vertingas galimybes. Pavyzdžiui, jie suteikia galimybę įeiti į naujas ir geografiškai skirtingas globalines rinkas. Be to, tarptautiniai susijungimai suteikia išskirtinę galimybę mokytis ir priėjimą prie papildomų išteklių. Šios galimybės yra vertingesnės nei vietiniuose susijungimuose dėl unikalų kultūrinių ir institucinių skirtumų, kurie dažnai egzistuoja tarp įmonių, dalyvaujančių tokiuose veiksmuose. Taip pat, minėtų galimybių išnaudojimas gali prisidėti prie įmonės konkurencinio pranašumo stiprinimo.

Tačiau M. Hittas ir V. Pisano išvelgia tarptautiniuose susijungimuose ir įsigijimuose ir nemažą iššūkį vadovams, kurie tokius veiksmus yra atlikę tik vietiniame kontekste. Autoriai teigia, kad turint omenyje gana mažą sėkmingų vietinių susijungimų dalį, tarptautinių susijungimų iššūkis vadovams turėtų būti labai svarbus. Vienas iš iššūkių yra sugebėjimas pasiekti dvigubą kultūrinę adaptaciją (integruoti tiek skirtingas nacionalines, tiek organizacines kultūras). Skirtumai šalių, kuriose veikia įmonių centrinės būstinės, taip pat bus specialus iššūkis įsigyjamos įmonės vadovams. Žinoma, sunkumai vertinant tikslinės įmonės turtą kitoje šalyje padidina galimybę sumokėti papildomą ar perdėtą premiją už susijungimą [18, p. 48].

D. K. Eitemanas, A. I. Stonehillas ir M. H. Moffettas pabrėžia, kad lemiančios tarptautinių susijungimų ir įsigijimų sandorių procesų jėgos yra strateginiai įmonių veiksmai, skirti apsiginti bei padidinti globalųjį konkurencingumą:

- priėjimo prie strateginės nuosavybės įgijimas;
- rinkos galios ir dominuojančios padėties įgijimas;
- sinergijos globaliose veiklose bei skirtingose pramonės šakose siekimas;
- plėtra ir didėjimas, o vėliau – pasinaudojimas savo dydžiu konkurencingumui didinti bei derybose;
- diversifikacija ir rizikos išsklaidymas;
- finansinių galimybių, kurias įmonė turi, o kitos norėtų turėti, naudojimas [18, p. 589].

Taip pat šie autoriai pažymi, kad tarptautinių susijungimų ir įsigijimų lemianti jėga yra kartu ir makro masto (globalinė konkurencinė aplinka), ir mikro masto (pramonės šakų įvairovė, įmonės lygio jėgos ir veiksmai, didinantys kiekvienos įmonės vertę) [18, p. 589]. Svarbiausios pokyčių jėgos globalinėje konkurencinėje aplinkoje yra technologijų pokyčiai, reguliavimo pokyčiai ir kapitalo rinkos pokyčiai – šios jėgos kuria naujas verslo galimybes tarptautinėms įmonėms (žr. 1.7 pav.).



1.7 pav. Lemiančios tarptautinių susijungimų ir įsigijimų sandorių procesą jėgos [18]

Metodiniame vadove įmonių susijungimai ir įsigijimai dar yra skirstomi į:

- Verslo pardavimo sandorius;
- Verslo pirkimo sandorius.

Kai verslas yra parduodamas, tai ieškoma potencialių verslo pirkėjų, kuriuos galima suskirstyti į dvi stambias grupes: strateginius investuotojus ir finansinius investuotojus. Strateginiai investuotojai paprastai įsigyja verslą, nes yra suinteresuoti: plėsti savo turimą verslą naujose rinkose; perimti konkurentus ir taip sustiprinti savo pozicijas; išgauti sinergijos efektą iš verslų susijungimo. Tuo metu finansinio investuotojo pagrindinis tikslas – akcijų vertės maksimizavimas bei kuo didesnė investicijų grąža ateityje [45, p. 23].

Verslo pirkimo sandorius taip pat galima skirstyti ir pagal tai, kieno pusėje – pirkėjo ar pardavėjo – yra iniciatyva, t.y.:

- ❖ Aktyviai vykdomi įsigijimai – pirkėjai patys aktyviai ieško potencialių taikinių. Jie turi aiškius kriterijus, kokios įmonės ieško, nustatomas tam tikras galimų objektų ratas ir siekiama užsibrėžto tikslo;
- ❖ Pasyviai vykdomi įsigijimai – potencialius pirkėjus dažniausiai suranda tie, kurie nori parduoti savo verslą. Tokiais atvejais dažniausiai įmonės pasiūlomos ne vienam potencialiam pirkėjui, neretai jos būna ne pačios geriausios būklės. Todėl ypač geros grąžos iš tokio pobūdžio investicijų nereikėtų tikėtis [45, p. 24].

Išanalizavus susijungimų ir įsigijimų rūšis galima daryti išvadą, kad populiariausi ir dažniausiai praktikoje taikomi sandoriai yra horizontalūs. Taip yra todėl, kad šios rūšies sandoriai turi didžiausią potencialą, nes susijungia įmonės, turinčios sutampančių veiklos veiksmų. Taip pat šiuo metu pasaulyje tarptautiniai sandoriai užima svarbią poziciją įmonių strateginiame planavime, kadangi šie sandoriai suteikia papildomų galimybių įmonėms.

1.4. Susijungimų ir įsigijimų vykdymo procesas

Verslo įsigijimo ar susijungimo procesas gali radikaliai skirtis priklausomai nuo daugelio faktorių (ar pardavėjas organizuoja formalų pardavimo procesą, ar yra konkurencija dėl įgyjamo objekto, ar įsigyjamas objektas yra viešai listinguojama bendrovė ir t.t.). Daugelis nagrinėtų autorių susijungimų ir įsigijimų procesą skirsto į šiuos penkis etapus:

- ❖ Pasiruošimas – tyrimas iki įsigijimo;
- ❖ Potencialių įsigyti įmonių paieška;
- ❖ Potencialaus taikinio vertinimas;
- ❖ Derybos;
- ❖ Integracija po susijungimo.

Šio darbo autorius pastebėjo, kad nevisi nagrinėti teoretikai į susijungimų ir įsigijimų procesą įtraukia integracijos etapą. Pavyzdžiui Metodiniame vadove įmonių susijungimo ir įsigijimo procesas baigiasi derybomis. Taip pat, kaip atskiras šių sandorių eigos etapas yra išskirti kontaktai

su įmonėmis [45, p. 25]. Dar vienas skirtumas yra tas, kad kai kurie autoriai susijungimų ir įsigijimų sandorių eigoje išskiria tik tris etapus. Pavyzdžiui G. Arnoldas išskiria tris pagrindinius etapus, tai pasiruošimas; derybos ir pervedimas; integracija [3, p. 274].

Pirmasis sandorio vykdymo proceso etapas yra:

❖ Pasiruošimas – tyrimas iki įsigijimo.

Metodiniame vadove teigiama, kad pasiruošimo etape svarbu užduoti ir atsakyti į tokius klausimus: kodėl reikalinga įsigyti kitą įmonę? Kokia laukiama nauda iš įsigijimo? Atsakius į minėtus klausimus, taip pat reikalinga įvertinti savo resursus, patirtį, žmogiškuosius išteklius [45, p. 26]. G. Kancerevyčius šį etapą apibūdina, kaip pačios firmos situacijos įvertinimą ir nustatymą, ar susijungimas/įsigijimas būtų teisinga strategija. Šiame etape svarbu nustatyti ar firma galės pasiekti savo tikslus vidiniu vystymusi [22, p.218]. Dažniausiai nesėkmingo įsigijimo ar susijungimo priežastys glūdi planavimo etape – kas nors yra neįvertinama ar perversinama. Labai svarbu įsitikinti, kad perkama įmonė papildoma esama, ar vadovybė yra pasirengusi priimti papildomą atsakomybę ir, ar aiškiai suvokia vertės šaltinius akcininkams [22, p. 215]. Tokiam pasiruošimo etapo apibūdinimui pritaria ir kiti nagrinėti autoriai.

Antrasis susijungimų ir įsigijimų proceso etapas yra:

❖ Potencialių įsigyti įmonių paieška;

Svarbiausia šiame etape apsibrėžti kriterijus, kurie leistų ieškoti tinkamos įsigyti įmonės, ir analizuoti rinką. R. Larssonas, K. R. Brousseau, M. J. Driveris ir P. Sweetas teigia, kad vienas iš kriterijų ieškomai įmonei turi būti organizacijos kultūra. Daugelis nagrinėtų autorių pritaria R. Larsono, K. R. Brousseau, M. J. Driverio ir P. Sweeto nuomonei, kad taip vadinami kultūriniai konfliktai yra žymi kliūtis sinergijos atsiradimui susijungimuose ir įsigijimuose. Todėl rekomenduojama vengti susijungti įmonėms, turinčioms skirtingas organizacijos kultūras. Šios rekomendacijos reikia paaisyti net tada, kai įmonės turi aukštą strateginio susijungimo potencialą, kuris lemia vertės sukūrimą ar padidėjimą.

R. Larssonas pabrėžia, kad organizacijų kultūros turi stiprius gynybinius mechanizmus, kurie palaiko bendrai tarp darbuotojų priimtas normas ir vertybes. Šie mechanizmai sutelkiami veiksams prieš išorės pavojus, tokius kaip susijungimai ir įsigijimai. Todėl pateisinama paaukoti strateginį potencialą dėl labiau kultūriškai panašių įmonių pasirinkimo [24, p. 15].

Metodiniame vadove šis etapas yra skirstomas dar į smulkesnes dalis, tai apima:

- Kriterijų ieškomai įmonei apibrėžimą;
- Vietinės ir užsienio rinkos analizę;
- Konkurentų, tiekėjų ir vartotojų analizę;
- Kitų susijusių įmonių įvertinimą;
- Potencialių įmonių sąrašo sudarymą ir jų analizę [45, p. 25].

Taip pat šiame etape svarbu išsiaiškinti ar reikia rinktis „geras“ ar „blogas“ įmones. M. J. Driveris išskiria keletą priežasčių, dėl kurių reiktų atsargiau jungtis su labai gerais rezultatais pasižyminčioms įmonėms, ypač per ekonomikos pakilimo laikotarpį. Pirma, tokios įmonės daug kainuoja, o darbuotojų pasipriešinimo rizika tokiose įmonėse visada labai didelė. Tokių įmonių vadovai ir darbuotojai linkę tikėti savo darbo metodų pranašumu. Be to, jie gali būti mažiau linkę prisitaikyti per integracijos procesus. Taigi, pasirinkus „gerą“ įmonę, gali gautis „blogas“ susijungimas ar įsigijimas. Kita vertus, „blogos“ įmonės gali tapti puikiais susijungimais ar įsigijimais [24, p. 9 – 12].

Kitas susijungimų ir įsigijimų eigos etapas yra:

❖ Potencialaus taikinio vertinimas;

Šiame etape siekiama įsitikinti, ar pasirinkimas tikrai geras ir atliekamas vertinimas, giliau išanalizuojama taikinio veikla ir vykstantys procesai. Dažniausiai čia atliekama pirminis gilus įvertinimas (*angl. phase I due diligence*). Jo metu siekiama įvertinti, kokią sinergijos efektą duotų susijungimas, kokia būtų bendros firmos vertė. Metodiniame vadove pažymima, kad gavus teisę atlikti detalesnę įmonės analizę, svarbu teisingai įvertinti ir suplanuoti, kokia analizė reikalinga bei kokius specialistus reikia pritraukti jai atlikti. Kai kurie investuotojai yra linkę praleisti arba sutrumpinti šį etapą taupydami pinigus, tačiau tokiu atveju, jau įvykdžius sandorį gali išaiškėti nepalankūs neigiami įgyto verslo niuansai [45, p. 26].

Jung – Chin Shenai ir J. J. Reueris akcentuoja, kad vertinimo sunkumai didėja kartu su potencialaus taikinio perspektyvų neapibrėžtumo lygiu, bei kartu su informacijos asimetrija tarp pirkėjų ir pardavėjų. Asimetrinės informacijos lygis priklauso nuo būsimojo pirkėjo sugebėjimo numatyti sujungto verslo vertę. Jung – Chin Shenai ir J. J. Reueris mano, kad tikslinės įmonės amžius, veiklos sritis, neapčiuopiamas turtas paveikia pirkėjų vertinimą. Autoriai daro išvadą, kad vertinimo sunkumų bus mažiau su viešai akcijomis prekiaujančiomis įmonėmis, negu su privačiai valdomomis įmonėmis.

Taip pat Jung – Chin Shenai ir J. J. Reueris išvelgia ryšį tarp įmonės amžiaus ir jos vertinimo. Jie teigia, kad naujai įkurtoms organizacijoms būdingas didesnis neužtikrintumo laipsnis ir aukštesnis informacijos asimetrijos lygis, negu seniau įkurtoms organizacijoms, iš dalies daugiausiai taip yra dėl išteklių ir institucinių veiksmų. Todėl šie autoriai daro išvadą, kad yra sunku įvertinti jaunų įmonių vertę dėl didesnio neužtikrintumo, susijusio su įmonės veikla, o taip pat dėl problemų, kurių tokioms įmonėms kyla įrodant savo vertę potencialiam investuotojui [21, p. 85 - 86].

Ketvirtasis susijungimų ir įsigijimų proceso etapas yra:

❖ Derybos;

Pasirinkus ir išanalizavus taikinį, galima pradėti derėtis dėl susijungimo arba įsigijimo. Reikia įvertinti, koks bus planuojamos įsigyti firmos pasipriešinimas, kokia bus kainos derėjimosi strategija, kiek pirmame derybų etape galėtų būti siūloma. Metodiniame vadove akcentuojama, kad ruošiantis deryboms ypatingas dėmesys turi būti skiriamas derybų strategijos formulavimui ir atsakomybės paskirstymui tarp derybų komandos narių. Derybų metu svarbu išlaikyti tokį klausimų svarstymo eiliškumą: poreikiai, sąlygos, kaina. Toks eiliškumas leidžia visų pirma apibrėžti esmines sąlygas, kurios didžiaja dalimi ir nulems kainą [45, p. 28].

Paskutinis etapas:

❖ Integracija po susijungimo.

G. Kancerevyčius teigia, kad šis etapas yra sudėtingiausias. Jo nuomonei pritaria daugelis nagrinėtų autorių [22, p.219]. G. Arnoldas taip pat pabrėžia, kad integracijos etapas yra vieta, kurioje nemažai susijungimų išyra. Būtent šiame etape vadovai turi apsvarstyti organizacinius ir kultūrinius panašumus bei skirtumus tarp įmonių. Jie taip pat turi paruošti veiksmų planą geriausiai įmanomai susijungusių įmonių integracijai [3, p. 274 – 275]. Taip pat G. Arnoldas akcentuoja tai, kad per dažnai vadovai daugiausiai dėmesio skiria aiškiai identifikuojamiems ir suskaičiuojamiems duomenims. Pastebima tendencija, kai susijungimo ar įsigijimo procesas matomas kaip logiškų ir mechaninių žingsnių serija, iš kurių kiekvienas yra racionalus, aiškus ir apibūdinamas kaštais bei nauda. Toks požiūris ignoruoja problemas, kurias sukelia nekiekybiniai elementai, pavyzdžiui, žmogiškos reakcijos arba tarpusavio santykiai.

R. Larssonas, K. R. Brousseau, M. J. Driveris ir P. Sweetas išskiria tris požiūrius į integraciją. Pirmasis požiūris yra švelnus, arba vengiantis integracijos požiūris. Jis siekia išsaugoti esamas besijungiančių įmonių vertybes. Šiuo atveju organizacinė integracija yra labai užlaikoma. Integracija vyksta lėtai, kol abi įmonės sužino daugiau viena apie kitą ir sukuriama abipusis pasitikėjimas. Šis požiūris minimizuoja darbuotojų pasipriešinimą, tačiau tenka skirti daugiau lėšų.

Antrasis šių autorių išskirtas požiūris – kietas, arba kontroliuojantis integracijos požiūris, kuris bando iš karto kuo greičiau sunaikinti galimus kultūrinius konfliktus ir darbuotojų pasipriešinimą. Įdarbinimas vyksta greitai, galingai, ir taikomi įsigyjančios įmonės veikimo būdai. Šis požiūris pripažįsta, kad sinergijos atsiradimui reikalinga tvirta organizacinė integracija, todėl sumažinamas neužtikrintumas, imamasi vadovauti ir kuriama galinga pasikeitimų banga. Šis požiūris remiasi pagrindiniu principu, kad naujoji organizacija turi būti kuriama laikantis įsigyjančios įmonės modelio.

Na ir trečiasis: tarp – kompetencinis integracijos požiūris. Praktikoje įrodytas geriausias būdas atlikti organizacinę integraciją. Šis požiūris koncentruojasi į abiejų įmonių kompetencijų peržiūrą. Kietas požiūris aukoja tikslinės įmonės kompetencijas, o švelnus požiūris aukoja kai kurias abiejų įmonių kompetencijas, kartais ir geresnes. Tarp – kompetencinis požiūris išvengia klaidos, kai

vadovaujamosios pozicijos atiduodamos pagal tai, kuriai įmonei – įsigijusiai ar tikslinei priklausė kandidatai, ir stengiasi atrinkti geriausius darbuotojus iš abiejų įmonių [24, p. 8 – 10].

Svarbu suprasti, kad kiekvienas susijungimų ir įsigijimų sandorių etapas yra labai svarbus. Todėl reikia vienodai skirti laiko, lėšų ir pastangų kiekvienam iš jų neišskiriant prioritetinių.

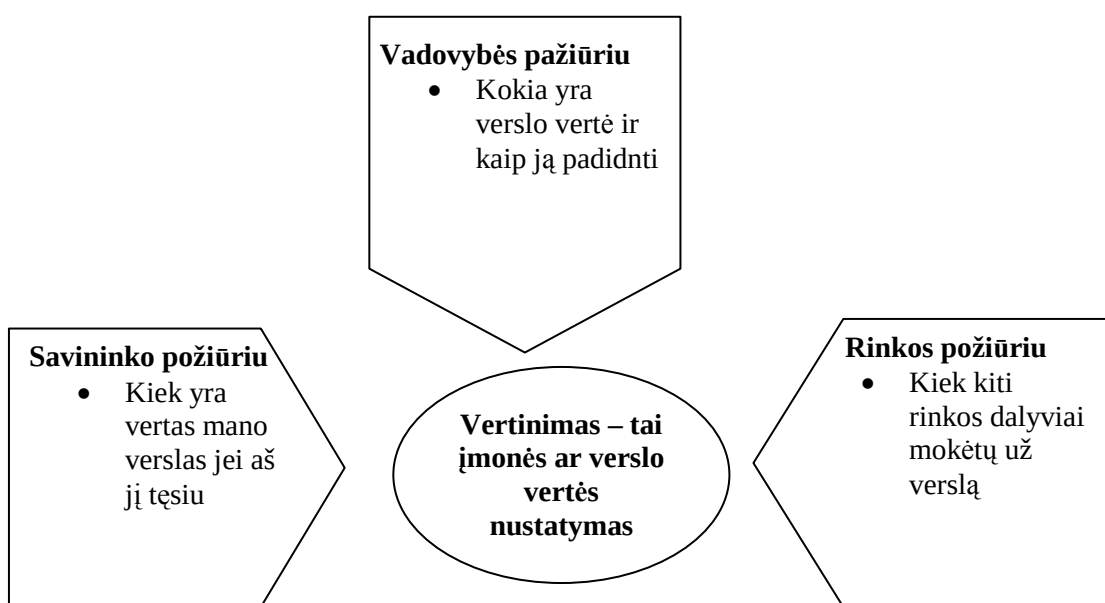
1.5. Tikslinių įmonių ir sandorio efektyvumo vertinimas

Verslo vertinimas apibrėžiamas kaip procesas, kurio metu pagal pasirinktą vertinimo metodą nustatoma vertinamo objekto vertė. Nors paprastai sandorio metu kaina skiriasi nuo įvertintos vertės, tačiau vertinimas labai svarbus prieš pradedant sandorį, t.y. leidžia suvokti, kokiose ribose galimos derybos dėl kainos [45, p. 35].

D. Burkšaitienė teigia, kad vertinimas yra pagrindas sprendimams priimti, o kova dėl aukšto produktyvumo, kuri skatina pasaulio ekonomikos globalizaciją, reikalauja imtis priemonių akcininkų vertei maksimizuoti. Teisingas įmonių vertės nustatymas ir jos valdymas padeda efektyviai paskirstyti ir naudoti išteklius, kurie turi būti nukreipiami į veiklos sritis, pajėgiančias geriausiai juos panaudoti [9, p. 699].

A. Sungailienė vertės supratimą aiškina taip (žr. 1.8 pav.):

- Verslo vertė pardavėjui yra verslo vertė darant prielaidą, kad verslas bus vykdomas pagal esamą strategiją vadovaujant esamai įmonės vadovybei;
- Verslo vertė pirkėjui yra verslo vertė darant prielaidą, kad verslas bus vystomas pagal pirkėjo strategiją bei įvertinant galimas sinergijas tarp pirkėjo ir perkamos įmonės.
- Sandorio kaina priklauso nuo šalių noro pirkti/parduoti įmonę ir derybinių sugebėjimų [42].



1.8 pav. Vertės suvokimas skirtingais požiūriais [42]

V. Kazlauskienė ir Č. Christauskas nagrinėja veiksnius, darančius įtaką verslo vertei. Jie akcentuoja tai, kad verslo vertė kinta keičiantis jai įtakos turintiems veiksniams, todėl tampa aktuali verslo vertei įtakos turinčių veiksnių analizė, kuria remiantis būtų galima nustatyti labiausiai tikėtiną verslo vertės dydį. V. Kazlauskienė ir Č. Christauskas verslo vertei įtakos turinčius veiksnius suskirsto į penkis lygius. Pirmo lygio veiksniais yra diskontuoti laisvieji pinigų srautai, įvertinantys prognozuojamo laikotarpio laisvųjų pinigų srautų esamąją vertę, ir tęstinę vertę. Antrojo lygio veiksnių (laisvieji pinigų srautai ir diskonto norma) nustatymas remiasi diskontuotų laisvųjų pinigų srautų dekompozicija. Kadangi struktūriškai laisvieji pinigų srautai išreiškiami įvertinus grynojo pelno, nusidėvėjimo ir investicijų dydį, pastarieji įvardijami trečiojo lygio laisvuosius pinigų srautus lemiančiais veiksniais. Diskonto normos veiksniai nustatomi atsižvelgus į įmonės kapitalo finansavimo šaltinius – skolintą kapitalą ir nuosavą kapitalą. Tai leidžia skolinto kapitalo kaštus ir nuosavo kapitalo kaštus vadinti trečiojo lygio (diskonto normos) veiksniais. Ketvirtojo lygio (grynojo pelno) veiksniais yra pardavimų apimtis, produkcijos savikaina, sąnaudos, pajamos, pelno mokestis, kurie nustatyti laikantis buhalterinėje atskaitomybėje naudojamo grynojo pelno apskaičiavimo principo. Ketvirtojo lygio (skolinto kapitalo kaštų ir nuosavo kapitalo kaštų) veiksniai nustatyti atsižvelgiant į tai, kad šiuos kaštus lemia skolinto ir nuosavo kapitalo pelno norma bei šių finansavimo šaltinių struktūrinis pasiskirstymas, t.y. kiekvieno iš jų dalis bendrame finansavimo šaltinių dydyje. Atliekant pardavimų apimtį dekompoziciją, išskiriami penktojo lygio (pardavimų apimtį) veiksniai, kuriais yra gaminamos produkcijos kiekis (vnt.), vieneto savikaina bei pardavimų marža (Lt). Nustatant penktojo lygio (nuosavo kapitalo pelno normos) veiksnį atsižvelgiama į modelio, kuris naudojamas nuosavo kapitalo kaštams apskaičiuoti, struktūrą. Nuosavo kapitalo kaštai apskaičiuojami sumuojant nerizikingą palūkanų normą ir rizikos priedus už makroaplinkos, šakos aplinkos ir vidinės aplinkos veiksnius. V. Kazlauskienė ir Č. Christauskas teigia, kad toks pakopinis veiksnių pateikimas leidžia išvelgti verslo vertės veiksnį ir verslo vertės sąryšius bei įvertinti kiekvieno veiksnio pasikeitimo įtaką ne tik verslo vertės, bet ir aukštesnio lygio veiksnio pokyčiui [23, p. 26].

Egzistuoja keliolika įmonės vertės nustatymo metodų ir būdų. Paprastai turto ar verslo vertės nustatymo metodas parenkamas atsižvelgiant į tai, kokia turto vertė aktuali užsakovui ir kas, vertintojo požiūriu, geriausiai atspindi turto vertę atviroje rinkoje. Vertinant verslą, tikslinga vertės skaičiavimus atlikti keliais metodais, t.y. naudoti įvairių metodų kombinacijas – tokiu būdu gaunama tiksliausia vertė.

Tikslinių įmonių vertinimui naudojamos dvi populiariausios metodologijos: 1) pagal pinigų srautus; 2) pagal rinkos daugiklius.

Iš aukščiau minėtų vertinimo būdų išskiriami trys dažniausiai naudojami metodai: 1) kainos – pelno akcijai santykio metodas (P/E); 2) koreguotos buhalterinės vertės metodas; ir 3) diskontuotų pinigų srautų metodas.

Daugelis autorių pažymi, kad vienas iš dažniausiai naudojamų daugiklių yra P/E (kainos ir pelno akcijai santykis) dažnai vadinamas palyginamasis kainos – uždarbio santykis. D. Dragunas ir E. Howardas šį daugiklį apibūdina, kaip dažnai kritikuojamą mokslininkų bei praktikų dėl daugybės trūkumų, tokių kaip rizikos nepaisymas, bei visos kapitalo vertės naudojimas, vis tiek išlieka svarbiu santykinio vertinimo matu [13, p. 44]. Taip pat ir J. R. McGuiganas, W. J. Kretlowas ir R. C. Moyeris akcentuoja, kad finansų analitikai, kurie naudoja šį metodą, turi būti labai atsargūs, ir išsiaiškinti, ar lyginamos įmonės tikrai yra panašios. Kadangi šis metodas remiasi naujausia pelno (nuostolio) ataskaita, jis gali būti visiškai nenaudingas, jei tikslinės įmonės ir lyginamųjų įmonių P/E santykiai labai skiriasi [27, p. 786].

