



**KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS**

Eduardas Jegelavičius

VERSLO VERTINIMO METODO PARINKIMO MODELIS

MAGISTRO DARBAS

Darbo vadovė doc. dr. Alina Stundžienė

KAUNAS, 2017



**KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS**

VERSLO VERTINIMO METODO PARINKIMO MODELIS

Verslo ekonomikos programa (kodas 621L17001)

MAGISTRO DARBAS

Darbą atliko
(parašas)

VMVE – 5 gr. studentas Eduardas Jegelavičius

2016 m. gruodžio 13 d.

Vadovė
(parašas)

doc. dr. Alina Stundžienė

2016 m. gruodžio 13 d.

Recenzentas
(parašas)

2016 m. d.

KAUNAS, 2016



KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS

Ekonomikos ir verslo fakultetas

Eduardas Jegelavičius

Verslo ekonomikos programa (kodas 621L17001)

VERSLO VERTINIMO METODO PARINKIMO MODELIS

AKADEMINIO SAŽINGUMO DEKLARACIJA

20 16 m. gruodžio 13 d.
Kaunas

Patvirtinu, kad mano **Eduardo Jegelavičiaus** baigiamasis magistro darbas tema „Verslo vertinimo metodo parinkimo modelis“ yra parašytas visiškai savarankiškai, o visi pateikti duomenys ar tyrimų rezultatai yra teisingi ir gauti sąžiningai. Šiame darbe nei viena dalis nėra plagijuota nuo jokių spausdintinių ar internetinių šaltinių, visos kitų šaltinių tiesioginės ir netiesioginės citatos nurodytos literatūros nuorodose. Įstatymų nenumatytų piniginių sumų už šį darbą niekam nesu mokėjęs.

Aš suprantu, kad išaiškėjus nesąžiningumo faktui, man bus taikomos nuobaudos, remiantis Kauno technologijos universitete galiojančia tvarka.

(vardą ir pavardę įrašyti ranka)

(parašas)

Jegelavičius, E. (2016). Model for Selecting Business Valuation Method. Master's Final Thesis in Business Economics. Study Programme 621L17001. Supervisor assoc. prof. A. Stundžienė. Kaunas: School of Economics and Business, Kaunas University of Technology.

Key words: company's value, business valuator, company's valuation methods, model, free cash flow.

SUMMARY

Relevance of the subject. Although share market is very young in Lithuania, investments into qualifying holdings of non-listed companies are made constantly. These investments are always related to different risks and indefiniteness. Insufficient analysis of a company being acquired and uncontrolled process of acquiring company's qualifying holding may establish conditions for a situation when investor takes a risk to acquire a purchase that may bring only losses. Therefore, a person investing into a qualifying holding shall take all necessary actions that would limit and decrease risk related to acquisition of a company's qualifying holding and would allow expecting that the purchaser will acquire what he pays money for.

One of the most important factors for grounding investment selection is selection of methods applied for calculation of the value of investment object, application of these methods and interpretation of received calculation results. In order for taken purchase decision to be profitable and to generate sufficient return for investor, it is purposeful to value assets of company being purchased, finances, development potential, competitive environment and other factors by applying different methods and models. It may mean only one thing that before acquiring business or a qualifying holding, it is necessary to know possible market value of business or a qualifying holding of acquisition, considering that condition of reasonable investment is that the investor should not pay for assets more than it is worth. It is inherent in independent, competent valuation of company's business or a qualifying holding, grounded with clear and checked assumptions. Thus, selection of value calculation methods and ways shall not be automatic and simple process.

It shall be noted that practically one single methodology for selection of valuation methods has not been found. Neither in theory, nor in practice, there is no clear or convincing answer for what kind of procedures, models shall be applied for selection of value calculation method, how results calculated by methods selected shall be treated.

Object of the research – methods for value determination of business (qualifying holding).

Aim of the work – to create model for selection of business valuation method.

In order to achieve the aim, these tasks have been set out:

1. To examine the need and importance of company's business (qualifying holding) valuation;
2. To analyze existing valuation methods and practice for their selection;
3. To identify and evaluate factors influencing selection of valuation method by means of interviewing experts;
4. To make selection model of valuation method.

Methods of the research:

1. Analysis of scientific literature;
2. Statistical analysis;
3. Interview of experts;
4. Decision tree.

Results of the work.

Literature related to business valuation methods and their application in calculations of business (qualifying holding) value has been analyzed and systematized in theoretical part. A conducted survey of experts and received examination data enable to determine priorities for selection of business valuation method, considering selected valuation criteria. Produced decision model is intended for solution of the problem being faced by the majority of business assessors, i.e. to answer questions on what regulations shall be followed and how to take decisions related to selection of method of valuation and means for value calculation. Using the model provided, business assessor may ground his decision being taken regarding adoption of value calculation methods and calculation techniques. Model application ensures that everything what was possible to get to know during the process of valuating the whole business was reflected at the time of valuation process and it would provide possibility to calculate market value of company's business (a qualifying holding) as precisely as possible.

The scope of the paper: 86 pages, 20 images and 16 tables.

TURINYS

ĮVADAS.....	8
1. VERSLO VERTINIMO SVARBA IR PROBLEMATIKA.....	10
1.1. Verslo vertinimo poreikis ir nauda.....	10
1.2. Verslo vertinimo problematika.....	13
2. VERSLO VERTINIMO METODAI IR BŪDAI.....	17
2.1. Įmonės vertės samprata.....	17
2.2. Įmonės vertė kaip veiklos efektyvumo vertinimas.....	18
2.3. Verslo vertinimo metodai ir jų taikymo ypatumai.....	21
2.3.1. Pajamų metodai.....	25
2.3.2. Vertės skaičiavimo turto pagrindu metodai.....	32
2.3.3. Lyginamasis metodas.....	34
2.4. Veiksnių įtaka įmonės vertei.....	37
3. TYRIMO METODOLOGIJA.....	45
4. VERSLO VERTINIMO METODŲ TINKAMUMO TYRIMAS.....	49
4.1. Verslo vertinimo objekto ir tikslo identifikavimas.....	51
4.2. Sprendimo dėl lyginamojo metodo taikymo priėmimas.....	52
4.3. Pajamų ir turto metodų tinkamumo vertinimas.....	53
4.3.1. Ekspertų nuomonės suderinamumo įvertinimas.....	57
4.3.2. Anketinio tyrimo rezultatų analizė.....	65
4.3.3. Įmonės verslo vertės skaičiavimo metodo parinkimas.....	71
4.4. Įmonės verslo vertės skaičiavimo būdo parinkimas.....	73
IŠVADOS.....	79
REKOMENDACIJOS.....	81
LITERATŪRA.....	82
PRIEDAI.....	87

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Vertinimo koncepcijų sąsajos.....	11
2 pav. Vertinimo tikslumo charakteristikos	15
3 pav. Vertinimo samprata	17
4 pav. Prielaidos formuojančios požiūrį į vertę.....	24
5 pav. Vertinimo metodai.....	25
6 pav. Diskontuoto pinigų srautų metodo privalumai ir trūkumai	31
7 pav. Turto požiūrio metodų taikymo privalumai ir trūkumai.....	33
8 pav. Lyginamojo požiūrio metodų taikymo privalumai ir trūkumai.....	37
9 pav. Įmonės vertei darantys įtaką veiksniai	38
10 pav. Sprendimų priėmimo metodai	40
11 pav. Veiksniai darantys įtaką įmonės vertei.....	42
12 pav. Veiksnius išreiškiantys rodikliai.....	43
13 pav. Apklausoje anketos dalys.....	46
14 pav. Sprendimo priėmimo modelio etapai	50
15 pav. Pirminės vertinamos įmonės analizės struktūrinė schema	51
16 pav. Lyginamojo metodo taikymo pagrindimas.....	52
17 pav. Analizuojamų finansinių rodiklių klasifikavimas	57
18 pav. Verslo vertės apskaičiavimo metodo parinkimo schema	72
19 pav. Dividendų diskonto metodo taikymo pagrindimas.....	75
20 pav. Turto požiūrio metodų taikymo pagrindimas	77

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė. Lyginamojo metodo taikymo galimybių vertinimas	53
2 lentelė. Prioritetinio vertinimo metodo pasirinkimo kriterijai	54
3 lentelė. Kriterijų reikšmingumo įvertinimo skalė	55
4 lentelė. Prioritetinio vertės skaičiavimo būdo pasirinkimo nefinansiniai kriterijai	56
5 lentelė. Anketos A dalies ekspertų vertinimo metodų pasirinkimo rezultatai.....	60
6 lentelė. Anketos A dalies ekspertų vertinimai pertvarkius susietus rangus	60
7 lentelė. Anketos A dalies ekspertų nuomonės suderinamumo skaičiavimo rezultatai.....	62
8 lentelė. Anketos B dalies ekspertų vertinimų rezultatai.....	62
9 lentelė. Anketos B dalies ekspertų vertinimai pertvarkius susietus rangus.....	63
10 lentelė. Anketos B dalies ekspertų nuomonės suderinamumo skaičiavimo rezultatai.....	63
11 lentelė. Anketos C dalies ekspertų vertinimų rezultatai.....	64
12 lentelė. Anketos C dalies ekspertų vertinimai pertvarkius susietus rangus.....	64
13 lentelė. Anketos C dalies ekspertų nuomonės suderinamumo skaičiavimo rezultatai.....	65
14 lentelė. Ekspertų prioritetinio vertinimo metodo pasirinkimo tyrimo rezultatai.....	66
15 lentelė. Vertinimo metodo pasirinkimo kriterijų reikšmingumo vertinimas.....	68
16 lentelė. Skaičiavimo būdo pasirinkimo kriterijų reikšmingumo vertinimas	70

IVADAS

Temos aktualumas. Nors akcijų rinka Lietuvoje yra dar labai jauna, investicijos į įmonių, kurios dažniausiai nėra biržos prekybos sąrašė, akcijų paketus vyksta nuolat. Šios investicijos į įmonių akcinį kapitalą visuomet yra susijusios su įvairiausiomis rizikomis bei neapibrėžtumais. Nepakankama įsigyjamos įmonės analizė ir nevaldomas įmonės akcijų paketo įsigijimo procesas gali sudaryti sąlygas situacijai, kada investuotojas rizikuoja įsigyti pirkinį, kuris gali atnešti tik nuotolių. Todėl investuojantis į akcijų paketą asmuo ar įmonė, turi imtis visų galimų veiksmų, kurie apribotų ir sumažintų riziką, susijusią su įmonės akcijų paketo įsigijimu, bei leistų tikėtis, kad pirkėjas tikrai įsigys tai, už ką ruošiasi mokėti pinigus.

Vienas iš svarbiausių investavimo pasirinkimo pagrindimo faktorių yra metodų, taikomų investavimo objekto vertei apskaičiuoti, pasirinkimas, šių metodų taikymas bei gautų skaičiavimo rezultatų interpretavimas. Tam, kad priimtas įsigijimo sprendimas ateityje būtų pelningas ir generuotų pakankamą grąžą investuotojui, tikslinga, taikant įvairius metodus bei modelius, įvertinti perkamos įmonės turtą, finansus, plėtros potencialą, konkurencinę aplinką bei kitus faktorius. Tai gali reikšti tik vieną, kad, prieš įsigyjant verslą ar akcijų paketą, reikia žinoti verslo ar įsigijimo akcijų paketo galimą rinkos (investicinę) vertę, kitaip tariant, turime pakankamai aiškiai žinoti kainą objekto, dėl kurio vyksta derybos su pardavėju.

Nežiūrint visų neapibrėžtumų, labai svarbu įvertinti visas galimas aplinkybes, susijusias su sandorių įgyvendinimu, atsižvelgiant į tai, kad pagrįstos investicijos sąlyga ir yra tai, kad investuotojas neturėtų mokėti už turtą daugiau nei tas turtas yra vertas. Tai yra neatsiejama nuo nešališko, kompetentingo, pagrįsto aiškėmis, patikrintomis prielaidomis, įmonės verslo ar įsigyjamo akcijų paketo vertinimo. Todėl ir pats vertės apskaičiavimo metodų bei būdų pasirinkimas neturi būti automatinis ir paprastas procesas.

Problema ir jos ištyrimo lygis. Problema, su kuria susiduria didžioji dauguma verslo (akcijų paketo) vertintojų, yra atsakyti į klausimus, kokiomis nuostatomis vadovautis ir kaip priimti sprendimus susijusius su metodų ir būdų vertės apskaičiavimui pasirinkimu. Literatūroje pateikiami duomenys, praktikoje sutinkamos vertinimo ataskaitos, rodo, kad skirtingais metodais apskaičiuota įmonės ar akcijų paketo vertė, atskirais atvejais, gali reikšmingai skirtis. Todėl reikia aiškiai, remiantis turimais duomenimis bei jų analize, pagrįsti, kokie metodai ar metodų deriniai, atsižvelgiant į verslui darančius įtaką faktorius, maksimaliai teisingai atspindės įmonės verslo (akcijų paketo) vertę.

Verslo vertinimo temą savo darbuose analizavo daugelis autorių. Savo darbuose jie gilinosi į įvairius aspektus: įmonės vertės klausimais darbus publikavo M. Milleris ir F. Modiglianis (1958), verslo vertės reikšmę ekonomikai nagrinėjo T. Copelandas, K.Kolleris, J.Murrinis (1990, 2000), verslo vertinimo metodų ypatybes analizavo P. Fernandezas (2002), F. Steigeris (2008), A. Damodaranas (2006), vertinimo metodų taikymą Lietuvoje analizavo A. Dzikevičius (2008), J. Šliogerienė (2009),

B. Galinienė (2003, 2004), D. Burkšaitienė (1999), verslo vertinimo metodo pasirinkimo aspektus analizavo E. Cavezalis (2013), R. Parino (2005), I. Aleksejeva (2015), L. Leiferis (2013) ir kiti.

Reikia pažymėti, kad vienos vieningos metodologijos, skirtos vertinimo metodams pasirinkti, praktiškai, nerandama. Nei teorijoje, nei praktikoje nėra aiškaus ir įtikinančio atsakymo – kokios procedūros, modeliai turi būti taikomi pasirenkant vertės skaičiavimo metodą ir kaip turi būti traktuojami pasirinktais metodais apskaičiuoti rezultatai

Tyrimo objektas – verslo (akcijų paketo) vertės nustatymo metodai.

Darbo tikslas – sukurti verslo vertinimo metodo parinkimo modelį.

Šiam tikslui pasiekti išskelti šie svarbiausi uždaviniai:

1. ištirti įmonių verslo (akcijų paketo) vertinimo poreikį ir svarbą;
2. išanalizuoti esamus vertinimo metodus ir jų parinkimo praktiką;
3. identifikuoti ir įvertinti, atliekant ekspertų apklausą, veiksnius, darančius įtaką vertinimo metodo parinkimui;
4. sudaryti vertinimo metodo parinkimo modelį.

Tyrimo metodai:

1. mokslinės literatūros analizė;
2. statistinė analizė;
3. ekspertų apklausa;
4. sprendimų medis.

Darbo reikšmingumas.

Teorinėje darbo dalyje išanalizuota ir susisteminta literatūra, susijusi su verslo vertinimo metodais ir jų taikymu verslo (akcijų paketo) vertės skaičiavimuose.

Praktinėje dalyje pateiktu vertinimo metodų bei vertės skaičiavimo būdų parinkimo modeliu gali remtis profesionalūs vertintojai bei potencialūs investuotojai priimdami sprendimus, susijusius su įmonių akcijų paketų įsigijimo procesais.

1. VERSLO VERTINIMO SVARBA IR PROBLEMATIKA

1.1. Verslo vertinimo poreikis ir nauda

Dažnu atveju, pirmas klausimas, kuris kyla verslininkui, svarstančiam apie galimybę parduoti savo verslą ir investuotojui, kuris svarsto galimybę įsigyti verslą arba jo dalį, yra „Kiek šis verslas yra vertas šiandien?“ Investuotojui šios investicijos visuomet yra susijusios su įvairiausiomis rizikomis ir neapibrėžtumais. Nepakankama įsigyjamos įmonės veiklos analizė ir nevaldomas įmonės akcijų paketo įsigijimo procesas sudaro sąlygas situacijai įsigyti finansinį turtą, kuris gali atnešti nuotolius. Todėl asmuo ar įmonė, investuojanti į akcijų paketą, turi imtis visų reikalingų veiksmų mažinančių riziką, susijusią su įmonės akcijų paketo įsigijimu, ir leistų tikėtis, kad investuotojas tikrai įsigys tą finansinį turtą, kuris vertas mokamų už jį pinigų.

Tam, kad priimtas įsigijimo sprendimas ateityje būtų pelningas ir generuotų pakankamą grąžą investuotojui, tikslinga, taikant įvairius metodus bei modelius, įvertinti perkamos įmonės turtą, finansus, plėtros potencialą, konkurencinę aplinką bei kitus faktorius. Tai gali reikšti tik vieną, kad, prieš įsigyjant verslą ar akcijų paketą, reikia žinoti verslo ar įsigijimo akcijų paketo galimą rinkos (investicinę) vertę arba turime pakankamai aiškiai žinoti kainą objekto, dėl kurio vyksta derybos su pardavėju. Kaip priemonė, norint sužinoti įsigyjamos įmonės akcijų paketo kainą, yra įmonės vertinimas arba, kitaip tariant, įmonės (akcijų paketo) vertės nustatymas. B. Galinienė (2005) verslą apibrėžia kaip konkrečią veiklą, organizuotą pagal apibrėžtą struktūrą, kurios pagrindinis tikslas - gauti pelną, tačiau materialioji išraiška yra akcijos (Galinienė, 2005, p. 246), o verslo vertinimo rezultatas yra vertė (Burkšaitienė, 1999, p. 16 – 29).

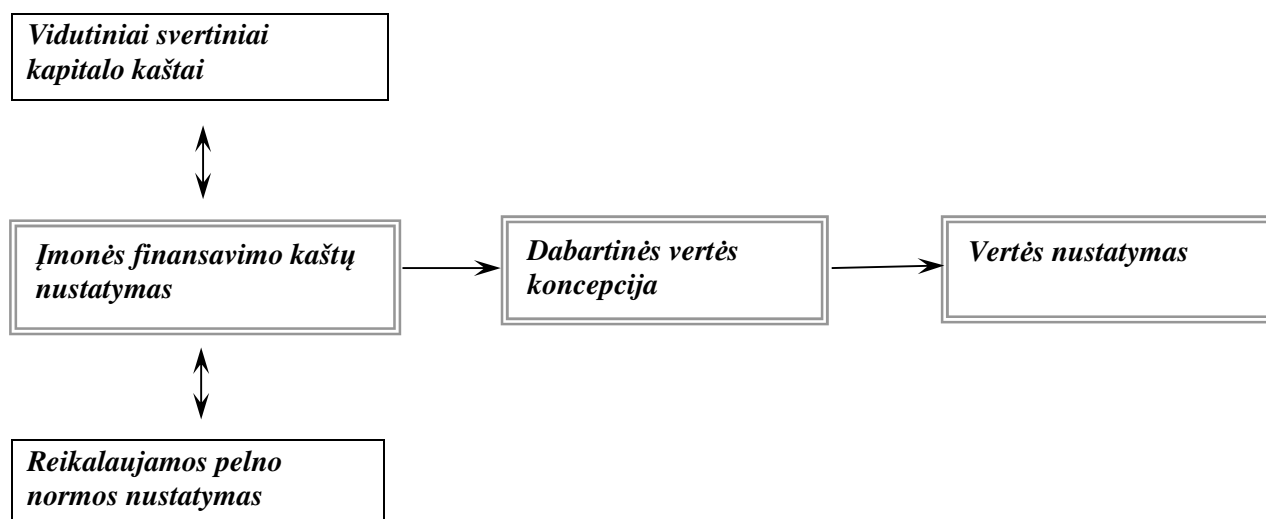
Atsižvelgiant į konkrečią vertinimo atvejo bei tikslo situaciją, Europos vertinimo standartuose (2016), Tarptautiniuose vertinimo standartuose (2013) vertė gali būti apibrėžta kaip:

- tikroji vertė – tai kaina, kuri būtų gauta pardavus turtą arba sumokėta perdavus įsipareigojimą vykdant įprastinį sandorį tarp savanoriškai veikiančių rinkos dalyvių, kurie turi informaciją apie visus reikšmingus faktus ir sprendimus priima vadovaudamiesi atitinkamais savo tikslais (Europos vertinimo standartai, 2016, p. 38 – 44);
- verslo subjekto vertė – bendra verslo subjekto nuosavo kapitalo vertė, pridėjus skolos ir su skola susijusių įsipareigojimų vertę, ir atėmus tokiems įsipareigojimams vykdyti reikalingų pinigų ar pinigų ekvivalentų vertę (Tarptautiniai vertinimo standartai, 2013, p. 36);
- nuosavo kapitalo vertė – verslo subjekto vertė visiems jo akcininkams (Tarptautiniai vertinimo standartai, 2013, p. 36).
- ypatingoji vertė apibrėžiama kaip vertė, nulemta tokių charakteristikų, kurios turi išskirtinę vertę tik ypatingajam pirkėjui (Europos vertinimo standartai, 2016, p. 38 – 44);

- sinerginė vertė – tai didesnė vertė, atsirandanti, kai dėl bendros keleto turto objektų (arba keleto teisėtų interesų į turta) sąveikos sukuriama didesnė vertė nei atskirų turto dalių verčių suma (Europos vertinimo standartai, 2016, p. 38 – 44);
- investicinė vertė yra turto vertė, aktuali konkrečiam asmeniui, siekiančiam investavimo, turto naudojimo arba kitų veiklos tikslų (Europos vertinimo standartai, 2016, p. 38 – 44).