Metodiniame vadove yra pateikta formulė, pagal kurią nustatoma įmonės vertė jei yra naudojamas P/E daugiklis:

$$V = P/E \times NP, \quad (1)$$

čia: V – įmonės vertė, P/E – kainos ir pelno akcijai santykis, NP – ateities grynosios pajamos po mokesčių (grynasis pelnas) [45, p. 39].

Kai kurie autoriai, taip pat ir A. Sungailienė mini dar vieną, dažnai praktikoje naudojamą daugiklį – EBITDA t. y. EV/EBIT arba EV/EBITDA. Įmonės vertė (EV) padalinta iš veiklos pelno (EBIT) arba veiklos pelno prieš nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITDA). Daugiklio esmė įvertinti verslo vertę ir pelningumą nepriklausomai nuo kapitalo struktūros – todėl naudojama EV, o ne kapitalizacija ar kaina, ir EBIT(DA), o ne grynasis pelnas.

P/E metodas dažniau naudojamas vertinant listinguojamas akcines bendroves, o EBITDA metodas dažniau pasitelkiamas vertinant uždarąsias akcines bendroves bei individualias įmones.

A. Sungailienė rinkos daugiklių metodą apibūdina tokiais svarbiausiais teiginiais: vertinimo bazė yra palyginamosios įmonės; apskaičiuojami palyginamųjų įmonių rinkos vertės ir finansinių rodiklių santykiai (daugikliai); rinkos vertės rodikliai dažniausiai yra akcijų rinkos kainos; vertinimo sėkmė priklauso nuo paliginamųjų įmonių parinkimo [42].

D. Burkšaitienė ir A. Juozapavičienė teigia, kad rinkos rodikliai gali būti taikomi tuomet, kai pagrindiniu įmonės tikslu yra laikomas augimas, kurį išreiškia pelno, pardavimų ar turto maksimizavimas. Visais laikais vienas svarbiausiu rodikliu įvertinant įmonės veiklą buvo grynasis pelnas, kuris turi šiuos trūkumus:

- tai apskaitinis rodiklis, kuris apskaičiuojamas laikantis bendrųjų apskaitos principu, pagal kuriuos istorinė vertė neatitinka tikrosios faktinės vertės. Tą nulemia nusidėvėjimo atskaitymai, infliacija, atidėjimai ir kt.;

- pelnas neparodo veiklos kokybės, o tik kiekybę;
- atsižvelgiama tik į skolintojo kapitalo kaštus;
- neįvertinamas turto valdymas.

Įvertinus šiuos trūkumus, atsirado nauji finansiniai vertės matai, pagal kuriuos įvertinama įmonės veikla ir yra priimami sprendimai tiek augimo, tiek ir vertės didinimo atžvilgiu pagal klasikinio apskaitos modelio teikiamą informaciją įvertinant turto valdymą. Pagal šią teoriją veiklai įvertinti yra naudojami tokie rodikliai: ROI (investuoto kapitalo pelningumas), ROE (nuosavo kapitalo pelningumas), ROA (turto pelningumas), EPS (pelnas akcijai), P/E (akcijos rinkos kainos ir EPS santykinis rodiklis), P/BV (akcijos rinkos kainos ir apskaitinės vertės santykis), P/CF (akcijos rinkos kainos ir pinigų srauto, tenkančio akcijai, santykis). Visais šiais atvejais daroma prielaida, kad praeities duomenys yra pagrindas prognozėms sudaryti.

Kadangi pastarųjų rodiklių viena iš dedamųjų yra akcijos rinkos kaina, kuri yra įmonės veiklos pasekmė, bet tiesiogiai pačios įmonės nevaldomas dydis, šie rodikliai negali būti panaudoti valdymui bei kapitalo rinkos atstovams priimant investicinius sprendimus. Tai galima paaiškinti tuo, kad akcijos kaina dažnai susiformuoja veikianti ne tik įmonės veiklos rezultatu, bet ir nuo įmonės nepriklausančių įvairių išorinių veiksnių (susijungimai, strateginių investuotojų pritraukimas, gandai ir kt.). Tačiau ir padarius prielaidą, kad akcijų kainą nulemia tik įmonės veiklos rezultatai, kuriuos įmonė gali valdyti, nėra įvertinamas kapitalo panaudojimo efektyvumas, t.y. neatsižvelgiama į įmonėje naudojamo kapitalo kainą [10, p. 468].

Finansiniai vertės matai ROI, ROE ir ROA, kurie yra susieti su turto valdymu, neįvertina riziką atspindinčių kapitalo kaštų – t.y. šie rodikliai ignoruoja reikalavimą, kad nuosavo kapitalo, bendrojo kapitalo ar bendrojo turto pelno norma būtų didesnė už kapitalo kainą. Be to, ROE dydis nėra patikimas, nes įmonė, turinti daug skolintojo kapitalo ir mažai nuosavo, turės sąlyginai didelį ROE, tačiau tokios įmonės kapitalo kaštai irgi bus dideli dėl didelės likvidumo rizikos. Nustatyta, kad šiuos rodiklius gali paveikti esantys apskaitos sistemos trūkumai tiek turto, tiek ir pelno atžvilgiu, kadangi ir pelnas, ir turtas apskaitomi istoriniais kaštais. Rodikliai turto naudojimo pradžioje gali būti maži, bet vėliau padidėti, kadangi investuotasis turtas nusidėvės, o pajamos ir sąnaudos bus paveiktos infliacijos.

Norint pasiekti tam tikrą pelningumą, yra būtinas tam tikras kapitalo dydis, kuris atitiktų atitinkamą gamybos apimtį. Vadinasi, pelno didinimas sumažina kapitalo pelningumą. Tai įrodo vidinį konfliktą priimant sprendimus. Todėl šie finansiniai vertės matai negali gerai koreliuoti su akcininkams kuriama verte, o augimo ir vertės didėjimo tikslai nėra suderinami, t. y. įmonės augimas, kai jis išreiškiamas turto, gamybos apimčių, pelno augimu ar rinkos plėtote, neatitinka įmonės vertės didinimo. Taigi su pelnu susijusių finansinių vertės matų maksimizavimas nereiškia

vertės akcininkams maksimizavimo. Taip pat ignoruojamas kaštų ir pelno laiko veiksnys, kuris turi didelę įtaką akcininkų kuriamai vertei. Šie rodikliai tinka įmonių palyginimui [10, p. 469 – 470].

Kitas metodas, dažniausiai naudojamas įmonės vertės nustatymui yra buhalterinės vertės metodas. Daugelis negrinėtų autorių pažymi, kad buhalterinės vertės metodas nustato tikslinės įmonės turto rinkos vertę. J. R. McGuiganas, W. J. Kretlowas ir R. C. Moyeris pateikia tokį pavyzdį kad, įmonės turtas gali būti įranga, kuri pagal buhalterinius įrašus yra visiškai nusidėvėjusi, tačiau iš tikrųjų yra vis dar naudojama. Tokiu atveju nustatoma šios įrangos rinkos kaina ir įmonės akcijų vertė (buhalterinė) yra pataisoma atsižvelgiant į minėto turto buhalterinę ir rinkos vertę. Finansų analitikai, naudojantys šį metodą, turėtų būti atsargiausi nustatinėdami tikslinės įmonės turto rinkos vertę, nes tai gana sudėtinga [27, p. 786 – 787].

Įvertinus su apskaitiniu pelnu susijusių finansinių vertės matų pagrindinį trūkumą, 3 – jame dešimtmetyje pradėta skaičiuoti pelną, likusį po paskirstymo, dalinai įvertinant kapitalo kaštus. 8 – jame dešimtmetyje suprasta, kad reikia skaičiuoti ne tik pelną, bet ir pinigus – svarbiu vertinimo matu tapo pinigų srautai, imta vertinti pinigų laiko vertę ir skaičiuoti diskontuotus pinigų srautus.

Pinigų srautų analizė ir su jais susiję finansiniai vertės matai apima įmonės strateginius tikslus. Tačiau šiuo atveju taip pat susiduriama su prieštaravimu, kadangi įmonė gali turėti neigiamus pinigų srautus keletą metų iš eilės, bet būti pelninga. Taip atsitinka tuomet, kai įmonė turi augimo perspektyvą ir gali lengviau skolintis, t.y. iš šalies pritraukiamas kapitalas leidžia įmonėms būti pelningoms, nors įmonė ir nesugebės sugeneruoti reikiamo pinigų srauto iš savo veiklos.

Praktikoje dažniausiai naudojami tokie matai: grynoji dabartinė vertė (NPV) ir vidinė pelno norma (IRR). Diskontuotas pinigų srautas yra pats tinkamiausias matas siekiant valdyti vertę, kadangi atsižvelgiama į pinigų srautus ir kapitalo kainą (kaip diskonto normą). Pagal vertės kūrimo teoriją kiekvienas priimtinas projektas turi turėti teigiamą NPV. Tai reiškia, kad projekto vidinė pelno norma turi viršyti kapitalo kainą. Praktikoje apskaičiuoti IRR kiekvienu periodu neįmanoma. Nustatyta, kad realioji apskaitinės informacijos neiškraipyta ROI turi būti lygi IRR. Todėl praktikoje yra taikomas investuoto kapitalo pelningumo (ROI) matas. Tačiau ROI reikšmė viso analizuojamojo laikotarpio eigoje nėra vienoda. ROI priklauso nuo turto struktūros – kuo daugiau nudėvimo turto, tuo neatitikimas yra didesnis. Eliminavus turto vertės sumažėjimo įtaką dėl infliacijos ir apskaitymo istoriniais kaštais, neatitikimas tarp ROI ir IRR išlieka, nes neįvertinamas laiko veiksnys. Todėl galima padaryti išvadą, kad ROI ir IRR neatitikimui didelės reikšmės turi investicijų periodo ilgumas – kuo ilgesnis investicinis periodas, tuo skirtumas tarp ROI ir IRR didesnis. NPV leidžia išmatuoti tik vertę, kuri bus gauta atlikus tam tikras investicijas ir kaip padidės dėl to įmonės vertė. Tačiau su NPV neįvertinama, kokią įtaką vertės kūrimui turi anksčiau

atliktos investicijos ir kaip yra valdoma įmonė. NPV yra susijusi su įmonės strategija, kurią formuoja aukščiausieji vadovai [10, p. 471 – 472].

J. Žapatorius ir G. Garbanovas akcentuoja, kad nustatant įmonės vertę labai daug dėmesio skiriama diskontuotų pinigų srautų metodui. Metodo pagrindą sudaro būsimų pinigų srautų dabartinės vertės radimas arba diskontavimas. Diskontuotų pinigų srautų metodas gali būti įvairiai modifikuojamas, kuo geriau pritaikant jį konkrečiai situacijai, t. y. vietoj pinigų srautų galima naudoti grynąjį pelną, dividendus, palūkanas, kupono mokėjimus, nuomos mokesčius ir pan., todėl šiuo metodu yra vertinamos ne tik įmonės bei investiciniai projektai, bet ir įvairių ūkinių veiklų efektyvumas, finansinių instrumentų bei operacijų pelningumas. Šis metodas rodo įmonės vertę kaip grynąją būsimųjų piniginių srautų vertę. Tokiu būdu turi būti skiriama dėmesio būsimųjų piniginių srautų įvertinimui. Šis procesas tampa tuo sudėtingesnis, kuo būsimųjų piniginių srautų prognozavimo laikotarpis yra ilgesnis [48, p. 167].

Metodiniame vadove diskontuotų srautų vertinimo metodas apibrėžiamas, kaip metodas, kurio metu įmonės dabartinė vertė nustatoma diskontuojant ateities pinigų srautus tam tikra diskonto norma, kuri atspindi būtiną investuojamo kapitalo grąžą bei riziką, susijusią su vertinamu verslu [45, p. 36].

E. F. Brigham ir J. F. Houston pateikia žingsnius, kuriuos reikia atlikti norint įvertinti verslą šiuo metodu:

1. Parengti laisvųjų piniginių srautų prognozes;
2. Įvertinti svertinius kapitalo kaštus;
3. Įvertinti testinę verslo vertę;
4. Apskaičiuoti prognozuojamų piniginių srautų bei testinės verslo vertės dabartinę vertę;
5. Pridėti pinigų perteklių ir ne veiklos investicijas;
6. Atimti finansines skolas;
7. Apskaičiuoti įmonės nuosavo kapitalo vertę [7, p. 803].

Metodiniame vadove yra nurodytos visos formulės, kuriomis naudojantis galima apskaičiuoti įmonės vertę pagal diskontuotų pinigų srautų metodą.

Laisvieji piniginiai srautai įmonei apskaičiuojami taip:

$$FCF = EBITDA - PT - NI - NWC, \quad (2)$$

čia: FCF – laisvasis pinigų srautas, EBITDA – veiklos pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą, ir amortizaciją, PT – pelno mokestis, NI – grynosios investicijos į ilgalaikį materialųjį ir nematerialųjį turtą, NWC – grynosios investicijos į apyvartinį kapitalą [45, p. 36].

J. R. McGuiganas, W. J. Kretlowas ir R. C. Moyeris pabrėžia, kad laisvojo pinigų srauto (FCF) koncepcija yra labai svarbi ilgo laikotarpio finansiniams planams, ir ypač vertinant

prisijungtas įmonės ar jų dalis. Pagal FCF, dalis pelno, uždirbto išigyjančiosios įmonės, turi būti atidedamas investicijoms ateityje [27, p. 776].

Svertinis kapitalo (nuosavo ir skolinto) sąnaudų vidurkis apskaičiuojamas pagal (3) formulę:

$$WACC = \left(k_e \times \frac{E}{E + D} \right) + \left(k_d \times \frac{D}{E + D} \right), \quad (3)$$

čia: WACC – svertinis kapitalo sąnaudų vidurkis, k_e – nuosavo kapitalo sąnaudos, k_d – skolinto kapitalo sąnaudos, E – nuosavas kapitalas, D – skolintas kapitalas (paskolos).

Skolinto kapitalo sąnaudos paprastai prilyginamos ilgalaikių bankinių paskolų vidutinei palūkanų normai, o nuosavo kapitalo sąnaudos gali būti skaičiuojamos kaip nerizikingos palūkanų normos ir rizikos premijos suma.

Norint įvertinti ir tolesnius laikotarpius, tikslinga tiesiog apskaičiuoti tęstinę pinigų srautų vertę, t. y. pratęsti paskutinio prognozuoto laikotarpio pinigų srautus, įvertinus vidutinį pinigų srauto augimą. Daroma prielaida, kad po prognozuojamo periodo pinigų srautai augs pastoviu dydžiu.

$$CV = \frac{FCF_{n+1}}{(WACC - g)}, \quad (4)$$

čia: CV – tęstinė vertė, FCF_{n+1} – laisvieji pinigų srautai pirmaisiais metais po prognozavimo periodo, g – vidutinis pinigų srautų augimo tempas, WACC – svertinis kapitalo sąnaudų vidurkis. Svarbu atsiminti, kad WACC negali būti mažesnis už g.

Skaičiavimams pasirenkama diskonto norma turi atspindėti investuotojo pageidaujamą grąžos normą, atsižvelgiant į riziką, susijusią su verslu, į kurį investuojama. Paprasčiausias būdas nustatyti diskonto normą yra įmonės kapitalo sąnaudų nustatymas ir jų korekcija, atsižvelgiant į vertinamo verslo riziką. G. Kancerevyčius siūlo diskonto normą bandyti apskaičiuoti ir pagal ilgalaikio turto įkainojimo modelį (CAPM) ir kitus.

Aritmetiškai piniginių srautų dabartinė vertė skaičiuojama diskontuojant periodo pinigų srautus, t. y. įmonės generuojamas pinigų srautas per visą prognozuojamą laikotarpį dalijamas iš diskonto normos:

$$DCF = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(FCF_n + CV)}{(1+r)^n}, \quad (5)$$

čia: DCF – diskontuoti pinigų srautai (dabartinė vertė – PV), FCF – laisvieji periodo pinigų srautai, CV – pinigų srautų tęstinė vertė, r – diskonto norma (paprastai kapitalo sąnaudos – WACC), n – periodų skaičius.

Atlikus visus reikalingus skaičiavimus, pridėjus perteklinius pinigus bei ne veiklos investicijas ir atėmus skolintą kapitalą, gaunama įmonės nuosavo kapitalo vertė [45, p. 40].

E. F. Brigham ir J. F. Houston pabrėžia, kad diskontuotų pinigų srautų metodas taiko labai tikslią vertinimo koncepciją, kuri orientuojasi į laukiamus pinigų srautus, o rinkos daugiklių analizė yra daugiau apsprendžiamoji [7, p. 806].

J. R. McGuiganas, W. J. Kretlowas ir R. C. Moyeris išanalizavę dažniausiai naudojamus įmonės vertės nustatymo metodus daro išvadą, kad diskontuotų pinigų srautų metodas yra pats tinkamiausias iš visų trijų aptartų metodų, nes jis lygina tikslinės įmonės pinigų srauto naudos ir kaštų esamąsias vertes. Tačiau praktikoje dažnai būna, kad tikslinės įmonės ateities pinigų srautai yra gana sunkiai apskaičiuojami. Dauguma finansų analitikų, kuriems tenka vertinti tikslines įmones, naudoja visus tris metodus. Be to, jie turi omenyje ir daug kitų veiksnių, lemiančių tikslinės įmonės vertę, tokie veiksniai gali būti tikslinės įmonės valdymas, produktai, rinkos, paskirstymo kanalai, gamybos sąnaudos, laukiamas augimo tempas, skolų dydis ir įvaizdis [27, p. 787].

T. Petravičius nagrinėja vertės valdymo metodus, kurių taikymas integruoja valdymo strategiją ir finansinės kontrolės mechanizmus skatinant padidinti akcininkų vertę bei sumažinti interesų konfliktus tarp jų. Tačiau nesutarimų kyla nes:

- ❖ Investuotojai ir akcininkai vertės augimą matuoja akcijų kainos per laikotarpį augimu ir išmokėtų dividendų dydžiu, todėl dėmesį skiria bendros akcininkų nuosavo kapitalo grąžos, rinkos pridėtinės vertės metodams.
- ❖ Įmonės vadovų nuomone, valdomas kapitalas nėra nemokamas, todėl tikėtina būsima kapitalo grąža ilgesniu laikotarpiu turi būti didesnė negu pritraukto kapitalo kaina. Jie daug dėmesio skiria ekonominės pridėtinės vertės, bendros verslo grąžos, ekonominio pelno ir pinigų srautų grąžos investicijoms metodams.
- ❖ Bandymas lyginti rodiklius ir metodus, kurie skirti skirtingiems tikslams, gali supainioti vertintojus. Ekonominio pelno metodai nėra alternatyvus diskontuotų grynujų pinigų srautų metodams, kurie taikomi priimant strateginius sprendimus dėl investicijų, o ekonominiu pelnu paremti metodai yra finansiniai rodikliai, vertinantys įmonės veiklos efektyvumą [33, p. 297].

Naudojamos tokios sąvokos: laisvieji pinigų srautai – FCF; investuoto kapitalo vertė – IC; pakoreguotos investicijos į įmonę atsižvelgiant į infliaciją – IC_{ad} ; esamas pinigų srautas – CF; pakoreguotas pinigų srautas – CF_{ad} ; EBIT – pelnas prieš mokant palūkanas ir apmokestinant; t – pelno mokesčio dydis.

Skaičiavimams naudojamos tokios formulės:

$$FCF = EBIT \times (1 - t) + \text{amortizacija ir nusidėvėjimas} - \text{ilgalaikio turto įsigijimo ir atnaujinimo išlaidos} - \text{grynojo apyvartinio kapitalo pasikeitimas (+ ar per ataskaitini laikotarpį)}, \quad (6)$$

$$IC = \text{akcininkų nuosavybė} + \text{ilgalaikės ir trumpalaikės paskolos, už kurias mokamos palūkanos}, \quad (7)$$

$CI_{ad} = \text{grynoji aktyvų vertė} + \text{akumuliuotas nusidėvėjimo dydis} + \text{valiutos korekcija}$
atsižvelgiant į infliaciją, (8)

$CF = EBIT \times (1 - t) + \text{amortizacija ir nusidėvėjimas} = NOPAT + \text{amortizacija ir}$
nusidėvėjimas, (9)

$CF_{ad} = CF + \text{valiutos korekcija atsižvelgiant į infliaciją.}$ (10)

Ekonominės pridėtinės vertės (EVA) koncepcija sukurta konsultacinės įmonės Stern Steward & Co. Metodo idėja ta, kad akcininkas turi gauti prisiimamą riziką kompensuojančią grąžą. Taigi investuotas kapitalas turi duoti mažiausiai tokią pačią grąžą kaip ir investuotas į panašios rizikos bendrovė kapitalo rinkoje. Jeigu taip nėra, tai akcininko požiūriu pelnas nebuvo uždirbtas ir kompanijos veikla tik mažina jo kapitalą. Jeigu EVA lygi nuliui, tai jau galima laikyti akcininko laimėjimu, nes investuoto kapitalo grąža kompensavo riziką. Jeigu $EVA > 0$, tuomet nuosavas akcininkų kapitalas didėja; kai $EVA < 0$, akcininkų turto vertė mažėja. Metodas skaičiuojamas kaip skirtumas tarp grynojo pelno, neatskaičius palūkanų, bet sumokėjus mokesčius ir jam uždirbti skirto investuoto kapitalo kainos vertės. Norint apskaičiuoti projekto rodiklį, reikia žinoti kapitalo grąžą, to kapitalo kainą ir vertę. EVA kartu su rinkos pridėtine verte naudojamas priimant sprendimus, susijusius su kitų įmonių įsigijimu, naujų produktų į rinką pateikimu ir t.t [33, p. 297 – 303].

$$EVA = NOPAT_t - Kw \times IC_{t-1}, \quad (11)$$

čia: NOPAT – pakoreguotas grynasis pelnas atskaičius mokesčius, bet prieš mokant palūkanas; Kw – projekto kapitalo kaina (WACC); IC – investuoto kapitalo vertė, EBIT yra pelnas prieš mokant palūkanas; t – pelno mokesčio dydis.

$$NOPAT_t = EBIT_t \times (1 - t), \quad (12)$$

T. Petravičius taip pat išskiria rinkos pridėtinės vertės metodą, kuris teoriškai yra lygus visų būsimų EVA dabartinei vertei (PV – dabartinė vertė, EVA – ekonominė pridėtinė vertė):

$$MVA = \sum PV' EVA_n, \quad (13)$$

Šis metodas parodo vertės didėjimą ir gali būti skaičiuojamas kaip rinkos kapitalizacijos ir investicijų vertės skirtumas. Šis metodas rodo diskontuotą visų esamų ir būsimų investicijų vertę ir parodo priimtų sprendimų efektyvumą visais įmonės valdymo lygiais. Čia: CE – visa kapitalo suma; SK – buhalterinė skolų vertė, tačiau jeigu skolų rinkos vertė yra didesnė negu buhalterinė vertė, tuomet imama skolų rinkos vertė.

$$MVA = \text{Įmonės rinkos vertė} - CE_{t-1}.$$

$$\text{Įmonės rinkos vertė} = \text{nuosavo kapitalo rinkos vertė} + SK, \quad (14)$$

Akcininkų pridėtinės vertės metodas (SVA) įvertina akcininkų kapitalo prieaugį ir parodo skirtumą tarp akcinio kapitalo vertės, apibrėžiamo būsimomis investicijomis, ir akcinio kapitalo vertės, sukurto investicijomis ankstesniais laikotarpiais. Šis metodas skirtas įmonės arba projekto vertės akcininkams vertinti ir gali būti skaičiuojamas dvejopai:

- ❖ SVA – tai skirtumas tarp akcininkų kapitalo vertės iki tam tikros operacijos ir po jos.
- ❖ SVA – tai skirtumas tarp apskaičiuotos akcinio kapitalo vertės (pvz., diskontavus pinigų srautus) ir balansinės akcinio kapitalo vertės.

Taip pat T. Petravičius dar išskiria tokius vertės valdymo metodus:

- ❖ Pinigų srautų grąža investicijoms (CFROI) – šis metodas išreiškiamas kaip įmonės pinigų srautų vidinė pajamų norma ir lyginama su projekto ar įmonės kapitalo kaina, kad būtų galima apskaičiuoti aktyvų kuriamą ar naikinamą vertę
- ❖ Pinigų srautų pridėtinė vertė (CVA arba RCF) – šis metodas rodo likutinius pinigų srautus, kuriuos investicijos generuoja įmonei.
- ❖ Ekonominis (EP) arba likutinis (RI) pelnas – kapitalo sąnaudos yra minimali reikalaujama investuotojų kapitalo grąža. Likęs pelno dydis, atėmus kapitalo sąnaudas, vadinamas likutiniu pelnu (RI).
- ❖ Likutinis pelnas paremtas rinkos verte (RI MV) – šis metodas pagrįstas likutinio pelno sąvoka, kuri laikoma grynu ekonominiu efektu atskaičiavus kapitalo sąnaudas.
- ❖ Grynas ekonominis pelnas (NEI) laikomos ekonominiu pelnu, įvertinus investuoto kapitalo kainą laikotarpio pradžioje ir imant jo balansinę vertę.
- ❖ Bendra akcininkų nuosavo kapitalo grąža – metodas parodo bendrą grąžą, kurią gauna įmonės akcininkas per vienerių metų akcijų turėjimo laikotarpį, jeigu gautus dividendus reinvestuoja naujų įmonės akcijoms įsigyti

Vertės valdymo metodai įvertina ne tik projekto kapitalo kainą, bet pageidaujamam pelnui uždirbti reikalingą kapitalo dydį. Diskontuotų pinigų srautais paremti investicijų efektyvumo metodai vertina projekto priimtinumą, o vertės valdymo metodai leidžia įvertinti verslo vertę – kiek įgyvendinant projektą rezultatai prisideda prie įmonės vertės didinimo pamečiui. Vertės valdymo metodai suteikia daugiau informacijos apie projekto veiklos efektyvumą, tačiau jų pritaikymo nauda priklauso nuo investuotojų ir akcininkų tikslų. Šie metodai nėra diskontuotų pinigų srautų metodų alternatyva ir turėtų būti taikomi integruotai su jais bei finansiniais rodikliais [33, p. 297 – 303].

Išnagrinėjus verslo ir sandorio efektyvumo vertinimo metodus, galima daryti išvadą, kad egzistuoja keliolika įmonės vertės ir sandorio efektyvumo nustatymo metodų ir būdų. Vertinant verslą, tikslinga vertės ir efektyvumo skaičiavimus atlikti keliais metodais, t. y. naudoti įvairių metodų kombinacijas – tokiu būdu gaunami tiksliausi rezultatai.