Vieni mokslininkai, kaip vieną iš pagrindinių vertinimo tikslų nurodo tai, kad vertinimas yra priemonė pateikti savininkams, potencialiems pirkėjams ir kitomis suinteresuotosiomis šalimis apytikslę įmonės vertę (Steiger, 2008, p. 2 – 3). Kiti (Fernandez, 2002, p. 2 – 3) pažymi, kad, pardavimo atveju, galima išskirti kelis vertinimo tikslus ir požiūrius į juos: akcijų paketo pirkėjui vertinimas indikuos didžiausią kainą, kurią jis turėtų mokėti už perkamą paketą, o pardavėjui – mažiausią kainą, už kurią jis turėtų būti pasiruošęs parduoti šį paketą. Vertinimo vaidmuo skirtingose situacijose gali skirtis - pasyviai investuotojui vertinimas vaidina nedidelį vaidmenį, tačiau labai svarbų vaidmenį vaidins aktyviai investuotojui (Shegal, 2010, p. 89 – 108). Dėl šios priežasties verslo vertės nustatymo metodai parenkamai atsižvelgiant į tai, kokia verslo vertė aktuali užsakovui, ir kas, vertintojo požiūriu, geriausiai atspindės verslo vertę atviroje rinkoje.

Remiantis literatūros šaltiniais (Woelfel, 1994, p. 1220), verslo vertinimą būtų galima apibūdinti kaip procesą, kurio pagrindu susiejama investuotojų laukiama grąža ir tikėtina rizika, kuria remiantis nustatoma verslo vertė. Konceptijų sąsajos pavaizduotos paveiksle:



1 pav. Vertinimo koncepcijų sąsajos (sudaryta pagal Woelfel, 1994)

Literatūroje galima išskirti keletą situacijų operacijose su įmonių akcijų paketais, kada verslo vertės žinojimas yra labai svarbus (Fernandez, 2002, p. 2 – 3):

- parduodant visą įmonę arba jos dalį, kada verslo vertės žinojimas leis reikalauti pagrįstos kainos parduodant akcijas, tuo pačiu bus įgyjamas svarus argumentas derybose, siekiant maksimalios naudos iš sandorio;

- įmonių susijungimo atvejais, kada svarbu teisingai nustatyti akcijų paskirstymą tarp akcininkų;
- finansinių sprendimų, susijusių su naujo akcininko pritraukimu į įmonę, priėmimui, išleidžiant naujų akcijų emisiją ir kitais atvejais;
- siekiant nustatyti, ar pasirinkta strategija didina įmonės, tuo pačiu ir akcininkų nuosavybės vertę rinkoje ir gali pateisinti akcininkų lūkesčius, susijusius tiek su grąža iš investicijų, tiek ir su akcijų patrauklumu rinkoje ir jų likvidumo didėjimu;
- nustatant veiksnius, kurie daro didžiausią poveikį verslo, tuo pačiu akcininkų nuosavybės, vertei bei gali mažinti akcijų paketo patrauklumą, pritraukiant investuotojus.

Šiuolaikiniame globaliame pasaulyje, įskaitant ir Lietuvą, vis daugiau verslo įmonių orientuojasi į verslo savininkų (akcininkų) gaunamą naudą, o tuo pačiu ir į didinimą įmonės verslo vertės. Pagrindinė problema, su kuria susiduriama vertinant verslą ir yra akcininko gaunamos naudos ir įmonės vertės apskaičiavimas. Nors yra daug įmonės (akcijų paketo) vertės apskaičiavimo metodų, tačiau daugelio iš jų taikyti Lietuvos rinkoje nėra galimybių. Todėl vertintojas susiduria su problema kaip teisingai pasirinkti verslo vertės apskaičiavimo metodą.

Verslo vertinimui būdingas neapibrėžtumo problemas ir jų atspindėjimą vertinimo procese analizavo A. Joslinas (2005). Lietuvoje šios problemos aktualumas yra susijęs su rinkos jaunumu ir patirties trūkumu apskaičiuojant įmonių ar akcininkų nuosavybės vertes. Rinkoje atsiranda naujų veiklų, ji yra nuolat besikeičianti, todėl vertinimai taip pat yra labai neapibrėžti (Sinevičienė, 2007, p. 247 – 253). Autorė pažymi, kad verslo vertinimo neapibrėžtumo problema itin pasireiškia įmonių, kurios nėra įtrauktos į biržos prekybos sąrašą, vertės skaičiavimuose, nes didžiausias analitikų dėmesys skiriamas įmonėms, kurių vertybiniais popieriais yra prekiaujama viešai. Tačiau turime atkreipti dėmesį, kad Lietuvos rinkoje vyrauja smulkios, vidutinės įmonės, turinčios individualios įmonės arba uždarnosios akcinės bendrovės statusą ir šių įmonių vertybiniai popieriai nėra įtraukti į biržos prekybos sąrašą. Todėl šių įmonių vertės nustatymas yra aktuali problema.

Verslo (akcijų paketo) vertės apskaičiavimo poreikis iškyla sprendžiant visą eilę klausimų susijusių su nuosavybe ir turi ekonominę reikšmę įvairioms valstybės sritims. Informacija apie verslo vertę dažnai yra reikalinga tiek pačių įmonių savininkams, tiek ir vadovybei, kuri turi priimti įmonei reikšmingus ir efektyvius sprendimus. Verslo vertinimas naudojamas ne tik sprendžiant klausimus dėl verslo (akcijų paketo) rinkos vertės, pardavimo ir pirkimo kainos, bet yra ir reikšmingas veiksnys projektuojant įmonės verslo vystymosi strategiją. Taip pat turime pažymėti, kad verslo vertės apskaičiavimas yra svarbus ir kitoms suinteresuotiems subjektams, tokiems kaip valstybės ir priežiūros institucijoms, finansinių paslaugų įstaigoms, draudimo kompanijoms, prekių ir paslaugų tiekėjams ir kt. Reikia pažymėti, kad verslo vertė laikoma efektyvios vadybos, pagrįstos vertės maksimizavimu, išraiška. Verslo vertės pokytis per apibrėžtą laikotarpį gali būti laikomas įmonės veiklos efektyvumo

matu. Įmonės vadovybė, priimdama vienus ar kitus vadybos sprendimus, turėtų analizuoti šių sprendimų pasekmes laukiamam įmonės ir verslo savininkų nuosavybės vertės pokyčiams. Reikia pažymėti, kad Lietuvoje veikiančių mažų ir vidutinių įmonių valdyje ši koncepcija yra naujas reiškinys. Be to verslo vertės nustatymas, kaip vertė pagrįsto valdymo pagrindas, yra sudėtingas procesas, kuris reikalauja išsamių tyrimų bei analizės.

Atsižvelgiant į pasaulio ekonomikos nestabilumą, įmonės, veikiančios įvairiose pramonės, paslaugų šakose, reikalauja papildomų finansavimo šaltinių tolesnės plėtros įgyvendinimui. Šių lėšų pritraukimo pagrindas yra aukšta įmonės vertė akcininkams ir investuotojams.

1.2. Verslo vertinimo problematika

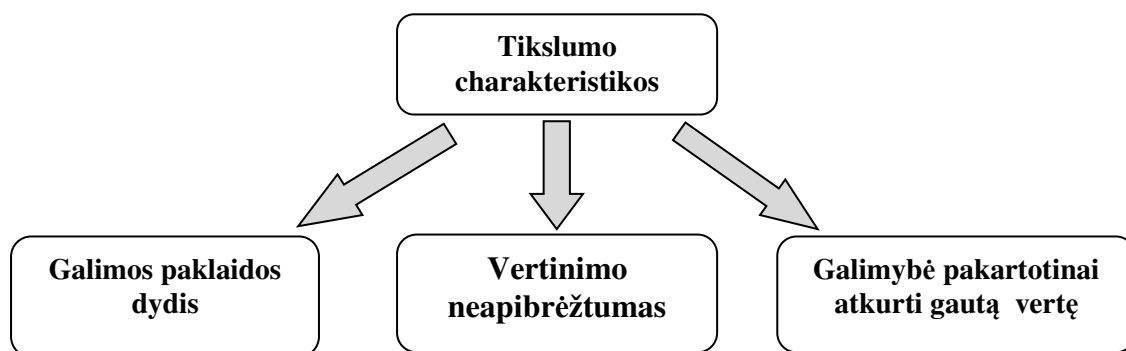
Samprata, kad investuotojas neturi mokėti už turtą daugiau nei turtas yra vertas, yra neatsiejama nuo nešališko, kompetentingo, pagrįsto aiškėmis, patikrintomis prielaidomis, įmonės verslo arba akcijų paketo vertinimo (rinkos vertės apskaičiavimo) proceso. Reikia atkreipti dėmesį į vieną labai svarbią aplinkybę, kad kiekvienas verslas turi specifinius, tik tam verslui, verslo segmentui priskiriamus arba susiformavusius ypatumus, kurie reikalauja specifinio požiūrio vertinant konkrečią įmonę. Todėl vertės apskaičiavimo metodo arba metodų pasirinkimas, kuriais apskaičiuojama įmonės verslo (akcijų paketo) vertė, negali būti automatinis ir nesudėtingas procesas. Atsižvelgiant į ankščiau aptartą vertinimo proceso svarbą procesams vykstantiems ekonominėje aplinkoje, turime identifikuoti ir problematiką, su kuria susiduriama įgyvendinant verslo (akcijų paketų) pirkimo - pardavimo sandorius.

Literatūroje, analizuojančioje akcijų įsigijimo rizikas, mokslininkai sutaria, kad nėra vieno, visa apimančio, universalaus metodo, kuris leistų vienareikšmiškai įvardinti „tikrąją“ vertinimo objekto rinkos vertę. Vertinimo proceso problemų analizė kelia aibę klausimų, į kuriuos turi būti atsakyta apskaičiuojant verslo (akcijų paketo) vertę. Stanley J. Feldmanas (2005) savo darbuose pažymi, kad vertinimo procesas sujungia akademinį tyrimų rezultatus ir praktinę vertintojų patirtį, atsakant į pagrindinius klausimus susijusius su privačių įmonių verslo (akcijų paketo) vertės apskaičiavimu (Stanley J. Feldman, 2005, p. 3 – 5):

- kuris įvertinimo metodas tiksliausiai atspindės vertinamo verslo vertę?
- kaip nustatyti nuolaidas dėl įmonės dydžio ir likvidumo?
- kaip įvertinti vertės sumažėjimą dėl trūkumo ekonomiškai efektyvių būdų konvertuoti grynuosius pinigus į rinkos vertę?
- kaip nustatyti privataus kapitalo įmonės kontrolės ir akcininkų mažumos interesų vertę?
- kokia mokesčių įtaka įmonės vertei?
- kokiais metodais įvertinti privačios įmonės kapitalo sąnaudas?

Vertinimo procesas kaip ir pats vertintojo darbas yra atliekamas aplinkoje, kurioje dalyvauja pusės, turinčios skirtingus norus ir įtakojamos skirtingų interesų, dėl ko gali atsirasti interesų konfliktas. Tai būdinga investiciniuose sandoriuose, kada vertintojui išryškėja poreikis ir svarba vertės skaičiavimuose atsižvelgti į sandorio dalyvių motyvacijos prioritetus. Tai yra labai sunku pasiekti taikant standartinius vertinimo metodus. Tokia situacija lemia, kad reikia naudoti naujus metodus, algoritmus, kurie leistų išlikti vertintojo nepriklausomumui, didintų skaidrumą, nemanipuliuojant dokumentiniu pagrindimu vertės skaičiavimuose, o pagrindžiant rodiklių bei koregavimų taikymą (Aleksejeva, 2015, p. 4 – 5). I. Aleksejeva (2015) pažymi, kad vertinimo praktikoje, investicijų į įmonių akcijų paketus sandoriams naudojama rinkos vertės koncepcija, kurią naudoti šiems tikslams yra ne visai teisinga, nes ši koncepcija apima vertinimą tam tikram subjektui, t. y. tokiam, kuris neįsipareigoja toliau dalyvauti įmonės valdyme po įsigijimo sandorio įgyvendinimo. Šis faktas, galimai, ir paaiškina dalies neigiamų rezultatų, įvykusių po pirkimo – pardavimo sandorio įgyvendinimo, atsiradimą. Jei daroma prielaida, kad investicijos į privačių įmonių (neįtrauktų į biržos prekybos sąrašą) akcijų paketus yra investicinių procesų ypatingas (atskiras) atvejis, tai natūralu pasiūlyti, kaip alternatyvą, rinkos vertės apibrėžimui, investicijų kainą. Taip būtų galima apibrėžti vertinimo panaudojimo tikslą konkrečioms įmonės investiciniams tikslams (Aleksejeva, 2015, p. 4 – 5).

Kiti vertinimo procesus analizuojantys mokslininkai, tokie kaip Leiferis (2013), teigia, kad, dėl tikimybinio rinkos pobūdžio, informacijos trūkumo, pačio vertinimo objekto identifikavimo ir rinkos sąlygų prieštaravimo, iš esmės, nėra galimybių visiškai tiksliai nustatyti rinkos vertę (Leifer, 2013, p. 2 – 5). Galima daryti išvadą, kad vertintojo nustatyta rinkos vertė, deklaruojama vertinimo ataskaitoje ar kituose dokumentuose, yra tik rezultatas, kuris, galimai, tik artimas rinkos vertei. Tada galima teigti, kad vertinimo proceso metu yra neįmanoma gauti absoliučiai tikslią rinkos vertę. Todėl vertinimo procese yra labai svarbu kuo teisingiau atspindėti tai, ką buvo galima sužinoti vertinimo proceso, apskaičiuojant objekto vertę, metu. Todėl, pasak Leiferio (2013), vertinimo objekto rinkos vertės apskaičiavimo procesas gali būti laikomas pabaigtu, jei yra nustatytas ne tik vertinimo rezultatas, bet ir vertinimo proceso ir rezultatų charakteristikų tikslumas (Leifer, 2013, p. 2 – 5). Pagrindinėms tikslumo charakteristikoms išreikšti paprastai yra naudojamos trys kategorijos:



2 pav. Vertinimo tikslumo charakteristikos (sudaryta pagal Leifer, 2013)

Sąvokos, išreiškiančios faktorius, kurie daro įtaką vertinimo rezultatų tikslumui, gali būti apibūdinama sekančiai (Leifer, 2013, p. 2 – 5):

- vertinimo rezultatai priklauso nuo daugelio veiksnių, įskaitant vertinimo objekto identifikavimo ir aprašymo išsamumo, priimto vertinimo modelio ir vertinimo procedūros, išeities duomenų išsamumo, kuriais vertintojas, gavęs juos iš įvairių šaltinių, disponavo, asmeninės vertintojo patirties ir sukauptos rinkos duomenų bazės;
- skirtingų vertintojų gauti skirtingi vertinimo rezultatai, visų pirma, priklausys nuo vertinimo metodų pasirinkimo ir vertinimo procesui reikalingos informacijos išsamumo;
- vertės atkuriamumas apibūdinamas vertinimo rezultatų sklaida, kada vertinimai atliekami skirtingomis metodikomis ir naudojant įvairius išeities duomenis;
- rezultatų sklaida neatsako į klausimą, koku lygiu vertinimo rezultatas yra artimas rinkos vertei;
- norint atsakyti į šį klausimą, reikia taikyti ir kitas tikslumo charakteristikas - vertinimo rezultatų paklaidą ir neapibrėžtumo lygį.

Pasak verslo vertinimą analizuojančių autorių, verslo vertinimo procesas yra siejamas su įmonės, kuri planuoja tęsti veiklą, vertės apskaičiavimu ir skaičiavimuose yra naudojami prognozuojami įmonės veiklos duomenys. Dinamiškoje verslo aplinkoje, kada rizika yra neišvengiama įmonės veiklos prognozavimo proceso dalis, verslo (akcijų paketo) vertė gali svyruoti plačiose ribose (Kazlauskienė, 2005, p. 34). Galime matyti, kaip teigia autorė, kad su vertinimu susijusios rizikos ir neapibrėžtumai, skatina mąstyti prognozuojamų įmonės veiklos scenarijų kategorijomis ir numatyti visą vertės reikšmių intervalą. Todėl galime daryti išvadą, kad verslo (akcijų paketo) vertės svyravimo diapazonas, gali įtakoti verslo vertės, apskaičiuotos vertinimo proceso metu, galutinės išvados pateikimo sąlygotumą. Kadangi verslo (akcijų paketo) vertė kinta priklausomai nuo ją įtakančių veiksnių, todėl šių veiksnių analizė tampa neišvengiama proceso dalimi. Ši analizė ir turėtų sudaryti prielaidas galutinės verslo (akcijų paketo) vertės nustatymo pagrindimui. Mokslinėje literatūroje, nagrinėjančioje verslo vertinimo klausimus, veiksnių, įtakančių verslo (akcijų paketo) vertės

skaičiavimus, analizė mažai paliečiama. Nors mokslininkai pabrėžia vertės veiksnių, lemiančių verslo vertės dydį, įtakos vertei nustatymo svarbą, nėra vieningos nuomonės dėl šių veiksnių klasifikavimo ir analizės (Kazlauskienė, 2005, p. 34 – 35). Literatūroje, kurioje paliečiamos verslo vertinimo problemos, pateikiamos verslo vertę lemiančių veiksnių grupės ne visada yra nuoseklios ir įvertina visus galimus veiksnis. Todėl gali būti sudėtinga analizuoti verslo vertei įtaką turinčių veiksnių sąryšius ir pamatuoti šių veiksnių pokyčių įtaką verslo vertės apskaičiavimui.

Verslo vertinimas yra daugiasluoksnis, įvairiapusis procesas, apimantis tiek pačios įmonės, tiek jos aplinkos analizę. Daugelis rinkos dalyvių klysta sakydami, kad verslas turi aiškią ir vienareikšmišką vertės išraišką, o vertinimo proceso tikslas ir yra šią vertę apskaičiuoti (Dzikevičius, 2008, p. 229 – 237). Kaip pažymi autorius, rinkoje, kurioje egzistuoja nuolatiniai pokyčiai, daugelio faktorių ir veiksnių negalime vertinti vienareikšmiškai. Taip yra dėl to, kad egzistuoja įvairių faktorių ir charakteristikų neapibrėžtumas, kurį galime traktuoti kaip patikimumo trūkumą arba nebuvimą. Kiti autoriai sako, kad neapibrėžtumas reiškia, kad negali būti vienareikšmiškai garantuotas geriausias rezultatas (Kaleininkaitė, 2005, p. 62 – 72). Galima teigti, kad nėra vieno vienintelio skaičiaus, kuris išreikštų įmonės verslo (akcijų paketo) vertę. Verslo vertinimo procese naudojama informacija gali būti neišsami ir nepatikima. Pats verslas vykdomas aplinkoje, kuri nuolat kinta, įskaitant ir situaciją valstybėje, pramonės šakoje, rinkoje, teisinėje aplinkoje. Taip pat keičiasi ir pačios įmonės finansinės galimybės, o ateities sąlygos niekada neatitinka ankstesnio laikotarpio sąlygų.

Todėl turime kalbėti tik apie egzistuojantį vertės diapazoną, kuriame įmonės vertė varijuoja. Šis diapazonas gali būti toks didelis, kada vertė gali tapti ginčytina, neatsižvelgiant į tai, kad vertės apskaičiavimui buvo taikomi nesudėtingi metodai. Skirtingais vertinimo metodais galime gauti labai skirtingą rezultatą (Mackevičius, 2005, p. 219 – 222).

Nors mokslinėje literatūroje yra pabrėžiamas veiksnių, kurių pasikeitimas gali lemti verslo vertės dydžio svyravimą, įvertinimo būtinumas, tačiau nėra pateikiami šių veiksnių analizės verslo vertinimo procese taikymo modeliai arba būdai, kurie sudarytų prielaidas nustatyti galutinį (labiausiai tikėtiną) verslo (akcijų paketo) vertės dydį.

Naujų algoritmų taikymo efektyvumo tyrimas verslo įsigijimo procesuose, naudojant verslo modeliavimo žaidimus, atskleidė metodų skirtumus, atsižvelgiant į papildomą informaciją apie verslo vertę. Apskaičiuota, remiantis sukurtų algoritmų pagrindu, investicinė verslo vertė buvo lyginama įvedant skirtingus efektyvumo kriterijus (Aleksejeva, 2015, p. 16 – 17). Tyrimas patvirtino, kad verslo vertė, dėl gilesnės ekonominės būsimosios veiklos analizės, sumažina įsigijimo riziką. Tai yra sumažina neefektyvių įsigijimų galimybę, o taip pat padidina galimybes efektyviems įsigijimams.

2. VERSLO VERTINIMO METODAI IR BŪDAI

2.1. Įmonės vertės samprata

Bendrajai prasme, vertinimo proceso metu apskaičiuojamos vertės samprata galėtų būti pavaizduota taip:



3 pav. Vertinimo samprata (sudaryta pagal Džikevičius, 2013)

Mokslinėje literatūroje, kurioje pateikiama verslo vertinimo procesų analizė, autoriai vertę vadina tiksliausiu verslo būklės rodikliu, kuris atspindi vidinėje ir išorinėje įmonės aplinkoje vykstančius pokyčius (Kazlauskienė ir Christauskas, 2007, p. 23 – 31). Įmonės vertės nustatymas yra siejamas su įmonėmis, kurių veiklos tęstinumas nekelia abejonių (Kazlauskienė, 2005, p. 34). Be to turime aiškiai atskirti ir suprasti, kad vertė ir kaina nėra sinonimai. Kaina turi būti suprantama kaip pirkėjo ir pardavėjo sutarta suma, už kurią yra perleidžiama įmonė arba akcijų paketas. Ji nebūtinai gali sutapti su vertintojų nustatyta verte. Taip gali būti dėl to, kad tikroji verslo vertė, pateikiama vertintojo, yra susijusi su vertintojo supratimu ir atspindi subjektyvią jo nuomonę. Todėl įmonės vertę reikėtų suprasti ne kaip absoliučią, neginčijamą kainą, bet kaip orientyrą (Burkšaitienė, 2001, p. 20 – 28).

Verslo vertinimas ir vertės prognozavimas yra taikomi ne tik verslo (akcijų paketo) kainos nustatymui, bet ir įmonei renkantis verslo plėtros strategiją (Džikevičius, Michnevič, Ževžikova, 2008, p. 229 – 237). D. Burkšaitienė (2007) pažymi, kad teisingas įmonių vertės apskaičiavimas ir šios vertės valdymas sudaro prielaidas efektyviai paskirstyti ir naudoti išteklius, kurie yra nukreipiami į geriausiai šiuos išteklius panaudojančias veiklos sritis. Tai svarbu visoms verslo formoms – tiek toms, kurios siekia pritraukti kapitalą, tiek ir toms, kurios įsisavina naujas rinkas ir produktus (Burkšaitienė, 2007, p. 697 – 704).

Vertinimo proceso tikslas, apibūdinamas įmonių vertinimą analizuojančių mokslininkų (Leifer, 2013, p. 1 – 2), yra gauti informaciją apie tam tikrą vertinimo objekto rinkos vertę, kaip apie labiausiai tikėtiną sandorio, kuris galėtų įvykti laisvoje, konkurencinėje rinkoje, kainą. Kitaip tariant, betarpiškas

akcijų paketo vertinimo proceso tikslas yra nustatyti „tikrąją“ rinkos vertę, kuri galėtų būti siejama su vertinimo objektu konkurencinėje rinkoje.

Analizuodami vertinimo reikšmę, turime nepamiršti šiame procese dalyvaujančių, vienų iš svarbiausių subjektų, t. y. verslo vertintojų. Bendrąja prasme, kaip teigia V. Kazlauskienė (2002), vertinimas – tai vertintojų veikla, kurios metu renkami ir analizuojami duomenys, reikalingi verslo vertės nustatymui, remiantis įstatymais ir standartais bei kitais metodiniais dokumentais. Kaip pažymi autorė vertinimo procesas yra procedūra, kurios metu renkama ir analizuojama visa įmonės vertės nustatymui reikalinga informacija, siekiant nustatyti tikrąją verslo (akcijų paketo) vertę. Reikalingos įvairios informacijos rinkimas, patikrinimas ir paruošimas tolesniam naudojimui yra vienas iš svarbiausių verslo vertinimo etapų, nes nuo šių operacijų tikslumo priklauso visų vertinimo rezultatų tikslumas (Kazlauskienė, 2002, p. 33 – 36).

Turime pažymėti, kad kiekvienu konkrečiu vertinimo atveju, atsakingas už verslo vertinimą yra nepriklausomas vertintojas, turintis atitinkamą profesinę kvalifikaciją ir turintis šiam procesui įgyvendinti reikalingų specialių žinių. Vertintojo darbas yra atliekamas aplinkoje, kurioje dalyvauja pusės, turinčios skirtingus norus ir veikiamos skirtingų interesų (Aleksejeva, 2015, p. 4 – 5).

Labai svarbu atkreipti dėmesį ir į aplinkybę, kad vertintojui, atsižvelgiant į tikslą, gali būti suformuluotos skirtingos užduotys keliamos vertinamo objekto vertei apskaičiuoti. Galima daryti išvadą, kad šioje srityje neegzistuoja vienas universalus metodas. Kuo tiksliau bus apibrėžti vertinimo tikslai, tuo sėkmingesnis bus projektas, dėl kurio buvo atliekamas vertinimas (Čaja ir Akopianas, 2013, p. 263).

2.2. Įmonės vertė kaip veiklos efektyvumo vertinimas

Šiuolaikinė verslo įmonės veikia itin dinamiškoje aplinkoje, todėl pagrindinės veiklos efektyvumo vertinimas visada išlieka viena iš pamatinių kiekvieno verslo sričių. Įmonės veiklos efektyvumo vertinimas - tai procesas, parodantis, kokia šiandieninė verslo situacija, kokios jo vystymosi tendencijos ir padedantis įmonei apsispręsti, kokia kryptimi toliau eiti (Slavinskaitė, 2012, p. 82 – 94).

Verslo vertinimas yra apskaičiavimas ir pagrindimas įmonės vertės tam tikrą dieną. Verslo vertės nustatymas yra tikslingas vertinimo objekto vertės piniginės išraiškos nustatymo procesas, atsižvelgiant į šiam procesui įtaką darančius veiksnius, tam tikru laiku ir tam tikroje rinkoje (Denisova, 2009, p. 30 – 34). Kaip teigia autorė, nepaisant to, kad požiūriai ir metodai taikomi įmonės vertinimui gali būti ir bendri, tačiau jie leidžia atsižvelgti į atskirų veiksnių specifiką ir įtaką vertei. Būtent vertinimas atspindi įmonės disponuojamo turto ir resursų specifiką, verslo procesų struktūros specifiką, šių verslo procesų rentabilumą.

Įmonės veiklos (verslo) efektyvumo valdymo tema šiuo metu yra labai populiari ir aktuali, siekiant didinti įmonių konkurencingumą (Popova, 2015, p. 1 – 2). Aukšta verslo aplinkos kitimo dinamika reiškia, kad greitis, kuriuo ši aplinka keičiasi, labai sparčiai auga ir įmonės turi prisitaikyti prie nuolat kintančios aplinkos.

Verslo įmonės, norinčios sėkmingai veikti rinkoje, susiduria su pokyčiais, nuolatiniais iššūkiomis konkurencinėje aplinkoje, todėl turi vykdyti savo veiklą geriau nei jų konkurentai ir nuolat sugebėti greitai ir lanksčiai prisitaikyti prie besikeičiančių aplinkos sąlygų (Klovienė, 2012, p. 132). Efektyvumas yra vienas iš įmonės veiklos kokybės charakteristikų, atspindinčių sugebėjimą generuoti ekonominį efektą veiklos procese. Kuo aukštesnis ekonominis efektas (rezultatas), o šio rezultato pasiekimui buvo patiriama kuo mažiau sąnaudų, tuo didesnis įmonės veiklos rentabilumas (Popova, 2015, p. 1 – 2).

Literatūroje į veiklos efektyvumą gali būti žiūrima kaip į išteklių panaudojimo veiksmingumą, kada norimas rezultatas pasiekiamas mažiausiomis sąnaudomis arba kai maksimalus rezultatas pasiekiamas panaudojant turimus išteklius. Ekonominis efektas — tai įmonės ūkinės veiklos rezultatas, kuris dažniausiai išreiškiamas vertine išraiška. Iš kitos pusės veiklos efektyvumas — tai įmonės veiklos rezultatyvumas, kuris gali būti išreiškiamas pasiekto rezultato ir sąnaudų jam pasiekti santykiu (Lukoševičius, Martinkus, Piktys, 2005, p. 176).

Įmonės veiklos efektyvumo vertinimo tikslas — apibrėžti pačios įmonės vystymosi ateitį. Tačiau vertinimo laiko momentui mes turime tik duomenis apie organizacijos veiklą praeityje. Ir jei per praėjusį laikotarpį buvo pasiekti tam tikri pozityvūs rezultatai, tai dar nereiškia, kad ta pati veiksmų seka leis pasiekti panašių teigiamų rezultatų ir ateityje.

Auganti globalizacija, rinkų liberalizavimas, klientų reikalavimų kaita bei didėjanti konkurencija rinkoje šiuolaikinės ekonomikos aplinkoje kelia įmonėms naujus uždavinius ir verčia ieškoti priemonių padidinti savo veiklos efektyvumą ir konkurencingumą (Sofijanová, Zabíjakin-Chatleska, 2013, p. 634 – 647). Objektívus gamybinės veiklos valdymas, geri įmonės finansiniai rezultatai yra kiekvienos įmonės planas, o veiklos vertinimas yra įmonės įrankis, kuris rodo kokia yra įmonės padėtis ir ar įmonė yra pakeliui į jos siekiamų tikslų įgyvendinimą. Kadangi į veiklos vertinimą yra įtraukiami ir įmonės darbuotojai, tai šis procesas yra galingas įrankis įmonės strategijai įgyvendinti (Taticchi, 2010, p. 376).

Įmonių verslo sėkmę lemia daugybė veiksnių, tiksli, ekonomiškai, efektyvi ir, svarbiausia, pelninga veikla (Marčiulionytė ir kt., 2013, p. 36 – 49). Kiti autoriai (Christauskas, Kazlauskienė, 2009, p. 715 – 722) teigia, jog egzistuojantys tradiciniai organizacijos vertės matavimo rodikliai nepajėgūs įvertinti tikrųjų vertę kuriančių veiksnių. Egzistuojantys įprasti veiklos vertinimo būdai ne visada padeda išspręsti iškilusias įmonių valdymo problemas, todėl priversti užleisti vietą

modernesniems veiklos vertinimo būdams. Galima paminėti subalansuotų rodiklių, veiklos prizmės, šešių sigmų ir kitus modelius.

Kiti autoriai (Slavinskaitė, 2012, p. 82 – 94) pažymi, kad įmonių praktikoje taikomas platus spektras įvairiausių įmonės veiklos vertinimo metodų ir būdų – vienos įmonės skaičiuoja finansinius rodiklius, kitos kuria naujas veiklos vertinimo sistemas, prisitaikytas pakitusioms rinkos sąlygoms. Plačiai taikomos EVA (ekonominė pridėtinė vertė), MVA (pridėtinė rinkos vertė), SVA (pridėtinė nuosavo kapitalo vertė), tačiau nėra tokios rodiklių sistemos, kuri vienu rodikliu apibrėžtų įmonės pagrindinės veiklos efektyvumą.

Analizuojant įvairių autorių literatūrą, galime pastebėti, kad tarp daugybės vertintojams žinomų finansinės ir ūkinės veiklos organizavimo stebėsenos metodų, tikslinga išskirti įmonės vertės apskaičiavimo metodą, kaip labiausiai universalų finansinės ir organizacinės struktūros stebėsenos įrankį (Verchovceva, Grebenik, 2016, p. 1 – 9). Šis metodas yra populiarus dėl tos priežasties, kad leidžia analizuoti organizacijos veiklą kelių plokštumų pjūvyje: nuo finansinių ir veiklos efektyvumo rodiklių iki organizacijos valdymo struktūrų darbo efektyvumo bendrai.

Įmonės verslo vertinimas yra susijęs su vertinimo metodų ir modelių pritaikymo galimybėmis, priklausomai nuo vertinimo tikslo, įmonės veiklos, jos dydžio ir veiksnų, kurie turi įtaką įmonės veiklos nepertraukiamam funkcionavimui ir tęstinumo užtikrinimui. Autoriai reziumuoja (Verchovceva, 2016, p. 1 – 9), kad verslo vertinimas ir vertė yra esminės informacijos vidaus ir išorės vartotojams šaltinis, kuris yra būtinas įgyvendinant visų tipų sandorius ir manipuliacijas su verslu kaip akcininkų nuosavybe. Rinkoje nėra įmonių pirkimo – pardavimo operacijų, atliktų rinkos sąlygomis, tačiau neatlikus įmonės vertinimo procedūrų.

Apskaičiuodamas įmonės (akcijų paketo) vertę, vertintojas atsižvelgia į poveikį visų pagrindinių veiksnių, tarp kurių yra gaunamos vertinimo objekto pajamos, rizika, kuri lydi tokių pajamų gavimą, vidutinė gražos norma rinkoje, turto ir įsipareigojimų sudėtis ir struktūra, rinkos sąlygos, dabartinė situacija pramonėje ir ekonomikoje (Denisova, 2009, p. 30 – 34). Kaip pažymi autorė, vertinimo procesas yra įmonės akcininkų nuosavo kapitalo vertės formulavimas tam tikru laiku momentu. Todėl rinkos vertės apskaičiavimas šiandieninėje ekonomikoje yra svarbus dėl šių priežasčių:

- rinkos vertės apskaičiavimas leidžia pardavėjui arba pirkėjui „pateikti“ įmonės kainą, atsižvelgiant ne tik į galimas išlaidas ir lūkesčius, tačiau ir į situaciją rinkoje, rinkos lūkesčius, bendras ekonominės plėtros tendencijas;
- informacija apie įmonės verslo rinkos vertę leidžia verslo savininkams optimizuoti gamybos procesą, imtis įvairių priemonių, kurios padidintų įmonės rinkos vertę ir išlaikyti vertės skirtumą, kai rinkos vertė viršija įmonės buhalterinę vertę;
- periodinis įmonės vertinimas pagerina valdymo efektyvumą ir gali užkirsti kelią bankrotui;

- investuotojui verslo vertinimas padeda priimti teisingą sprendimą, kad investicija būtų veiksminga.

Mokslinėje literatūroje autoriai pažymi, kad pastaraisiais metais ypatingą svarbą verslo vertinimo procese įgijo verte grįstas valdymas (angl. Value based management, VBM) įmonėje. Žvelgiant į procesus, mokslininkai daro išvadą, kad, siekiant nustatyti įmonės (akcijų paketo) vertę, į patį vertinimo procesą reikia žiūrėti kaip į sistemą, kurioje kompleksiskai apjungiami įmonės veiklos rodiklių analizė, vidinė organizacijos būklė, organizacinė valdymo struktūra, strateginis planavimas ir prognozavimas, gautų rezultatų stebėjimas ir reikiamų pakeitimų, sprendimų priėmimas (Verchovceva, 2016, p. 1 – 9). Vertinimas yra pats svarbiausias šaltinis, suteikiantis vidaus ir išorės vartotojams informaciją apie įmonę, jos finansų ir veiklos būklę, padėti įmonės veiklos sektoriuje. Vertinimas yra svarbus informacijos šaltinis, leidžiantis daryti išvadą ar verslas yra „pervertintas“ arba "nepakankamai įvertintas". Šiuo atveju galime išskirti vartotojus, kuriems vertinimo rezultatai yra svarbūs:

- investuotojams, priimantiems sprendimus, kaip ir į kurias įmones investuoti;
- įmonėms – potencialiems partneriams, siekiantiems sustiprinti savo pozicijas veiklos sektoriuje;
- įmonės valdymo organams, siekiant įvertinti atliktų darbų, veiksmingumą, atsižvelgiant į vertės pokyčius;
- įmonės savininkams, priimant sprendimus dėl reinvestavimo projektų pasirinkimo;
- kitiems išorės vartotojams tokiems kaip valstybė ir jos piliečiai, formuojant lojalumą įmonei ir įvaizdį rinkoje.

2.3. Verslo vertinimo metodai ir jų taikymo ypatumai

Verslo vertinimo metodai, skaičiavimo būdai ir principai, išsivysčiusios ekonomikos šalyse, buvo sukurti praėjusio amžiaus ketvirtajame dešimtmetyje. Šie principai remiasi klasikine ekonomikos teorija ir praktika apie ribinį naudingumą, gamybos veiksnius, vertės koncepciją. (Adomavičiūtė, 2011, p. 5).

Lietuvos Respublikos teisinių ir metodologinių dokumentų, reglamentuojančių verslo vertinimą, analizė rodo, kad šiai veiklos sričiai nėra skiriama daug dėmesio. Nacionaliniuose turto ir verslo vertinimo standartuose (2004) apibrėžiama, kad verslo vertinimas yra nešališkas vertės nustatymas, taikant Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme nurodytus turto ir verslo vertinimo metodus ir apimantis vertintojo išvadą apie turto būklę, jo naudojimą ir tikėtiną piniginę vertę. Naujausioje Lietuvos Respublikos Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatyme (2011) sakoma, kad turto arba verslo vertinimas – turto ir (arba) verslo vertės nustatymas

pagal atitinkamą turto arba verslo vertinimo metodą, kurio taikymo procedūros ir tvarka nustatytos turto ir verslo vertinimo metodikoje.

Turto ir verslo vertinimo metodikoje (2012), matome, kad verslo vertinimui skiriama du puslapiai informacijos, apibrėžiančios kokiais metodais, būdais ir kokia informacija vadovautis skaičiuojant verslo (akcijų paketo) vertę. Metodikoje matome, kad, vertinant įmonės verslą (akcijų paketą) gali būti naudojami šie metodai:

1. **lyginamasis metodas**, kurio esmė – vertinamo turto palyginimas su analogišku arba panašiu verslu, kurių sandorių kainos yra žinomos turto vertintojui;
2. **pajamų metodas**, kurio esmė - vertinamo verslo teikiamos naudos – laisvųjų būsimųjų pinigų srautų perskaičiavimas į turto (verslo) vertę;
3. **lyginamojo metodo ir (arba) pajamų metodo, ir (arba) išlaidų (kaštų) metodo derinys – turto požiūrio metodų derinys**, kurio esmė – verslo vertės nustatymas taikant įmonės turto, atmetus įsipareigojimus, rinkos vertę nustatančius metodus.

Lietuvos teisiniai dokumentai reglamentuojantys turto ir verslo vertinimą pateikia tik kelias vertinimo metodų taikymo rekomendacijas. Vertės nustatymo principai, kurie apibrėžiami LR Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatyme (2011) pažymi, kad turto arba verslo vertė nustatoma:

- vadovaujantis rinkos ekonomikos logika ir kriterijais, rinkos ir ekonominių sąlygų tyrimų ir stebėjimų rezultatais, kurių taikymas išsamiai nurodytas Turto ir verslo vertinimo metodikoje;
- laikantis teisingumo, protingumo, sąžiningumo, nuosavybės neliečiamumo, sutarčių laisvės, vertinimo objektyvumo ir nepriklausomumo, teisinio apibrėžtumo ir neleistinumų piktnaudžiauti teise principų;
- taikant teisėtų, pagrįstų lūkesčių ir interesų, apdairumo ir atsargumo, pakeitimo kitu turtu arba verslu ir alternatyvaus turto arba verslo panaudojimo kriterijus, išsamiai nurodytus Turto ir verslo vertinimo metodikoje.
- turto arba verslo vertės nustatymo pagrindas yra nauda, kurią galima gauti turtą arba verslą protingai naudojant, plėtojant arba juo disponuojant;
- turto arba verslo vertė gali būti nustatoma pagal:
 - pirkimo – pardavimo sandorius;
 - turto sukūrimo (atkūrimo) sąnaudas;
 - pajamas, gaunamas naudojant turtą, arba verslo pajamas;
 - kitus Tarptautiniuose vertinimo standartuose ir Europos vertinimo standartuose nustatytus turto arba verslo vertės nustatymo pagrindus.

Lietuvoje priimti ir galiojantys verslo vertinimą reglamentuojantys teisiniai dokumentai neanalizuoja verslo (akcijų paketų) vertinimo metodų pasirinkimo kriterijų, įtaką vertinimo procesui darančių veiksnių ir šių veiksnių įtakos verslo (akcijų paketo) vertei.

Buvo atlikta mokslinės literatūros, kurioje pateikiama vertinimo metodų, jų taikymo sričių ir ypatumų apžvalga.

Verslo vertinimo problemas analizuojantys mokslininkai (Verchovceva, 2016, p. 1 – 9) pažymi, kad yra trys, visuotinai pripažinti, požiūriai (metodai) įmonių vertės apskaičiavimui: pajamų, išlaidų ir lyginamosios (rinkos). Trumpai apibūdinti kiekvieną iš požiūrių būtų galima sekančiai (Nacionaliniai turto ir verslo vertinimo standartai, 2004, p. 79 – 80):

- **vertinimas pajamų požiūriu (*income approach*)** – bendras būdas nustatyti įmonės, įmonės dalies ar užstato vertę, pritaikant vieną ar daugiau būdų, pagal kuriuos vertė yra nustatoma įvertinant būsimą turta;
- **vertinimas rinkos požiūriu (*market approach*)** – bendras būdas nustatyti įmonės, įmonės dalies ar užstato vertę, taikant vieną ar daugiau metodų, kurie leidžia palyginti vertinimo objektą su panašiomis atviroje rinkoje parduotomis įmonėmis, įmonių dalimis arba užstatais;
- **vertinimas turto požiūriu (*asset - based approach*)** – tai verslo ir/ar nuosavo kapitalo vertės nustatymas, taikant įmonės turto, atmetus įsipareigojimus, vertinimo rinkos verte metodus.

Lietuvoje vertės apskaičiavimui naudojama „metodų“ sąvoka apimanti tris metodų grupes: pajamų, lyginamieji ir turto požiūrio metodai. Kiekvienas iš vertinimo metodų apima eilę vertės skaičiavimo būdų, taikomų apskaičiuoti įmonės (akcijų paketo) vertę. Visų trijų vertinimo metodų taikymas skiriasi tuo, kad yra naudojama skirtinga informacija, kuri surenkama tyrimo ir paties vertinimo metu. Būtų galima teigti, kad tos pačios įmonės vertė, apskaičiuota taikant skirtingus metodus ir skaičiavimo būdus, esant tobulos konkurencijos sąlygoms, turi būti vienoda. Tačiau dauguma rinkų yra netobulos, todėl vertės, apskaičiuotos skirtingais metodais, gali nesutapti. Ši aplinkybė patvirtina metodų ir veiksnių, kurie daro įtaką verslo vertės apskaičiavimui, pasirinkimo pagrindimo svarbą.

Visada tikslinga taikyti įmonės vertės apskaičiavimui visus tris vertinimo metodus, pagrindžiant, kuris iš vertinimo metodo objektyviai ir teisingai atspindi įmonės vertę (Domnina ir Savoskina, 2014, 18 – 23). Autorė pažymi, kad pagrindinė problema ir sunkumas bet kuriame vertinimo procese, yra tinkamo vertinimo metodo ir skaičiavimo būdo pasirinkimas. Nei vienas vertintojas negali būti šimtu procentų tikras, kad jo pasirinktu vertinimo metodu apskaičiuota rinkos vertė yra patikima, teisinga ir maksimaliai informatyvi. Šios autorių išvados patvirtina, kad vertinimo metodo parinkimas yra viena iš svarbiausių vertinimo proceso sudedamųjų dalių.