2. SUSIJUNGIMŲ IR ĮSIGIJIMŲ TENDENCIJOS IR LYGINAMOJI ANALIZĖ LIETUVOJE IR PASAULYJE

2.1. Lietuvos ir Baltijos šalių įmonių susijungimų ir įsigijimų rinkų analizė

Lietuvoje įsigijimų ir susijungimų sandorių rinkoje ilgą laiką dominavo valstybei priklausiusių įmonių ir akcijų paketų pardavimo sandoriai – valstybinio turto privatizavimas. Pastaraisiais metais vis labiau daugėja sandorių ir privačiame sektoriuje, t.y. veikiančias įmones perka jų konkurentai, partneriai, užsienio strateginiai ir finansiniai investuotojai. Vis daugiau verslų yra plėtojama turint tikslą vėliau juos sėkmingai realizuoti ir atsiimti norimą investicijų grąžą.

K. Čelutka pažymi, kad įmonių susijungimų ir įsigijimų pirmasis etapas galėjo prasidėti Lietuvoje ir šiek tiek anksčiau, tačiau 1998–2000 metais daugelį verslininkų neigiamai paveikė Rusijos krizė. Teko sutelkti dėmesį į vidinių įmonės problemų sprendimą. Stengtasi išlikti rinkoje, gražinti paimtus kreditus, rasti kuo pakeisti prarastas rinkas ir klientus, tad plėtros planai buvo atidedami ateičiai. Užsienio strateginiai investuotojai, kurių grėsmė dažnai būna vienas iš konsolidacijos katalizatorių, jau buvo pradėję ieškoti galimybių vietinėse rinkose, tačiau dėl krizės metu padidėjusios rizikos pristabdė žengimą į Pabaltijo rinkas [11].

R. Jakaitis ir A. Raščius pabrėžia, kad pirmieji šių sandorių rinkos etapai buvo didelės apimties privatizacija. Tuo tarpu pirmieji Lietuvoje tarptautiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai buvo 1993 metais įvykę sandoriai tarp Klaipėdos tabako gamyklos ir „Phillip Morris“ bei „Kauno konditerijos“ ir „Kraft Jacobs Suchard“ įmonių [19, p. 170].

K. E. Meyeris ir S. Estrinas pažymi, kad Lietuvoje privatizacija buvo organizuota dviem etapais. Pirmajame etape (1991–1995m.), valstybės turtas buvo parduotas išplatinant Lietuvos piliečiams investicinius čekius. Valstybės nuosavybė buvo parduota per atvirus ir uždarus akcijų platinimus, aukcionus, pinigus ir kitais būdais. Kitame privatizacijos etape (1996–1999m.) valstybės turtas buvo parduotas viešuose aukscionuose, akcijų pardavimuose ir kitais būdais [30, p. 85].

Vidiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai Lietuvoje apie 1990 metus buvo retas reiškinys, nes įmonės daugiau propagavo organinį (natūralų) augimą. Tačiau apie 2000–2001 metus vidinių susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičius Lietuvoje pradėjo sparčiai didėti [19, p.171].

1999 metais įvykęs AB „Pasvalio sūriai“ ir AB Mažeikių pieninė susijungimas bei AB „Pieno žvaigždės“ įkūrimas buvo vienas pirmųjų Lietuvoje susijungimų ir įsigijimų sandorių. Taip pat nuo 2001 metų vidurio susijungimų ir įsigijimų rinka Lietuvoje nuolat aktyvėjo. Pienas, maisto

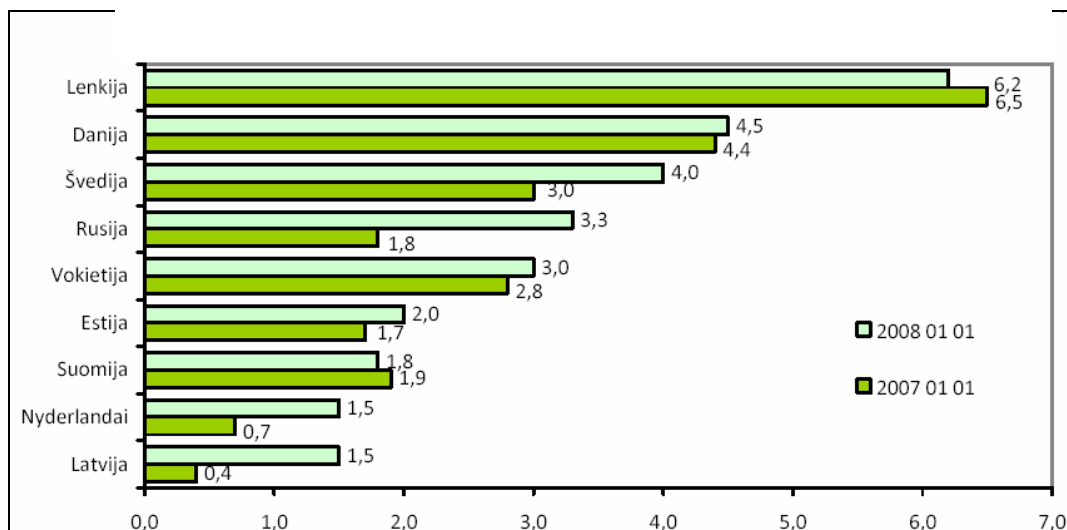
pramonė, informacinės technologijos, mažmeninė prekyba – tai pačios aktyviausios ir anksčiausiai pradėjusios konsoliduotis ekonomikos šakos Lietuvoje [11].

S. Zablockis tarp stambiausių sandorių, kai įmonės Lietuvoje privatizavo vietinės bendrovės, mini 50 milijonų JAV dolerių vertės AB Klaipėdos jūrų krovinių kompanijos įsigijimą, taip pat LKAB „Klaipėdos smeltė“, AB „Geonafta“ privatizavimo sandorius. Privačiame sektoriuje kaip stambiausią įsigijimo sandorį, kuriame vietinė bendrovė įsigijo kitą vietos rinkoje veikiančią įmonę, S. Zablockis įvardina AB Vilniaus banko ir AB banko „Hermis“ susijungimą. Nepaisant šių sandorių, bendras įmonių aktyvumas įsigyjant konkurentus vietos rinkoje buvo nedidelis. Tarp pagrindinių sąstingio priežasčių galima nurodyti įmonių konservatyvų požiūrį į plėtrą, norą augti naudojantis tik vidiniais ištekliais ir per mažas galimybes skolintis lėšų [47].

Pirmus didžiulius tarptautinius sandorius Lietuvoje taip pat lėmė privatizacijos banga. 1998 metais UAB „Telia Sonera“ įsigijo UAB „Omnitel“, 1999 metais UAB „Carlsberg“ nusipirko AB „Švyturys“ ir AB „SEB“ – AB Vilniaus banką. Taip pat Danijos alaus darykla AB „Bryggerigruppen“ nusipirko AB „Kalnapilis“ 2001 metais. Taip prasidėjo tarptautiniai susijungimai ir įsigijimai Lietuvoje. 1999–2001 metais daugelis draudimo įmonių ir bankų buvo įsigyti užsienio strateginių investuotojų. Tuo metu maisto ir gėrimų pramonė pirmoji pritraukė užsienio investuotojus [19, p.171].

Lietuvai tapus Europos Sąjungos nare ir jos rinkai susiliejus su kitų ES narių rinkomis, konkurencija po truputį tapo tarptautinė, todėl Lietuvos verslas buvo priverstas konkuruoti ne tik su vietinėje (Lietuvos) rinkoje veikiančiais ūkio subjektais, bet ir su kitų šalių tą pačią prekę ar paslaugą siūlančiais konkurentais. Vis daugiau užsienio įmonių renkas investuoti į Lietuvos rinką kaip į dalį esamos didelės ES rinkos. Ateiti į rinką visuomet yra greičiau įsigyjant jau joje veikiančias bendroves, nei pradėdant verslą nuo pradžių. O Lietuvos verslininkams tai reiškia dar stipresnę konkurenciją ir poreikį apsisaugoti nuo jos. Įmonių įsigijimai ir susiliejimai – vienas iš galimų tokios apsaugos būdų, kai įmonės įsigijimas ar susijungimas suvokiamas per tam tikros kontrolės kitoje ar bendroje įmonėje įsigijimą ir naudą per sinergijos efektą, masto ekonomiją, sąnaudų mažinimą ir pan.

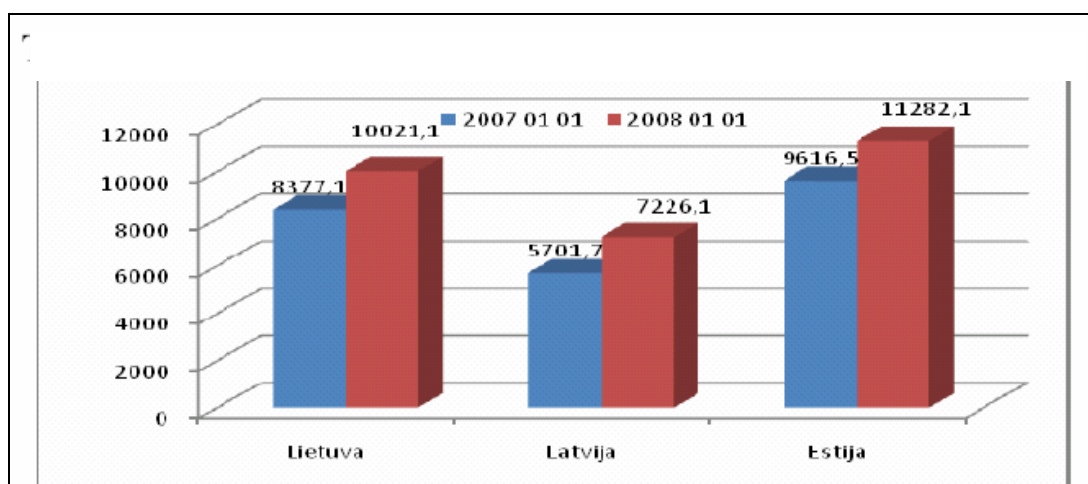
Statistikos departamento duomenimis, tiesioginės užsienio investicijos 2008 m. sausio 1 dieną sudarė 34,6 mlrd. litų ir buvo 19,6 % didesnės nei 2007 m. sausio 1 dieną. Daugiausia lėšų Lietuvoje investavo Lenkijos investuotojai – 18 % visų TUI, Danijos – 12,9 %, Švedijos – 11,7 %, Rusijos – 9,6 %, Vokietijos – 8,6 %, Estijos – 5,9 %, Suomijos – 5,2 %, Latvijos – 4,4 %, Nyderlandų – 4,3 % (žr. 2.1 pav.).



2.1 pav. Tiesioginių užsienio investicijų apimtis pagal šalis, mlrd. Lt [41, p. 1]

Daugiausia investuota į apdirbamąją gamybą – 36,3 %, finansinį tarpininkavimą – 17,2 %, transportą, sandėliavimą ir ryšius – 12,8 %, didmeninę ir mažmeninę prekybą – 11,5 %, elektros, dujų ir vandens tiekimą – 9 %, nekilnojamojo turto, nuomos ir kitą verslo veiklą – 8,4 % visų TUI. Šios sritys taip pat yra populiariausios ir Vidurio bei Rytų Europoje. Todėl jose yra įvykdoma daugiausiai tarptautinių įmonių susijungimų ir įsigijimų sandorių Lietuvoje.

Lyginant su kaimyninėmis valstybėmis, 2008 m. sausio 1 dieną Lietuvoje sukauptos tiesioginės užsienio investicijos ir toliau buvo mažesnės nei Estijoje, o Latvijoje šis rodiklis išliko žemiausias iš trijų Baltijos valstybių (žr. 2.2 pav.).



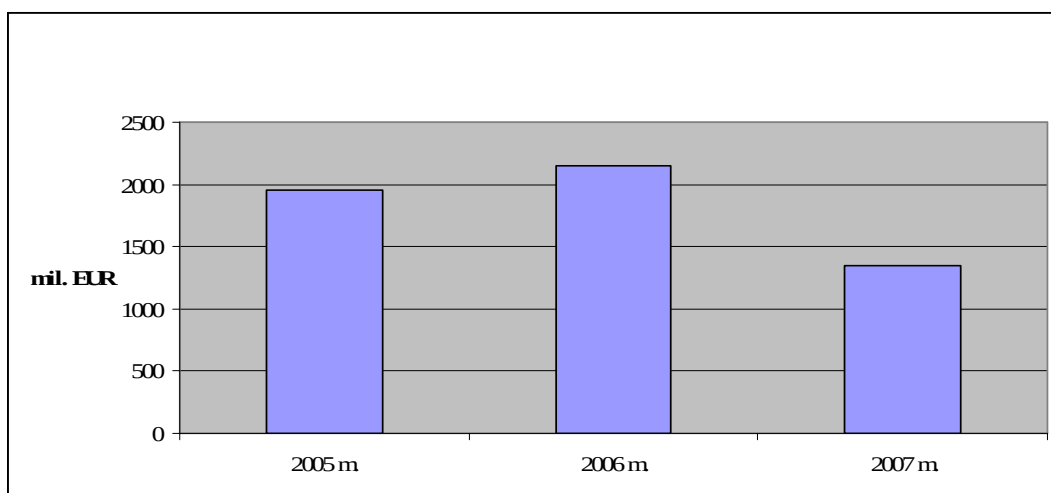
2.2 pav. Tiesioginės užsienio investicijos Baltijos valstybėse, mln. EUR [41, p. 4]

2004 metais birželio 15 dieną vykusioje „Verslo žinių“ konferencijoje „Įmonių susijungimai arba įsigijimai – greitas verslo vystymo būdas“ G. Nausėda savo prezentacijoje išskyrė tokias įmonių susijungimų arba įsigijimų standartines aplinkybes Lietuvoje:

- ❖ Rinka pasiekia brandą, konkurencija tampa itin aštri, o pelningumas sumažėja;
- ❖ Greitai įeinama į rinką, perimami nauji produktai ir technologijos;
- ❖ Išnaudoti natūralios plėtos rezervai [32].

Kaip teigia Finansų analitikų asociacijos narys M. Matulaitis, šiuo metu užsienio įmonių įsigijimai yra Lietuvos susijungimų ir įsigijimų rinkos variklis. Tarptautinius sandorius į mūsų regioną itin skatina intensyvi tarptautinė konkurencija, kurioje laimi tik didelės daugianacionalinės korporacijos, pasižyminčios aukštu veiklos efektyvumu bei didele masto ir aprėpties ekonomija. Europos komisijos pateikti statistiniai duomenys rodo, kad 2006 metais 59 % Lietuvos susijungimų ir įsigijimų sandorių buvo sudaryta su Europos Sąjungos šalių bendrovėmis, 26 % sandorių buvo tarp vietinių Lietuvos įmonių ir 15 % susijungimų ir įsigijimų su likusiomis pasaulio šalimis. Susijungimai ir įsigijimai tarp Lietuvos įmonių kyla iš poreikio didinti veiklos efektyvumą bei stiprinti rinkos pozicijas, intensyvios vidaus ir išorinės konkurencijos sąlygomis. Tačiau vidinių sandorių yra nedaug. Lietuvos įmonės nėra aktyvios šių sandorių iniciatorės. Tai rodo ir statistiniai duomenys: 2006 metais 67 % Lietuvos įmonių inicijuotų sandorių buvo vietiniai, tik 13 % su Europos Sąjungos šalių įmonėmis ir 20 % su likusio pasaulio šalių bendrovėmis [26].

Baltijos šalių sandorių rinka 2003 metais padidėjo 31 % (2002 metais – 23 %). 2003 metais Lietuvoje registruotų sandorių padaugėjo tik 1 %, o 2002 metais – net 45 %. 2003 metais Baltijos šalių sandoriai sudarė 10 % visų registruotų Vidurio ir Rytų Europos šalių sandorių. Lietuvoje registruoti sandoriai sudarė apie 40 % Baltijos šalių sandorių rinkos [32]. Kaip matome iš 2.3. paveikslo duomenų, 2005–2006 metais susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė augo Baltijos šalyse, tačiau 2007 metais žymiai sumažėjo.



2.3 pav. Baltijos šalių susijungimų ir įsigijimų rinkos dinamika [2]

Kaip ir visoje Europoje, taip ir Lietuvoje 2006–2007 metais susijungimų ir įsigijimų sandoriai aktyvėjo. Didžiausi šio laikotarpio sandoriai buvo: 2006 metų pabaigoje AB „Mažeikių nafta“ 84 % akcijų įsigijo Lenkijos įmonė PKN „Orlean“; 2007 metų pradžioje vieną iš didžiausių Lietuvos mobiliojo ryšio operatorių UAB „Bitė Lietuva“ nusipirko privataus kapitalo bendrovė „Mid Europa

Partners“; 2007 metų rugpjūčio pradžioje Estijos žiniasklaidos sektoriaus lyderė „Express Group“ įsigijo įmonę, populiariausio Baltijos šalyse naujienų portalo „Delfi“ savininkę AB „Interinfo Baltic“ [5].

2004–2007 metais Baltijos šalyse daugiausiai investavo Skandinavijos šalys (apie 60 % visų sandorių), Vokietija ir Rusija. Tarp Baltijos šalių aktyvesnės buvo Estijos bendrovės, investuojančios Latvijoje ir Lietuvoje. Pagrindinė susijungimų ir įsigijimų rinkos problema Baltijos šalyse yra susijusi su skaidrumu. Dauguma sandorių yra per smulkūs, kad būtų minimi tarptautinėse sandorių duomenų bazėse ir ne visi pagrindiniai sandoriai yra viešai skelbiami. Didžiausi susijungimų ir įsigijimų sandoriai Baltijos šalyse 2005–2006 metais vyko Estijoje [35].

V. Bagdanavičiūtė savo straipsnyje teigia, kad Lietuvos įmonių įsigijimo sandoriai liudija, kad jau kuris laikas strateginius investuotojus greičiu, lankstumu, o dažnai ir siūloma kaina stipriai lenkia finansiniai investuotojai ar savo veikla į juos panašūs vietiniai pirkėjai [2, p. 23].

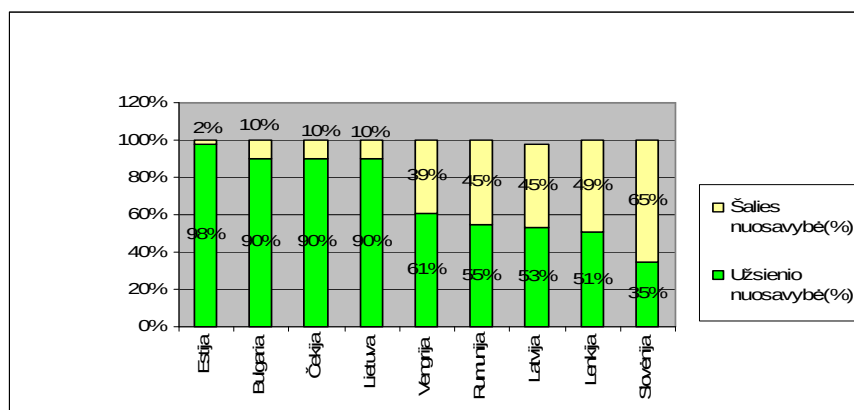
2.1 lentelė. Finansinių investuotojų sandoriai Lietuvoje [2, p. 23]

Įsigyta bendrovė	Pirkėjas	Metai
AB Malsena	Amber Trust	2008
Interinfo Baltic OU	Baltcap	2008
UAB Baltic Amadeus	UAB Positor (Invalida)	2007
UAB Kausta Guder	Askembla Growth Fund	2007
UAB Novaturas	Enterprise Investors	2007
UAB „Klaipėdos laikraščio redakcija“	Hermis Capital	2007
UAB „Šiaulių plentas“	Avestis	2007
UAB „Bitė“	Mid Europa Partners	2007
UAB „Kauno diena“	Hermis Capital	2007
UAB „Geonafra“	Hermis Capital	2006
AB „Klaipėdos kartonas“	Avestis	2005
AB „Kauno pieno centras“	Amber Trust	2005
UAB „Sonex Group“	Askemba Growth Fund	2005
Lietuvos Kino Studija	Hermis Capital	2004
AB „Rokiškio sūris“	Hermis Capital	2004
AB „Sanitas“	Baltijos finansų vystymo grupė, Invalida	2003
AB Sanatorija „Eglė“	Šiaulių banko Investicijų Valdymas	2002
AB „Snaigė“	Hermis Capital	2001
AB „Vilniaus Vingis“	Hermis Capital	2000

Šių investuotojų atstovai pabrėžia, kad finansiniai investuotojai ar į juos panašūs Lietuvos rinkos dalyviai yra aktyvesni – daugelyje naujausių sandorių dalyvavo regione veikiantys investicijų fondai ar Lietuvoje įsitvirtinusios bendrovių grupės (žr. 2.1. lentelę). Vietinė ekspertizė ir kontaktai suteikia galimybę greitai priimti sprendimą dėl investicijos, geras vietinės rinkos supratimas leidžia geriau įvertinti investicijos potencialą.

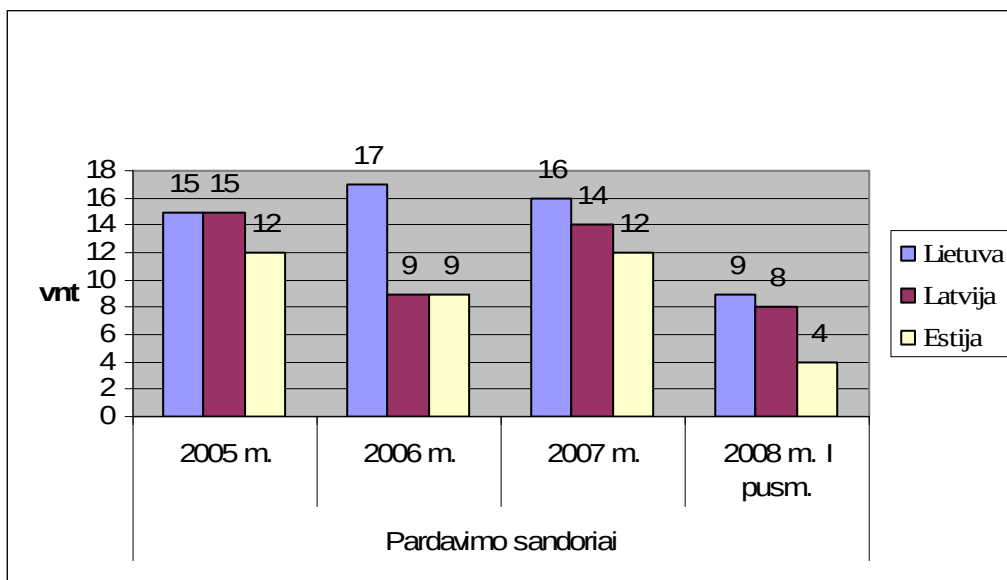
Investicinio fondo „Amber Trust II“ atstovas teigia, kad strateginių investuotojų finansiniai ištekliai riboti, o finansinių – ne, nes į juos kiekvienais metais investuojama vis daugiau pinigų. Tarp finansinių investuotojų dabar jau aktyviai veikia ne tik privataus kapitalo fondai, tačiau vis dažniau ir pensijų fondai bei draudimo įmonės. Strateginis investuotojas dažniausiai tik perka, o parduoda tik blogiausiu atveju, be to, šiame procese jis nėra taip įgudęs kaip finansinis – kaip rasti tinkamas įmones, greičiau ir išradingiau jas plėtoti, vėliau rasti tinkamus tokios įmonės pirkėjus[4, p. 20 – 24].

O. Etokova pabrėžia, kad kaip ir daugelyje Vidurio ir Rytų Europos šalyse, taip ir Lietuvoje bankų sektoriuje dominuoja užsienio kapitalas [15, p. 68]. Kaip matome iš 2.4 paveikslo duomenų, bankų sektoriaus globalizacijos lyderė yra Estija, kurioje net 98 % yra užsienio nuosavybės. Bulgarija, Čekija ir Lietuva yra antroje vietoje. Šiose šalyse bankų sektoriuje 90 % nuosavybės sudaro užsienio kapitalas. O Slovėnijoje net pusės nuosavybės bankų sektoriuje nesudaro užsienio kapitalas.

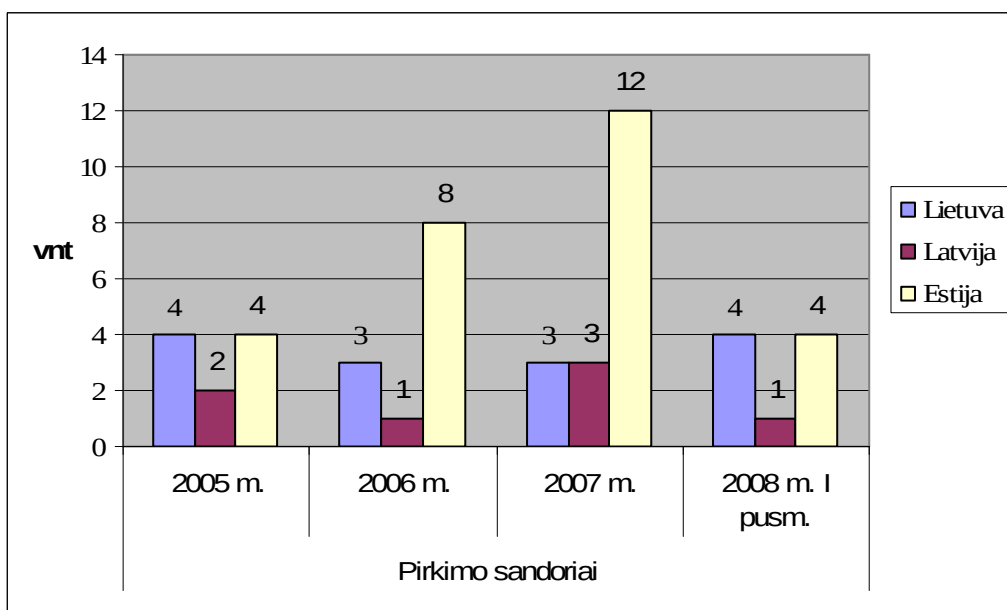


2.4 pav. Nuosavybės pasiskirstymas bankų sektoriuje [15]

2.5 ir 2.6 paveikslai rodo, kad Baltijos šalys daugiau vykdo pardavimo tarptautinių susijungimų ir įsigijimų sandorių nei pirkimo. Iš to galime daryti išvadą, kad Baltijos šalys daugiau pritraukia tiesioginių užsienio investicijų nei pačios jas vykdo ir nėra aktyvios susijungimų ir įsigijimų sandorių iniciatorės. Tarptautinių sandorių daugiausiai įvykdyta 2007 metais. Kaip matome iš pateiktų duomenų (žr. 2.5 pav.), tarptautinių pardavimo sandorių daugiausiai yra įvykdyta Lietuvoje, tačiau pirkimo sandorių lyderė yra Estija (žr. 2.6 pav.).