Norint identifikuoti kiekvieną iš vertinimo metodų, turime išsiaiškinti, o kuo yra paremtas kiekvienas iš verslo vertinimo metodų arba kokios sąlygos ar sampratos formuoja vieną ar kitą požiūrį į verslą. Paveiksle išskiriame tris formuojančias sąvokas arba prielaidas.



4 pav. Prielaidos formuojančios požiūrį į vertę (sudaryta pagal Domnina ir Savoskina, 2014)

Skirtingi autoriai savo darbuose nevienodai išskiria ir klasifikuoja vertės nustatymo metodus ir skaičiavimo būdus. V. Galasiukas (2010) straipsnyje aprašo vertės nustatymo metodus paremtus:

- pajamomis;
- rinka;
- turtu;
- opcionais.

R. Norvaišienė (2003) savo knygoje pateikia metodus paremtus:

- turtu;
- palyginimu;
- santykiniais rodikliais;
- pajamomis;
- opcionais.

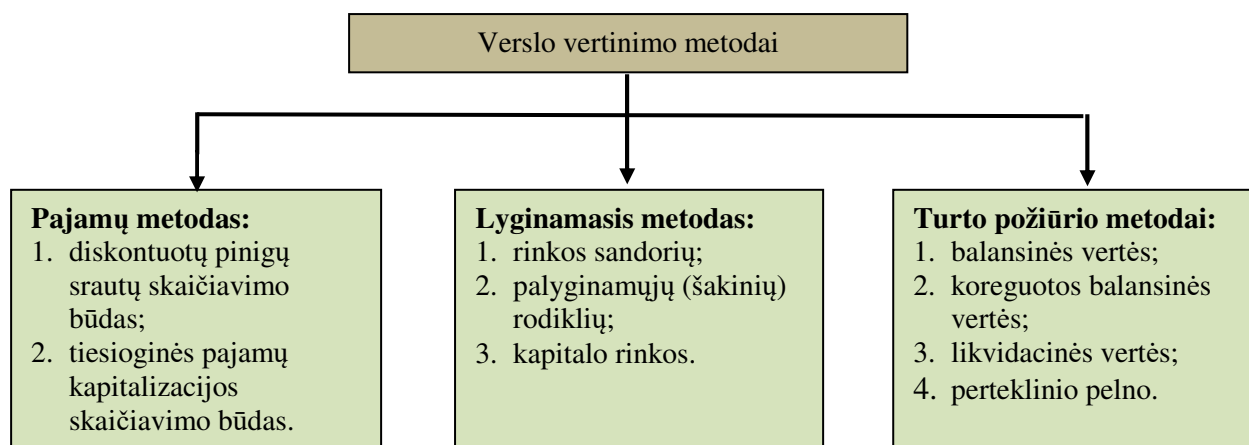
A. Damodaranas (2002) knygoje aprašo tris verslo vertinimo metodus:

- paremtą diskontuotais pinigų srautais;
- naudojant palyginamąją informaciją;
- opcionais pagrįstą požiūrį.

P. Fernandezas (2002) darbe įmonės vertinimo metodus klasifikuoja į sekančias grupes:

- buhalterinės vertės;
- paremtus pajamomis;
- paremtus pinigų srautų diskontavimu;
- opcionais;
- mišriu požiūriu paremti metodai.

Galima teigti, kad yra trys pagrindiniai vertinimo metodai, kurie apima eilę skaičiavimo būdų. Apibendrinant išanalizuotą literatūrą, susijusią su verslo vertinimo metodų ir skaičiavimo būdų klasifikavimu, galime pateikti bendrą, apjungiančią daugelio autorių požiūrį, verslo vertinimo metodų klasifikaciją:



5 pav. Vertinimo metodai (sudaryta pagal Galasiuk, 2010; Damodaran, 2002; Norvaišienė, 2003)

Literatūros analizės pagrindu galima daryti išvadą, kad verslo (akcijų paketo) vertė apskaičiuojama trimis pagrindiniais metodais. Pasirinktas verslo vertinimo metodas leidžia naudoti skirtingus verslo vertės skaičiavimo būdus (žr. 5 pav.).

Taikant konkrečius skaičiavimo metodus, reikia analizuoti ne tik šių metodų taikymo galimybes verslo (akcijų paketo) vertinimo procese, tačiau ir informacijos kiekį bei pobūdį. Turime įvertinti tiek pasirinkto metodo trūkumus, tiek ir privalumus, kuriuos identifikuojame, atskleidžiamo metodų stipriąsias ir silpnąsias puses, vidinių ir išorinių veiksnių įtaką. Vertinamo verslo apskaičiuota vertė priklauso nuo pateiktos ir surinktos iš nepriklausomų šaltinių informacijos, jos kiekio ir iš analizės, vertintojų profesionalumo ir gautų vertinimo rezultatų suderinimo. Todėl, pasirenkant vieną ar kitą vertinimo metodą, reikia būti susipažinus su jų įvairove ir ypatumais.

2.3.1. Pajamų metodai

Pajamų metodo pagrindas yra įmonės veiklos teikiamos naudos – būsimųjų pinigų srautų perskaičiavimas į verslo vertę. Šis metodas vertinimo procese naudojamas tais atvejais, kada įmonės turto naudojimo, kuriant ekonominę naudą, vertė parodys verslo vertę rinkoje. Pajamų metodas verslo vertinime apima verslo vertės nustatymą, apskaičiuojant dabartinę laukiamų pinigų srautų vertę, atsižvelgiant į tai, kad verslas kurs pinigų srautus ir ateityje, įskaitant pinigų srautus iš galimo verslo pardavimo (V. Galasiuk, 2010, p. 36 – 40). Kiti autoriai (Burkšaitienė, 1999, p. 16 – 29) teigia, kad naudojant pajamų metodus, nustatomas verslo dabartinių ir tikėtinų pajamų dydis, atsižvelgus į tikėtinų pajamų gavimo rizikos laipsnį.

Įmonės (akcijų paketo) vertės apskaičiavimui pajamų metodu gali būti taikomi įvairūs skaičiavimo būdai. Mokslinėje literatūroje išskiriami šie vertės skaičiavimo būdai:

1. diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo metodas;
2. tiesioginio pajamų kapitalizavimo skaičiavimo metodas.

Vieni autoriai pajamų metodo taikymą (Galasiuk, 2010, p. 36 – 40) sieja su dviem skaičiavimo būdais: kada diskontuojami prognozuojami pinigų srautai ir tiesioginio pajamų kapitalizacijos skaičiavimo būdu. Autorius teigia, kad verslo (akcijų paketo) vertinimo praktikoje vyrauja diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo būdas, kuris, skirtingai nuo kitų pajamų metodo skaičiavimo būdų, užtikrina lankstumą pinigų srautų prognozėse ir leidžia įvertinti didelį skaičių prielaidų.

Kiti autoriai diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo metodų grupei priskiria dividendų diskonto skaičiavimo būdą, diskontuotų pinigų srautų tenkančių akcininkų nuosavybei ir pinigų srautų tenkančių įmonei modelius (Legenzova, 2001, p. 109).

Po 1929 metų akcijų rinkos žlugimo, vertės skaičiavimas diskontuojant pinigų srautus įgijo populiarumą kaip akcijų vertinimo metodas. I. Fisheris (1930) savo knygoje „Interesų teorija“ ir J. B. Williamsas (1938) „Investicijų vertės teorijos“ tekste pirmą kartą buvo pateiktas diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo būdas (Arumugam, 2007, p. 9).

Verslo (akcijų paketo) vertę kuriantis pinigų srautas įvardinamas kaip laisvas pinigų srautas. Šį srautą sudaro įmonės pagrindinės (tipinės) veiklos pelnas atskaičius mokesčius ir pridėdant nepiniginės išlaidas, atsižvelgiant į apyvartinėms lėšoms ir turto įsigijimui skirtas investicijas. Šiame pinigų sraute neatsižvelgiama į finansinės veiklos (palūkanų, dividendų ir t.t.) pinigų srautus, o apibrėžiamas verslo kuriamas pinigų srautas tenkantis visiems kapitalo šaltiniams – tiek kreditoriams, tiek verslo savininkams. Šis pinigų srautas gali būti išreikštas formule:

$$FCF = EBIT - T - KI + NI - \Delta AK \quad (1)$$

Čia:

FCF – būsimieji pinigų srautai;

EBIT – pelnas prieš mokesčius ir investicinę veiklą;

T – pelno mokestis;

KI – kapitalo išlaidos (investicijos);

NI – nepiniginės išlaidos;

ΔAK – apyvartinio kapitalo pokytis.

Apskaičiuoti verslo generuojami pinigų srautai per prognozuojamą laikotarpį yra diskontuojami. Verslo vertė yra lygi įmonės piniginių srautų dabartinių verčių sumai:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + T \quad (2)$$

Čia:

V – įmonės verslo vertė;

FCF – pinigų srautai n-taisiais metais;

T – verslo tęstinumo vertė;

r – reikalaujama diskonto (gražos) norma;

t – metų faktorius.

Verslo tęstinumo vertei apskaičiuoti yra taikomas didėjančio laisvo pinigų srauto skaičiavimo būdas, kai verslo pinigų srautai po paskutinio prognozuojamojo laikotarpio nuolat didėja pastoviu dydžiu ir šio pinigų srauto kapitalizuota vertė yra laikoma tęstinumo verte, kuri diskontuojama apskaičiuojant dabartinę tęstinumo vertės reikšmę. Verslo vertė bus lygi visų prognozuojamų laikotarpių diskontuotų pinigų srautų dabartinei vertei.

Pereinant nuo verslo vertės prie akcininkų nuosavybės arba akcijų paketo vertės, būtina atlikti šiuos papildomus koregavimus:

Nuosavo kapitalo vertė = įmonės verslo vertė - su veikla nesusiję įsipareigojimai +/- skirtumai apyvartiniame kapitale - atidėtos kapitalines išlaidos + grynieji pinigai + su veikla nesusijusio turto vertė (3)

Diskontuotų gryųjų pinigų srautų skaičiavimo būdas, daugelio investuotojų, finansininkų, pačių verslo vertintojų nuomone, yra vienas iš patikimiausių ir dažniausiai taikomų įmonės vertės skaičiavimo būdų. Diskontuotų pinigų srautų metodas įvardijamas kaip labai galingas įrankis, kuris yra naudojamas ne tik įvertinti įmonę, bet ir nustatyti pirmojo viešojo siūlymo (IPO) ir kitų finansinių aktyvų kainą (Steiger, 2008, p. 1 – 2) vertę. Įvairių autorių literatūroje (Baker, 2011, p. 68 – 71) atlikti tyrimai leidžia teigti, jog diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo būdo taikymas plačiai naudojamas įvairiose šalyse. Tyrimai atlikti JAV nuo 1960 iki 2002 metų parodė, kad vidutinėse ir didelėse kompanijose šis metodas taikytas, kaip pavyzdį imant 2002 metus, 76 atvejais iš 100 apklaustų įmonių. Tokie patys rezultatai buvo gauti atlikus dviejų dešimčių skirtingų šalių įmonių veiklos įvertinimą privatizacijos, susijungimų bei įsigijimų, vertės valdymo principų taikymo, bendrųjų įmonių ir išformavimo tikslais. Gauti rezultatai aiškiai patvirtina, kad diskontuotų pinigų srautų metodo taikymas yra svarbi sprendimų priėmimo priemonė, vis dažniau pasirenkama visame pasaulyje (Burkšaitienė, 2007, p. 698). Kiekvieno prognozuojamo periodo pinigų srautų diskontavimas leidžia sumažinti šiuos srautus nustatyta diskonto norma, kuri įvertina neapibrėžtumą ir riziką, susijusią su

pinigų srautų prognozėmis. Diskonto normą galima apibūdinti kaip grąžą, kuri gali būti pasiūlyta investuotojoms, kad jie norėtų įsigyti įmonės akcijų. Ši grąža ir atspindės įmonės verslo rizikos dydį (Havnaer, 2012, p. 1 – 4). Literatūroje išskiriami keli požiūriai apimantys veiksmus, kuriuos reikia atlikti norint taikyti įmonės vertės apskaičiavimui diskontuotų pinigų srautų metodą.

Vieni autoriai (Begovic, 2013, p. 38 – 47) pažymi, kad būtina atlikti sekančius veiksmus:

- numatyti įmonės laisvą pinigų srautą;
- apskaičiuoti diskonto norma;
- diskontuoti numatomus pinigų srautus;
- nustatyti augimo tempus;
- apskaičiuoti įmonės tęstinumo vertę;
- apskaičiuoti tęstinumo vertės dabartinę vertę;
- įsipareigojimų vertę vertinimo dieną turėtų būti eliminuota iš dabartinės prognozuojamų pinigų srautų ir likutinės vertės sumos, taip gaunant nuosavybės vertę.

Kiti autoriai (Galasiuk, 2010, p. 36 – 40) praplečia veiksmų skaičių, juos detalizuojant:

- pasirinkti vertinimo modelį, apibrėžiant ar pinigų srautai tenka įmonei, ar akcininkų nuosavybei;
- analizuoti prieinamą informaciją apie verslo aplinką (pramonės, makroekonomikos, ir kt.);
- pasirinkti pinigų srautų tipą (nominalūs ar realūs) ir diskonto normą;
- verslo ir retrospektyvinių finansinės atskaitomybės dokumentų analizė;
- prognozuojamo laikotarpio trukmės pasirinkimas;
- finansinio modelio ir pinigų srautų prognozės sudarymas;
- tęstinumo vertės apskaičiavimo modelio sudarymas, atsižvelgiant šiuos faktorius:
 - ar vertinamas verslas bus tęsiamas;
 - ar bus parduodamas;
 - ar verslas bus likviduojamas;
- tęstinumo vertės prognozavimas;
- verslo rizikos įvertinimas pinigų srautų prognozėse arba diskonto normoje;
- tikėtinų pinigų srautų ir tęstinumo dabartinės vertės apskaičiavimas;
- įmonės nenaudojamo veikloje turto įvertinimas;
- vertės koregavimo veiksmai, įvertinant likvidumo ir kontrolės lygį.

Diskontuotų pinigų srautų metodo taikymas yra sudėtingas procesas, kuris reikalauja išsamios analizės, tačiau yra patikimas, plačiai taikomas vertinant visą įmonę ir atskirus investicinius projektus (Galinienė, 2005, p. 14 – 45). Metodas paremtas detaliam, kiekvieno finansinio elemento, susijusio su pinigų srautais, pardavimų, personalo, žaliavų, administracinių ir pardavimų sąnaudomis, paskolų prognoze. (Fernandez, 2002, p. 14 – 15). Analizuojant skirtingų autorių literatūrą, galima pateikti pakankamai daug nuomonių apie tai kada diskontuotų pinigų srautų metodo taikymas yra rekomenduojamas ir kada šį metodą taikyti nerekomenduojama.

A. Dzikevičius savo straipsnyje išskiria atvejus, kai rekomenduojama taikyti diskontuotų pinigų skaičiavimo metodą (Dzikevičius, 2008, p. 229 – 237):

- pelno ir pinigų srauto santykis turi didelę reikšmę įmonės vertei;
- einamieji pinigų srautai gali reikšmingai skirtis nuo būsimųjų pinigų srautų;
- įmonė pradanti verslą, nauja ir sparčiai besivystanti;
- įmonė yra potencialus įsigijimo objektas;
- įmonė įgyvendina investicinį projektą, kuris gali paveikti pinigų srautų charakteristikas.

Tuo pačiu autorius (Dzikevičius, 2008, p. 229 – 237) pažymi, kad norint korektiškai taikyti šį skaičiavimo metodą, reikia išskirti ir reikalavimus metodo taikymui:

- prognozuojamas laisvas pinigų srautas gali būti tiksliai nustatytas;
- laisvas įmonės pinigų srautas paskutiniaisiais prognozuojamo periodo metais bus teigiamas;
- laisvas pinigų srautas per prognozuojamą laikotarpį nebus neigiamas;

Kiti autoriai išskiria metodo teikiamas galimybes vertinimo procese (Galasiuk, 2010, p. 36 – 40):

- galima atsižvelgti į verslo plėtros perspektyvas, modeliuojant scenarijus;
- lankstus prognozavimo procesas, atspindintis pinigų srautų kitimo dinamiką per prognozuojamą laikotarpį;
- leidžia įvertinti pinigų srautų prognozės riziką;
- leidžia įvertinti verslo specifikos įtaką vertei;
- leidžia korektiškai įvertinti priimtų prielaidų visumą;
- leidžia įvertinti prestižo įtaką.

J. Wilsonas (Wilson, 1997, p. 1 – 7) išskiria šiuos metodo taikymo privalumus:

- teoriškai korektiškas;
- vertintojas turi galimybę modeliuoti ateities pinigų srautus;
- metodo taikymas leidžia įvertinti ateities pinigų srautų poveikį įmonės vertei.

L. Sinevičienė (Sinevičienė, 2007, p. 247 – 253) išskiria šiuos diskontuotų pinigų srautų metodo taikymo privalumus:

- metodas pagrįstas ateities vertinimu;
- atspindi įmonės versle naudojamo turto gebėjimą generuoti pajamas;
- tinka naujoms ir praeityje nuostolingoms, bet turinčioms perspektyvą įmonėms vertinti;
- parodo būsimų laikotarpių pinigų srautus, kurie yra svarbūs sprendžiant piniginių lėšų pakankamumo ir finansavimo klausimus;
- leidžia įvertinti riziką;
- metodo paprastumas ir aiškumas.

Literatūroje autoriai išskiria ir atvejus kada diskontuotų pinigų srautų metodas gali kelti įmonės verslo (akcijų paketo) vertės apskaičiavimui (Damodaran, 2012, p. 1 – 20) šias problemas:

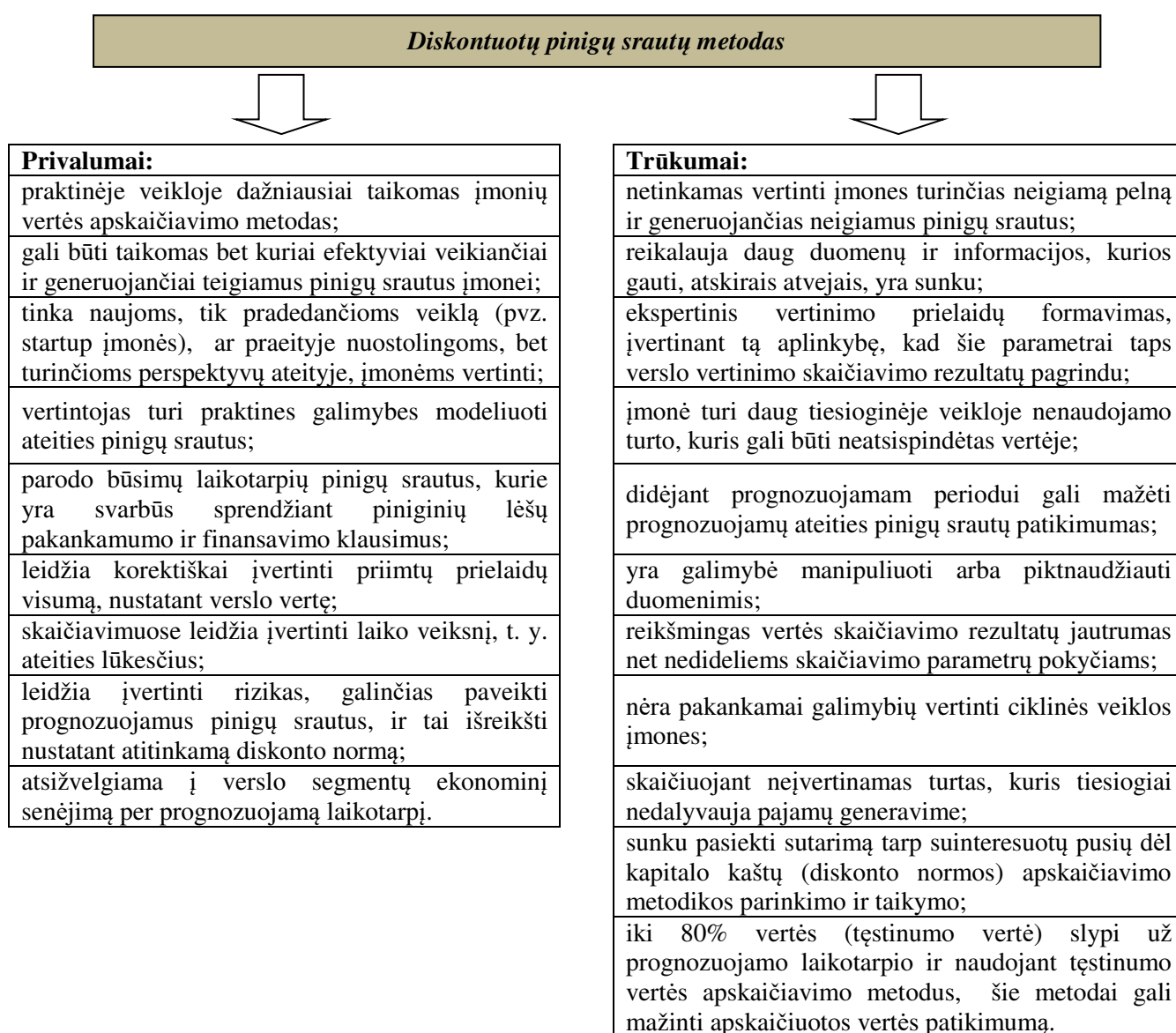
- įmonės pelnas, pinigų srautai neigiami ir tikėtina bankroto galimybė;
- ciklinės veiklos įmonės, kurių pelnas ir pinigų srautai seka ekonomiką - auga per ekonomikos pakilimą ir krinta ekonomikos nuosmukio metu;
- įmonės turi daug tiesioginėje veikloje nenaudojamo turto, kurio vertė gali būti neatsispindėta vertėje, apskaičiuotoje diskontuojant būsimus pinigų srautus;
- įmonė disponuoja patentais ar licencijomis, kurie nekuria pinigų srautų ir nesitikima, kad juos kurs ateityje;
- restruktūrizuojamos įmonės, kurios restruktūrizavimo procese dažnai parduoda dalį savo turto, įgyja kitą turtą, keičia savo kapitalo struktūrą ir dividendų politiką;
- privačios neįtrauktos į biržos prekybos sąrašą įmonės, kuriose susiduriama su rizikos įvertinimu diskonto normos apskaičiavimui.

Kiti autoriai (Galasiuk, 2010, p. 36 – 40) išskiria specifinius klausimus, kurie labai svarbūs ir daro įtaką vertės skaičiavimui:

- metodo taikymas reikalauja iš vertintojo aukštos kvalifikacijos ir patirties, nustatant didelį skaičių parametrų, kurie daro įtaką vertei:
 - verslo augimo tempai;
 - pelningumas;
 - rizikos lygis;
 - kapitalo investicijos;
 - likvidumo ir kontrolės premijos.
- pagrindinių vertinimo parametrų kitimo prielaidų formavimo ekspertinis būdas;
- vertės skaičiavimo rezultatų jautrumas net nedideliems skaičiavimo parametrų pokyčiams.

Nereikia pamiršti, kad yra galimybė manipuliavimo arba piktnaudžiavimo duomenimis (Wilson, 1997: 1 – 7) ir į tai, kad 80% vertės slypi anapus aiškaus prognozuojamo laikotarpio ir ši vertė yra apskaičiuojama naudojant tęstinumo vertės apskaičiavimo metodus, o šie metodai, geriausiu atveju, yra apytiksliai, o blogiausiu – visiškai netinkami.

Daugelis autorių pažymi, kad verslo sukuriamų pinigų srautų mastas, laikotarpis ir diskonto normos dydis yra labai dinamiški laiko atžvilgiu. Kiekvienas iš jų gali kisti priklausomai nuo staigių pokyčių, atsirandančių dėl metinio įmonės finansinio rezultato ar laipsniškai keistis dėl makroekonominių pokyčių. Įmonės pinigų srautų prognozavimo ir rizikų apskaičiavimo sunkumai, gali šį universalų skaičiavimo būdą paversti nepraktišku arba net ir neįmanomu taikyti. Pateikiami diskontuotų pinigų srautų metodo taikymo privalumai ir trūkumai:



6 pav. Diskontuoto pinigų srautų metodo privalumai ir trūkumai (sukurta pagal Galasiuk, 2010; Damodaran, 2006; Sinevičienė, 2007; Dziukevičius, 2008; Wilson, 1997)

Atlikus literatūros analizę galime daryti išvadą, kad diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo metodo taikymas turi privalumų ir trūkumų, tačiau daugelis autorių pažymi, kad tai yra pats patikimiausias būdas apskaičiuoti įmonės vertę. Diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo metodą galima naudoti net ir tais atvejais, kada šio metodo taikymas komplikotas ir turi trūkumų (žr. 6 pav.). Tokiais atvejais vertintojas turi būti kompetentingas, turėti pakankamą patirtį, kad susidorotų su tokių įmonių vertinimu. Eliminuoti, nepakankamai ar klaidingai įvertinti veiksniai, gali iškreipti vertinimo rezultatus, nuvesti prie neteisingai įvertinto verslo vertės rezultato ir iššaukti nepageidaujamas pasekmes.

2.3.2. Vertės skaičiavimo turto pagrindu metodai

Turto požiūrio metodų derinys – vertinimo metodas, grindžiamas ekonomikos principu, kada pirkėjas už turtą nemokės daugiau, nei kainuotų kitą tokio pat naudingumo turtą nusipirkti ar pasigaminti (Tarptautiniai vertinimo standartai, 2013).

Vieni autoriai pažymi, kad turto požiūrio taikymas verslo vertinime apima verslo vertės, atimant verslo įsipareigojimų vertę iš įmonės turto vertės, apskaičiavimą (Galasiuk, 2010, p. 36 – 40). Turto požiūrio metodas yra kiekvienos turto klasės arba turto vieneto ir įsipareigojimų vertinimas, rezultate apskaičiuojant grynąją turto vertę. Įmonės aktyvų ir pasyvų balansinė vertė dėl infliacijos, konjunktūros pokyčių, buhalterijos tvarkymo taisyklių kitimo ir kitų priežasčių neatitinka jų rinkos vertės (Galiniene, 2005, p. 252). Todėl įmonės vertės apskaičiavimui reikia atlikti įmonės balanso koregavimą taip, kad jis atspindėtų realią rinkos situaciją, įvertinant įmonės aktyvus ir įsipareigojimus. Iš apskaičiuotos aktyvų vertės atimami visi įmonės trumpalaikiai ir ilgalaikiai įsipareigojimai ir skaičiavimo rezultatas rodo įmonės akcininkų nuosavybės arba akcijų paketo rinkos vertę. Tai galima išreiškia formule:

$$\text{Akcininkų nuosavybės vertė} = \text{Įmonės aktyvų vertė} - \text{įmonės įsipareigojimų vertė} \quad (4)$$

Išlaidų (kaštų) metodą R. Legenzova (2001) aiškina kaip metodą, kurio pagrindas yra skaičiavimai, kiek kainuotų atkurti esamos fizinės būklės ir esamų eksploatacinių bei naudingumo savybių objektus pagal vertinimo metu taikomas darbų technologijas bei kainas (Legenzova, 2001, p. 107 – 109). Išlaidų (kaštų) metodo pagrindas yra išlaidų sumos, kurios reikia pakeisti arba atkurti vertinimo objektą, apskaičiavimas, įvertinant aktyvų nuvertėjimą (Korobkovas, 2013, p. 73 – 81). Tačiau šis metodas verslo vertinime nėra taikomas. Autorius (Korobkovas, 2013, p. 73 – 81) teigia, kad verslo vertinime galima apsiriboja šiais turto požiūrio metodais:

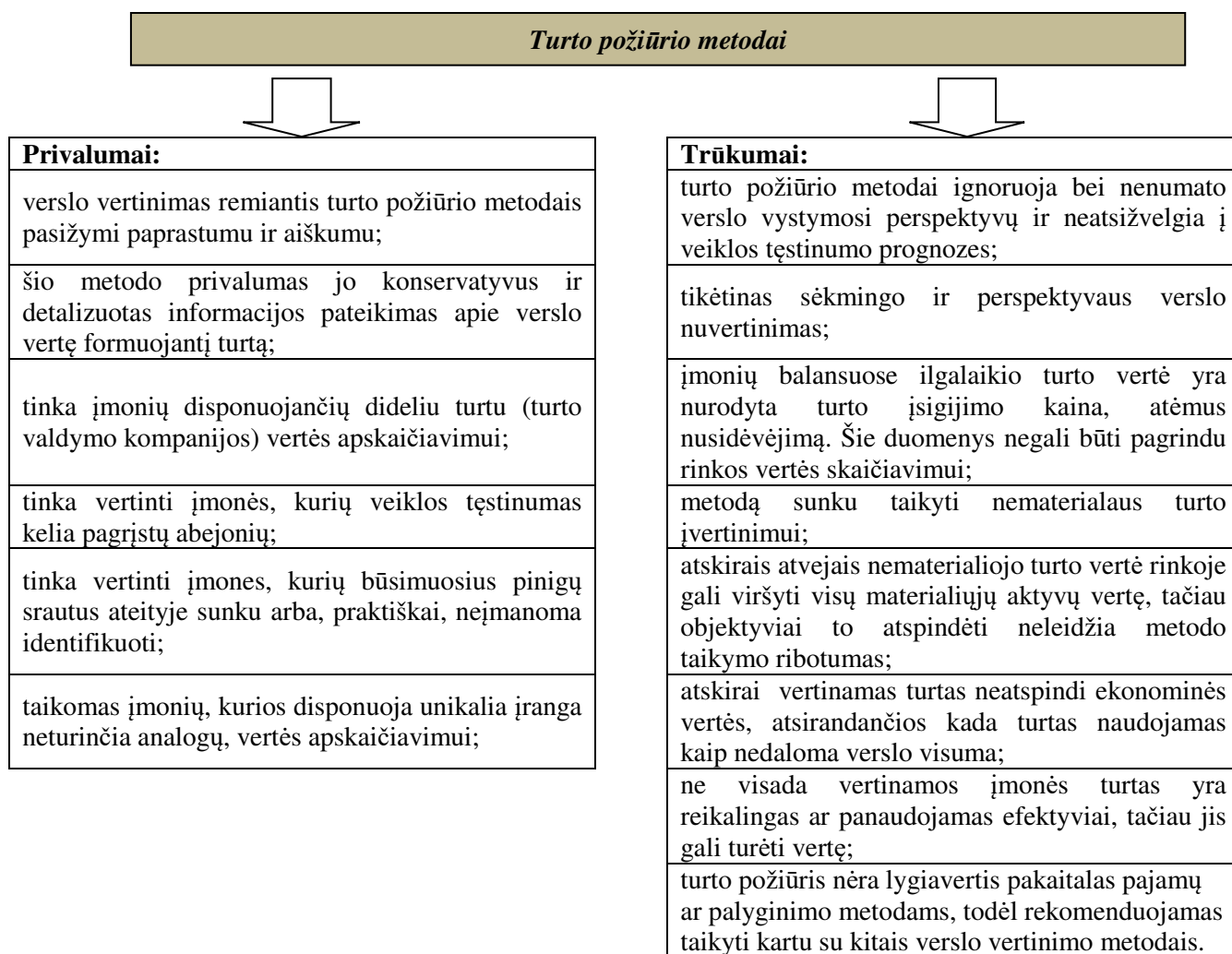
- grynosios turto vertės;

- likvidacinės vertės.

Grynosios turto vertės metodas, kaip ir balansinės vertės metodas, yra pagrįstas įmonės turimo turto struktūros analize. Naudojant šį metodą, balanso aktyvų straipsniuose nurodytas turtas koreguojamas iki rinkos vertės. Šis metodas taikomas tuo atveju, kai įmonė turi daug materialaus turto ir nėra patikimų istorinių duomenų apie pelną.

Likvidavimo vertės metodas taikomas kada yra pagrįstos abejonės, kad įmonės galės tęsti veiklą ateityje. Šis metodas leidžia nustatyti likvidacinę įmonės aktyvų vertę, atimant turto pardavimo sąnaudas ir bendrą įsipareigojimų vertę. Apskaičiuojant likvidacinę įmonės vertę, nematerialaus turto (verslo reputacijos) vertė prilyginama nuliui. Prieš atliekant įmonės aktyvų vertinimą yra užtikrinama, kad vertinimo dieną nėra turto ar įsipareigojimų, kurie neįrašyti į balansą.

Atlikus literatūros apžvalgą, paveiksle pateikiami pagrindiniai turto požiūrio metodų taikymo privalumai bei trūkumai.



7 pav. Turto požiūrio metodų taikymo privalumai ir trūkumai (sukurta pagal Galasiuk, 2010; Damodaran, 2006; Korobkovas, 2013; Šliogerienė, 2009)

Metodai, grįsti įmonės turto vertinimu, išsiskiria paprastumu, aiškumu, tačiau įmonė nėra statiškas vienetas, todėl neįvertinamos jos veiklos perspektyvos, augimo galimybės. Tokie kintamieji, kaip įmonės darbuotojų kompetencija, produkto konkurencingumas yra nematomi balanse ir turto pagrįsti metodai gali būti naudojami tik žemiausiai verslo vertei nustatyti.

Literatūros analizė rodo, kad turto vertės skaičiavimo metodai nėra plačiai taikomi ir populiarūs tarp verslo savininkų, išskyrus atvejus, kada siekiama nustatyti verslo likvidacinę vertę. Metodo taikymo ribotumas yra siejamas su tuo, kad įmonė vertinama kaip statiškas vienetas, neatsižvelgiant į ateities perspektyvas, augimo galimybes, nematerialų turtą, įmonės prestižą, klientų lojalumą, sukauptą patirtį, kompetenciją, produkto konkurencingumą ir kitus faktorius. Šie metodai neanalizuoja pelno ar pinigų srautų, kuriuos įmonė kuria šiuo metu ir planuoja kurti ateityje efektyviai naudodama savo turtą. Turto metodų taikymas negali pakeisti pajamų ar rinkos palyginimo metodų taikymo, siekiant objektyviai atspindėti vertinamo verslo vertę.

Verslo vertinimo veikloje išlaidų (kaštų) metodas arba turto metodai verslo (akcijų paketo) vertės skaičiavimuose nėra plačiai taikomi. Skaičiuojant vertę turto metodu įmonė analizuojama ne kaip veiklą vykdančias subjektas, o kaip tam tikro turto suma (Šliogerienė, 2009, p. 47).

2.3.3. Lyginamasis metodas

Mokslinėje ir teisinėje literatūroje lyginamojo (rinkos) metodo apibrėžimai yra labai panašūs. Turto ir verslo vertinimo metodikoje (2012) sakoma, kad „taikant lyginamąjį metodą turi būti palyginamos analogiško arba panašaus verslo sandorių kainos, t. y. surenkama informacija apie pastaruoju metu įvykusių analogiško verslo pirkimo – pardavimo sandorių kainas, įvertinami vertinamo verslo ir analogiško verslo, su kuriuo lyginamas vertinamas verslas, skirtumai ir daromos (jeigu būtina) verslo sandorių kainų pataisos laiko, kitų sąlygų, išreiškiančių vertinamo verslo ir analogiško verslo skirtumus“.

Moksliniuose straipsniuose yra įvairių lyginamojo metodo taikymo apibrėžimų. Pasak vieno autorių (Parham, 2012, p. 12 – 14) lyginamojo metodo idėja yra ta, kad verslo vertė gali būti nustatoma atsižvelgiant į lyginamas įmones, kurių sandorio vertės yra žinomos. Vertė gali būti žinoma, nes šių įmonių akcijomis yra prekiaujama viešai arba jos neseniai parduotos ir sandorio sąlygos atskleistos.

J. Šliogerienė (2009) daktaro disertacijoje teigia, kad įmonės vertę galima nustatyti lyginant vertinamos įmonės veiklą su kitomis analogiškėmis įmonėmis. Autorė teigia, kad lyginamojo metodo pagrindas yra vertinamos įmonės verslo parametrų pasirinkimas ir jų transformavimas į verslo vertę. Dažnai pasirinktų palyginamųjų įmonių absoliučių verčių nėra galimybių objektyviai palyginti, todėl

vertės yra konvertuojamos į standartizuotus rodiklius, kurie pritaikomi analizuojamos įmonės verslo vertės apskaičiavimui (Šliogerienė, 2009, p. 40).

Kiti autoriai pateikia savo lyginamojo metodo formuluotę (Korobkovas, 2013, p. 73 – 81) teigdami, kad lyginamasis (rinkos) metodas remiasi prielaida, kad vertinamos įmonės kaina rinkoje yra apibrėžiama pinigų suma, už kurią ji galėtų būti parduota efektyviai veikiančioje rinkoje. Išsivysčiusios finansų rinkos sąlygomis, įtrauktų į biržos prekybos sąrašą įmonių akcijų kainose yra atsižvelgta į veiksnius, tiesiogiai ar netiesiogiai darančius įtaką įmonės vertei. Tai leidžia maksimaliai tiksliai apskaičiuoti verslo vertę. Autorius pažymi, kad lyginamasis metodas susideda iš trijų skaičiavimo būdų: analogiškų įmonių palyginimo (kapitalo rinkų metodas), rinkos sandorių ir pramonės šakinių koeficientų metodas. Šiam skirstymui pritaria dauguma autorių (Galinienė, 2005, p. 255).

Įmonės analogo (kapitalo rinkos) metodas remiasi atviros vertybinių popierių rinkos kainomis. Lyginimo pagrindas yra įmonės (akcinės bendrovės) vienos akcijos kaina. Todėl šis metodas naudojamas nekontrolinio akcijų paketo vertės apskaičiavimui (Galinienė, 2005, p. 255). Palyginimo metodas remiasi pagrindiniais finansiniais ir ekonominiais vertinamo verslo parametrais: pajamomis, balansine nuosavo kapitalo verte, įvairiais pelno rodikliais (EBITDA, EBIT, grynasis pelnas), investuoto kapitalo dydžiu (Galasiuk, 2010 p. 36 – 40). Taip pat, kaip pažymi autoriai, reikia atsižvelgti ir į santykinius daugiklius, apskaičiuotus remiantis informacija apie sandorius panašių įmonių akcijomis. Įmonių įtrauktų į biržos prekybos sąrašą duomenys apie šiuos rodiklius yra vieši.

Lyginamojo (rinkos) metodo taikymas yra susijęs su įmonių analogų pasirinkimo kriterijų apibrėžimu:

- veiklos sritis (verslo linijos, prekės / paslaugos);
- veiklos apimtis (produkcija, pajamos, turto vertės);
- veiklos geografija;
- pajamų augimas (CAGR);
- ekonominis efektyvumas (ROA, ROE, ROIC);
- kapitalo struktūra ir kt.

Taip pat šio metodo taikymas apima šias sritis:

- verslo analizės ir pramonės šakos tyrimus;
- tinkamų analogų parinkimą;
- reikalingų multiplikatorių apskaičiavimą;
- verslo vertės apskaičiavimą skirtingais multiplikatoriais;
- gautų rezultatų analizę ir išvados formulavimą apie verslo vertę.

Lyginant panašią įmonių vertes, reikia šias vertes standartizuoti, paverčiant į bendrą kintamąjį. Palyginamųjų įmonių verslo rinkos vertės gali būti standartizuotos, naudojant pelno, pinigų srautų, balansinės vertės ar gaunamų pajamų daugiklius (Šliogerienė, 2009, p. 41). Dažniausiai naudojami daugikliai yra šie:

Pelno daugikliai:

- p/e (kainos ir pelno akcijai santykis);
- $ev/ebit$ (verslo vertės ir pelno prieš palūkanų mokėjimus ir pelno mokestį santykis);
- $ev/ebitda$ (verslo vertės ir pelno prieš palūkanų mokėjimus, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją santykis);

Buhalterinės vertės daugikliai:

- p/bv (nuosavo kapitalo vertės ir buhalterinės nuosavo kapitalo vertės santykis);
- ev/ak (verslo vertės ir atkūrimo sąnaudų santykis (Tobino Q santykis)).

Pajamų daugiklis:

- ev/ps (verslo vertės ir pinigų srautų santykis);
- $ev/sales$ (verslo vertės ir pardavimo pajamų santykis).

Lyginamojo metodo įmonių vertės skaičiavimuose taikymo praktika rodo, kad tai „patogus“ taikymui metodas (Parham, 2012, p. 12 – 14). Įmonės su panašiais produktais, geografija ir/ar verslo rizika, finansiniais rodikliais turėtų turėti ir panašias vertinimo ypatybes. Vartotojai, kurie nėra profesionalūs verslo vertintojai (advokatai, teisėjai, ir t. t.), gali lengvai suprasti šio metodo taikymo logiką ir yra linkę pripažinti šio metodo naudojimą. Tai yra suprantamas, nes lyginamojo metodo taikyme naudojami faktinių sandorių duomenys, o ne prognozės. Šie duomenys gali būti gauti, patikrinti, ir išbandyti. Sudėtingiausias matematinis veiksmas šiame metode yra daugyba.

Nors lyginamojo (rinkos) metodo privalumas yra paprastas taikymas, tačiau už šio paprastumo slypi eilė sunkumų, kurie šį požiūrį gali padaryti labai pažeidžiamu. Kaip pažymi M. Parhamas (2012), kartais neįmanoma gauti naujausių įmonių duomenų. Tai gali būti pagrindinė priežastis, dėl ko šis metodas nėra naudojamas vertinime. Įmonės gali būti labai neįprastos, mažos ir nėra jokių kitų, su kuriomis būtų galima palyginti vertinamą įmonę. Dauguma svarbiausių įmonės veiklos prielaidų ir rodiklių yra paslėpti.

Svarbus lyginamojo metodo taikymo bruožas yra metodo brangumas. Norėdamas teisingai atlikti vertinimą, vertintojas turi atlikti vertinamos įmonės ir kiekvienos iš lyginamųjų įmonių finansinę analizę. Analizė turi patikrinti duomenų palyginamumą. Daug laiko ir pastangų atima palyginamųjų įmonių parinkimas.

Apžvelgus literatūrą, pateikiami pagrindiniai lyginamojo (rinkos) metodo privalumai ir trūkumai.

Lyginamasis (rinkos) metodas



Privalumai:
lyginamojo (rinkos) metodo taikymas pasižymi paprastumu ir aiškumu;
tinka ir naudojamas įtrauktų į biržos prekybos sąrašą įmonių vertinime;
naudojamas kaip kontrolinis metodas palyginti su kitais metodais apskaičiuotais rezultatais.