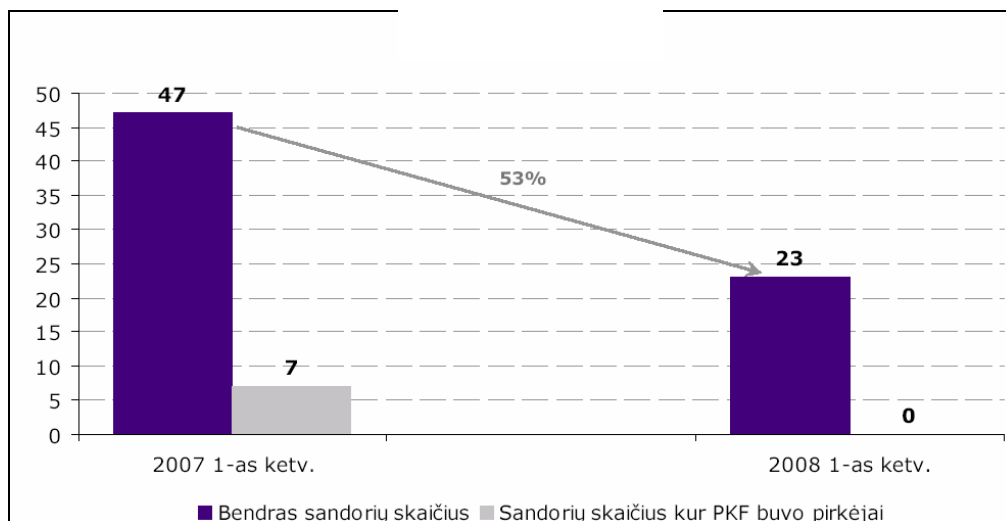


2.5 pav. Baltijos šalių tarptautiniai pardavimo sandoriai [44]

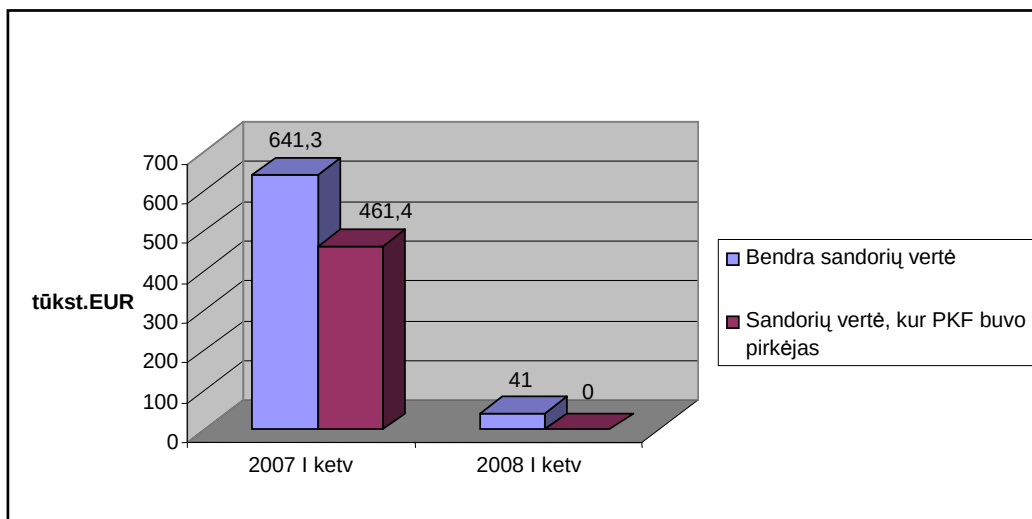


2.6 pav. Baltijos šalių tarptautiniai pirkimo sandoriai [44]

2.7 ir 2.8 paveiksluose matome, kad Baltijos šalyse susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičius ir vertė sumažėjo daugiau nei per pusę palyginus 2007 ir 2008 metų pirmuosius ketvirčius. Tokia sandorių mažėjimo tendencija vyrauja visoje Europoje.



2.7 pav. Baltijos šalių susijungimų ir įsigijimų sandorių skaičius 2007 – 2008 m. [25]



2.8 pav. Baltijos šalių susijungimų ir įsigijimų sandorių vertė 2007–2008 m.¹[25]

Ekonomistai prognozuoja, kad skolinto kapitalo trūkumas ir skirtingi pirkėjų ir pardavėjų lūkesčiai 2009 metais lems susijungimų ir įsigijimų rinkos vangumą Baltijos šalyse. Manoma, kad daugiausiai bus vykdoma sandorių tarp vietinių įmonių siekiant išgyventi. Strateginiai, o ne finansiniai investuotojai, bus susijungimų ir įsigijimų iniciatoriai.

¹ PKF – privataus kapitalo fondai

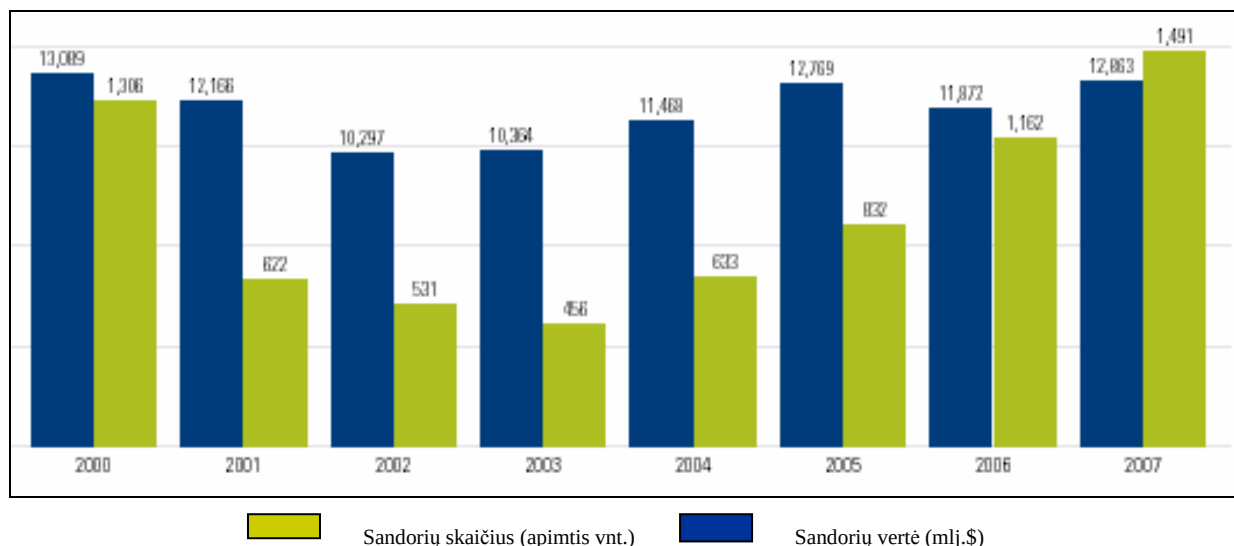
2.2. Europos susijungimų ir įsigijimų rinkos apžvalga

2.2.1. Susijungimai ir įsigijimai Vakarų Europoje

Pagal „Skadden“ – kompanijų konsultantės teisiniais klausimais apžvalgą, 2006 metų pirmą ketvirtį susijungimų ir įsigijimų sandorių Europoje pagal vertę buvo pasiektas aukščiausias lygis nuo 2000 metų. Europos bendrovių įsigijimai pasiekė didžiausią vertę – 418 milijardų dolerių per 2006 metų pirmąjį ketvirtį. O Amerikoje šių sandorių buvo įvykdyta tik 211 milijardų dolerių per tą patį laikotarpį. Toks susijungimų ir įsigijimų sandorių suaktyvėjimas Europoje susiklostė dėl palankių ekonomikos sąlygų. Didžiosios Europos įmonės iš esmės restruktūrizavo savo balansų ataskaitas po ekonomikos nuosmukio, sąlygoto 2000 metų akcijų biržos krizės; šios įmonės įgyvendino svarbius veiklos ir finansinių sąnaudų mažinimo veiksmus ir pasiruošė pasinaudoti augimo galimybėmis, kai tik jos atsiras.

Kitas svarbus veiksnys, skatinantis susijungimus, buvo horizontalių tarptautinių konsolidacijų poreikis Europoje, nes tik sukūrus visą Europą apimančias stiprias įmones buvo įmanoma varžytis su konkurentais kitose pasaulio dalyse [16].

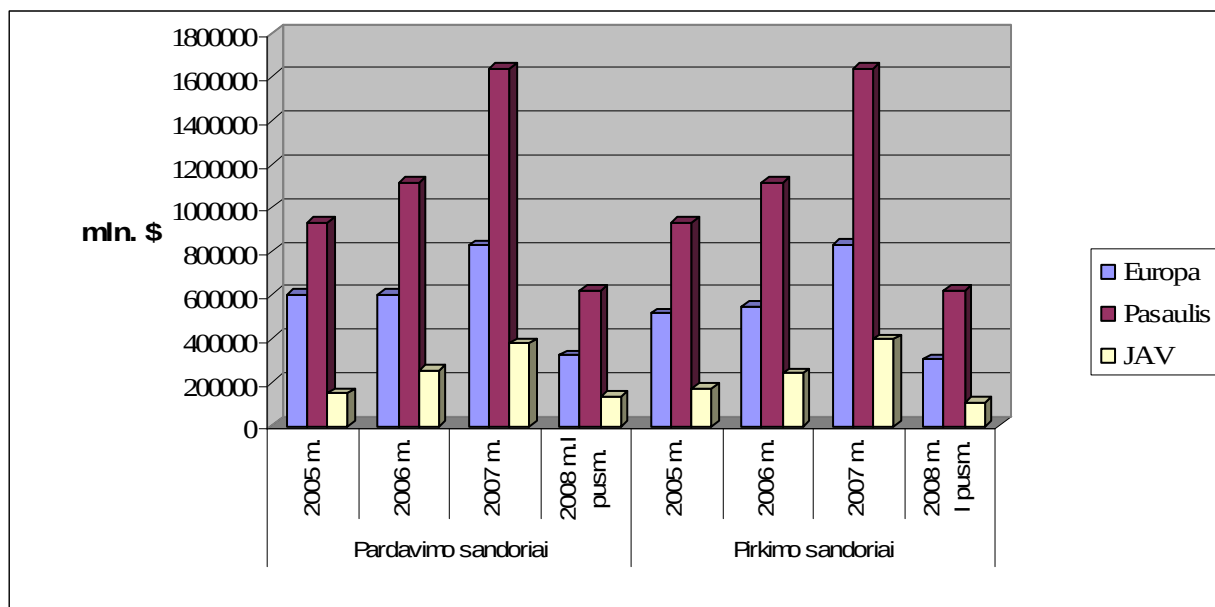
Kartu su padidėjusiu susijungimų ir įsigijimų aktyvumu, Europoje išaugo priešiškų perėmimų skaičius, kurį lėmė papildomi veiksniai. Viena iš esminių tokių veiksmų varomųjų jėgų buvo kruopščiai suplanuotas laikas. Strateginiai pramonės šakų investuotojai pasinaudojo atsiradusiomis galimybėmis išaugti prisijungdami kitas įmones per labai trumpą laiką; tokios galimybės atsirado dėl stabilios ekonominės padėties; tokiu būdu vėl sutaupoma laiko – toks augimas daug greitesnis, nei natūralus. Pastarųjų metų Europos kapitalo rinkų struktūros pokyčiai taip pat buvo lemiamas veiksnys, prisidėjęs prie priešiškų perėmimų suaktyvėjimo; per pastaruosius 10 – 15 metų Europoje nuolat didėjo naujų įmonių, įeinančių į skirtingas rinkas, skaičius, ir laikui bėgant, Europos įmonių akcijos paplito labai plačiai, o jų likvidumas labai išaugo [16].



2.9 pav. Susijungimų ir įsigijimų sandorių aktyvumas Europoje [46]

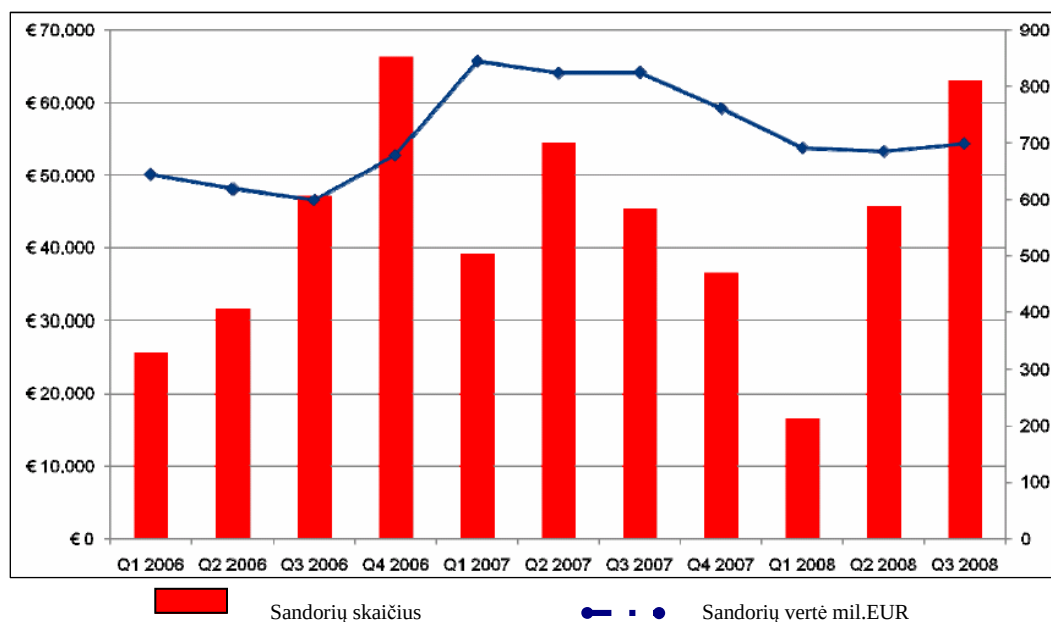
Susijungimų ir įsigijimų sandoriai Europoje nuo 2003 metų nuolat augo (tiek sandorių skaičius, tiek apimtis) (žr. 2.9 pav.). 2007 metais sandorių skaičius išaugo 8 %, vertė – net 28 % palyginus su 2006 metais. 2006–2007 metų laikotarpiu susijungimų ir įsigijimų sandoriai vyravo finansinių paslaugų ir informacinių technologijų sektoriuose [46].

2007 metais tiesioginės užsienio investicijos į Europos šalių regioną išaugo net 33 %. Daugiausiai investicijų pritraukė Didžioji Britanija, Prancūzija ir Olandija. Tiesioginių užsienio investicijų didėjimas sąlygojo ekonomikos augimą 2007 metais Europoje. Tai lėmė ir tarptautinių susijungimų ir įsigijimų aktyvėjimą šiame regione (žr. 2.10 pav.). Taip pat Europos šalys 2007 metais buvo iniciatyvios tarptautinių sandorių vykdytojos: tiesioginės užsienio investicijos iš šio regiono šalių išaugo daugiau nei per pusę. Kaip matome iš 2.10 paveikslo, didžiąją dalį visų pasaulyje sudaromų tarptautinių susijungimų ir įsigijimų sandorių vykdo Europos šalių įmonės. Taip pat duomenys rodo, kad Europos bendrovės pagal sandorių vertes tarptautinių susijungimų ir įsigijimų vykdo beveik tiek pat [46].



2.10 pav. Tarptautiniai susijungimų ir įsigijimų sandoriai [43]

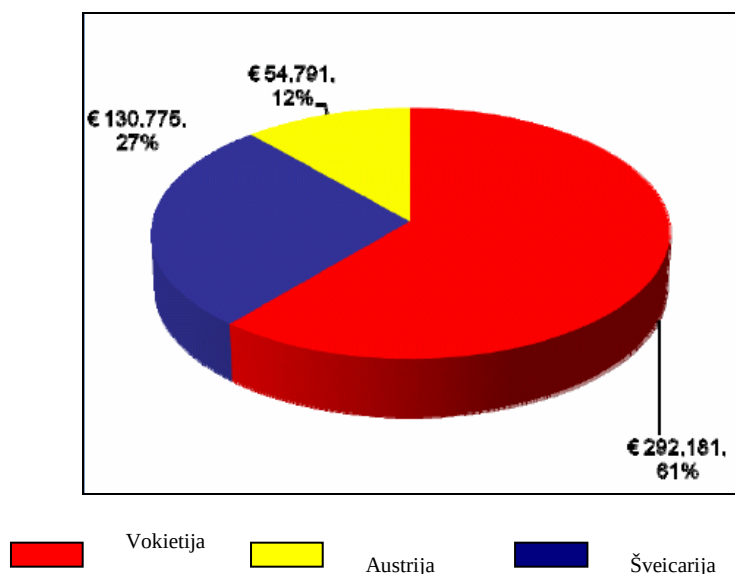
Vokiškai šnekančioje Europos dalyje (Vokietijoje, Austrijoje ir Šveicarijoje) nuo 2007 metų trečio ketvirčio sandorių skaičius pagal vertę ir skaičių nuolat mažėjo. Tai sąlygojo prasidėjęs ekonomikos nuosmukis. Kaip matome iš 2.11 paveikslo duomenų, susijungimų ir įsigijimų skaičius šiose Europos valstybėse 2008 metų antrą ir trečią ketvirtį labai išaugo, tačiau sandorių vertė liko nepakitusi nuo 2008 metų pradžios [8].



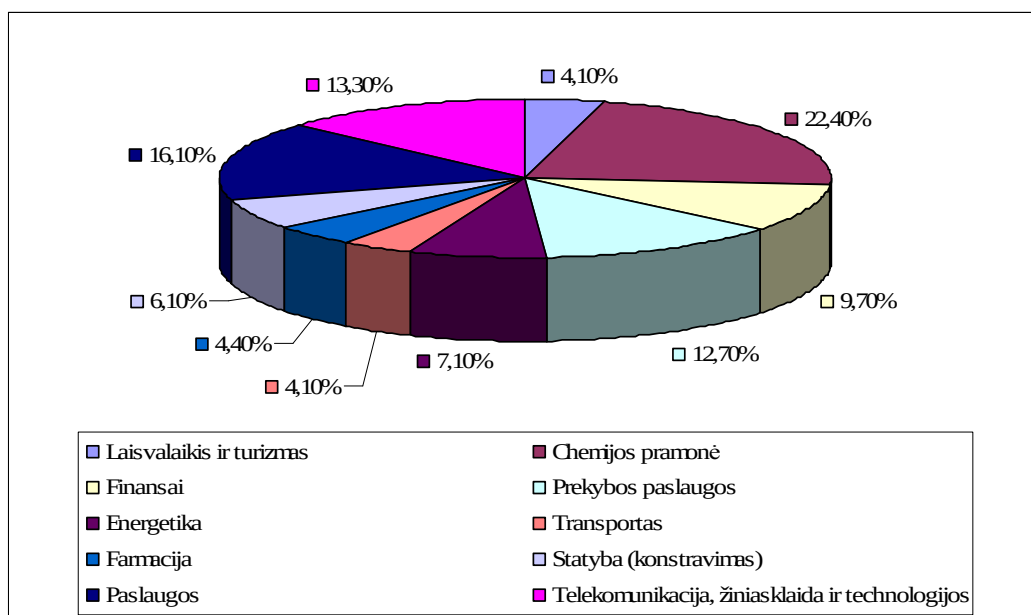
2.11 pav. Susijungimai ir įsigijimai Vokietijoje, Austrijoje, Šveicarijoje²[8]

² Q – ketvirtis

2.12 paveikslo duomenys rodo, kad daugiausiai pirkimo sandorių 2007 metais, net 61 %, vykdė Vokietija, antroje vietoje Šveicarija ir tik 12 % Austrija.



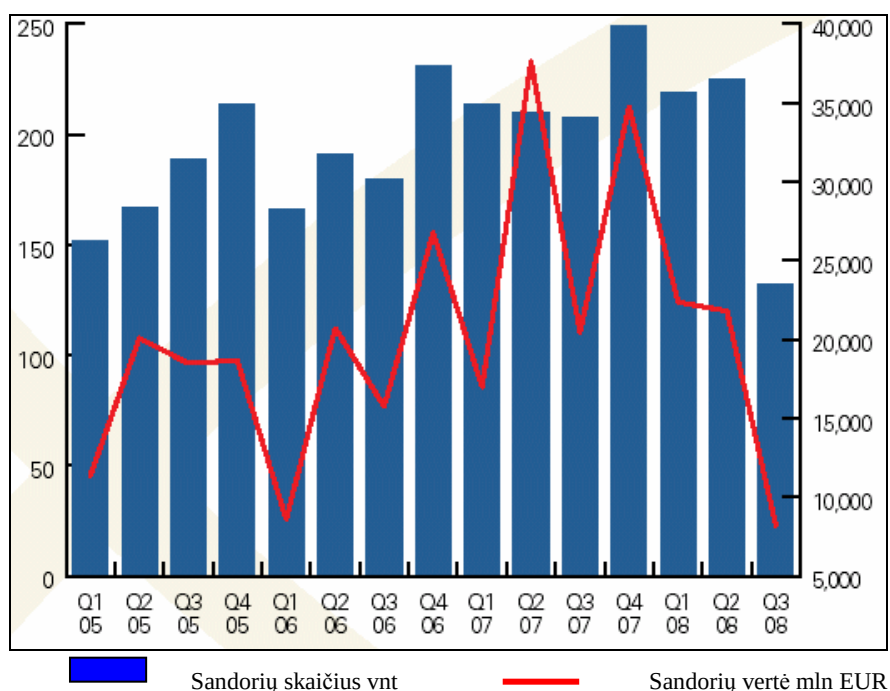
2.12 pav. Vokietijos, Austrijos ir Šveicarijos susijungimų ir įsigijimų sandoriai pagal vertę 2007m.[8]



2.13 pav. Susijungimai ir įsigijimai Europoje pagal sektorius 2008 metų pirmąjį pusmetį [29]

2007 metais Europoje daugiausiai susijungimų ir įsigijimų sandorių buvo įvykdyta pramonės ir chemijos sektoriuje – 22,4 %, antroje vietoje buvo telekomunikacijos, žiniasklaidos ir technologijų sektoriai, 12,7 % sandorių įvykdyta prekybos sektoriuje.

2.2.2. Susijungimai ir įsigijimai Centrinėje ir Rytų Europoje



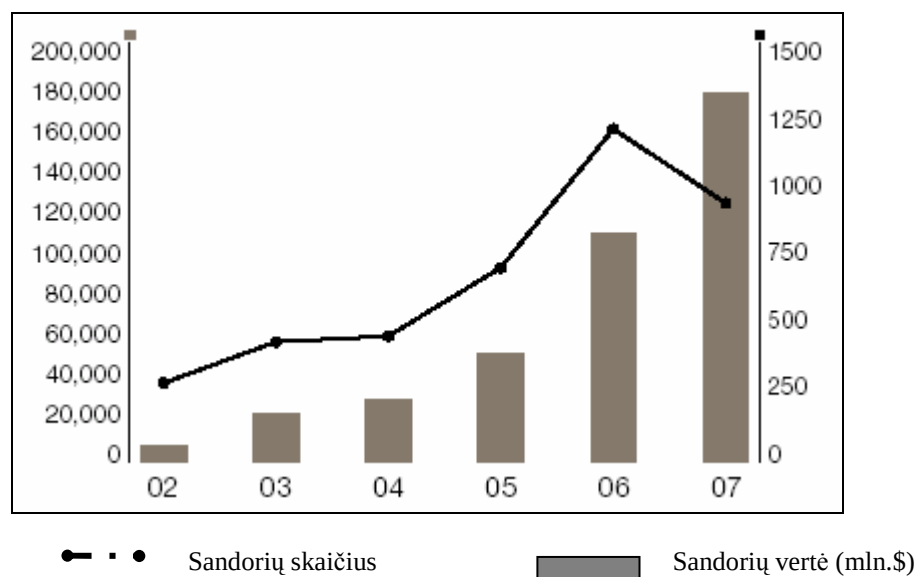
2.14 pav. Susijungimai ir įsigijimai Centrinėje ir Rytų Europoje³ [28]

Remiantis PricewaterhouseCoopers išleistos apžvalgos duomenimis, 2005 metais Centrinės ir Rytų Europos (CEE) regione susijungimų ir įsigijimų sandorių rinka išaugo net 50 % pagal sandorių skaičių ir 75 % pagal vertę [36, p. 3]. Tam įtakos turėjo tai, kad šis regionas pritraukė tiesioginių užsienio investicijų ir tai paspartino susijungimų ir įsigijimų sandorių augimą. Iš 2.14 paveikslą duomenų matome, kad nuo 2006 metų pabaigos iki 2007 metų ketvirto ketvirčio susijungimų ir įsigijimų rinka šiame regione pagal sandorių skaičių ir vertę buvo labai išaugusi. Tam turėjo įtakos spartus Centrinės ir Rytų Europos ekonomikos augimas, aukštas įmonių pelningumas ir didelė konkurencija. Tačiau vėliau prasidėjo tiek sandorių skaičiaus, tiek vertės kritimas. Tai sąlygojo ekonominės krizės pradžia [28].

Pirmus tris 2008 metų ketvirčius 39 % visų sandorių skaičiaus buvo sudaryta energijos ir kasybos sektoriuje, antroje vietoje buvo finansų sektorius, trečioje – paslaugų. Pagal sandorių vertę pirmavo paslaugų sektorius – 19 % visų sandorių vertės, pramonės, chemijos, energetikos ir kasybos sektorius užėmė antrąją vietą, 13 % visos sandorių vertės sudarė telekomunikacijos, žiniasklaidos ir technikos sektoriuje sudaryti susijungimai ir įsigijimai.

2007–2008 metais Centrinėje ir Rytų Europoje pagal susijungimų ir įsigijimų vertę daugiausiai investavo Prancūzija, JAV, Skandinavijos šalys ir Anglija, pagal sandorių skaičių: Skandinavijos šalys, Anglija, Beneliukso šalys ir JAV [28].

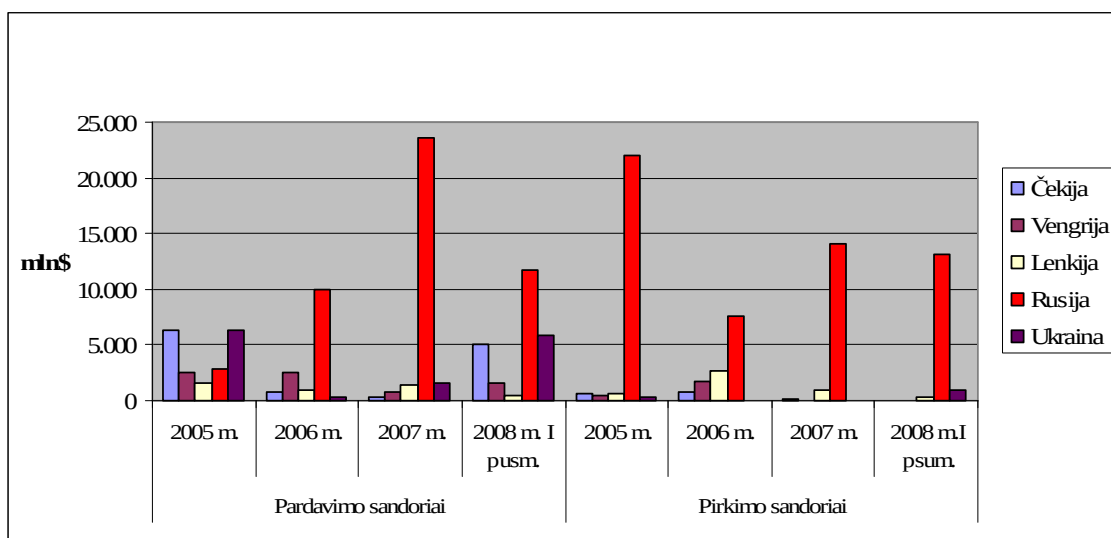
³ Q – ketvirtis



2.15 pav. Rusijos susijungimų ir įsigijimų rinka [37]

Rusija yra didžiausia Rytų ir Centrinės Europos susijungimų ir įsigijimų rinkos dalyvė. 2007 metais sandorių vertė Rusijoje išaugo net 61 %. Tačiau, kaip matome iš 2.15 paveikslo duomenų, sandorių skaičius nukrito 22 %. Susijungimų ir įsigijimų rinka sudarė 14 % BVP ir nemažai prisidėjo prie Rusijos ekonomikos augimo. Sandorių aktyvėjimą 2007 metais lėmė keletas priežasčių: palanki ekonominė aplinka, kurią sukūrė didelis tarptautinių sandorių skaičius, stipri nacionalinė valiuta rublis bei makroekonomikos stabilumas. Daugiausiai sandorių 2007 metais Rusijoje įvykdyta pramonės, finansinių paslaugų, telekomunikacijos ir žiniasklaidos sektoriuose. Didžiausi investuotojai Rusijoje 2007 metais buvo Didžioji Britanija, JAV, Vokietija ir Italija. Rusija daugiausiai investavo į Ukrainą, Vokietiją, Armėniją, JAV ir Kanadą [37].

Taip pat Rusija yra aktyvi investuotoja kitose šalyse. 2007 metais net 46 milijardus dolerių Rusija investavo į kitas užsienio šalis, taip užsitikrindama lyderės pozicijas Centrinėje ir Rytų Europoje. Rusijos kompanijos daugiausiai investuoja į išsivysčiusių šalių energetikos ir metalurgijos rinkas [43].

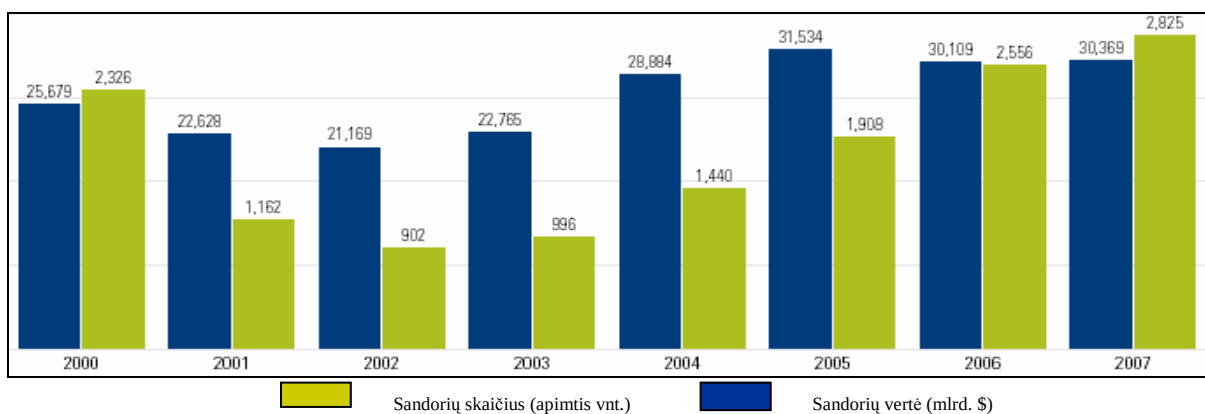


2.16 pav. Centrinės ir Rytų Europos tarptautiniai sandoriai [43]

Iš 2.16 paveikslo duomenų matome, kad tarptautinių sandorių lyderė Centrinėje ir Rytų Europoje yra Rusija. 2006–2007 metais daug pardavimo tarptautinių sandorių vykdė Vengrija. O pagal pirkimo sandorių vykdymą antrąją vietą po Rusijos užėmė Lenkija. 2008 metų pirmąjį pusmetį Ukraina pritraukė nemažai tarptautinių užsienio investicijų ir buvo viena iš pirmaujančių pagal tarptautinius pardavimo sandorius.

2.3. Susijungimų ir įsigijimų rinkų apžvalga Azijos, Afrikos ir Lotynų Amerikos regionuose

Nuo 2002 metų pasaulio susijungimų ir įsigijimų rinka nuolat augo. 2007 metai taip pat buvo sėkmingi pasaulio sandorių rinkoje. Nors susijungimų ir įsigijimų vertė išaugo nežymiai, tačiau sandorių skaičius 2007 metais padidėjo 10 % (žr. 2.17 pav.).

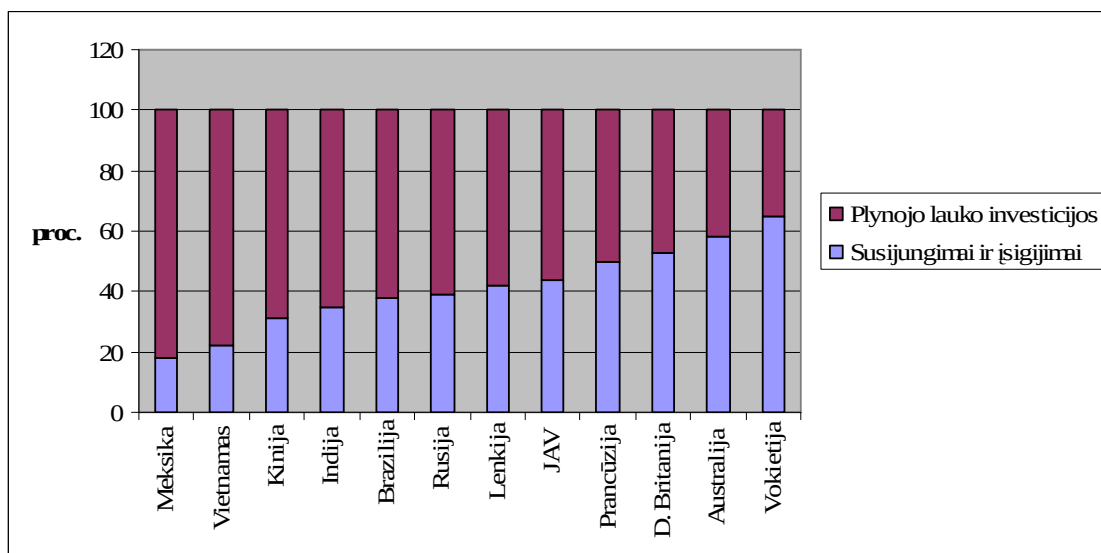


2.17 pav. Pasaulio susijungimai ir įsigijimai [46]

JAV sudarytų sandorių skaičius 2007 metais nukrito 10 %, tačiau sandorių vertė šiek tiek išaugo. Azijoje ir Ramiojo vandenyno šalyse sandorių skaičius išaugo tik 5 %, bet sudarytų sandorių vertė išaugo net 20 % palyginus su 2006 metais.

Visame pasaulyje 2007 metais daugiausiai sandorių įvykdyta finansinių paslaugų ir informacinių technologijų sektoriuje. Net 28 % per 2007 metus išaugo finansinių paslaugų sektoriuje sudarytų susijungimų ir įsigijimų vertė, o informacinių technologijų sandorių vertė išaugo 45 % [46].

Pagal susijungimų ir įsigijimų sandorių vykdymo mastą yra daroma išvada, kad susijungimų ir įsigijimų sandoriai yra dažnesni išsivysčiusiose šalyse: JAV, Vakarų Europoje ir pan. (žr. 2.18 pav.). Taip pat paslaugų sektoriuose yra daugiau vykdomi susijungimai ir įsigijimai nei pramonėje.

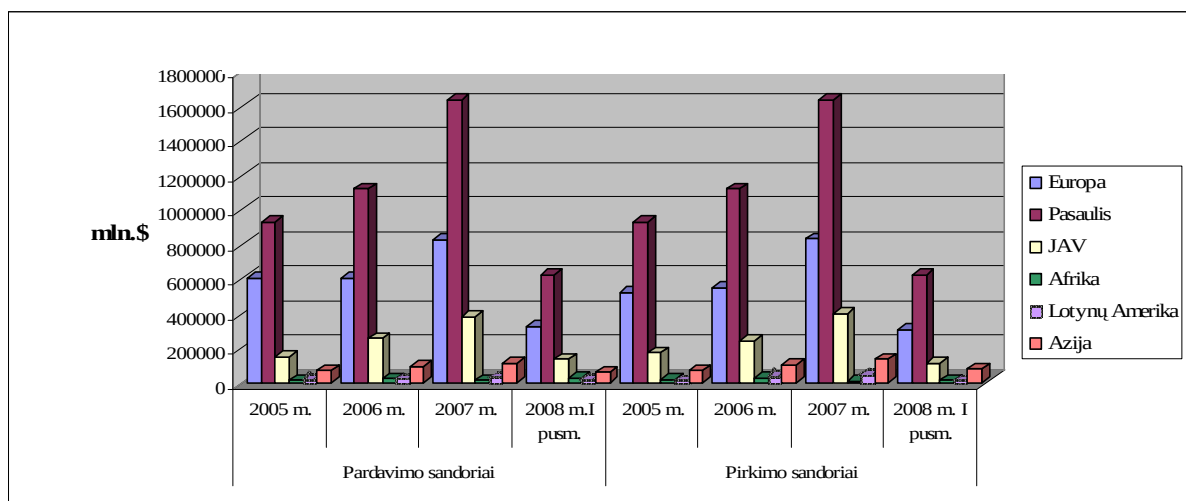


2.18 pav. Investicijų rūšių naudojimas skirtingose šalyse 2008 m. [44]

Kaip matome iš 2.19 paveikslėlio, daugiausiai tarptautinių susijungimų ir įsigijimų įvykdo Europa ir JAV. Palyginus su kitais regionais, nemažai sandorių sudaro ir Azijos šalys. 2005–2007 metais tarptautiniai pirkimo ir pardavimo sandoriai nuolat augo.

2007 metais Pietų, Pietryčių Azija ir Okeanija pritraukė didžiausią kiekį tiesioginių užsienio investicijų nei ankstesniais laikotarpiais. TUI šiame regione išaugo 18 % palyginus su 2006 metais. Pietų, Pietryčių Azijos ir Okeanijos tarptautinės užsienio investicijos sudarė pusę visų besivystančių šalių TUI 2007 metais. Aktyviausios šio regiono šalys buvo Kinija ir Indija. Vakarų Azijoje taip pat TUI suaktyvėjo 2007 metais. Šiame regione tarptautinės užsienio investicijos išaugo 12 %. Daugiau nei keturios penktosios visų investicijų atiteko Saudo Arabijai, Turkijai ir Jungtiniams Arabų Emyratams. Kadangi finansinė krizė nedaug palietė Rytų Azijos šalis, todėl susijungimai ir įsigijimai šiame regione augo ir 2008 metais. Kinijos bankai tapo labai stiprūs ir vienas iš jų tikslų

tapo įsigyti išsivysčiusių šalių bankus ar finansinių paslaugų įmones. Tarptautinių užsienio investicijų didėjimas Rytų ir Pietryčių Azijoje lėmė ir tarptautinių susijungimų ir įsigijimų augimą šiame regione. 2007 metais pirkimo sandoriai išaugo net 57 %. Pastebėta, kad šio regiono įmonės 2007 – 2008 metais tęsė labai aktyvią internacionalizavimo kryptį, todėl jos buvo aktyvios, vykdydamos tarptautinius pirkimo sandorius. Vakarų Azijoje tarptautiniai susijungimai ir įsigijimai išaugo 8 % [44].



2.19 pav. Tarptautiniai susijungimai ir įsigijimai pasaulyje [43]

Tarptautinių susijungimų ir įsigijimų Azijos regione daugiausiai įvykdyta finansinių paslaugų, transporto, telekomunikacijos sektoriuose 2007 metais.

Afrikoje tarptautinės užsienio investicijos 2007 metais taip pat labai išaugo ir pasiekė 53 milijardus dolerių. Tai sąlygojo didelės prekių kainos ir didėjantis bendrovių pelningumas. Nigerija, Egiptas, Pietų Afrikos Respublika ir Marokas buvo valstybės, pritraukusios daugiausiai investicijų. 2007 metais tarptautiniai susijungimai ir įsigijimai Afrikos regione nukrito dėl kasyklų skaičiaus sumažėjimo ir neparengtų tyrinėjimo projektų, kuriuos buvo galima parduoti. Daugiausiai pardavimo tarptautinių susijungimų ir įsigijimų sandorių Afrikos regione 2007 metais buvo sudaryta su Kanados, Prancūzijos, Šveicarijos ir Jungtinių Arabų Emyratų valstybių įmonėmis. Daugiausiai sandorių šiame regione buvo sudaryta žaliavų gavybos ir finansinių paslaugų sektoriuose [43].

Lotynų Amerikos ir Karibų šalių regione 2007 metais tarptautinės užsienio investicijos padidėjo 36 %. Pagrindinės regiono šalys, pritraukusios dvigubai daugiau TUI nei 2006 metais, buvo Brazilija ir Čilė. Tačiau Lotynų Amerikoje ir Karibų šalyse TUI daugiau yra naudojamos plynojo lauko investicijų forma, nei tarptautiniais susijungimais ir įsigijimais. Tai sąlygojo stiprus

regioninės ekonomikos augimas. Tarptautiniai susijungimai ir įsigijimai 2007 metais šiame regione išaugo 37 %.

Iš atliktos skirtingų regionų susijungimų ir įsigijimų rinkų apžvalgos ir lyginamosios analizės galima teigti, kad šie sandoriai daugiausiai yra vykdomi išsivysčiusiose šalyse. Europos regione ir JAV iki 2007 metų pirmo pusmečio nuolatos augo tiek sandorių rinko skaičius, tiek vertė. Šie regionai nuolatos konkuravo vykdydami susijungimus ir įsigijimus, tačiau Europa užėmė pirmaujančias pozicijas. Baltijos šalių susijungimų ir įsigijimų rinka yra tik nedidelė Europos sandorių dalis. Tačiau ji taip pat iki 2007 metų nuolatos augo, pritraukė daug užsienio investicijų, buvo pakankamai aktyvi inicijuodama tarptautinius ir vietinius sandorius. Nuo 2007 metų antrojo ketvirčio išsivysčiusias šalis paveikė prasidėjęs ekonomikos nuosmukis, kuris lėmė ir susijungimų ir įsigijimų rinkos kritimą. Prognozuojama, kad tai tęsis ir ateinančius kelerius metus.

3. ĮMONIŲ SUSIJUNGIMO IR ĮSIGIJIMO FINANSINIO VERTINIMO MODELIAVIMAS

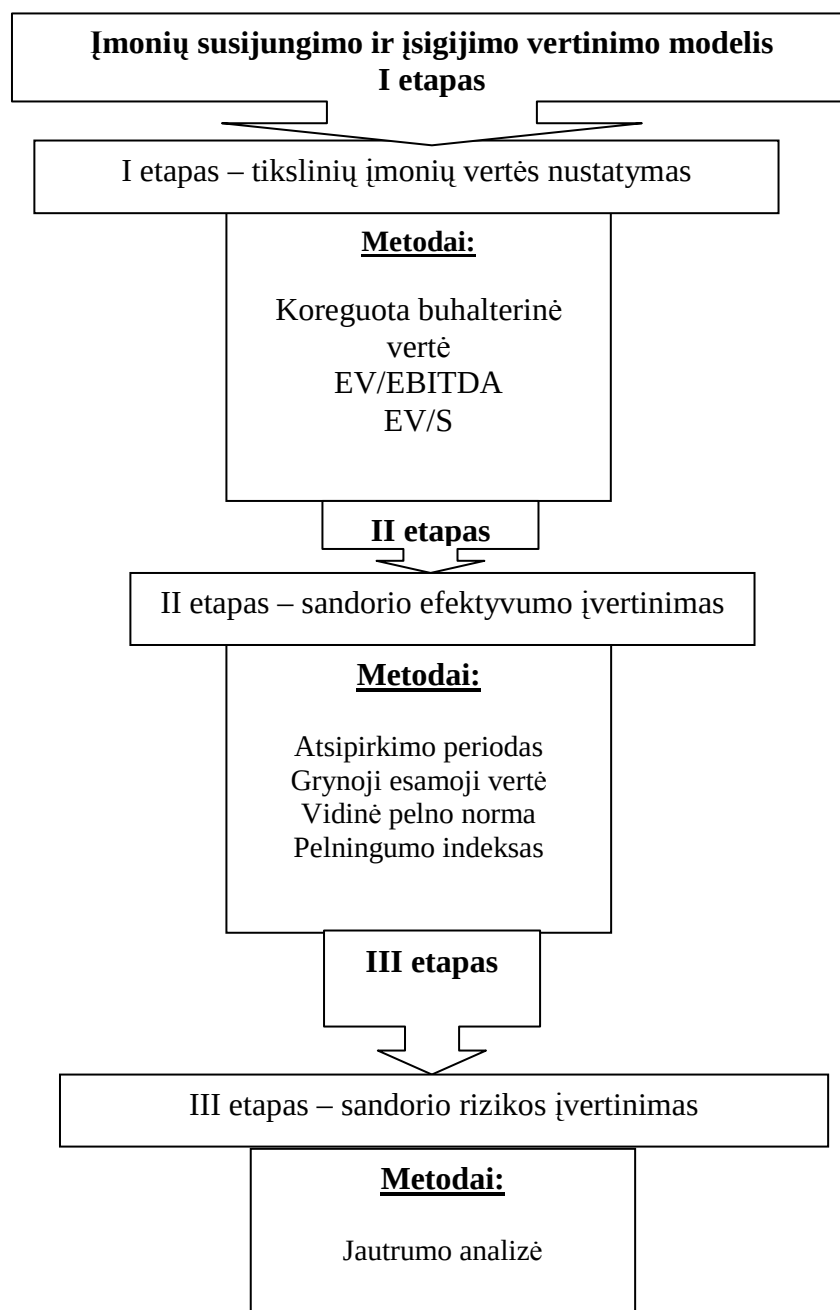
3.1. Horizontaliojo įsigijimo finansinio vertinimo modelio rengimas

Labai svarbu, kad įmonių jungimosi vertinimo modelis įvertintų šių sandorių kriterijų kompleksą. Todėl norint tinkamai įvertinti įmonių susijungimą arba įsigijimą, daugelis mokslinės literatūros autorių rekomenduoja naudoti daugiakriterį vertinimą. Tačiau yra labai sunku tokius sandorius įvertinti visais kriterijais, kadangi jie apima tiek finansinį, tiek ekonominį, taip pat psichologinį ir dar daug kitų kriterijų. Svarbu, kad šių sandorių vertinimo modelis siektų tokių tikslų:

- nuspręsti, kuri potenciali tikslinė įmonė yra tinkamesnė investuoti įmonės pinigams;
- užtikrinti, kad iš investicijų bus gautas optimalus pelnas;
- garantuoti, kad sandorio ir visos įmonės rizika bus minimali;
- padėti pagrindus tolesnei kiekvienos investicijos panaudojimo analizei.

Atsižvelgus į projektų vertinimo savybes, pastebėtas tendencijas ir keliamus reikalavimus galima teigti, kad verslo projektų vertinimas turi apimti kuo daugiau visapusiškam investicijų efektyvumui svarbių išorinių ir vidinių veiksnių. Vertinimas turi būti pakankamai formalizuotas ir paprastas, įgalinantis išnagrinėti kuo daugiau įvairiapusių viso projekto ir atskirų jo dalių alternatyvų. Projekto analizės rezultatai turi sudaryti prielaidas priimti vienareikšmišką sprendimą tiek dėl atskirų projekto elementų, tiek dėl viso projekto priimtino.

Pagal pateiktą įmonių susijungimo ir įsigijimo vertinimo modelį (žr. 3.1 pav.), pirmiausia yra atliekamas tikslinių įmonių vertės (kainos) nustatymas tokiais metodais: koreguotos buhalterinės vertės metodu, EV/EBITDA ir EV/S daugiklių metodu; antruoju etapu yra atliekamas sandorio efektyvumo įvertinimas, skaičiuojant investicijų atsipirkimo laiką, grynąją esamąją vertę (NPV), vidinę pelno normą (IRR) ir pelningumo indeksą (PI). Trečiuoju etapu yra atliekamas sandorio rizikos įvertinimas, naudojant jautrumo analizės metodą.



3.1 pav. Įmonių susijungimo ir įsigijimo vertinimo modelis*

* ženklų pažymėtos lentelės ir paveikslai yra sudarytos autoriaus

3.2. Tikslinių įmonių verčių nustatymas

Įmonė investuotoja – UAB „Aurika“ savo veiklą pradėjo 1996 metais. Per 11 metų kruopštaus ir kokybiško darbo įmonė išsikovojo pripažinimą tarp Lietuvos ir Europos užsakovų. Nuo pat įkūrimo dienos spaustuvė didžiausią dėmesį skyrė įvairių etikečių ir pakuočių gamybai. Šiuo metu yra gaminamos įvairios paskirties lipnios etiketės, pakuotės, ir kiti spaudiniai. Taip pat bendrovė teikia etikečių dizaino, termospaudos, reprostudijos paslaugų spektrą. Šią veiklos sritį buvo daugiausiai investuojama, todėl šiuo metu spaustuvė aprūpinta našia ir modernia technika. UAB „Aurika“ dirba su pažangiais šveicariškais fleksografinio spausdinimo įrenginiais. Pagrindiniai įmonės klientai: chemijos, mėsos, pieno, alkoholinių ir gaiviųjų gėrimų gamintojai.

Pradėjusi veiklą nuo trijų darbuotojų, šiuo metu UAB „Aurika“ yra subūrusi profesionalią ir kūrybingą komandą, kurioje dirba daugiau kaip šimtas specialistų. Bendrovės darbuotojai stažuojasi Šveicarijoje, Vokietijoje, Austrijoje, Suomijoje, Belgijoje.

UAB „Aurika“ pribrendo augimui, bendrovės vadovai identifikavo siekiamo tikslo įgyvendinimo dvi galimybes: pirmoji – vidinė plėtra; antroji – kitos įmonės, konkurentės, įsigijimas. Kadangi Lietuvos spaustuvių rinkoje egzistuoja daug įmonių, kurios stengiasi užtikrinti gerą kokybę, daug lėšų skirti marketingui, naujoms technologijoms, UAB „Aurika“ nutarė augti ne iš vidaus, kadangi ji jau pasiekė puikių vidinio augimo rezultatų, bet įsigyti kitą įmonę. Šitas sprendimas labiausiai atitiko įmonės augimo poreikį, nes tai leidžia iš karto padidinti pardavimų apimtis, praplėsti klientų ratą ir kitas galimybes, kurių nesuteikia vidinis augimas.

UAB „Aurika“ per paskutinius penkerius metus gauna „Verslo žinių“ suteikiamą „Gazelės“ vardą. Tai „Verslo žinių“ organizuojamas projektas, kuriame dalyvauja smulkios ir vidutinės įmonės, savo lankstumu sėkmingai augančios, kuriančios darbo vietas ir verčiančios greičiau suktis ekonomikos variklį. Į projektą buvo įtrauktos tik tos įmonės, kurių apyvarta per paskutinius ketverius metus nuolat didėjo. 2008 m. UAB „Aurika“ apyvarta buvo virš 30 milijonų litų, eksportas sudarė net 30 % pagaminamos produkcijos. Pagrindinės įmonės eksporto rinkos yra Latvija, Lenkija, Rusija ir Belgija.

Ši įmonė nusprendė įsigyti konkurentą t. y. įvykdyti horizontalųjį susijungimą. Tokiu sandoriu UAB „Aurika“ siekia dydžio augimo ir veiklos sinergijos – galimybės pasinaudoti kitos įmonės platinimo kanalais ir masto ekonomijos. UAB „Aurika“ turi du taikinius: Lietuvoje egzistuojančią įmonę UAB „Vilrikė“ ir Latvijoje veikiančią įmonę SIA „Arta Baltija“. Abu taikiniai specializuojasi toje pačioje srityje, kaip ir UAB „Aurika“ – įvairių etikečių ir pakuočių gamyboje.

Įmonės vertės nustatymas leidžia pagrįsti akcijų vertę. Verslo vertinimas yra labai svarbus įsigijimo ir susijungimo sandoriuose.

Taikinių UAB „Vilrikė“ ir SIA „Arta Baltija“ vertėms nustatyti buvo naudojami rinkos daugiklių ir koreguotos buhalterinės vertės metodai. P/E (kainos ir pelno akcijai santykis) metodas nenaudojamas, nes tiek įmonė pirkėja, tiek pardavėjai yra uždarnosios akcinės bendrovės ir jos nėra listinguojamos vertybinių popierių biržoje. Taikinių vertei nustatyti yra naudojami du pagrindiniai daugikliai. Tai būtų EV/S – įmonės vertė padalinta iš pardavimų. Įmonės vertė yra „visa įmonės vertė“, t. y. rinkos kapitalizacija plius grynoji skola (skolos minus pinigai). Nagrinėjamame pavyzdyje šis daugiklis yra pasirinktas, nes jis dažnai naudojamas vertinti įmonėms, kurių pelningumo rodiklis yra neigiamas (vieno iš taikinių pelningumas yra neigiamas).