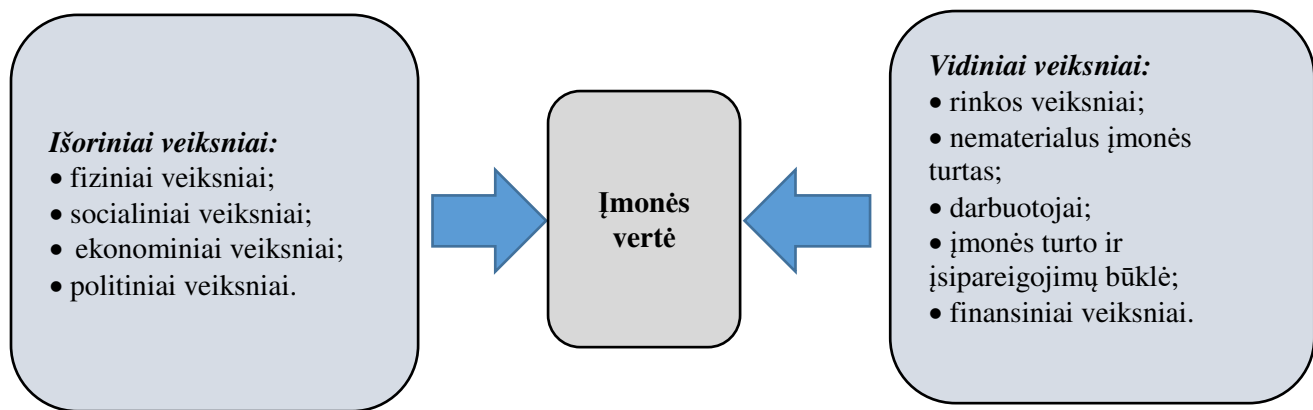
Trūkumai:
sunku parinkti lyginamąsias įmones;
ne visada yra galimybės gauti patikimą informaciją apie lyginamų įmonių sandorių aplinkybes;
pasirinktų lyginamų įmonių gali būti skirtingos finansinės rizikos;
sunku įvertinti pasirinktų įmonių specifines verslo aplinkybes, kurios nėra atskleidžiamos finansinėje atskaitomybėje;
retai naudojamas privačių, neįtrauktų į biržos prekybos sąrašą įmonių vertės apskaičiavimui;
neįvertina infliacijos poveikio pelno rodiklio multiplikatoriams;
skirtinga amortizacijos priskaitymo politika gali neteisingai arba klaidinančiai pateikti finansinius rodiklius (EBIT);
multiplikatoriai neleidžia įvertinti verslo vystymosi ateityje dinamikos;
multiplikatoriai neleidžia įvertinti skirtumų tarp vertinamos įmonės ir pasirinktų lyginamųjų įmonių;
Metodo taikymas yra, pakankamai, brangus, norint objektyviai taikyti maksimalų skaičių multiplikatorių, išreiškiančių galimas objekto vertes.

8 pav. Lyginamojo požiūrio metodų taikymo privalumai ir trūkumai (sukurta pagal Galasiuk, 2010; Damodaran, 2006; Korobkovas, 2013; Šliogerienė, 2009; Parham, 2012)

Metodas nėra toks lankstus arba pritaikomas kaip kiti metodai. Skirtingai nuo pajamų metodo, į lyginamojo metodo vertę kartais sunku įtraukti unikalias veiklos charakteristikas, kurios kuria įmonės vertę. Reikia pažymėti, kad, dažnu atveju, sandorio duomenų patikimumas yra abejotinas. Vertintojas turėtų, ypač privačių įmonių vertinimui, sandorius naudoti atsargiai.

2.4. Veiksnių įtaka įmonės vertei

Daugelis mokslininkų sutinka, kad verslo vertinimas yra unikalus ir reikalauja ne tik mokslinių, bet ir meninių žinių. Atsižvelgiant į tai, kad nėra universalios formulės, kuria būtų galima apskaičiuoti absoliučiai tikslią ir vienintelę įmonės vertę, būtina apžvelgti visą eilę veiksnių darančių įtaką vertės skaičiavimui. Mokslinėje literatūroje (Galiniene, 2005, p. 14 – 45, 177 – 243) išskiria sekančias verslo vertei įtaką darančių veiksnių grupes, į kurias būtina atsižvelgti vertinime:



9 pav. Įmonės vertei darantys įtaką veiksniai (sudaryta pagal Galinienė, 2004)

Išoriniai veiksniai:

- fiziniai veiksniai – tai veiksniai, kurie skirstomi į gamtinius, tokius kaip oras, vanduo, atliekos, radioaktyvioji tarša, ir visuomenės sukurtus, t. y. negamtinius veiksnius, prie kurių rankas prikišo žmogus;
- socialiniai veiksniai – tai veiksniai, kuriuos sudaro visuomenės elgsena, žmonių įpročiai ir demografinė situacija;
- ekonominiai veiksniai – tai ekonominiai pokyčiai, tokie kaip nedarbo, kainų, infliacijos lygis, kurie daro didžiausią įtaką turto bei verslo vertei;
- politiniai veiksniai – tai pramonės ir kitų verslų reguliavimas, finansinė politika ir mokesčiai, aplinkosaugos politika ir kt.

Vidiniai veiksniai:

- rinkos veiksniai – tai įmonės užimama rinkos dalis, konkurencijos pobūdis, paklausos ir pasiūlos būklė, vartotojai, jų perkamoji galia ir kiti veiksniai;
- nematerialus įmonės turtas – tai patentai, vartotojų lojalumas, verslo augimo potencialas ir kiti veiksniai;
- darbuotojai – tai vertę didinantys darbuotojų kvalifikacijos bei tikslų siekiai;
- įmonės turto ir įsipareigojimų būklė – įmonės valdomo turto vertė, įrengimų fizinis ir funkcinis stovis, atsargų, gautinų ir mokėtinų sumų apyvartumas;
- finansiniai veiksniai – tai vertės priklausomybė nuo istorinės, dabartinės ir prognozuojamos įmonės finansų būklės, finansinės atskaitomybės rodiklių.

Mokslinės literatūros analizė rodo, kad veiksnių įtaka vertės nustatymo metodų pasirinkimui yra nepakankamai nagrinėta. Rekomenduojama vertės pokyčių jautrumo analizė leidžia įvertinti vieno veiksnio pasikeitimo (didėjimo/mažėjimo) įtaką verslo vertei, tačiau neįvertina kitų veiksnių (veiksnių visumos) pokyčių įtakos. Kadangi kinta ne vienas, o keletas veiksnių, rekomenduojama taikyti

faktorinės analizės metodus. Šie metodai leidžia įvertinti ne vieno, o grupės veiksnių pasikeitimo įtaką vertinamos įmonės verslo vertei. Nors literatūroje pabrėžiama veiksnių, kurių pasikeitimas daro įtaką verslo vertės svyravimui, įvertinimo būtinumas, mokslininkai nepateikia šių veiksnių įtakos analizės verslo vertinimo procese mechanizmo. Pasigendama adaptyvaus modelio, kurio pagalba galėtų būti atliktas veiksnių įtakos verslo vertei vertinimas ir nustatytas galutinis (labiausiai tikėtinas) verslo vertės dydis (Kazlauskienė, 2005, p. 35).

Verslas — tai verslo ir turto kompleksas, kuriuo savininkas turi teisę disponuoti ir tai gali būti laikoma „vertinimo objektu“. Dažnai, apskaičiuojant įmonės vertę, atsižvelgiama tik į finansinėje atskaitomybėje pateikiamus duomenis. Tačiau reikia atkreipti dėmesį, kad yra daug informacijos, kuri nėra atsispindėta įmonės balanse ar kitų formų ataskaitose, tačiau ši informacija gali turėti reikšmingą įtaką apskaičiuojant įmonės vertę (Korenkova, Urbanikova, 2014, p. 942–951).

Literatūroje pateikiamas tyrimas (Berzkalne, Zelgalve, 2014, p. 887 – 896), kada vienu iš svarbiausių veiksnių gali būti žmogiškasis kapitalas, apmokyta, aukštos kvalifikacijos komanda, kuri papildomai sukuria pridėtinę vertę (grynųjų pinigų srautą).

Buvo atliktas 7 metų (2007 — 2011) intelektinio kapitalo poveikio vertei tyrimas, kuriuo buvo tiriamos 64 įmonės iš trijų šalių - Latvija, Estija ir Lietuva. Siekiant supaprastinti analizę, kaip nepriklausomi kintamieji buvo paimti šie veiksniai:

- žmogiškojo kapitalo efektyvumas (žmogiškojo kapitalo sukuriama pridėtinės vertės dalis);
- kapitalo struktūros efektyvumas (kapitalo struktūros santykis su pridėtine verte);
- skolinto kapitalo efektyvumas (pridėtinės vertės ir skolinto kapitalo santykis);
- bendras išsamus rodiklis, sumuojant trijų aukščiau paminėtų duomenis, kuris parodo pridėtinės vertės arba pinigų srautą, sugeneruotą panaudojant intelektinį kapitalą, pokytį.

Veiksnių poveikio įmonės vertei tyrimas taikant koreliacinę analizę parodė, kad tarp įmonės ir žmogiškojo kapitalo pridėtinės vertės, yra tiesioginis ryšys. Augant papildomiems pinigų srautams iš intelektinio kapitalo naudojimo, auga ir įmonės vertė.

Kitas veiksnys, kuris gali padidinti apskaičiuotą įmonės vertę, gali būti išlaidos inovacijoms. Inovacijomis gali būti nematerialus turtas, kuris dažnai nepripažįstamas finansinėje atskaitomybėje. Tačiau šiandieninėje ekonomikoje jis gali būti svarbus veiksnys papildomiems pinigų srautams ir didinti verslo vertę. Inovacijos yra skirtingai vertinamos finansų ir valdymo apskaitoje, apibūdina perspektyviausias įmones ir skaičiuojamos pinigais, kadangi naujovės gali generuoti pinigų srautus ilgainiui (Dagiliene, 2014, p. 589 – 593).

Daugelis autorių pažymi, kad vienas iš investicijų į įmonių akcijų paketus analizės būdų yra išsami finansinė įsigyjamos įmonės dabartinės veiklos analizė, kuri yra reikšminga, apskaičiuojant investitoriaus numatomą sumokėti kainą (Aleksejeva, 2015, p. 4 – 5). Autorė pažymi, kad investicinių

sprendimų priėmimo yra tikslinga naudoti naujus intelektualinius modelius, atsižvelgiant į įsigyjamo verslo kainą ir į kiekvienos iš sandorio šalių interesus, modeliuojant šalių prioritetus nepriklausomo vertinimo procese. Ši koncepcija sudaro pagrindą vertinimo veiklos gerinimui, taikant intelektualinius sprendimų priėmimo metodus ir leidžia ištirti mokslo siūlomų algoritmų efektyvumą verslo modeliavimo procesuose (Aleksejeva, 2015, p. 4 – 5). Verslo vertinimo sprendimų priėmimo įsigijimų procesuose metodai yra pagrįsti intelektualiniais modeliais, kurie sudaro ateities pajamų ir rizikų paskirstymo galimybę tarp investicinio sandorio šalių (Aleksejeva, 2015 p. 9 – 10). Pagrindinių verslo vertinimo veiklos bruožu yra verslo rinkos vertės rezultatų patvirtinimas taikant svertinių koeficientų metodą, kuris leidžia įvertinti įvairiais verslo vertinimo metodais gautus rezultatus ir pateikti išvadą apie galutinę verslo vertę. Tai patvirtina poreikį konceptualių verslo vertinimo modelių, algoritmų bei matricių paketų, priimančių sprendimus akcijų įsigijimo rinkoje (Aleksejeva, 2015, p. 16 – 17).

Kiti autoriai siūlo naudoti klasifikaciją, kurioje akcentuojamas ryšys tarp empirizmo ir teorijos, egzistuojantis įvairiuose sprendimų priėmimo metoduose. Tokiu atveju, sprendimų pasirinkimo metodus galime suskirstyti į šias grupes (Harumova, 2014, p. 158):

- empiriniai metodai (empiriniai-intuityvieji, empiriniai - analitiniai, ekspertiniai metodai);
- tikslūs metodai;
- euristiniai metodai.

Šių metodų apibūdinimas, strategijos bei kriterijai pateikiami paveiksle.

Sprendimų priėmimo metodai

Empirinis	
Strategija	Kriterijai
Bandymų ir klaidų	Remiasi išsamiais bandymais
Eksperimentų	Remiasi eksperimentų rezultatais
Patirties	Remiasi turimomis žiniomis
Konsultacijų	Remiasi profesionaliomis konsultacijomis
Įvertinimų	Remiasi apytikriais skaičiavimais

Euristinis	
Strategija	Kriterijai
Principų	Remiasi mokslinėmis teorijomis
Etikos	Remiasi filosofiniu sprendimu ir įsitikinimais
Atstovavimo	Remiasi bendrosiomis taisyklėmis
Prieinamumo	Remiasi ribota arba plačiai paplitusia informacija
Patvirtinimo	Remiasi prielaidomis ir šališkumu, ir jų pagrindimu

Tikslus	
Strategija	Kriterijai
Minimalios kainos	Remiasi pinigų, laiko ir energijos sumažinimu
Maksimalios naudos	Remiasi praktiškumo, funkcionalumo, patikimumo, kokybės, patikimumo pelno didinimu
Maksimalus pelningumas	Remiasi sąnaudų ir naudos santykiu

10 pav. Sprendimų priėmimo metodai (sukurta pagal Y. Wang, 2007)

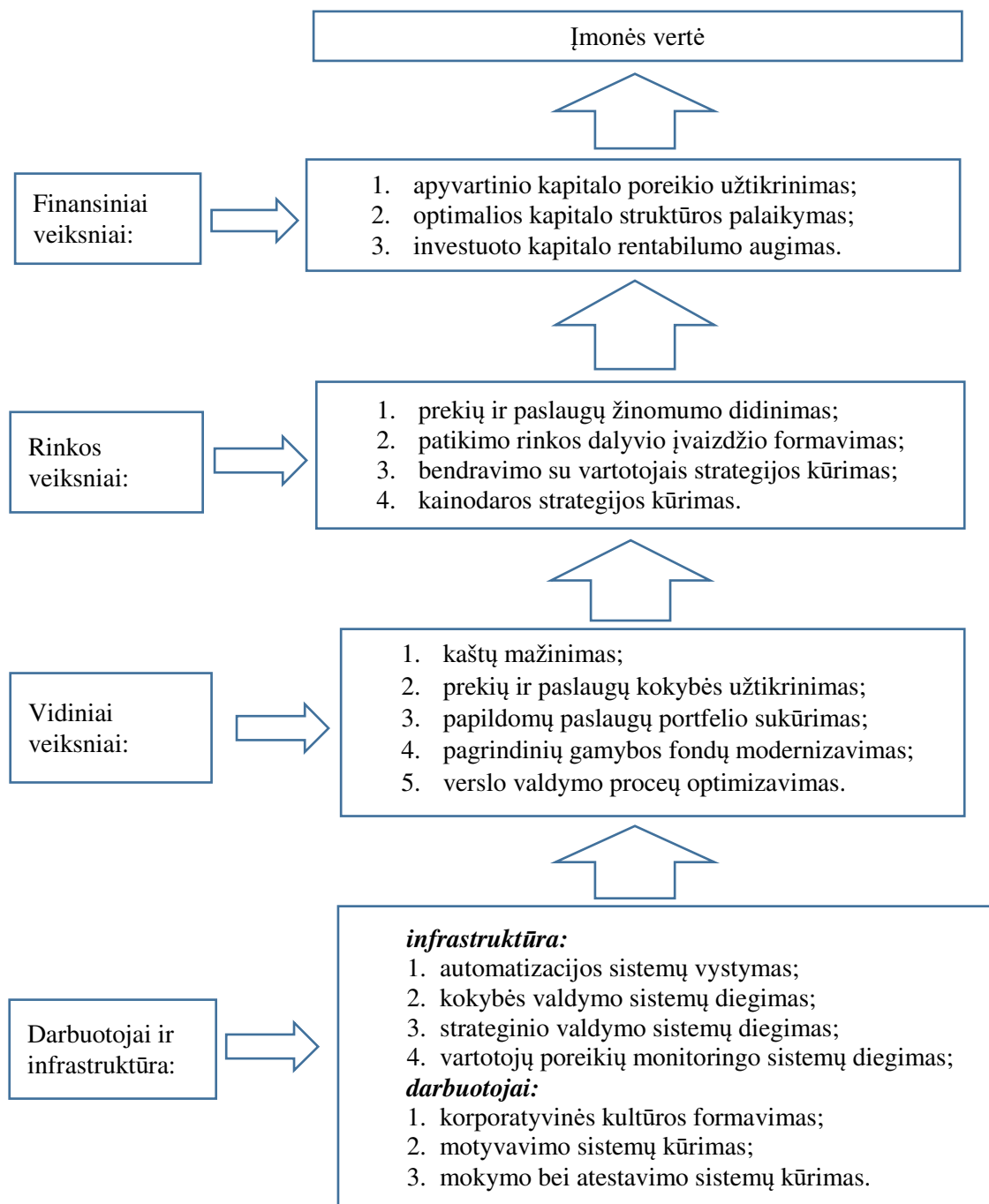
Naudojant įvairius verslo vertinimo metodus bei vertės skaičiavimo būdus yra būtina įgyvendinti principus, kurie yra būtini formuluojant išvadą apie vertinamo verslo ar akcijų paketo vertę:

- reikšmingumo principas;
- pagrindžiamumo principas;
- vienareikšmiškumo principas;
- patikrinamumo principas;
- pakankamumo principas.

Šie principai taikomi vertinimo ataskaitai, gali būti taikomi ir pačiam vertinimo procesui:

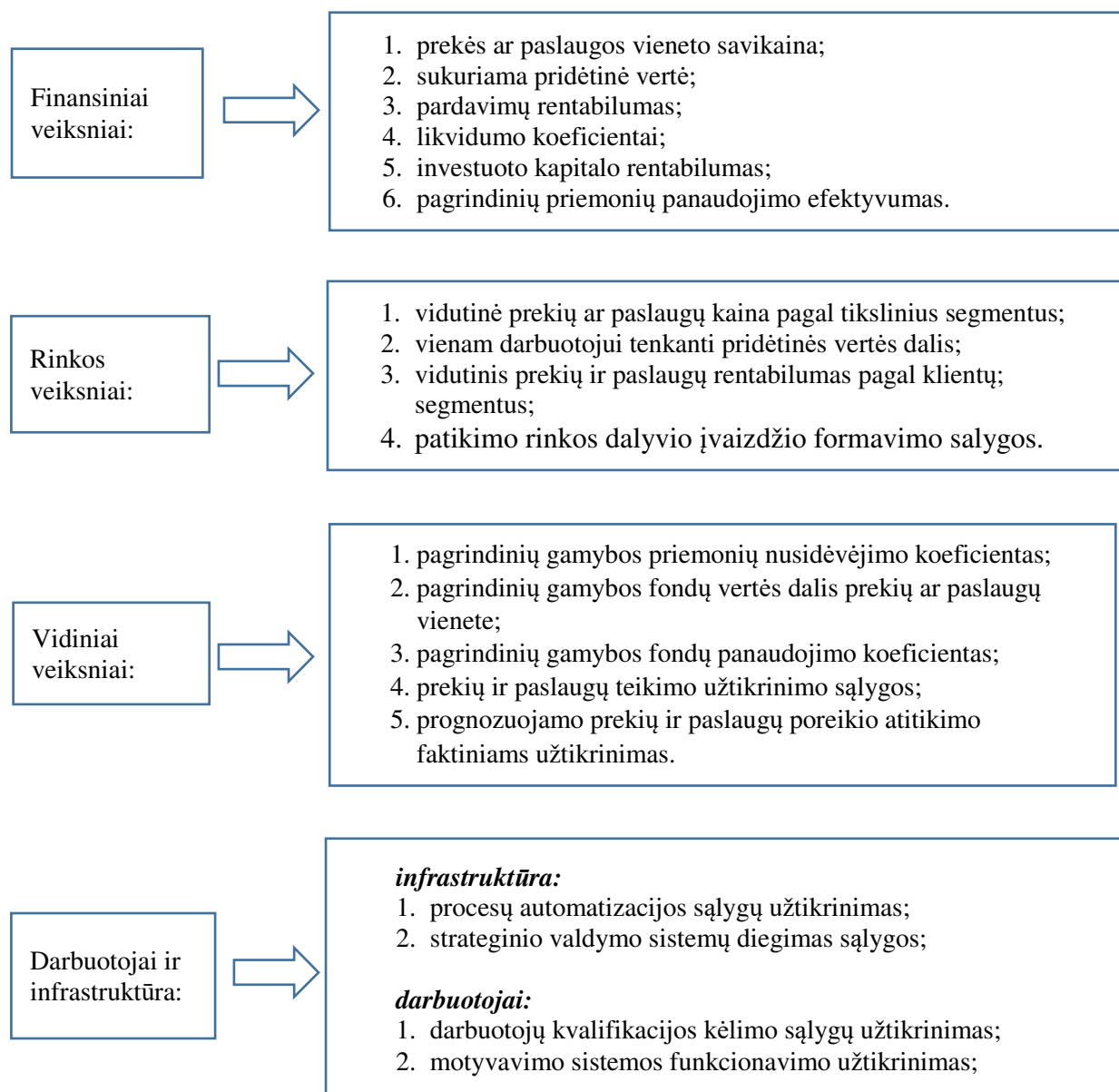
- vertinimo procese turi būti naudojama visa informacija, kuri turi įtaką vertės skaičiavimui (reikšmingumo principas);
 - visa vertinimo procese naudojama arba skaičiavimais gauta informacija, turi būti pagrįsta ir patvirtinta (pagrindžiamumo principas);
 - vertinimo procesas neturėtų leisti dviprasmiško aiškinimo sąvokų, apibrėžimų, duomenų, reikalingų ir naudojamų vertinimo procese (vienareikšmiškumo principas);
 - vertinimo procesas turi suteikti galimybę atkurti visus vertės skaičiavimus ir gauti analogišką rezultatą (patikrinamumo principas);
 - vertinimo procese, nustatant tarpinius ir galutinius rezultatus, turi būti naudojama tik tiems tikslams skirta informacija (pakankamumo principas).

Kiti autoriai (Denisova, 2009, p. 30-34) pristato verslo vertės valdymo koncepciją įmonėse, paremtą subalansuotų rodiklių sistema. Ši metodika paremta poreikiu sudaryti subalansuotą rinkinį piniginių ir nepiniginių rodiklių naudojamų įmonės vidaus valdyme. Ši metodika apima visus organizacijos veikimo aspektus ir leidžia organizacijai pereiti nuo strategijos prie veiksmų užtikrinant rezultato pasiekiamumą.