Kitas daugiklis, kuris naudojamas tikslinėms įmonėms vertinti – EV/EBITDA: įmonės vertė padalinta iš veiklos pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITDA). Finansų analitikai teigia, kad pagrindinis EBITDA rodiklio privalumas yra, tai, kad jis aiškiai atspindi verslo situaciją, kadangi kompanijos vertę susieja su pinigų (įplaukų) srautais. Kadangi EBITDA yra pelnas prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą, todėl iškyla klausimas kodėl finansų patarėjai nagrinėja ne grynąjį pelną, o pelną prieš mokesčius, palūkanas, nusidėvėjimą ir amortizaciją? Palūkanų pajamos ir sąnaudos, kaip ir mokesčiai, yra paliekami nuošalyje, kadangi stengiamasi susikoncentruoti į pagrindinės veiklos pelną ar nuostolį. Nusidėvėjimui bendrovė realių pinigų neišleidžia. Nusidėvėjimas yra periodinė apskaitos operacija, mažinanti turto vertę bei apmokestinamąjį pelną. Reikia pabrėžti tai, kad EV/EBITDA parodo kiek mokama už įmonės pinigų srautą atsižvelgiant į jos turimas skolas.

Koreguotos buhalterinės vertės metodas buvo pasirinktas, nes ši vertė atspindi realią tiek turto, tiek išipareigojimų rinkos vertę, taip pat ją nesunku apskaičiuoti. Tačiau šis metodas reikalauja, kad vertintojas tiksliai nustatytų taikinių turto rinkos vertę. Tai padaryti yra gana sudėtinga.

Vertinant tikslines įmones koreguotos buhalterinės vertės metodu pirmiausiai apskaičiuojama vertė pagal taikinio pateiktų finansinių ataskaitų duomenis.

3.1 lentelė. Įmonės SIA „Arta Baltija“ vertės skaičiavimas buhalterinės vertės metodu*

Ilgalaikis turtas	4.566.114	Nuosavas kapitalas	636.980
Trumpalaikis turtas	4.192.495	Ilgalaikės skolos	5.208.286
		Iš jų susijusiems asmenims	3.292.179
		Trumpalaikės skolos	2.913.343
Turtas iš viso	8.758.609	Nuosavybė iš viso	8.758.609
		Suma už 100 % akcijų	3.929.159

SIA „Arta Baltija“ vertė šiuo metodu apskaičiuojama nuosavą kapitalą sudedant su ilgalaikėmis paskolomis susijusiems asmenimis ir taip gaunama suma už 100 % akcijų – 3.929.159

litų (žr. 3.1 lentelę). Tačiau tam, kad įmonės vertė būtų apskaičiuota realiai t.y. kiek ji yra verta šiuo metu rinkoje, reikia ilgalaikį turtą įvertinti rinkos kainomis (žr. 3.2 lentelę).

3.2 lentelė. Įmonės SIA „Arta Baltija“ vertės skaičiavimas koreguotos buhalterinės vertės metodu*

Ilgalaikis turtas	3.500.000	Nuosavas kapitalas	636.980
Trumpalaikis turtas	4.192.495	Ilgalaikės skolos	5.208.286
		Iš jų susijusiems asm.	3.292.179
		Trumpalaikės skolos	2.913.343
Turtas iš viso	7.692.495	Nuosavybė iš viso	8.758.609
		Suma už 100 % akcijų	2.863.045

Kaip matome iš 3.2 lentelės, įmonės SIA „Arta Baltija“ ilgalaikio turto rinkos vertė yra daugiau negu milijonu mažesnė, nei buvo užfiksuota taikinio buhalterinėse ataskaitose. Koreguotos buhalterinės vertės metodu SIA „Arta Baltija“ vertė yra skaičiuojama prie nuosavo kapitalo pridėdant turto iš viso ir nuosavybės iš viso skirtumą. Matome, kad taikinio vertė, skaičiuojama šiuo metodu, yra gerokai mažesnė ir lygi 2.863.045 litų.

Skaičiuojant SIA „Arta Baltija“ vertę metodu EV/EBITDA – įmonės vertė padalinta iš veiklos pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją, yra naudojamos tokios formulės:

$$EV = \text{kapitalizacija} + \text{grynoji skola}, \quad (15)$$

$$EV = EBITDA \times \text{daugiklis}. \quad (16) \text{ [45]}$$

Grynoji skola yra apskaičiuojama prie ilgalaikių įsipareigojimų pridėjus trumpalaikius finansinius įsipareigojimus ir atėmus grynuosius pinigus ir jų ekvivalentus. EBITDA – pelnas prieš palūkaninius mokėjimus, mokesčius, nusidėvėjimą bei amortizaciją.

Skaičiuojant SIA „Arta Baltija“ EBITDA reikia prie gryno pelno pridėti pelno mokesčių, palūkanas, nusidėvėjimą ir vienkartinius gavimus (su minuso ženklu, nes norima, kad EBITDA atspindėtų pagrindinę įmonės veiklą).

Kadangi nagrinėjami taikiniai yra uždarnosios akcinės bendrovės ir jų akcijos nėra kotiruojamos vertybinių popierių biržoje, todėl kapitalizacija nėra žinoma. Naudojantis įvairių pasaulinių biržų internetiniuose puslapiuose skelbiamais įmonių daugikliais skaičiuojant verslo vertę, daroma prielaida, kad daugikliai yra nuo 3,0 iki 7,0. Tada apskaičiuojama įmonės SIA „Arta Baltija“ kapitalizacija, kuri yra lygi: $(EBITDA \times \text{daugiklis}) - \text{finansinės skolos} + \text{gryniesi pinigai ir jų ekvivalentai}$.

Įmonės vertė yra pasirenkama, kai daugiklis yra 5,0, kadangi esant tokiam EV/EBITDA santykiui investicija atsiperka. Nors kaip matome iš skaičiavimų (žr. 3.3 lentelę) investicija atsiperka kai daugiklis yra 3,5, tačiau dažniausiai yra taikomi daugikliai nuo 4 iki 5.

3.3 lentelė. Įmonės SIA „Arta Baltija“ vertės nustatymas EV/EBITDA metodu*

EV/EBITDA	EBITDA	890.005
	3,0	-367.757
	3,5	77.245
	4,0	522.248
	4,5	967.250
	5,0	1.412.253
	5,5	1.857.256
	6,0	2.302.258
	6,5	2.747.261
	7,0	3.192.264

Naudojant EV/S – įmonės vertė padalinta iš pardavimų, metodą buvo atliekami skaičiavimai tuo pačiu principu. Daugiklis pasirenkamas nuo 0,4 iki 1,0. EV buvo apskaičiuojama, kaip pardavimų ir daugiklio sandauga ir tada kapitalizacija yra lygi iš EV atimti finansines skolas ir pridėti grynuosius pinigus ir jų ekvivalentus. Naudojantis panašių sandorių patirtimi SIA „Arta Baltija“ vertė yra pasirenkama, kai daugiklis 0,6 t.y. 3505091 litų (žr. 3.4 lentelę).

3.4 lentelė. SIA „Arta Baltija“ vertės nustatymas EV/S metodu*

EV/S	PARDAVIMAI - (S)	10.904.773
	0,4	1.324.136
	0,5	2.414.614
	0,6	3.505.091
	0,7	4.595.568
	0,8	5.686.046
	0,9	6.776.523
	1,0	7.867.000

Kai jau apskaičiuojama taikinio – įmonės SIA „Arta Baltija“ vertė trimis metodais, tada yra nustatomi kiekvieno metodo svoriai, kurie reiškia metodo svarbą. EV/EBITDA turėjo 0,7 svorį, EV/S metodas šiame verslo vertės nustatyme turėjo 0,1, koreguotos buhalterinės vertės metodas turėjo 0,2 svorį. Visų trijų metodų svorių suma turi sudaryti vienetą. Tada kiekvienu metodu gautą SIA „Arta Baltija“ vertę dauginame iš to metodo svorio ir visas tris gautas sumas sudedame (žr. 3.5 lentelę). Taip gauname perskaičiuotą įmonės vertę, kuri yra siūloma SIA „Arta Baltija“ akcininkams, kaip pardavimo – pirkimo kaina. Tačiau tai tik pasiūlyta pirkėjo kaina, dėl kurios yra deramasi.

3.5 lentelė. Galutinis SIA „Arta Baltija“ vertės nustatymas*

Metodas	Vertė	Svoris	Perskaičiuota vertė
EV/EBITDA (daugiklis - 5)	1.412.253	0,7	988.577
EV/S (daugiklis - 0.6)	3.505.091	0,1	350.509
Koreguotos buhalterinės vertės metodas	2.863.045	0,2	572.609
Suma		1,00	1.911.695

Nustatant UAB „Vilrikė“ vertę buvo vykdomi tokie patys skaičiavimai, kaip ir įmonės SIA „Arta Baltija“ (žr. C priedą).

Nustatant UAB „Vilrikė“ vertę didžiausias svoris – 0,6 buvo suteiktas EV/S metodui, EV/EBITDA turėjo 0,1 ir koreguotos buhalterinės vertės metodas turėjo 0,3 svorį. Taigi galutinė įmonės UAB „Vilrikė“ vertė ir pradinė siūloma kaina akcininkams yra 2.447.702 litų (žr. 3.6 lentelę).

3.6 lentelė. Galutinis UAB „Vilrikė“ vertės nustatymas*

Metodas	Vertė	Svoris	Perskaičiuota vertė
EV/EBITDA (daugiklis - 5)	4.657.841	0,1	465.784
EV/S (daugiklis - 0.6)	1.753.405	0,6	1.052.043
Koreguotos buhalterinės vertės metodas	3.099.584	0,3	929.875
Suma		1	2.447.702

Atlikus verslo vertinimą, matome, kad tikslinių įmonių vertės nustatymas yra labai svarbus, tačiau sudėtingas procesas. Nemažai sunkumų kelia uždaryjū akcinių bendrovių vertinimas, kadangi jos yra ne viešos ir vertinant šias įmones skirtingais metodais gaunamos vis kitokios vertės. Taigi, galime daryti išvadą, kad taikinio vertės nustatymui turi didelę įtaką teisingų prielaidų parinkimas, naudojamų metodų įvairovė, jų svarbos verslo vertės nustatyme supratimas. Galime teigti, kad tikslinės įmonės kaina yra derybų objektas, tačiau svarbu nustatyti kainos ribas, kad investuotojas nepatirtų nuostolio.

3.3. Įmonių įsigijimo sandorio efektyvumo vertinimas

Kai nustatome taikinių kainas, kitas labai svarbus etapas yra įvertinti įsigijimo sandorio efektyvumą t.y. kuris sandoris yra pelningesnis ir duos daugiau sinergių ateityje. Tam, kad įvertintume sandorių efektyvumą, buvo atliktos penkerių metų tikslinių įmonių finansinių ataskaitų prognozės.

Išanalizavus trijų metų istorinius UAB „Vilrikė“ ir SIA „Arta Baltija“ rezultatus bei pasitelkus ekonomistų prognozes buvo priimtos tam tikros prielaidos ir atliktos įmonių balansų ir pelno (nuostolio) ataskaitų prognozės 2009–2013 metų laikotarpiui.

Pirmiausia buvo vertinamas investuotojos UAB „Aurika“ įsigijimas UAB „Vilrikė“. Išnagrinėjus UAB „Vilrikė“ trijų metų finansinius rezultatus buvo pastebėta, kad pardavimų augimas yra 22 %. Daroma prielaida, kad 2009 metais pardavimai augs 20 %, 2010 metais 17 %, 2011 m. – 13 %, 2012 m. – 8 % ir 2013 metais pardavimai augs 3 %. Savikaina, pagal istorinius įmonės UAB „Vilrikė“ duomenis sudarė 30 %, todėl, vertinant šį sandorį daroma prielaida, kad visą prognozuojamą laikotarpį savikaina išliks nepakitusi, taip pat veiklos sąnaudos sudarys 60 % (žr. 3.7 lentelę).

3.7 lentelė. UAB „Vilrikė“ pardavimų prognozė*

PROGNOZĖ	2009 m.	2010 m.	2011 m.	2012 m.	2013 m.
Pardavimai	3.809.039	4.456.575	5.035.930	5.438.805	5.601.969
Pardavimų augimas	20 %	17 %	13 %	8 %	3 %
Savikaina	1.142.712	1.336.973	1.510.779	1.631.641	1.680.591
Bendrasis pelnas	2.666.327	3.119.603	3.525.151	3.807.163	3.921.378
Veiklos sąnaudos	2.285.423	2.673.945	3.021.558	3.263.283	3.361.181

Kitame etape yra atliekamos ilgalaikio turto, nusidėvėjimo bei investicijų prognozės (žr. 3.8 lentelę). Kaip matome iš pateiktų duomenų, yra planuojama, kad visą prognozuojamą laikotarpį UAB „Vilrikė“ ilgalaikis turtas nekis. Taip pat išnagrinėjus įmonės ilgalaikio turto sudėtį yra daroma prielaida, kad turto nusidėvėjimo laikotarpis bus 10 metų. 2009–2013 metų laikotarpyje UAB „Vilrikė“ investuoja pajėgumui palaikyti tiek, koks yra metinis ilgalaikio turto nusidėvėjimas. Daroma prielaida, kad per prognozuojamą laikotarpį UAB „Vilrikė“ neįsigys naujo turto.

3.8 lentelė. UAB „Vilrikė“ ilgalaikio turto ir investicijų prognozė*

	2008 m. (faktas)	2009 m. (prognozė)	2010 m. (prognozė)	2011 m. (prognozė)	2012 m. (prognozė)	2013 m. (prognozė)
Turtas						
Turto įsigijimo vertė, Lt	2.436.006	2.436.006	2.436.006	2.436.006	2.436.006	2.436.006
Sukauptas nusidėvėjimas, Lt	597.896	597.896	597.896	597.896	597.896	597.896
Turto likutinė vertė, Lt	1.838.110	1.838.110	1.838.110	1.838.110	1.838.110	1.838.110
Nusidėvėjimas						
Turto nusidėvėjimo laikotarpis, metai	10					
Nusidėvėjimas per metus - seno turto, Lt	243.601	243.601	243.601	243600,6	243600,6	243600,6
Nusidėvėjimas per metus - naujo turto, Lt	0	0	0	0	0	0
Nusidėvėjimas per metus - iš viso, Lt	243.601	243.601	243.601	243.601	243.601	243.601
Investicijos						
Investicijos pajėgumų palaikymui, Lt		243.601	243.601	243.601	243.601	243.601
Investicijos pajėgumų plėtrai, Lt		0	0	0	0	0
Pajėgumų plėtra, Lt/vnt.						
Investicijos iš viso, Lt		243.601	243.601	243.601	243.601	243.601
Grynosios investicijos, Lt		0	0	0	0	0

Trečiasis žingsnis atliekant tikslinės įmonės finansinę analizę yra grynojo apyvartinio kapitalo pokyčio prognozė. Kad tai būtų atlikta, yra pasinaudojama jau paskaičiuotomis pajamomis, savikaina ir veiklos sąnaudomis 2009–2013 metais. Atsargų, gautinų ir mokėtinų sumų apyvartumas dienomis buvo prognozuotas pagal 2006–2008 metų istorinius UAB „Vilrikė“ duomenis. Grynasis apyvartinio kapitalo pokytis yra skaičiuojamas prie atsargų pokyčio pridėjus gautinų sumų pokytį ir atėmus mokėtinų bei kitų mokėtinų sumas (žr. 3.9 lentelę).

3.9 lentelė. UAB „Vilrikė“ apyvartinio kapitalo prognozė*

	2008 m. (faktas)	2009 m. (prognozė)	2010 m. (prognozė)	2011 m. (prognozė)	2012 m. (prognozė)	2013 m. (prognozė)
Apyvartumas						
Atsargų, dienos	74	74	74	74	74	74
Gautinų už prekes, dienos	71	71	71	71	71	71
Mokėtinų tiekėjams, dienos	148	148	148	148	148	148
Mokėtinų kitų, dienos	40	40	40	40	40	40
Pajamos, Lt	3.174.199	3.809.039	4.456.575	5.035.930	5.438.805	5.601.969
Savikaina, Lt	855.745	1.142.712	1.336.973	1.510.779	1.631.641	1.680.591
Veiklos sąnaudos, Lt	1.930.567	2.285.423	2.673.945	3.021.558	3.263.283	3.361.181
Apyvartinis kapitalas						
Atsargos, Lt	174.595	233.143	272.778	308.239	332.898	342.885
Gautinos už prekes, Lt	615.148	738.177	863.667	975.944	1.054.019	1.085.640
Mokėtinų tiekėjams, Lt	346.917	463.253	542.006	612.467	661.464	681.308
Mokėtinų kitos, Lt	94.469	126.149	147.594	166.781	180.124	185.528
Atsargų pokytis, Lt		58.549	39.634	35.461	24.659	9.987
Gautinų pokytis, Lt		123.030	125.490	112.277	78.076	31.621
Mokėtinų pokytis, Lt		116.336	78.753	70.461	48.997	19.844
Kitų mokėtinų pokytis, Lt		31.679	21.445	19.187	13.343	5.404
Grynasis apyvartinio pokytis, Lt		33.563	64.926	58.090	40.395	16.360

Pasinaudojant jau atliktais skaičiavimais, toliau yra atliekama UAB „Vilrikė“ balanso, pelno (nuostolio) ir pinigų srautų ataskaitų prognozė 2009–2013 metams (žr. 3.10 lentelę).

Finansinės sąnaudos apskaičiuojamos finansinę skolą padauginus iš palūkanų normos. Remiantis ekonomistų prognozėmis, yra daroma prielaida, kad palūkanų norma kils nuo 2008 metais 4 % iki visą prognozuojamą laikotarpį nekintančiomis 8 % palūkanų normos. Finansinė skola yra lygi tiek trumpalaikių tiek ilgalaikių įsipareigojimų bankams ar kitoms finansinėms institucijoms sumai (banko paskolos, išperkamosios nuomos ir pan.) Atliekamame UAB „Vilrikė“ vertinime, finansinė skola 2009–2013 metų laikotarpiu išlieka nepakitusi. Taip pat daroma prielaida, kad pelno mokestis pakils iki 20 % ir nekis visą prognozuojamą laikotarpį. Balansas ir pinigų srautų ataskaita prognozuojami naudojantis jau atliktais skaičiavimais. Planuojama, kad įstatinis kapitalas nagrinėjamu laikotarpiu išliks nepakitęs ir dividendai nebus išmokami.

3.10 lentelė. UAB „Vilrikė“ finansinių ataskaitų prognozė*

	2008 m. (faktas)	2009 m. (prognozė)	2010 m. (prognozė)	2011 m. (prognozė)	2012 m. (prognozė)	2013 m. (prognozė)
<i>Pelno-nuostolio ataskaita, Lt</i>						
Pajamos	3.174.199	3.809.039	4.456.575	5.035.930	5.438.805	5.601.969
Savikaina	855.745	1.142.712	1.336.973	1.510.779	1.631.641	1.680.591
Bendrasis pelnas	2.318.454	2.666.327	3.119.603	3.525.151	3.807.163	3.921.378
Veiklos sąnaudos	1.930.567	2.285.423	2.673.945	3.021.558	3.263.283	3.361.181
EBITDA	387.887	380.904	445.658	503.593	543.880	560.197
Nusidėvėjimas	243.601	243.601	243.601	243.601	243.601	243.601
EBIT (veiklos pelnas)	144.286	137.303	202.057	259.992	300.280	316.596
Finansinės sąnaudos	21.382	42.763	42.763	42.763	42.763	42.763
Pelnas prieš mokesčius	366.505	94.540	159.294	217.229	257.517	273.833
Pelno mokestis	54.976	18.908	31.859	43.446	51.503	54.767
Grynasis pelnas	311.529	75.632	127.435	173.784	206.013	219.067
Pelno mokesčio tarifas	15 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Palūkanų norma	4,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
<i>Balansas, Lt</i>						
Ilgalaikis turtas	1.838.110	1.838.110	1.838.110	1.838.110	1.838.110	1.838.110
Atsargos	174.595	233.143	272.778	308.239	332.898	342.885
Gautinos	615.148	738.177	863.667	975.944	1.054.019	1.085.640
Gryni pinigai	385.767	427.836	490.345	606.039	771.657	974.364
Turtas iš viso	3.013.620	3.237.267	3.464.900	3.728.332	3.996.685	4.241.000
Finansinė skola	534.538	534.538	534.538	534.538	534.538	534.538
Mokėtinos	346.917	463.253	542.006	612.467	661.464	681.308
Mokėtinos kitos	94.469	126.149	147.594	166.781	180.124	185.528
Įsipareigojimai iš viso	975.925	1.123.940	1.224.138	1.313.786	1.376.126	1.401.374
Įstatinis kapitalas	2.037.695	2.037.695	2.037.695	2.037.695	2.037.695	2.037.695
Sukauptas pelnas	0	75.632	203.067	376.851	582.864	801.931
Nuosavybė iš viso	2.037.695	2.113.327	2.240.762	2.414.546	2.620.559	2.839.626
Nuosavybė ir įsipareigojimai, iš viso	3.013.620	3.237.267	3.464.901	3.728.332	3.996.686	4.241.000
<i>P pinigų srautų ataskaita, Lt</i>						
Grynasis pelnas		75.632	127.435	173.784	206.013	219.067
Nusidėvėjimas		243.601	243.601	243.601	243.601	243.601

3. 10 lentelės tęsinys kitame puslapyje.

3.10 lentelės tęsinys.

	2008 m. (faktas)	2009 m. (prognozė)	2010 m. (prognozė)	2011 m. (prognozė)	2012 m. (prognozė)	2013 m. (prognozė)
Apyvatinio kapitalo pokytis		-33.563	-64.926	-58.090	-40.395	-16.360
Pinigų srautas iš veiklos		285.670	306.110	359.294	409.219	446.307
Investicijos		-243.601	-243.601	-243.601	-243.601	-243.601
Pinigų srautas iš investicijų		-243.601	-243.601	-243.601	-243.601	-243.601
Finansinių skolų pokytis		0	0	0	0	0
Išstatinio kapitalo didinimas		0	0	0	0	0
Dividendai		0	0	0	0	0
Pinigų srautas iš finansavimo		0	0	0	0	0
Pinigų srautas iš viso		42.069	62.509	115.694	165.619	202.707
Pinigai periodo pradžioje		385.767	427.836	490.345	606.039	771.657
Pinigai periodo pabaigoje	385.767	427.836	490.345	606.039	771.657	974.364

Penktasis žingsnis, vertinant įsigijimo sandoriui pasirinktą taikinį, yra diskontuotų pinigų srautų skaičiavimas. Laisvieji pinigų srautai buvo apskaičiuoti naudojant šią formulę:

$$FCF = EBITDA - PT - NI - NWC, \quad (17)$$

čia: FCF – laisvas pinigų srautas, EBITDA – veiklos pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą, ir amortizaciją, PT – pelno mokestis, NI – grynosios investicijos į ilgalaikį materialiuųjų ir nematerialiuųjų turtą, NWC – grynosios investicijos į apyvartinį kapitalą (žr. 3.11 lentelę).

3.11 lentelė. UAB „Vilrikė“ laisvo pinigų srauto skaičiavimas*

	2009 m. (prognozė)	2010 m. (prognozė)	2011 m. (prognozė)	2012 m. (prognozė)	2013 m. (prognozė)
Laisvasis pinigų srautas verslui, Lt					
EBITDA	380.904	445.658	503.593	543.880	560.197
Mokesčiai	-76.181	-89.132	-100.719	-108.776	-112.039
Apyvatinio pokytis	-33.563	-64.926	-58.090	-40.395	-16.360
Grynosios investicijos	0	0	0	0	0
Laisvasis pinigų srautas (FCFF)	271.160	291.600	344.785	394.710	431.798

Toliau yra skaičiuojami svertinės kapitalo sąnaudos WACC. Svertinis kapitalo (nuosavo ir skolinto) sąnaudų vidurkis apskaičiuojamas pagal formulę:

$$WACC = \left(k_e \times \frac{E}{E + D} \right) + \left(k_d \times \frac{D}{E + D} \right), \quad (18)$$

čia: WACC – svertinis kapitalo sąnaudų vidurkis, k_e – nuosavo kapitalo sąnaudos, k_d – skolinto kapitalo sąnaudos, E – nuosavas kapitalas, D – skolintas kapitalas (paskolos).

Visas kapitalas yra lygus nuosavybės ir finansinės skolos sumai. Skolinti kapitalo sąnaudos, kaip ir visoje prognozėje yra prilyginti 8 %, o nuosavo kapitalo sąnaudos yra skaičiuojamos, kaip nerizikingos grąžos, kuri yra 5 % (tai yra ilgiausio laikotarpio vyriausybinių organizacijų

pajamingumas) suma su ERP – kiek istoriškai akcijų grąža viršydavo obligacijų grąžą padauginta iš betos. ERP rekomenduojama imti apie 5 %. Taip pat pasinaudojus ekonomistų paruošta medžiaga, kurioje yra nurodytos 2008 metų betos pagal pramonės šakas, autorius betą pasirinko lygią 0,82, kaip ir įpakavimus ir taras gaminančių įmonių pramonės šakos. Nuosavybės sąnaudos yra lygios 10 %. Taigi, WACC buvo skaičiuojama pagal anksčiau nurodytą formulę ir gavome, kad svertinės kapitalo sąnaudos lygios 9,3 % (žr. 3.12 lentelę).

3.12 lentelė. UAB „Vilrikė“ svertinių kapitalo kaštų skaičiavimas*

Nuosavybė	2.037.695	Nerizikingos grąžos norma	5,0 %
Finansinė skola	534.538	Rizikos premija	5,0 %
Kapitalas	2.572.233	Beta (grynoji)	0,82
Nuosavybė/Kapitalas	79 %	Beta (su finansiniu svertu)	0,99
Skola/Kapitalas	21 %	Papildoma rizikos premija	0,0 %
		Nuosavybės sąnaudos	10,0 %
Palūkanų norma	8,0 %		
Palūkanų norma po mokesčių	6,4 %		
Svertinės kapitalo sąnaudos (WACC)	9,2 %		

Taikinio UAB „Vilrikė“ pinigų srautų dabartinė vertė skaičiuojama diskontuojant periodo laisvuosius pinigų srautus, t.y. įmonės generuojamas pinigų srautas per visą prognozuojamą laikotarpį dalijamas iš diskonto normos (žr. 3.13 lentelę).