11 pav. Veiksniai darantys įtaką įmonės vertei (sukurta pagal Denisova, 2009)

Įmonės vertės kūrimo veiksmų grandinė turi būti identifikuojama kiekvieno iš veiksmų pasiekiamumą išreiškiančių rodiklių užtikrinimu.



12 pav. Veiksnius išreiškiantys rodikliai (sukurta pagal Denisova, 2009)

Verslo vertinimas įgyja institucinę prasmę tik tada, kai jis tampa įmonės vadovybės aktyvų valdymo darbo dalimi. Tai reiškia, kad visi pagrindiniai sprendimai turi būti aprobuoti verslo vertinimo metodų pagalba. Vieni ar kiti valdymo sprendimai gali turėti tiek įmonės vertės padidėjimo, tiek ir sumažėjimo pasekmes. Vadovai turi žinoti tikslius atsakymus į akcininkų klausimą: kokią įtaką vienoks ar kitoks sprendimas gali turėti verslo vertei?

Vertinimo metodo pasirinkimas priklauso nuo rinkos duomenų apie vertinimo objektą. Taigi, vertinimas, kaip organizacijos veiklos kontrolės ir stebėsenos funkcija, gali suteikti mums pilną vaizdą apie ekonominio pelno ir kapitalo prieaugį bei esamą kapitalo grąžą.

Įmonės veiklos efektyvumo vertinimas yra svarbus ne tik esamos būklės analizės procesui, bet ir analizuojant vertinamo verslo vystymosi gaires, galimus panaudoti rezervus ir gerinimo potencialą.

Mokslinėje literatūroje nėra vieningos nuomonės, kaip ir kokiais rodikliais ar kriterijais reikia įvertinti įmonės pagrindinės veiklos efektyvumą, ir kaip tai padaryti geriausiai (Slavinskaitė, 2012, p. 82 – 94).

Socialinių, ekonominių, organizacinių valdymo uždavinių sprendimas yra sudėtingas, apimantis daug kriterijų procesas, todėl įmonės veiklos efektyvumo vertinimui turi būti naudojamas ir įvertinimas ne vienas atskiras, o grupė savarankiškų, tarpusavyje nesusijusių rodiklių. Dėl šios priežasties yra labai svarbu pasirinkti visus įmonės veiklos efektyvumą apibūdinančius rodiklius.

Analizuojant tik pagrindinės įmonės veiklos efektyvumo rodiklius, galima išskirti tris bazinius kriterijus (Žvirblis, Mačerinskienė, Buračas, 2008, p. 82 – 92) - veiklos finansinis efektyvumas, finansinis suderinamumas ir pinigų srautų subalansuotumas. Lyginant kelių įmonių tipinės veiklos efektyvumą kelių rodiklių atžvilgiu, gali būti taikomi ir specialūs metodai kada keli rodikliai yra suvedami į vieną (Belli, 2004, p. 77 – 94). Vieno rodiklio formulavimas yra vienas svarbiausių ir sudėtingiausių sprendimo ieškojimo etapų, kuris reikalauja iš vertintojo ne tik patyrimo, nagrinėjamos srities išmanymo ir kūrybos elementų (Slavinskaitė, 2012, p. 82 – 94).

Rodiklių rinkinys leistų įvairiapusiškai įvertinti įmonės veiklos efektyvumą. Mokslinėje literatūroje pateikiama įvairių įmonės pagrindinės veiklos efektyvumo vertinimo rodiklių, kurie skiriasi tiek turiniu, tiek įmonės pagrindinės veiklos vertinimo pločiu bei gyliu. Tačiau ši rodiklių gausa gali sukelti ir sunkumų parenkant tinkamiausius rodiklius. Formuojant vertinimo rodiklių sistemą (Lydeka, Kavaliauskas, 2003, p. 88 – 99) išskiriami šie reikalavimai:

- poveikis nagrinėjamam objektui;
- lyginimo galimybė;
- paprastumas;
- tyrimo tikslai.

Pramonės įmonių veiklos efektyvumo tyrimo modelių analizė parodė, kad, nepaisant skirtumų, jie vis tiek turi bendrų bruožų:

- veiklos efektyvumo vertinimas remiasi įmonės vizija ir strategija;
- efektyvumas yra matuojamas tiek taikant finansinius, tiek ir nefinansinius rodiklius, kurių skaičius yra ribotas;
- veiklos efektyvumo vertinimas vykdomas, atsižvelgiant į įvairių grupių interesus (akcininkų, klientų, darbuotojų ir kt.);
- pažymi, verslo procesų orientacijos didėjimą klientų atžvilgiu;
- atskleidžia priežastinius ryšius tarp strategijos ir veiklos, tarp tikslų ir rezultatų.

3. TYRIMO METODOLOGIJA

Reikia pažymėti, kad verslo (akcijų paketo) vertės apskaičiavimas yra labai svarbus procesas, kuris užtikrina, kad investuotojas nemokės už įsigyjamą verslą daugiau nei tas verslas vertas. Tai yra neatsiejama nuo nešališko, kompetentingo, pagrįsto aiškėmis, patikrintomis prielaidomis, įmonės verslo ar įsigyjamo akcijų paketo vertinimo (rinkos vertės apskaičiavimo). Kiekvienas verslas savyje turi specifinius, tik tam verslui ar verslo segmentui priskiriamus arba susiformavusius ypatumus, kurie gali reikalauti specifinio požiūrio vertinant pasirinktą įmonę. Todėl ir pats vertės apskaičiavimo metodo ar metodų, kuriais bus apskaičiuojama įmonės verslo vertė, pasirinkimas nėra paprastas ir nesudėtingas procesas. Iš literatūros analizės galime susidaryti nuomonę, kad teorija ir vertinimo praktika siūlo daugybę verslo vertinimo metodų. Tačiau reikia atkreipti dėmesį į tai, kad autoriai tuo pačiu pabrėžia, kad nėra „geriausio“ ir „vienintelio“ vertinimo metodo, kuris vienareikšmiškai ir neginčijamai leistų atsakyti į visus vertinimo proceso metu kylančius klausimus, susijusius su rinkos vertės apskaičiavimu. Daugelis vertinimo procesus analizuojančių autorių pažymi, kad išsami vertinimo metodų pasirinkimo analizė leidžia vertės skaičiavimo rezultatus maksimaliai priartinti prie siekiamo tikslo, tikrosios rinkos vertės apskaičiavimo. Kiekvienas iš praktikoje taikomų vertinimo metodų turi savo silpnąsias ir stiprias puses ir vertinimo metodo parinkimas, apskaičiuojant verslo arba akcijų paketo rinkos vertę, priklausys nuo daugelio aplinkybių bei veiksnių.

Verslo vertinimo praktikoje sprendimas dėl vertinimo metodo parinkimo dažnu atveju priimamas remiantis patirtimi, bandymais ir klaidomis, intuicija, etika, konsultuojantis su nešališkomis trečiosiomis šalimis ir t.t. Autoriaus nuomone, vertintojo priimamas sprendimas dėl vertinimo metodo pasirinkimo gali būti rezultatas įvairių sprendimo priėmimo strategijų.

Tyrimo objektas. Veiksnių, kurie daro įtaką verslo (akcijų paketų) vertinimo metodų parinkimui, nustatymas ir pasirinkimo modelio sudarymas. Šis tyrimo objektas pasirinktas dėl dviejų svarbių priežasčių. Pirma, vertinant verslą skirtingais metodais, gauti rezultatai gali reikšmingai skirtis ir antra, besikeičiančios rinkos sąlygos ir aplinkybės kelia vertintojams naujus reikalavimus vertinimo proceso skaidrumo užtikrinimui, todėl vertinimo metodo pasirinkimo pagrindumas yra labai svarbi vertinimo proceso sudedamoji dalis.

Tyrimo tikslas. Nustatyti vertinimo metodo pasirinkimui įtaką darančius veiksnius, jų reikšmingumą ir sudaryti sprendimų priėmimo modelį.

Tyrimo uždaviniai:

1. remiantis ankstesniuose skyriuose atlikta literatūros analize sudaryti anketą ekspertams, identifikuojant vertinimo metodų pasirinkimą įtakojančius veiksnius ir kriterijus;

2. atlikti anketinę Lietuvos verslo vertinimo ekspertų – atestuotų verslo vertintojų apklausą;

3. įvertinti ekspertų nuomonės suderinamumą naudojant Kendall konkordancijos koeficientą W Kendallas (1990);

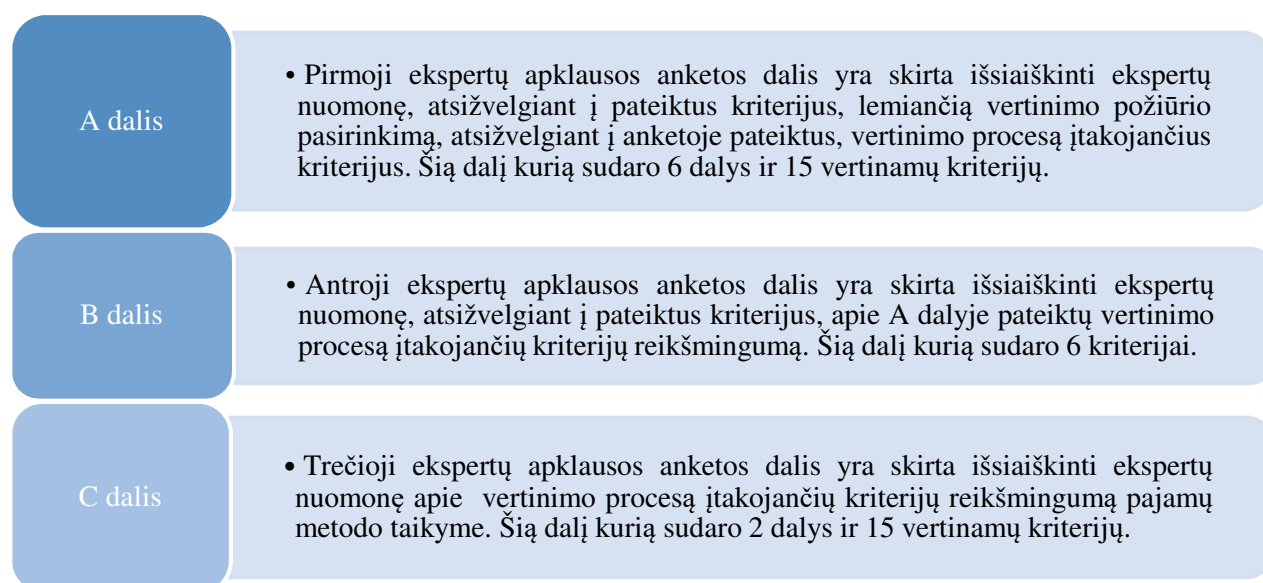
4. sustatyti verslo vertinimo metodo pasirinkimo modelį, remiantis nustatytais kriterijais ir jų reikšmingumu.

5. sudaryti skaičiavimo būdo pasirinkimo, pajamų metodo taikymui, modelį, remiantis nustatytais vertinimo kriterijais ir pasirinktų vertinimo kriterijų reikšmingumu;

6. Vertinimo metodo (skaičiavimo būdo) pasirinkimo matricos sudarymas.

Tyrimo metodai. Išsikeltiems tyrimo uždaviniams įvykdyti buvo pasirinktas kokybinis tyrimas ekspertų apklausa (anketa). Tai bendramokslinis metodas, plačiai taikomas įvairiose sferose, tokiose kaip technikoje, teisėje, karo moksle, ekonomikoje ir kt. Ekspertų metodo privalumas yra tai, kad ekspertai logiškai analizuoja kurią nors problemą, kiekybiškai vertindami ir formaliai apdorodami duomenis. Atsižvelgdami į ekspertų vertinimus, gali būti nustatomas jų nuomonių atitikimo laipsnis bei išvadų objektyvumas.

Taikomame tyrime buvo vykdomos ekspertų apklausa Anketa yra suskirstytas į tris pagrindines dalis A, B ir C. Anketos dalių apibrėžimas ir skirstymas pateikiamas paveiksle.



13 pav. Apklausos anketos dalys

Analizė, matematinė statistika ir sisteminimas naudojami anketos pagalba gautiems duomenims apdoroti. Gautų rezultatų pagrindu randami atsakymai į išsikeltus tyrimo uždavinius.

Tyrimo metu gautų duomenų analizė yra svarbi teoriniu ir pritaikomuoju požiūriu, nes leidžia patikrinti teorinius teiginius, išryškinti socialinių procesų bei reiškinių dėsningumus, kitimo tendencijas, o taip pat parengti moksliskai pagrįstas rekomendacijas. Atlikus apklausą gauti tyrimo duomenys buvo apdoroti kiekybinės analizės metodais. Kiekybinė analizė buvo pasirinkta,

atsižvelgiant į tai, kad šios analizės esmė yra bandymas suvesti sąvokas į skaičius, klasifikuoti jas, matuoti ir, naudojant statistinės analizės procedūras, analizuoti.

Tyrimo imtis. Audito, apskaitos, turto vertinimo ir nemokumo valdymo tarnybos prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos internetiniame puslapyje yra skelbiami 32 atestuoti verslo vertintojo kvalifikaciją turintys vertintojai, Lietuvos Respublikoje atestuoti verslo vertintojai yra skelbiami Audito, apskaitos, turto vertinimo ir nemokumo valdymo tarnybos prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos internetiniame puslapyje (Interneto nuoroda: <http://www.avnt.lt/veiklos-sritys/vertinimas/Vertintojai-ir-vertinimo-imonės/vertintojai-ir-j-asistentai-2/>).

Ekspertų apklausos dažniausiai būna ne anoniminės ir atrankos kriterijai ne atsitiktiniai. Ekspertams reikalingos ne tik specialios tiriamosios srities žinios, bet ir darbo tiriamoje srityje patirtis, kurią turi apibrėžtas skaičius ekspertų. Klasikinėje teorijoje teigiama, jog agreguotų sprendimų patikimumą ir priimančių sprendimą ekspertų skaičių sieja greitai gėstantis netiesinis ryšys. Įrodyta, jog agreguotų ekspertinių vertinimų moduliuose su vienodais svoriais nedidelės ekspertų grupės sprendimų ir vertinimų tikslumas nenusileidžia didelės ekspertų grupės sprendimų ir vertinimų tikslumui (Libby, 1978, p. 121 – 129).

Šiems kvalifikuotiems vertintojams buvo pateikta anketa, siekiant nustatyti šių ekspertų požiūrį į anketoje suformuluotus klausimus.

Imtį sudaro 32 verslo vertintojai ekspertai, kurių profesionali veikla siejama su įmonių verslo (akcijų paketų) vertės skaičiavimu. Čia respondentai yra specialistai, Lietuvos Respublikoje atestuoti verslo vertintojai, kurie yra skelbiami Audito, apskaitos, turto vertinimo ir nemokumo valdymo tarnybos prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos internetiniame puslapyje. Ekspertų apklausos dažniausiai būna ne anoniminės ir atrankos kriterijai ne atsitiktiniai.

Ekspertų skaičius. Kaip ankščiau paminėta, Audito, apskaitos, turto vertinimo ir nemokumo valdymo tarnybos prie Lietuvos Respublikos finansų ministerijos internetiniame puslapyje yra skelbiami 32 atestuoti verslo vertintojo kvalifikaciją turintys vertintojai. Atsižvelgiant į metodologines prielaidas, suformuluotas klasikinėje testų teorijoje, kurioje teigiama, jog agreguotų sprendimų patikimumą ir priimančių sprendimą (šiuo atveju ekspertų) skaičių sieja greitai gėstantis netiesinis ryšys. Įrodyta, jog agreguotų ekspertinių vertinimų moduliuose su vienodais svoriais nedidelės ekspertų grupės sprendimų ir vertinimų tikslumas nenusileidžia didelės ekspertų grupės sprendimų ir vertinimų tikslumui (Libby, 1978, p. 121 – 129). Todėl visiems Lietuvoje atestuotiems ir turintiems verslo vertintojo kvalifikaciją ekspertams buvo pateikta anketa, siekiant nustatyti šių respondentų požiūrį į anketoje suformuluotus klausimus.

Tyrimo organizavimas.

Tyrimo eigos išdėstymas pagrįstas informacijos rinkimo nuoseklumu. Tyrime bus naudojamas netiesioginės apklausos metodas – šis metodas pasižymi tuo, kad nėra tiesioginio bendravimo su respondentu, klausimynas šiuo atveju bus pateikiamas elektroninės apklausos principu. Susitarus dėl anketų užpildymo, anketos išsiunčiamos respondentams elektroniniu paštu, pateikiant nuorodą į anketą internete. Anketa taip pat yra patalpinama elektroninėje www.apklausa.lt svetainėje. Tokio apklausos būdo pasirinkimas yra susijęs su tuo, kad nereikalauja didelių kaštų, taip pat jo pagalba gana greitai ir patogiai yra pasiekiamas reikiamas respondentų skaičius. Taip pat pažymėtina, kad šie respondentai yra, pakankamai, tiksliai identifikuojami.

Tyrimo laikotarpis. 2016 metų spalio mėnesio 20 – 31 dienomis.

4. VERSLO VERTINIMO METODŲ TINKAMUMO TYRIMAS

Šiame skyriuje bus siekiama sudaryti vertinimo metodų bei skaičiavimo būdų pasirinkimo modelį. Apibendrinant atliktos literatūros analizės rezultatus matome, kad nei teorijoje, nei praktikoje nėra aiškaus ir įtikinančio atsakymo – kaip turi būti pasirenkamas metodas ir traktuojami šiais metodais apskaičiuoti rezultatai. Visoje apžvelgtoje literatūroje, šios problemos sprendimus būtų galima suskirstyti į šias grupes:

- kada metodų pasirinkimo problema ignoruojama;
- jeigu problema pripažįstama, tada:
 - nekonkretizuojant (dažniausiai tradiciškai arba remiantis patirtimi) pasirenkami du, visuotinai priimtini, vertinimo metodai;
 - metodų pasirinkimui naudojamos standartinės rekomendacijos, kurios aprašomos valstybės institucijų priimtuose norminiuose aktuose reguliuojančiuose vertinimo veiklą.

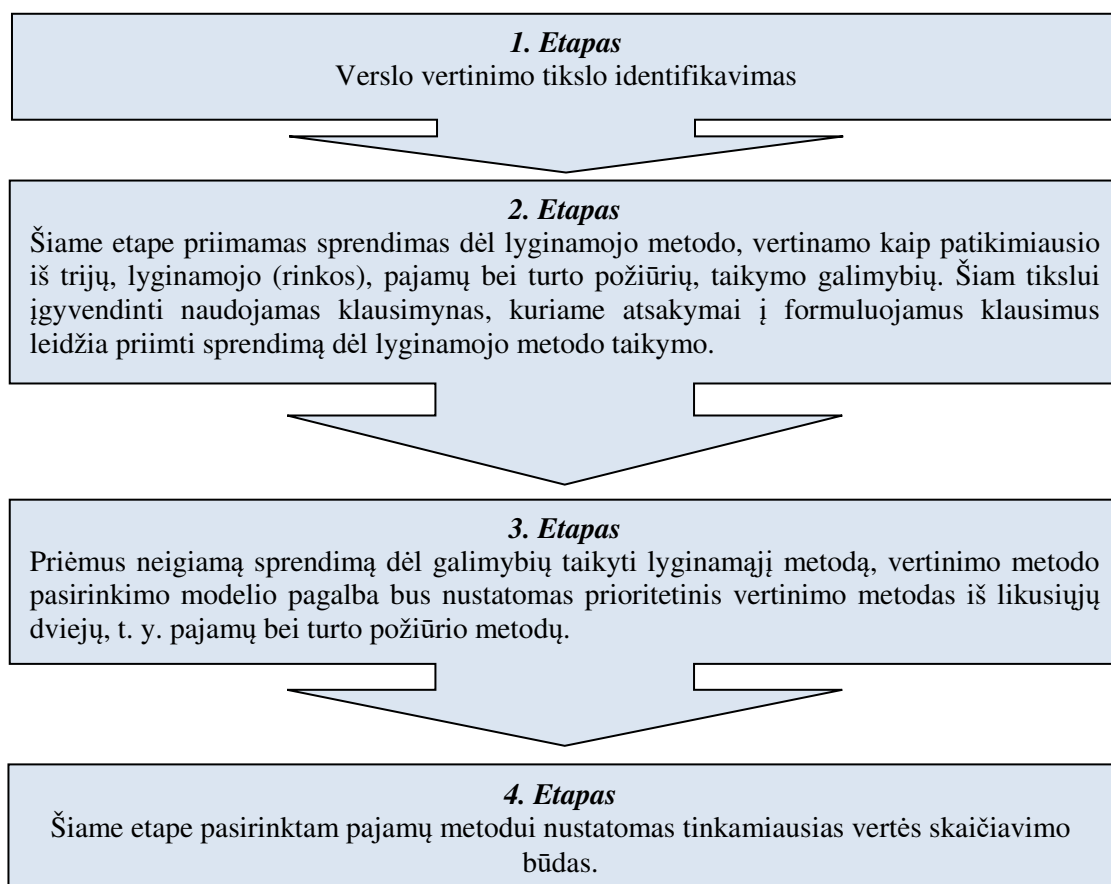
Verslo vertinimo praktikoje sprendimas dėl vertinimo metodo parinkimo dažniausiai priimamas remiantis patirtimi, bandymais ir klaidomis, intuicija, etika, konsultuojantis su nešališkais trečiosiomis šalimis ir t. t. Vertintojo priimamas sprendimas dėl vertinimo metodo pasirinkimo gali būti rezultatas įvairių sprendimo priėmimo strategijų.