3.13 lentelė. UAB „Vilrikė“ diskontuoti pinigų srautai*

Metai	2009 m.	2010 m.	2011 m.	2012 m.	2013 m.
Diskontuotas pinigų srautas (DCF), Lt	248.268	244.444	264.628	277.371	277.817

Kai turime UAB „Vilrikė“ diskontuotus pinigų srautus, kitame etape galime vertinti šio įsigijimo sandorio efektyvumą, naudodami diskontuotą atpirkimo laikotarpio, grynosios esamos vertės, vidinės pelno normos ir rentabilumo indekso metodus. Darome prielaidą, kad įvertinus visas teigiamas ir neigiamas taikinio UAB „Vilrikė“ savybes, buvo suderėta 1.200.000 Lt kaina.

Esant nurodytai įsigijimo sandorio investicijai, efektyvumo rodikliai yra tokie: NPV – 112.527 Lt. NPV rodiklis rodo prognozuojamą projekto ekonominio potencialo pasikeitimo vertinimą nagrinėjamo projekto priėmimo atveju. Jeigu $NPV > 0$, projektas yra priimtinas. Iš 3.14 lentelės duomenų matome, kad šio sandorio $NPV > 0$, todėl pagal šį metodą UAB „Vilrikė“ įsigijimo sandoris yra priimtinas. Kitas sandorio efektyvumo vertinimo metodas yra diskontuoto atpirkimo periodas, pagal kurį mūsų sandoris atsipirks per 4,01 metus. Atsipirkimo periodas parodo santykinį investicinio projekto patrauklumą. Šis rodiklis nustato, kiek reikės periodų, kad kumuliatyvinis

investicinio projekto naudingumas susilygintų su kumuliatyviniais pinigų srautais. Vidinės pelno normos metodu randama projekto pelno norma, kuriai visų iš projekto gaunamų pinigų srautų esamoji vertė yra lygi nuliui. Vidinė pelno norma – tai tokia diskontavimui naudojama palūkanų norma, kuriai esant reguliariai gaunamų pajamų kapitalizacija duoda sumą, lygią investicijoms ir, vadinasi, kapitaliniai įdėjimai yra apsimokanti operacija. Matome, kad įsigijimo sandorio vidinė pelno norma yra lygi tik 3 % ir tai yra mažiau už WACC (svertines kapitalo sąnaudas), todėl pagal vidinės pelno normos efektyvumo vertinimo metodą, UAB „Vilrikė“ įsigijimas yra nepriimtinas. Paskutinis vertinimo metodas yra rentabilumo indeksas, kuris išreiškia dabartinių pajamų ir tai pačiai datai diskontuotų investicinių išlaidų santykį. Laikoma, kad projektas priimtinas, kai jo pinigų srautų esamoji vertė viršija esamąją investicijų vertę. Mūsų vertinimo sandorio atveju, rentabilumo indeksas yra >1 , todėl sandoris yra priimtinas.

3.14 lentelė. UAB „Vilrikė“ įsigijimo sandorio efektyvumo rodikliai*

NPV	112.527
T diskontuotas	4,01
IRR	3 %
PI	1,09

Įvertinus pirmąjį įsigijimo sandorį, labai svarbu įvertinti ir antrąjį – SIA „Arta Baltija“. Tik atlikus tokius pačius skaičiavimus mes galėsime matyti, kuris sandoris yra efektyvesnis.

SIA „Arta Baltija“ yra Latvijoje egzistuojanti bendrovė, todėl tam, kad skaičiavimo rezultatai būtų pateikti vienodomis valiutomis, pirmiausia nagrinėjamos finansinės ataskaitos pagal tai dienai esantį lito ir lato valiutos kursą yra konvertuojamos į litus. Visi skaičiavimai yra atliekami analogiška tvarka, kaip ir vertinat UAB „Vilrikė“ įsigijimo sandorį.

Išanalizavus trijų metų įmonės SIA „Arta Baltija“ finansinius rezultatus pastebėta, kad pardavimų augimo vidurkis buvo 5 %, tačiau 2008 metais pardavimų augimas buvo neigiamas ir sudarė (-3) %. 3.15 lentelėje matome, kad buvo daroma prielaida, jog 2009 metais pardavimai augs 2,5 %, 2010 m. – 2 %, kitus prognozuojamus metus pardavimai augs po 1 %. Savikaina visą prognozuojamą laikotarpį sudarys 68 % , veiklos sąnaudos 29 % pardavimų, kaip ir išanalizuotą trijų metų istorinį laikotarpį (žr. 3.15 lentelę).

3.15 lentelė. SIA „Arta Baltija“ pardavimų prognozė*

PROGNOZĖ	2009 m.	2010 m.	2011 m.	2012 m.	2013 m.
Pardavimai	11.177.478	11.401.028	11.515.038	11.630.189	11.746.491
Pardavimų augimas	2,5 %	2 %	1 %	1 %	1 %
Savikaina	7.600.685	7.752.699	7.830.226	7.908.528	7.987.614
Bendrasis pelnas	3.576.793	3.648.329	3.684.812	3.721.660	3.758.877
Veiklos sąnaudos	3.241.469	3.306.298	3.339.361	3.372.755	3.406.482

Tam, kad įsigijimo įmonę SIA „Arta Baltija“ ir įsigijimo įmonę UAB „Vilrikė“ sandorių efektyvumo vertinimai būtų kuo realesni ir atliekami esant vienodoms sąlygoms, buvo daromos tokios pačios prielaidos prognozuojant abiejų taikinių finansines ataskaitas. Todėl vertinant įsigijimo įmonę SIA „Arta Baltija“ sandorį buvo atliekami analogiški skaičiavimai, kaip vertinant įmonę UAB „Vilrikė“ (žr. A ir B priedus).

SIA „Arta Baltija“ svertinės kapitalo sąnaudos WACC lygios 9,6 %. Pagal tokią normą buvo diskontuoti laisvieji įmonės SIA „Arta Baltija“ pinigų srautai.

Darome prielaidą, kad derybose buvo nuspręsta SIA „Arta Baltija“ įsigyti už 700.000 Lt, tokia būtų įsigijimo SIA „Arta Baltija“ sandorio investicija. Esant nustatytai kainai efektyvumo rodikliai yra tokie: grynoji dabartinė vertė 270.656 Lt, diskontuotas atsipirkimo periodas 3,4 m, vidinė pelno norma 13 %, rentabilumo indeksas – 1,39 (žr. 3.16 lentelę)

3. 16 lentelė. SIA „Arta Baltija“ įsigijimo sandorio efektyvumo rodikliai*

NPV	270.656
T diskontuotas	3,4
IRR	13 %
PI	1,39

Kaip matome iš 3.16 lentelės duomenų, visi įsigijimo sandorio efektyvumo nustatymo metodai rodo, kad šis sandoris yra priimtinas. Taip pat galime daryti išvadą, kad SIA „Arta Baltija“ įsigijimo sandoris yra efektyvesnis ir duos daugiau naudos ir sinergių, kadangi NPV vertė 2,4 karto yra didesnė nei UAB „Vilrikė“ įsigijimo sandorio, taip pat atsipirkimo laikotarpis yra trumpesnis, vidinė pelno norma didesnė už svertines kapitalo sąnaudas (WACC) bei rentabilumo indeksas taip pat yra didesnis. Tačiau svarbu įvertinti ir riziką.

3.4. Įmonių įsigijimo sandorio rizikos įvertinimas

Bene populiariausias projektų rizikos vertinimo metodas yra jautrumo analizė. Šis metodas leidžia nustatyti rezultato kintamumą, pasikeitus vienam parametrai ir tokiu būdu įvertinti projekto jautrumą įvairiems kintamiesiems.

Jautrumo analizė atliekama žingsniais:

- Pirmiausia atrenkamas pagrindinis rodiklis, pagal kurį bus nustatomas projekto jautrumas (pvz., NPV, IRR ir kt.);
- Tuomet parenkami veiksniai, kurie gali vienaip ar kitaip veikti pagrindinio rodiklio reikšmę;
- Galiausiai apskaičiuojamas pagrindinis rodiklis, pakitus įvairiems kitiems veiksniams, parinktiems antrame žingsnyje.

Jautrumo analizė yra naudingas projektų rizikos vertinimo metodas, nes:

- pateikia informaciją apie parametrus, kuriems investicijos jautriausios;
- suteikia galimybę giliau šiuos parametrus išanalizuoti, numatyti sąlygas jų nepageidautinam poveikiui sumažinti;
- suteikia galimybę įvertinti investicijų riziką, tada kai parametrai neturi apibrėžtų tikimybių.

Skaiciavimų paprastumas, ekonominis matematinis rezultatų natūralumas bei jų aiškinimo akivaizdumas – tai bruožai, suteikiantys jautrumo analizei privalumų, lyginant su kitais metodais. Beje, šis metodas vienas tinkamiausių tuo atveju, kai įmonė stokoja rinkos arba ekspertų informacijos.

Pirmiausia buvo analizuojama, kaip keisis sandorių įsigyti SIA „Arta Baltija“ ir UAB „Vilrikė“ efektyvumas, keičiantis svertinėms kapitalo sąnaudoms WACC. Iš 3.17 lentelės duomenų matome, kad WACC pokyčiui jautresnis yra sandoris įsigyti UAB „Vilrikė“, kadangi tik penkiais procentais padidėjus svertinėms kapitalo sąnaudoms (iki 14,2 %) šis sandoris būtų neefektyvus, nes visi vertinimo metodai būtų neigiami. Tuo tarpu įsigijimo SIA „Arta Baltija“ sandoris būtų visiškai neefektyvus tik tada, jeigu WACC padidėtų net 15 %. Tačiau, jeigu svertinės kapitalo sąnaudos sumažėtų 4 % (iki 5,2 %), tai įsigijimo įmonę UAB „Vilrikė“ sandoris būtų patrauklus ir netgi efektyvesnis už sandorį įsigyti SIA „Arta Baltija“. Taip pat iš pateiktų duomenų matome, kad WACC pokyčiams abiejų sandorių jautriausia yra grynoji dabartinė vertė, o mažiausiai jautrus rentabilumo indeksas, kurio reikšmės svyravo mažiausiai, keičiantis svertinėms kapitalo sąnaudoms.

3.17 lentelė. Įsigijimo sandorių efektyvumo rizikos analizė svertinių kapitalo sąnaudų pokyčiui*

		WACC pokytis	
		+5 %	-4 %
Įsigijimo UAB „Vilrikė“ sandoris	NPV(bazė 112.527 Lt)	-53.708	273.867
	IRR(bazė 3 %)	-2 %	7 %
	PI(bazė 1,09)	0,96	1,23
		+15 %	
Įsigijimo SIA „Arta Baltija“ sandoris	NPV(bazė 270.656 Lt)	-10.906	
	IRR(bazė 13 %)	-1 %	
	PI(1,39)	0,98	

Labai svarbu įvertinti įsigijimų sandorių efektyvumą keičiantis savikainai. Iš pateiktų duomenų matome, kad abiejų sandorių efektyvumas yra jautrus savikainos pokyčiams, kadangi vos vienu procentu pasikeitus savikainai, sandoris tampa priimtinas, arba ne. Tiek įsigijimo UAB „Vilrikė“, tiek SIA „Arta Baltija“ sandoriai yra nepriimtini, jeigu savikaina padidėja 1 %, tačiau iš 3.18 lentelės duomenų matome, kad tik vienu procentu sumažinus įmonės SIA „Arta Baltija“ savikainą, sandorio efektyvumas labai padidėja, tuo tarpu sumažinus įmonės UAB „Vilrikė“ savikainą 2 % sandoris tampa priimtinas, tačiau ne toks efektyvus, kaip įsigijimo SIA „Arta Baltija“ sandoris. Tai rodo, kad savikainos pokyčiams yra jautresnis įmonės SIA „Arta Baltija“ įsigijimas tiek sumažinus, tiek padidinus savikainą. Taip pat galime daryti išvadą, kad savikaina, SIA „Arta Baltija“ įsigijimo pelningumui ir efektyvumui turi didelę įtaką.

3. 18 lentelė. Įsigijimo sandorių efektyvumo rizikos analizė savikainos pokyčiams*

		Savikainos pokytis	
		-2 %	+1 %
Įsigijimo UAB „Vilrikė“ sandoris	NPV(bazė 112.527 Lt)	378.441	-20.429
	IRR(bazė 3 %)	10 %	-1 %
	PI(bazė 1,09)	1.32	0,98
		+1 %	-1 %
Įsigijimo SIA „Arta Baltija“ sandoris	NPV(bazė 270.656 Lt)	-87.466	628.777
	IRR(bazė 13 %)	-5 %	29 %
	PI(1,39)	0,88	1,9

Esminę reikšmę įsigijimo sandoriui turi jo kaina – pradinė investicija. Todėl reikia įvertinti sandorių efektyvumo jautrumą pradinei investicijai. Svarbu žinoti, kokiose ribose galima derėtis dėl įmonės įsigijimo kainos, kad tas sandoris išliktų pelningas ir efektyvus. Iš 3.19 lentelės duomenų matome, kad jeigu sumažintume 17 % UAB „Vilrikė“ įsigijimo kainą, sandorio efektyvumo rodikliai būtų teigiami ir įsigijimo sandoris būtų priimtinas. Tačiau tam, kad UAB „Vilrikė“ įsigijimas būtų efektyvesnis nei SIA „Arta Baltija“, sandorio kaina turi būti sumažinta 23 % (kaina sumažinama iki 920.000 Lt). Taip pat kainą pakėlus 13 % (iki 1.356.000 Lt) UAB „Vilrikė“ įsigijimo sandoris tampa neefektyvus, tai rodo visi vertinimo metodai. Tuo tarpu SIA „Arta Baltija“ įsigijimo kainą galime padidinti 40 % (iki 980.000 Lt), kai sandoris pagal vertinimo metodus taps neefektyvus. Taigi matome, kad UAB „Vilrikė“ įsigijimo sandorio efektyvumas yra jautresnis kainos pokyčiams.

3.19 lentelė. Įsigijimo sandorių efektyvumo rizikos analizė sandorio kainos pokyčiui*

		Sandorio kainos pokytis		
		-17 %	-23 %	+13 %
Įsigijimo UAB „Vilrikė“ sandoris	NPV(bazė 112.527 Lt)	316.527	392.527	-37.473
	IRR(bazė 3 %)	10 %	13 %	-1 %
	PI(bazė 1,09)	1.32	1,43	0.97
				+40 %
Įsigijimo SIA „Arta Baltija“ sandoris	NPV(bazė 270.656 Lt)			-9.344
	IRR(bazė 13 %)			0 %
	PI(1,39)			0,99

Svarbu yra įvertinti sandorio efektyvumo jautrumą pardavimų pokyčiui. Iš pateiktų duomenų matome (žr. 3.20 lentelę), kad 6 % sumažėjus UAB „Vilrikė“ pardavimams, įsigijimo sandoris pagal efektyvumo vertinimo metodus bus nepatrauklus, tuo tarpu padidinus pardavimus 14 %, sandoris bus priimtinas, ir netgi šiek tiek patrauklesnis, nei SIA „Arta Baltija“ įsigijimas. Tuo tarpu SIA „Arta Baltija“ įsigijimo sandorio efektyvumas yra atvirkščiai proporcingas pardavimų didėjimui. Iš pateiktų duomenų matome, kad pardavimams sumažėjus 1 %, įsigijimo sandorio efektyvumas padidėja. Tačiau pardavimams padidėjus 4 %, sandorio efektyvumas sumažėja ir jis tampa nepriimtinas. Tam gali turėti įtakos tai, kad SIA „Arta Baltija“ savikaina sudaro net 68 % pardavimų, ir sandorio efektyvumas yra jautrus savikainos pokyčiams.

3.20 lentelė. Įsigijimo sandorių efektyvumo rizikos analizė pardavimų pokyčiui*

	Pardavimų pokytis		
		-6 %	+14 %
Įsigijimo UAB „Vilrikė“ sandoris	NPV(bazė 112.527 Lt)	-2.293	422.473
	IRR(bazė 3 %)	0 %	10 %
	PI(bazė 1,09)	1,00	1.35
		-1 %	+4 %
Įsigijimo SIA „Arta Baltija“ sandoris	NPV(bazė 270.656 Lt)	334.291	-11.212
	IRR(bazė 13 %)	16 %	-1 %
	PI(1,39)	1,48	0,98

Kadangi SIA „Arta Baltija“ yra Latvijos bendrovė, todėl tarptautiniams sandoriams didelę įtaką turi valiutos kurso svyravimai. Svarbu nustatyti, koks egzistuoja įmonės SIA „Arta Baltija“ įsigijimo sandorio efektyvumo jautrumas lato kurso svyravimui. Iš 3.21 lentelės duomenų matome, kad vienu litu sumažėjus lato kursui (iki 3,8872 Lt) įsigijimo sandorio efektyvumas bus jautresnis, nei lato kursui padidėjus tokiu pačiu procentu. Taip pat lato kursui pakitus 39 % iki 6,7872 Lt už vieną latą, SIA „Arta Baltija“ įsigijimas tampa nepriimtinas pagal vertinimo metodų rodiklius.

3.21 lentelė. SIA „Arta Baltija“ sandorio efektyvumo rizikos analizė lato kurso pokyčiui*

	Lato kurso pokytis		
	+39 %	+21 %	-21 %
NPV (bazė 55.381 Lv)	-218	21.645	106.475
IRR (bazė 13 %)	0 %	5 %	24 %
PI (bazė 1,39)	1	1,15	1,74

Atlikus sandorių efektyvumo ir rizikos įvertinimus matome, kad naudingesnis yra įsigijimo SIA „Arta Baltija“ įmonės sandoris, tai rodo geresni efektyvumo rodikliai. Taip pat rizikos vertinimas rodo, kad šis sandoris nėra toks jautrus pasirinktų veiksnių kitimui, kaip įsigijimo UAB „Vilrikė“ sandoris.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

1. Nagrinėjant susijungimų ir įsigijimų teorinę sampratą ir jų priežastis, analizuojant šių sandorių įtaką įmonių gyvavimui, akivaizdu, kad susijungimai ir įsigijimai yra viena svarbiausių strateginių įmonių pozicijų, kuri esant tam tikroms rinkos sąlygoms gali būti vienintelė galimybė siekti įmonės tikslų. Populiariausi ir dažniausiai praktikoje taikomi sandoriai yra horizontalieji. Taip yra todėl, kad šios rūšies sandoriai turi didžiausią potencialą, nes susijungia įmonės, turinčios sutampančių veiklos veiksmų. Panašia veikla besiverčiančios įmonės būna priverstos dubliuoti dalį atliekamų funkcijų, patirti tas pačias sąnaudas. Sujungus dvi tokias įmones, atsiranda galimybė ne tik atsisakyti besidubliuojančių išlaidų, bet ir optimaliai, atsižvelgiant į kiekvienos įmonės įvairiose srityse sukauptą patirtį, paskirstyti funkcijas.
2. Kaip rodo atlikta analizė, šiuo metu pasaulyje tarptautiniai sandoriai užima svarbią poziciją įmonių strateginiame planavime, kadangi šie sandoriai suteikia papildomų galimybių įmonėms. Kai kuriose ūkio šakose tapo akivaizdu, kad sėkmingai konkuruoti regioninio ar pasaulio rinkose gali tik stambūs tarptautiniai ūkio subjektai, sugebantys mažinti valdymo ir naujovių diegimo išlaidas, veiksmingiau organizuoti rinkodarą ir pardavimus.
3. Išanalizavus susijungimų ir įsigijimų eigą, nustatyta, kad kiekvienas susijungimų ir įsigijimų sandorių etapas yra labai svarbus. Todėl būtina skirti vienodai laiko, lėšų ir pastangų kiekvienam iš šių etapų, neišskiriant prioritetų. Išnagrinėjus verslo vertinimo metodus, galima daryti išvadą, kad egzistuoja keliolika įmonės vertės nustatymo metodų ir būdų. Tačiau atliktas tyrimas rodo, kad vertinant verslą, tikslinga vertės skaičiavimus atlikti keliais metodais, t. y. naudoti įvairių metodų kombinacijas – tokiu būdu gaunama tiksliausia vertė.
4. Išnagrinėjus verslo vertės ir sandorio efektyvumo vertinimo metodus, matyti, kad ir teorijoje, ir praktikoje didelis dėmesys yra skiriamas pinigų srautų analizei ir su jais susijusiems finansiniams vertės matams, kurie apima įmonės strateginius tikslus. Yra pažymima, kad diskontuotas pinigų srautas yra pats tinkamiausias matas siekiant valdyti vertę, kadangi atsižvelgiama į pinigų srautus ir kapitalo kainą. Sandorio efektyvumui vertinti dažniausiai naudojami tokie matai: grynoji dabartinė vertė (NPV) ir vidinė pelno norma (IRR).
5. Atlikus susijungimų ir įsigijimų įvairių regionų lyginamąją analizę matyti, kad iki 2007 metų pirmo pusmečio visame pasaulyje šių sandorių apimtis ir vertė nuolat augo, tačiau nuo 2007 metų antro pusmečio ekonominė krizė paveikė ne tik išsivysčiusių šalių ekonomikas, bet turėjo neigiamos įtakos ir susijungimų ir įsigijimų rinkai JAV ir Europoje. 2006–2007 metų laikotarpiu susijungimų ir įsigijimų sandoriai Europoje vyravo finansinių paslaugų ir informacinių technologijų sektoriuose, taip pat didžiąją dalį visų pasaulyje sudaromų tarptautinių susijungimų ir įsigijimų

sandorių vykdė Europos šalių įmonės. 2005–2008 metais Centrinėje ir Rytų Europoje tarptautinių sandorių lyderė buvo Rusija.

6. Apžvelgus Lietuvos įmonių susijungimų ir įsigijimų rinką ir analizuojant šiuos sandorius skatinančius veiksnius, nustatyta, kad vienas iš pagrindinių veiksnių, skatinančių tarptautinius susijungimų ir įsigijimų sandorius Lietuvoje, yra narystė Europos Sąjungoje. Susijungimai ir įsigijimai tarp Lietuvos įmonių kyla iš poreikio didinti veiklos efektyvumą bei stiprinti rinkos pozicijas, intensyvios vidaus ir išorės konkurencijos sąlygomis. 2005–2008 metais užsienio įmonių įsigijimai buvo Lietuvos susijungimų ir įsigijimų rinkos variklis, nes vidinių sandorių buvo nedaug.

7. Tarp Baltijos šalių susijungimų ir įsigijimų rinkoje aktyvesnės yra Estijos bendrovės, didžiausi sandoriai Baltijos šalyse 2005–2006 metais vyko Estijoje. Daroma išvada, kad pagrindinė susijungimų ir įsigijimų rinkos problema Baltijos šalyse yra susijusi su skaidrumu. Dauguma sandorių yra per smulkūs, kad būtų minimi tarptautinėse sandorių duomenų bazėse ir ne visi pagrindiniai sandoriai yra viešai skelbiami. Yra prognozuojama, kad skolinto kapitalo trūkumas ir skirtingi pirkėjų ir pardavėjų lūkesčiai 2009 metais lems susijungimų ir įsigijimų rinkos vangumą Baltijos šalyse.

8. Atlikus tikslinių įmonių verčių nustatymą daroma išvada, kad labai svarbu naudoti keletą vertinimo metodų, kadangi skirtingi būdai vertina šiek tiek skirtingus aspektus ir įmonių vertės yra gaunamos skirtingos. Taip pat nustatyta, kad prieš vykdant susijungimą ar įsigijimą yra tikslinga atlikti sandorio efektyvumo ir rizikos įvertinimą, nes tik nustatytos tikslinių įmonių vertės neparodo, ar sandoris yra efektyvus, t. y. atitinkantis įmonės investuotojos tikslus, lūkesčius ir ar sandorio kaina ir duodama nauda yra adekvačios nustatytai rizikai.

9. Atlikto įsigijimo sandorių efektyvumo vertinimo rezultatai leido nustatyti, ar verta yra vykdyti pasirinktą sandorį, taip pat kokių sinergių, pelno galima tikėtis ateityje. Tam buvo naudojamas kompleksinis vertinimas, kurį sudarė šie rodikliai: grynoji dabartinė vertė, vidinė pelno norma ir diskontuotas atsipirkimo periodas. Sandorių efektyvumo vertinimas parodė, kad SIA „Arta Baltija“ įsigijimas bus naudingesnis nei UAB „Vilrikė“.

10. Populiariausias projektų rizikos vertinimo metodas yra jautrumo analizė. Atliekant sandorių rizikos vertinimą, parametrai buvo pasirinkti tokie: svertinės kapitalo sąnaudos (WACC), savikaina, pardavimai, sandorio įsigijimo kaina ir valiutos kursas. Atlikus finansinį vertinimą, nustatytas įsigijimo sandorių jautrumas šių parametų pasikeitimams leido identifikuoti pozityvius ir negatyvius sandorių scenarijus ir pasirinkti, kurią tikslinę įmonę įsigyti ne tik pagal jų nustatytas vertes ir sandorio efektyvumą, bet ir atsižvelgiant į galimą riziką ateityje.

11. Parengtas įmonių įsigijimo ir susijungimo finansinio vertinimo modelis susideda iš trijų etapų: tikslinių įmonių verčių nustatymo, sandorio efektyvumo įvertinimo ir rizikos identifikavimo. Iš gautų rezultatų yra daroma išvada, kad šie trys etapai įgalina susijungimo ir įsigijimo sandorį

įvertinti pagal įvairius kriterijus: kainos, efektyvumo ir rizikos. Taip pat galima daryti išvadą, kad parengtas finansinio vertinimo modelis leidžia sandorį įvertinti naudojant kompleksinę analizę, kuri įgalina nagrinėti susijungimo ir įsigijimo finansinį vertinimą kaip vientisą sistemą.

12. Iš gautų rezultatų galima daryti išvadą, kad labai svarbu prieš vykdant susijungimo ar įsigijimo sandorį yra atlikti kompleksinę finansinio vertinimo analizę, kurią galima įgyvendinti naudojantis parengtu modeliu. Kadangi tikslinga yra atlikti ne tik tikslinių įmonių verčių nustatymą, bet ir paties sandorio efektyvumo ir rizikos skaičiavimus įvairiais metodais. Tai leidžia įmonei investuotojai apsisaugoti nuo nepelningo sandorio arba identifikuoti silpnąsias ir stipriąsias sandorio ypatybes.

NAUDOTA LITERATŪRA

1. Advani R. The Wall street MBA: your personal crash course in corporate finance. New York: McGraw – Hill Professional, 2006. 237 p.
2. Amodeo G. M&A Boom in the Baltic: until when will it last? Baltijos šalių kapitalo rinkos ir investicijos. Konferencijos, įvykusios 2008 m. gegužės 28 d., medžiaga.
3. Arnold G. Handbook of corporate finance. Edinburg: Bell & Bain Ltd, 2005. 736 p.
4. Bagdanavičiūtė V. Finansinių investuotojų metas. Verslo ir gyvenimo būdo žurnalas Versus. 2007 (gegužė), nr. 5 (9), p. 20–26.
5. Balkevičiūtė – Maceikienė R. Overview of 2006–2007 M&A Activity. Advokatų kontora Glimstedt. Mergers & acquisitions in Lithuania, 2007. 11 p.
6. Bioye Tajudeen Aluko, Abdul – Rasheed Amidu. Corporate business valuation for mergers and acquisitions. *International Journal of Strategic Property Management*. 2005, nr. 9, p. 173–189.
7. Brigham E. F., Houston J. F. Fundamentals of financial management. Mason (Ohio): Thomson/South – Western, 2004. 831 p.
8. Bureau van Dijk. An overview of M&A activity in the DACH area. 2008. Prieiga per internetą: http://www.seca.ch/sec/files/events/SECA_November_25th_Overview_of_MandA_Activity_in_the_DACH_Region.pdf [žiūrėta 2009 – 02 – 15]
9. Burkšaitienė D. Užsienio antrinių įmonių vertinimas pagal diskontuotą pinigų srautą. *Ekonomika ir vadyba*. Kaunas: Technologija, 2007, nr. 12, p. 697–704.
10. Burkšaitienė D., Juozapavičienė A. Įmonių vertės kūrimą ir jos valdymą atspindintys vertės matai. *Ekonomika ir vadyba*. Kaunas: Technologija, 2008, nr. 13, p. 467–474.
11. Čelutka K. Geras metas įmonių stambėjimui. 2002. Prieiga per internetą: <http://verslas.banga.lt/lt/patark.full/3c84d2e750c85> [žiūrėta 2009 – 02 – 11]
12. DePamphilis D. M. Mergers, acquisitions and other restructuring activities. Amsterdam: Elsevier Academic Press, 2007. 740 p.
13. Dragun D., Howard E. Value effects of corporate consolidation in European retailing. *International Journal of Retail & Distribution Management*. 2003, t. 31, nr. 1, p. 42–54.
14. Eiteman D. K., Stonehill A. I., Moffett M. H. Multinational business finance. Boston: Addison Wesley, 2004. 772 p.
15. Etokova O. Case study foreign capital entry to banking systems of economies in transitions: prospects for Ukraine. *International research journal of finance and economies*. 2006, p. 66–72.
16. European mergers and acquisitions. Trends in European mergers and acquisitions. Prieiga per internetą: http://www.skadden.com/content/attorneyFiles/attorneyFiles1029_0.pdf [žiūrėta 2008 – 05 – 12]

17. Hirt A. G., Block S. B. Fundamentals of investment management. Boston: McGraw – Hill/Irwin, 2006. 678 p.
18. Hitt M., Pisano V. Cross – border mergers and acquisitions: challenges and opportunities. Iš knygos: Mergers and acquisitions. Creating integrative knowledge. Redaguota Pablo, A. L. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, 2004, p. 45–56.
19. Jakaitis R., Raščius A. Mergers and Acquisitions: market overview. Iš leidinio: Doing Business with Lithuania. 2005, p. 168–177.
20. Javidan M., Pablo A. L., Singh H., Hitt M., Jemison D. Where we’ve been and where we’re going. Iš knygos: Mergers and acquisitions. Creating integrative knowledge. Redaguota Pablo, A. L. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, 2004, p. 245–261.
21. Jung – Chin Shen, Reuer J. J. Acquisition of entrepreneurial firms: how private and public targets differ. Iš knygos: Mergers and acquisitions. Creating integrative knowledge. Redaguota Pablo, A. L. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, 2004, p. 82–99.
22. Kancerevyčius G. Finansai ir investicijos. Kaunas: „Smaltijos“ leidykla, 2004. 879 p.
23. Kazlauskienė V., Christauskas Č. Business valuation model base on the anglysis of business valuže privers. Inžinerinė ekonomika. Kaunas: Technologija, 2008, nr. 2 (57), p. 23–31.
24. Larsson R., Brousseau K. R., Driver M. J., Sweet P. A Co – Competence and Motivational approach to synergy realization. Iš knygos: Mergers and acquisitions. Creating integrative knowledge. Redaguota Pablo, A. L. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, 2004, p. 3–18.
25. Mačėnas Ž. Įmonių susijungimų ir įsigijimų regione tendencijos. Baltijos šalių kapitalo rinkos ir investicijos. Konferencijos, įvykusios 2008 m. gegužės 28 d., medžiaga.
26. Matulaitis M. M&A sandorių Lietuvoje ypatumai. Investicijų mugė – Vilnius Invest 2008. Konferencijos, įvykusios 2008 m. spalio 4 d., medžiaga.
27. McGuigan J. R., Kretlow W. J., Moyer R. Ch. Contemporary financial management. Mason (Ohio): Thomson/South – Western, 2006. 889 p.
28. Mergermarket. Central and Eastern Europe M&A and Private Equity Forum 2008. Viena: 2008. Konferencijos, įvykusios 2008 m. rugsėjo 30 d., medžiaga.
29. Mesensky I. What drives the M&A world? Konferencijos, įvykusios 2008 m. Lapkričio 25 d., medžiaga.
30. Meyer K. E., Estrin S. Acquisition strategies in European emerging markets. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2007. 262 p.
31. Miečinskienė A. Tarptautinių susijungimų ir įsigijimų priežasčių ir tendencijų tyrimas. *Taikomieji tyrimai – visuomenės kaita*. Mokslinių straipsnių rinkinys. Klaipėda: VŠĮ Klaipėdos socialinių mokslų kolegijos leidykla, 2005, nr. 1, p. 51–69.

32. Nausėda G. Konkurencija rinkoje ir įmonių susijungimai arba įsigijimai. Kodėl tai aktualu dabar. Įmonių susijungimai arba įsigijimai – greitas verslo vystymo būdas. Konferencijos, įvykusios 2004 m. birželio 15 d., medžiaga.
33. Petravičius T. Projekto veiklos efektyvumo matavimas vertės metodais. *Verslas: teorija ir praktika*. Vilnius: Technika, 2008, nr. 9 (4), p. 295–305.
34. Pranckevičiūtė A., Vasiliauskaitė A. Rizikos valdymas formuojant verslo junginius. *Ekonomika ir vadyba*. Kaunas: Technologija, 2007, nr. 12, p. 239–246.
35. Prangli T. Geri laikai susijungimams ir įsigijimams. Sorainen law office. Legal update Lietuva. 2006, nr. 40.
36. PricewaterhouseCoopers. CEE/CIS Mergers and Acquisitions survey 2005. Prieiga per internetą: [http://www.pwc.com/extweb/pwcpublications.nsf/docid/c4c861675d67ab0080257116002b4349/\\$file/manda_2005.pdf](http://www.pwc.com/extweb/pwcpublications.nsf/docid/c4c861675d67ab0080257116002b4349/$file/manda_2005.pdf) [žiūrėta 2008 – 04 – 03]
37. PricewaterhouseCoopers. Mergers and acquisitions in Russia in 2007.
38. Reed S. F., Lajoux A., Nesvold H. P. The art of M&A: a merger acquisition buyout guide. New York: McGraw – Hill Professional, 2007. 1100 p.
39. Simanavičienė Ž., Dagilienė L. The benefit of business combinations. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*. Kaunas: VDU leidykla, 2003, nr. 26, p. 215–230.
40. Stankevičienė J., Vasiliauskaitė A. Įmonių įsigijimų sprendimų įtakos įmonės vertei nustatymo problemos. *Ekonomika ir vadyba*. Kaunas: Technologija, 2008, nr. 13, p. 187–195.
41. Statistikos departamentas. 2007 m. Lietuvos ekonomikos apžvalga. Vilnius, 2008. 5 p.
42. Sungailienė A. Verslo vertinimas. Įmonių susijungimai arba įsigijimai – greitas verslo vystymo būdas. Konferencijos, įvykusios 2004m. birželio 15 d., medžiaga.
43. United Nations conference on trade and development. World Investment Report 2008: transnational corporations and the infrastructure challenge. New York: 2008. 202 p.
44. United Nations conference on trade and development. World investment prospects survey 2007–2009. New York and Geneva: 2007. 72 p.
45. VŠĮ Lietuvos ekonominė plėtros agentūra. Metodinis vadovas. Verslo pardavimas ir įsigijimas. Vilnius, 2006. 67 p.
46. Wilmerhale. 2008 M&A report. 18 p.
47. Zablockis S. Susiliejimai ir įsigijimai: vertės kūrimas per sinergiją. 2003. Prieiga per internetą: <http://verslas.banga.lt/lt/patark.full/3e7089c56c0d3> [žiūrėta 2008 – 02 – 15]
48. Žaptorius J., Garbanovas G. Verslo vertės kintamųjų rizikingumas ir tarpusavio įtaka. *Verslas: teorija ir praktika*. Vilnius: Technika, 2007, nr. 3, p. 166–175.

PRIEDAI

A priedas.

SIA „Arta Baltija“ finansinių ataskaitų prognozavimas

*A.1 lentelė. SIA „Arta Baltija“ ilgalaikio turto ir investicijų prognozė**

	2008 m. (faktas)	2009 m. (prognozė)	2010 m. (prognozė)	2011 m. (prognozė)	2012 m. (prognozė)	2013 m. (prognozė)
Turtas						
Turto įsigijimo vertė, Lt	5.479.336	5.479.336	5.479.336	5.479.336	5.479.336	5.479.336
Sukauptas nusidėvėjimas, Lt	913.222	913.222	913.222	913.222	913.222	913.222
Turto likutinė vertė, Lt(is balanso)	4.566.114	4.566.114	4.566.114	4.566.114	4.566.114	4.566.114
Nusidėvėjimas						
Turto nusidėvėjimo laikotarpis, metai	10					
Nusidėvėjimas per metus - seno turto, Lt	547.934	547.934	547.934	547933,6	547933,6	547933,6
Nusidėvėjimas per metus - naujo turto, Lt	0	0	0	0	0	0
Nusidėvėjimas per metus - iš viso, Lt	547.934	547.934	547.934	547.934	547.934	547.934
Investicijos						
Investicijos pajėgumų palaikymui, Lt		547.934	547.934	547.934	547.934	547.934
Investicijos pajėgumų plėtrai, Lt		0	0	0	0	0
Pajėgumų plėtra, Lt/vnt.						
Investicijos iš viso, Lt		547.934	547.934	547.934	547.934	547.934
Grynosios investicijos, Lt		0	0	0	0	0

*A. 2 lentelė. SIA „Arta Baltija“ apyvartinio kapitalo prognozė**

	2008 m. (faktas)	2009 m. (prognozė)	2010 m. (prognozė)	2011 m. (prognozė)	2012 m. (prognozė)	2013 m. (prognozė)
Apyvartinis kapitalas						
Apyvartumas						
Atsargų, dienos	92	92	92	92	92	92
Gautinų už prekes, dienos	62	62	62	62	62	62
Mokėtinų tiekėjams, dienos	62	62	62	62	62	62
Mokėtinų kitų, dienos	7	7	7	7	7	7
Pajamos, Lt	10.904.857	11.177.478	11.401.028	11.515.038	11.630.189	11.746.491
Savikaina, Lt	8.440.905	7.600.685	7.752.699	7.830.226	7.908.528	7.987.614
Veiklos sąnaudos, Lt	2.826.537	3.241.469	3.306.298	3.339.361	3.372.755	3.406.482
Apyvartinis kapitalas						
Atsargos, Lt	2.137.524	1.924.752	1.963.247	1.982.879	2.002.708	2.022.735
Gautinos už prekes, Lt	1.845.419	1.891.554	1.929.386	1.948.679	1.968.166	1.987.848
Mokėtinų tiekėjams, Lt	1.422.707	1.281.089	1.306.710	1.319.778	1.332.975	1.346.305
Mokėtinų kitos, Lt	159.418	143.549	146.420	147.884	149.363	150.857
Atsargų pokytis, Lt		-212.772	38.495	19.632	19.829	20.027
Gautinų pokytis, Lt		46.135	37.831	19.294	19.487	19.682
Mokėtinų pokytis, Lt		-141.618	25.622	13.067	13.198	13.330
Kitų mokėtinų pokytis, Lt		-15.869	2.871	1.464	1.479	1.494
Grynasis apyvartinio pokytis, Lt		-9.150	47.833	24.395	24.639	24.885

A priedo tęsinys.

*A.3 lentelė. SIA „Arta Baltija“ finansinių ataskaitų prognozė**

	2008 m. (faktas)	2009 m. (prognozė)	2010 m. (prognozė)	2011 m. (prognozė)	2012 m. (prognozė)	2013 m. (prognozė)
<i>Pelno-nuostolio ataskaita, Lt</i>						
Pajamos	10.904.857	11.177.478	11.401.028	11.515.038	11.630.189	11.746.491
Savikaina	8.440.905	7.600.685	7.752.699	7.830.226	7.908.528	7.987.614
Bendrasis pelnas	2.463.952	3.576.793	3.648.329	3.684.812	3.721.660	3.758.877
Veiklos sąnaudos	2.826.537	3.241.469	3.306.298	3.339.361	3.372.755	3.406.482
EBITDA	-362.585	335.324	342.031	345.451	348.906	352.395
Nusidėvėjimas	547.934	547.934	547.934	547.934	547.934	547.934
EBIT (veiklos pelnas)	-910.519	-212.609	-205.903	-202.482	-199.028	-195.539
Finansinės sąnaudos	261.580	523.160	523.160	523.160	523.160	523.160
EBT (pelnas prieš mokesčius)	-624.165	-735.770	-729.063	-725.643	-722.188	-718.699
Pelno mokestis	-93.625	-147.154	-145.813	-145.129	-144.438	-143.740
Grynasis pelnas	-530.540	-588.616	-583.250	-580.514	-577.751	-574.959
Pelno mokesčio tarifas	15 %	20 %	20 %	20 %	20 %	20 %
Palūkanų norma	4,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
<i>Balansas, Lt</i>						
Ilgalaikis turtas	4.566.114	4.566.114	4.566.114	4.566.114	4.566.114	4.566.114
Atsargos	2.137.524	1.924.752	1.963.247	1.982.879	2.002.708	2.022.735
Gautinos	1.845.419	1.891.554	1.929.386	1.948.679	1.968.166	1.987.848
Gryni pinigai	209.552	-369.914	-1.000.998	-1.605.907	-2.208.297	-2.808.141
Turtas iš viso	8.758.609	8.012.506	7.457.749	6.891.766	6.328.692	5.768.556
Finansinė skola	6.539.504	6.539.504	6.539.504	6.539.504	6.539.504	6.539.504
Mokėtinos	1.422.707	1.281.089	1.306.710	1.319.778	1.332.975	1.346.305
Mokėtinos kitos	159.418	143.549	146.420	147.884	149.363	150.857
Įsipareigojimai iš viso	8.121.629	7.964.142	7.992.635	8.007.166	8.021.843	8.036.666
Įstatinis kapitalas	636.980	636.980	636.980	636.980	636.980	636.980
Sukauptas pelnas	0	-588.616	-1.171.866	-1.752.380	-2.330.131	-2.905.090
Nuosavybė iš viso	636.980	48.364	-534.886	-1.115.400	-1.693.151	-2.268.110
Nuosavybė ir įsipareigojimai, iš viso	8.758.609	8.012.506	7.457.749	6.891.766	6.328.692	5.768.556
<i>Pinigų srautų ataskaita, Lt</i>						
Grynasis pelnas		-588.616	-583.250	-580.514	-577.751	-574.959
Nusidėvėjimas		547.934	547.934	547.934	547.934	547.934
Apyvatinio kapitalo pokytis		9.150	-47.833	-24.395	-24.639	-24.885
Pinigų srautas iš veiklos		-31.532	-83.150	-56.976	-54.456	-51.911
Investicijos		-547.934	-547.934	-547.934	-547.934	-547.934
Pinigų srautas iš investicijų		-547.934	-547.934	-547.934	-547.934	-547.934
Finansinių skolų pokytis		0	0	0	0	0
Įstatinio kapitalo didinimas		0	0	0	0	0
Dividendai		0	0	0	0	0
Pinigų srautas iš finansavimo		0	0	0	0	0
Pinigų srautas iš viso		-579.466	-631.084	-604.909	-602.390	-599.845
Pinigai periodo pradžioje		209.552	-369.914	-1.000.998	-1.605.907	-2.208.297
Pinigai periodo pabaigoje	209.552	-369.914	-1.000.998	-1.605.907	-2.208.297	-2.808.141

A priedo pabaiga.

B priedas.

SIA „Arta Baltija“ diskontuotų pinigų srautų skaičiavimas

*B.4 lentelė. SIA „Arta Baltija“ laisvo pinigų srauto skaičiavimas**

	2009 m. (progozė)	2010 m. (progozė)	2011 m. (progozė)	2012 m. (progozė)	2013 m. (progozė)
Laisvasis pinigų srautas verslui, Lt					
EBITDA	335.324	342.031	345.451	348.906	352.395
Mokesčiai	-67.065	-68.406	-69.090	-69.781	-70.479
Apyvartinio pokytis	9.150	-47.833	-24.395	-24.639	-24.885
Grynosios investicijos	0	0	0	0	0
Laisvasis pinigų srautas (FCFF)	277.409	225.791	251.966	254.486	257.030

*B.5 lentelė. SIA „Arta Baltija“ svertinių kapitalo sąnaudų skaičiavimas**

Nuosavybė	636.980	Nerizikingos grąžos norma(RF)	5,0 %
Finansinė skola	6.539.504	Rizikos premija(ERP)	5,0 %
Kapitalas	7.176.484	Beta (grynoji)	0,82
Nuosavybė/Kapitalas	9 %	Beta (su finansiniu svertu)	7,55
Skola/Kapitalas	91 %	Papildoma rizikos premija	0,0 %
		Nuosavybės sąnaudos	42,8 %
Palūkanų norma	8,0 %		
Palūkanų norma po mokesčių	6,4 %		
Svertinės kapitalo sąnaudos (WACC)	9,6 %		

*B.6 lentelė. SIA „Arta Baltija“ diskontuoti pinigų srautai**

Metai	2009 m.	2010 m.	2011 m.	2012 m.	2013 m.
Diskontuotas pinigų srautas (DCF), Lt	253.045	187.871	191.237	176.185	162.318

C priedas.

UAB „Vilrikė“ vertės skaičiavimas

*C.7 lentelė. UAB „Vilrikė“ vertės skaičiavimas buhalterinės vertės metodu**

Ilgalaikis turtas	1.838.110	Nuosavas kapitalas	2.037.695
Trumpalaikis turtas	1.175.509	Ilgalaikės skolos	489.688
		Trumpalaikės skolos	486.237
Turtas iš viso	3.013.620	Nuosavybė iš viso	3.013.620
		Suma už 100 % akcijų	2.037.694

*C. 8 lentelė. UAB „Vilrikė“ vertės skaičiavimas koreguotos buhalterinės vertės metodu**

Ilgalaikis turtas	2.900.000	Nuosavas kapitalas	2.037.695
Trumpalaikis turtas	1.175.509	Ilgalaikės skolos	489.688
		Trumpalaikės skolos	486.237
Turtas iš viso	4.075.509	Nuosavybė iš viso	3.013.620
		Suma už 100 % akcijų	3.099.584

*C. 9 lentelė. UAB „Vilrikė“ vertės nustatymas EV/EBITDA metodu**

EV/EBITDA	EBITDA	961.791
	3,0	2.734.259
	3,5	3.215.155
	4,0	3.696.050
	4,5	4.176.946
	5,0	4.657.841
	5,5	5.138.737
	6,0	5.619.632
	6,5	6.100.528
	7,0	6.581.423

*C. 10 lentelė. UAB „Vilrikė“ vertės nustatymas EV/S metodu**

EV/S	PARDAVIMAI – (S)	3.174.199
	0,4	1.118.566
	0,5	1.435.986
	0,6	1.753.405
	0,7	2.070.825
	0,8	2.388.245
	0,9	2.705.665
	1,0	3.023.085

D priedas.

SIA „Arta Baltija“ finansinės ataskaitos

D. 1 lentelė. SIA „Arta Baltija“ balansas

Turtas	2007 m. (LV)	2008 m. (LV)
Nematerialus turtas	3	3
Ilgalaikis materialusis turtas	1.116.443	934.298
Ilgalaikis finansinis turtas	718	
Po vienerių metų gautinos sumos	0	0
<u>Ilgalaikis turtas viso</u>	<u>1.117.164</u>	<u>934.301</u>
Atsargos	527.080	430.090
Išankstiniai apmokėjimai	11.293	7.282
Nebaigtos vykdyti sutartys	0	0
Atsargos ir neb. vyk. sutartys	538.373	437.372
Per vienerius metus gautinos sumos	412.429	377.603
Gryni pinigai sąskaitoje ir kasoje	25.116	42.878
Kitas trumpalaikis turtas	0	0
<u>Trumpalaikis turtas viso</u>	<u>975.917</u>	<u>857.852</u>
Turtas viso	2.093.081	1.792.153
Kapitalas ir įsipareigojimai		
Kapitalas	201.747	204.616
Rezervai	13.395	0
Nepaskirstytas pelnas	(16.061)	(74.280)
<u>Kapitalas ir rezervai viso</u>	<u>199.081</u>	<u>130.336</u>
Ilgalaikės finansinės skolos	541.573	392.066
Ilgalaikės prekybos skolos	470.510	477.201
Kitos ilgalaikės skolos	718	196.431
<u>Ilgalaikės skolos viso</u>	<u>1.012.802</u>	<u>1.065.699</u>
Ilgalaikių skolų einamųjų metų dalis	116.651	15.048
Finansinės skolos	262.561	257.341
Prekybos skolos	464.330	291.109
Avansu gautos sumos	4.089	4.679
Mokesčiai, atlyginimai	32.744	27.293
Kitos mokėtinos sumos	824	647
<u>Trumpalaikės skolos viso</u>	<u>881.198</u>	<u>596.117</u>
<u>Mokėtinos sumos viso</u>	<u>1.894.000</u>	<u>1.661.816</u>
Kapitalas ir įsipareigojimai viso	2.093.081	1.792.153

D priedo tęsinys.

D. 2 lentelė. SIA „Arta Baltija“ pelno (nuostolio) ataskaita

	2007 m. (LV)	2008 m. (LV)
Pardavimai ir paslaugos	2.262.228	2.231.310
Parduotų prekių savikaina	1.711.578	1.727.145
<u>Bendrasis pelnas (nuostolis)</u>	<u>550.650</u>	<u>504.164</u>
Veiklos sąnaudos	727.372	578.355
Gamybos	534.205	399.047
Administracijos	193.167	179.308
<u>Veiklos pelnas (nuostolis)</u>	<u>(176.721)</u>	<u>(74.191)</u>
Kita veikla	212.745	38.208
Pajamos	221.623	40.743
Sąnaudos	8.878	2.535
Finansinė ir investicinė veikla	(120.818)	(35.591)
Pajamos	935	5.153
Sąnaudos	121.753	40.745
<u>Iprastinės veiklos pelnas (nuostolis)</u>	<u>(84.795)</u>	<u>(71.574)</u>
Pagautė	0	0
Netekimai	0	(1)
<u>Pelnas prieš mokesčius</u>	<u>(84.795)</u>	<u>(71.575)</u>
Pelno mokestis	16.290	0
<u>Grynasis pelnas</u>	<u>(101.085)</u>	<u>(71.575)</u>

D priedo pabaiga.

E priedas.

UAB „Vilrikė“ finansinės ataskaitos

E.1 lentelė. UAB „Vilrikė“ balansas

	2007 m.	2008 m.
Nematerialus turtas	17.989	12.343
Ilgalaikis materialusis turtas	2.101.999	1.825.767
<u>Ilgalaikis turtas viso</u>	<u>2.119.988</u>	<u>1.838.110</u>
Atsargos	52.982	139.628
Išankstiniai apmokėjimai	19.062	34.967
Atsargos ir neb. vyk. sutartys	72.044	174.595
Per vienerius metus gautinos sumos	722.592	615.148
Gryni pinigai sąskaitoje ir kasoje	179.629	379.442
Kitas trumpalaikis turtas	0	6.325
<u>Trumpalaikis turtas viso</u>	<u>974.265</u>	<u>1.175.509</u>
Turtas viso	3.094.253	3.013.620
Kapitalas ir įsipareigojimai		
Kapitalas	50.000	50.000
Rezervai	1.395.933	1.584.509
Nepaskirstytas pelnas	188.576	403.186
<u>Kapitalas ir rezervai viso</u>	<u>1.634.509</u>	<u>2.037.695</u>
<u>Dotacijos, subsidijos</u>	<u>11.454</u>	<u>3.982</u>
Ilgalaikės finansinės skolos	527.244	485.706
Ilgalaikės skolos viso	527.244	485.706
Ilgalaikių skolų einamųjų metų dalis	291.841	44.850
Finansinės skolos	140.211	0
Prekybos skolos	323.516	346.917
Avansu gautos sumos	40.630	21.434
Mokesčiai, atlyginimai	107.163	57.454
Kitos mokėtinos sumos	17.685	15.581
Trumpalaikės skolos viso	921.046	486.237
<u>Mokėtinos sumos viso</u>	<u>1.448.290</u>	<u>971.943</u>
Kapitalas ir įsipareigojimai viso	3.094.253	3.013.620

E priedo tęsinys.

E.2 lentelė. UAB „Vilrikė“ pelno (nuostolio) ataskaita

	2007 m.	2008 m.
Pardavimai ir paslaugos	2.613.002	3.174.199
Parduotų prekių savikaina	831.423	855.745
<u>Bendrasis pelnas (nuostolis)</u>	<u>1.781.579</u>	<u>2.318.454</u>
Veiklos sąnaudos	1.545.243	1.930.567
Gamybos	992.247	1.183.187
Administracijos	552.995	747.380
<u>Veiklos pelnas (nuostolis)</u>	<u>236.337</u>	<u>387.887</u>
Kita veikla	44.100	54.591
Pajamos	44.100	54.591
Sąnaudos	0	0
Finansinė ir investicinė veikla	(56.506)	(35.190)
Pajamos	0	1.913
Sąnaudos	56.506	37.103
<u>Įprastinės veiklos pelnas (nuostolis)</u>	<u>223.930</u>	<u>407.287</u>
Pagautė	0	0
Netekimai	0	4.101
<u>Pelnas prieš mokesčius</u>	<u>223.930</u>	<u>403.186</u>
Pelno mokestis	35.354	76.605
<u>Grynasis pelnas</u>	<u>188.576</u>	<u>326.581</u>

E priedo pabaiga.