Šiame darbe sudarytas sprendimo priėmimo empirinis modelis sukurtas remiantis kelių autorių pateikiamais sprendimų priėmimo modeliais, juos apjungiant. Modelio struktūra yra sudaryta kaip sprendimų medis, kuris grindžiamas atsakymais į pateiktus klausimus, o atsakymai lemia metodų pasirinkimo rezultatus:

- rekomenduojamas vertinimo metodo pasirinkimas;
- tinkamas metodo bei tinkamo skaičiavimo būdo, pasirinkimas;

Sprendimų priėmimo modelio taikymas yra susijęs su sprendimų priėmimu analizuojant tiek pačius sprendimus įtakančius išorinius bei vidinius veiksnius, tiek ir finansinius rodiklius, kurie įtakoja sprendimo priėmimą ne tik metodo, bet ir vertės skaičiavimo būdo pasirinkimui. Modelis remiasi tiek ekspertiniais vertinimais, tiek ir konkrečios įmonės finansinių rodiklių skaičiavimais ir šių rodiklių analize. Modelio taikymo principas yra rekomendacijų teikimas, atsižvelgiant į modelyje pateiktų klausimų atsakymus. Yra formuluojami dviejų tipų klausimai: uždari klausimai, į kuriuos formuluojami atsakymai tik taip / ne ir atviri klausimai kuriuose atsakymai gali būti pateikiami tiek vieno ar kito kriterijaus reikšmingumo, pasitelkiant verslo vertinimo srities ekspertus, tiek skaitine išraiška (finansiniai rodikliai). Modelyje gali būti naudojami tiek santykiniai, tiek ir absoliutūs rodikliai.

Reikia pažymėti, kad dalis modelyje pateikiamų klausimų reikalauja ir subjektyvaus vertintojo požiūrio, kad būtų galima atsakyti į kai kuriuos iš modelio klausimų. Klausimai gali būti formuojami anketiniu principu. Norėdami nustatyti skirtingų vertinimo metodų pasirinkimą įtakojančių veiksnių reikšmingumą, turime formuluoti skirtingų vertinimo metodų pasirinkimo kriterijus apibūdinančius klausimus arba prielaidas, kurie apibūdintų metodų taikymo privalumus ar trūkumus. Vertintojas atsakydamas į pateiktus klausimus išreiškia savo požiūrį į vertės apskaičiavimo galimybes vienu ar kitu vertinimo metodu. Sprendimo priėmimas dėl tinkamiausio metodo bei skaičiavimo būdo yra atliekamas keliais etapais:



14 pav. Sprendimo priėmimo modelio etapai

Atviri klausimai yra susiję su individualiais požymiais, identifikuojančiais įmonės ar verslo aplinką, kuri yra svarbus faktorius tinkamo vertinimo metodo pasirinkimui.

Metodo pasirinkimą lemiančių veiksnių tyrime buvo naudojami pardavimų bei pinigų srauto augimo rodiklių analizė, pelningumo rodiklių palyginimai su rinkoje (sektoriuje) vyraujančiais, dividendų išmokėjimo rodikliai bei kiti įmonės veiklą identifikuojantys rodikliai.

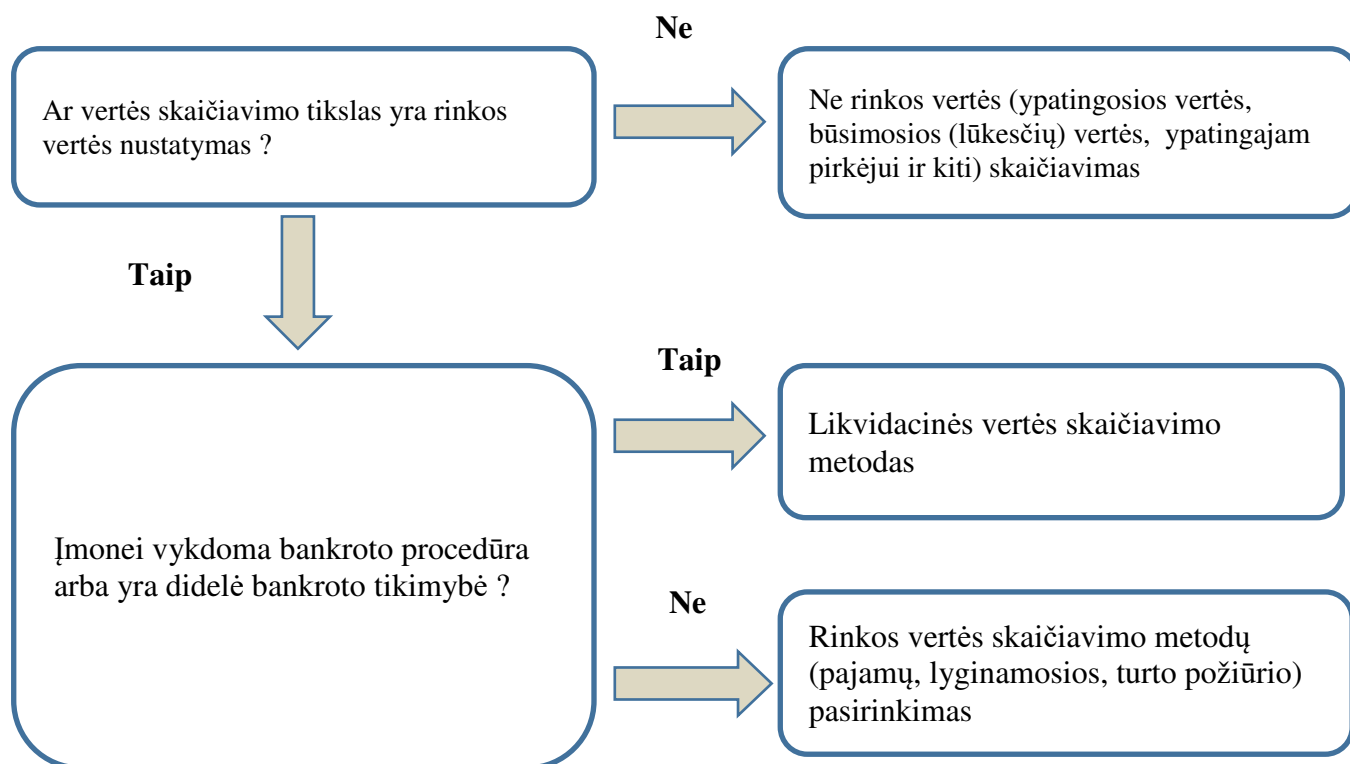
Vertinimo metodų pasirinkimo sprendimo modelio taikymo etapų įgyvendinimo pagrindimas, detalizavimas bei tyrimų rezultatų analizė pateikiama toliau tekste.

4.1. Verslo vertinimo objekto ir tikslo identifikavimas

Daugelis autorių, analizuojančių vertinimo procesą, sutaria, kad pirmas klausimas, kuris keliamas vertinimo metodų pasirinkime, yra identifikuoti vertinimo objektą, jo teisinį statusą ir vertinimo tikslą, t. y. apibrėžti koku tikslu atliekamas verslo (akcijų paketo) vertinimas. Galima išskirti šiuos pagrindinius vertinimo objektą ir užduotį apibūdinančius faktorius:

- vertė, kurios tikimasi (rinkos, investicinė, būsimoji, tam tikram pirkėjui, ypatingoji);
- vertinimo data arba vertės apskaičiavimo diena;
- rinkos vertės apskaičiavimo tikslas (įkeitimui, finansinės atskaitomybės sudarymui, nuosavybės teisės perleidimui, apmokestinimui).

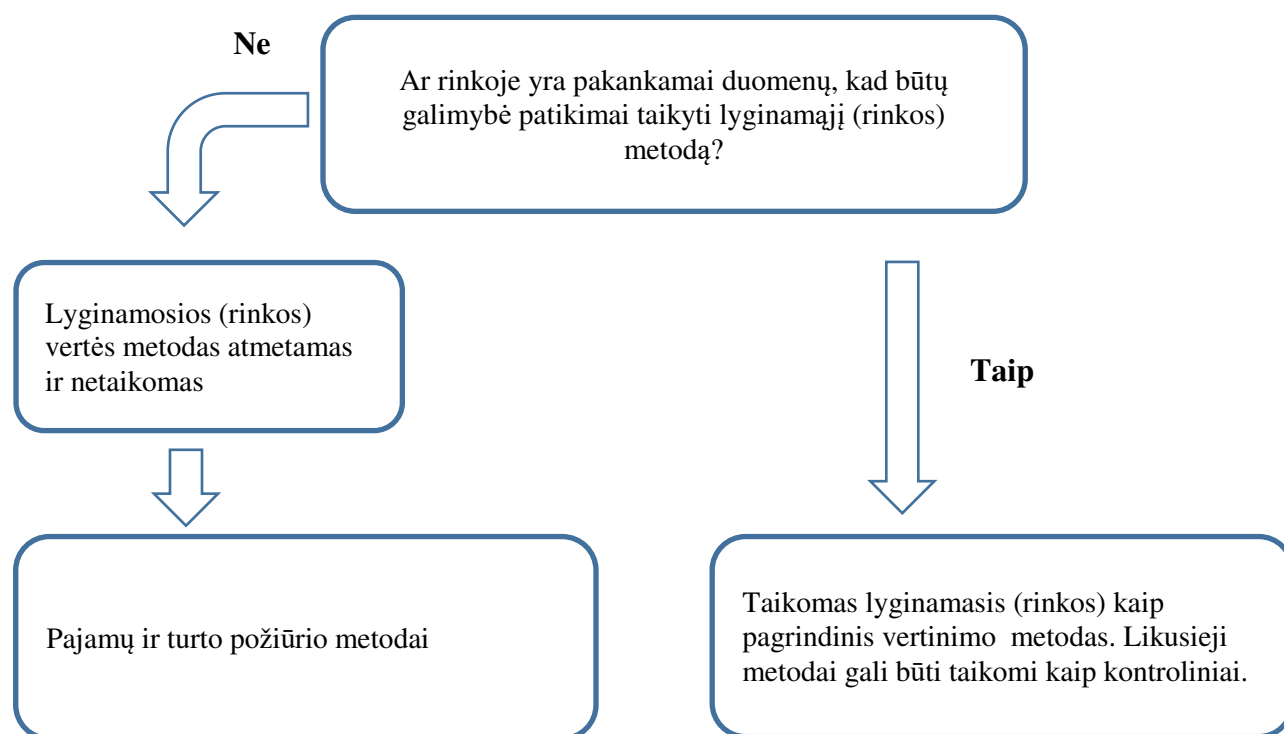
Identifikavus vertinimo objektą ir vertinimo tikslą, turime atsakyti į klausimą: ar įmonė yra bankrutuojanti arba yra didelė bankroto tikimybė? Pirmojo etapo sprendimo priėmimo schema pateikiama 15 paveiksle.



15 pav. Pirminės vertinamos įmonės analizės struktūrinė schema

4.2. Sprendimo dėl lyginamojo metodo taikymo priėmimas

Lyginamasis (rinkos) metodas daugelio autorių, analizuojančių verslo vertinimo problematiką, ir verslo vertinimo praktikų nuomone laikomas tiksliausiu bei galinčiu objektyviausiai atspindėti rinkos vertę. Todėl vertintojas turi tiksliai formuluoti kriterijus, kurie leistų įvertinti lyginamojo metodo taikymą verslo (akcijų paketo) vertės apskaičiavimo procese. Vertinami kriterijai pateikiami 16 paveiksle.



16 pav. Lyginamojo metodo taikymo pagrindimas

Analizuodami sprendimo dėl lyginamojo (rinkos) metodo taikymo / netaikymo priėmimo aplinkybes, turime pateikti analizę veiksnių leidžiančių daryti pagrįstą išvadą dėl tokio sprendimo. Lentelėje (žr. 1 lent.) pateikiami veiksnių apibrėžimai, leidžiantys priimti sprendimą dėl šio metodo taikymo / netaikymo. Skirtingų autorių pateikiama lyginamojo metodo taikymo trūkumų analizė (Galasiuk, 2010; Damodaran, 2006; Korobkovas, 2013; Šliogerienė, 2009; Parham, 2012; Galinienė, 2005), kuri yra pateikta šio darbo ankstesniuose skyriuose, leidžia apjungti pateikiamus metodo taikymo trūkumus į kelis klausimus. Atsakymai į šiuos suformuluotus klausimus leidžia priimti sprendimą dėl lyginamojo metodo taikymo galimybių. Formuluojami klausimai sprendimo priėmimui yra pateikiami 1 lentelėje.

1 lentelė. Lyginamojo metodo taikymo galimybių vertinimas (sudaryta pagal Galasiuk, 2010; Damodaran, 2006)

Kriterijus	Veiksniai	Taip	Ne
Ar galima teigti, kad rinkoje yra pakankamai lyginamųjų objektų, su kuriais galima patikimai palyginti vertinamą objektą?	Ar vertinama įmonė yra įtraukta į biržos prekybos sąrašą?		
	Ar yra patikima informacija apie pasirinktų lyginamųjų objektų pirkimo - pardavimo sandorių kainas?		
	Ar lyginamieji objektai yra panašūs pagal ekonominius, techninius, materialinius ir kitus parametrus?		
	Ar yra patikimos informacijos apie lyginamųjų objektų parametrus, kuri leistų palyginti objektus darant reikalingas pataisas?		

Atsakant į lentelėje suformuluotus klausimus, vertintojas turi turėti pakankamai informacijos, kad galėtų priimti teisingą sprendimą ir atsakyti į pateiktus klausimus. Kiekvienas klausimas savyje turi pakankamą skaičių veiksnių, kurie susiję lyginamųjų objektų veikla. Veiksniai, kurie turi įvertinti:

- veiklos sritys, atsižvelgiant į tai, kad įmonės, dažnai, generuoja pajamas iš kelių veiklų;
- pajamų struktūra, siekiant identifikuoti pagrindines kryptis, kuriančias įmonės vertę;
- įmonės veiklos geografija, ar įmonė veikia lokaliai ar globaliai;
- prekių ir paslaugų asortimentas, kuris generuoja didžiausią dalį pajamų;
- gyvavimo ciklo etapas;
- įmonės finansinė padėtis, pagrindiniai finansiniai rodikliai;
- kapitalo struktūra;
- gamybiniai pajėgumai ir jų panaudojimas;
- turto struktūra.

Jeigu vertintojas analizuodamas ir atsakydamas į klausimus lentelėje (žr. 1 lentelę) nurodyta tvarka, bent į vieną iš jų atsako neigiamai, galima priimti sprendimą, kad lyginamojo metodo taikymas ir gauti rezultatai gali būti nepatikimi ir metodas rinkos vertės skaičiavimui netaikomas. Reikia pažymėti, kad lyginamojo metodo taikymas nedidelėse ir neišvystytose finansinėse rinkose, kurioms priskirtina ir Lietuva, yra, praktiškai, neįmanomas. Atsižvelgiant į analizuojamų veiksnių skaičių, galime daryti išvadą, kad net ir įtrauktą į biržos prekybos sąrašą įmonių akcijų rinkos vertės apskaičiavimui šio metodo taikymas yra komplikuoatas. Lyginamasis metodas, dažniausiai, yra skirtas palyginimui su kitais metodais gautais rezultatais ir atlieka tik indikacinę funkciją.

4.3. Pajamų ir turto metodų tinkamumo vertinimas

Šiame etape yra priimami sprendimai pasirenkant pagrindinį vertinimo metodą, iš dviejų, t. y. pajamų bei turto požiūrio metodų, kurių pagalba bus apskaičiuojama įmonės verslo (akcijų paketo) vertė. Metodo pasirinkimui turime įvertinti ne tik išorinius ir vidinius aplinkos veiksnius, bet ir

finansinius įmonės rodiklius, lyginant juos su rinkos, sektoriaus rodikliais. Ši pajamų ir turto požiūrio metodų taikymo galimybių analizė, leidžia pasirinkti prioritetinį, konkrečios įmonės vertės skaičiavimui, vertinimo metodą, o antrąjį taikant kaip kontrolinį. Be metodo pasirinkimo, vertintojai susiduria ir su skaičiavimo būdo, kurio pagalba apskaičiuojama vertinamos įmonės (akcijų paketo) vertė, pasirinkimo problema.

Norėdami sudaryti konceptualų sprendimų priėmimo modelį atliktas empirinis tyrimas, kurio rezultatų pagalba buvo įvertinti ekspertų pasirinkimo prioritetai, atsižvelgiant į suformuluotus kriterijus bei pasirinkimą lemiančių kriterijų reikšmingumą. Tyrimas bus atliekamas Lietuvos rinkoje, apklausiant respondentus, kurie dalyvauja įmonių (akcijų paketų) vertinimo veikloje.

Pirmoji ekspertų apklausos anketos A dalis buvo skirta išsiaiškinti ekspertų nuomonę, atsižvelgiant į pateiktus kriterijus, lemiančią vertinimo metodo pasirinkimą. Anketoje buvo pateikta 15 kriterijų, kurie daro didžiausią įtaką vertinimo metodo pasirinkimui. Kriterijai pateikiami 2 lentelėje.

2 lentelė. Prioritetinio vertinimo metodo pasirinkimo kriterijai (sudaryta autoriaus)

Eil. Nr.	Kriterijai	Autorius (metai)
1.	<i>Vertinamos įmonės veiklos laikotarpis:</i>	Dzikevičius (2008), Fernandez (2002)
	naujai įsteigta įmonė, veikianti iki 3 metų	
	veikianti nuo 3 iki 5 metų	
	veikianti nuo 5 iki 10 metų	
	Veikianti ilgiau negu 10 metų	
2.	<i>Vertinamos įmonės veiklos tęstinumas:</i>	Dzikevičius (2008), Damodaran (2006), Korobkovas (2013)
	Kelia abejonių (bankrutuojanti)	
	Nekelia abejonių	
3.	<i>Vertinamos įmonės vertės pagrindas:</i>	Galasiuk (2010), Begovic (2013), Galinienė (2005)
	Gebėjimas generuoti pajamas (pinigų srautus)	
	Valdomas turtas	
4.	<i>Vertinamos įmonės veikla:</i>	Galasiuk (2010), Damodaran (2006), Korobkovas (2013)
	Pelninga	
	Nuostolinga	
5.	<i>Vertinamos įmonės pinigų srautų prognozė:</i>	Begovic (2013), Galinienė (2005), Galasiuk (2010)
	Yra patikimi rinkos duomenys	
	Nėra patikimų rinkos duomenų	
6.	<i>Kiti vertinamos įmonės rodikliai</i>	
	Vertinama įmonė disponuoja dideliu, unikaliu turtu arba yra turto valdymo kompanija	Legenzova (2001), Šliogerienė (2009)
	Nėra galimybės patikimai nustatyti vertinamos įmonės valdomo turto (įskaitant nematerialųjį) rinkos vertę	Galiniene (2005), Galasiuk (2010)
	Nėra galimybių patikimai identifikuoti vertinamos įmonės finansinius rodiklius, pajamų lygį, pelningumą, likvidumą bei kitus rodiklius	Galiniene (2005), Šliogerienė (2009)

Pirmos klausimyno dalies klausimai vertinami naudojant Likerto matavimo skalę, kurioje respondentas pažymi savo pasirinkimą labiausiai tinkamo vertinimo metodo, atsižvelgiant į pateiktus anketoje teiginius:

- 1 – Tinka tik pajamų metodas;
- 2 – Tinka abu metodai, bet tinkamesnis pajamų metodas;
- 3 - Vienodai tinka abu metodai;
- 4 – Tinka abu metodai, bet tinkamesni turto požiūrio metodai;
- 5 – Tinka tik turto požiūrio metodai.

Šie vertinimai ekspertų vertinimai bus naudojami nustatyti bendrą tyrimo dalyvaujančio eksperto pasirinkimą, atsižvelgiant į anketoje pateiktus vertinimo kriterijus.

Antroji ekspertų apklausos anketos B dalis yra skirta išsiaiškinti ekspertų nuomonę, atsižvelgiant į pateiktus kriterijus, apie anketos A dalyje pateiktų kriterijų darančių įtaką vertinimo procesui, reikšmingumą. Šią dalį, kurią sudaro 8 kriterijai, išskiriant į atskirus kriterijus 6 dalies kriterijus (žr. 2 lentelę).

3 lentelė. Kriterijų reikšmingumo įvertinimo skalė (sudaryta pagal 2 lentelės duomenis)

Eil. Nr.	Kriterijus	Įvertinimo skalė					
		0	1	2	3	4	5
1.	Vertinamos įmonės veiklos laikotarpis	0	0	0	0	0	0
2.	Vertinamos įmonės veiklos tęstinumas	0	0	0	0	0	0
3.	Vertinama įmonė disponuoja dideliu, unikaliu turtu arba yra turto valdymo kompanija	0	0	0	0	0	0
4.	Nėra galimybės patikimai nustatyti vertinamos įmonės valdomo turto (įskaitant nematerialųjį) rinkos vertę.	0	0	0	0	0	0
5.	Vertinamos įmonės vertės pagrindas	0	0	0	0	0	0
6.	Vertinamos įmonės veikla	0	0	0	0	0	0
7.	Nėra galimybių patikimai identifikuoti vertinamos įmonės finansinius rodiklius, pajamų lygį, pelningumo, likvidumo bei kitus rodiklius	0	0	0	0	0	0
8.	Vertinamos įmonės pinigų srautų prognozės	0	0	0	0	0	0

Apklausoje respondentų buvo prašoma įvertinti kriterijus, naudojantis požymių vertinimo skale, skalėje nuo 0 iki 5, kur 0 – visiškai nesvarbus, 5 – labai svarbus), pažymint kriterijaus eilutėje atitinkamą pasirinktą langelį pagal kriterijaus reikšmingumą.

Trečioji ekspertų apklausos anketos C dalis yra skirta išsiaiškinti ekspertų nuomonę apie įtaką vertinimo procesui darančių kriterijų reikšmingumą pajamų metodo taikyme. Šią dalį sudaro 15 vertinamų kriterijų.

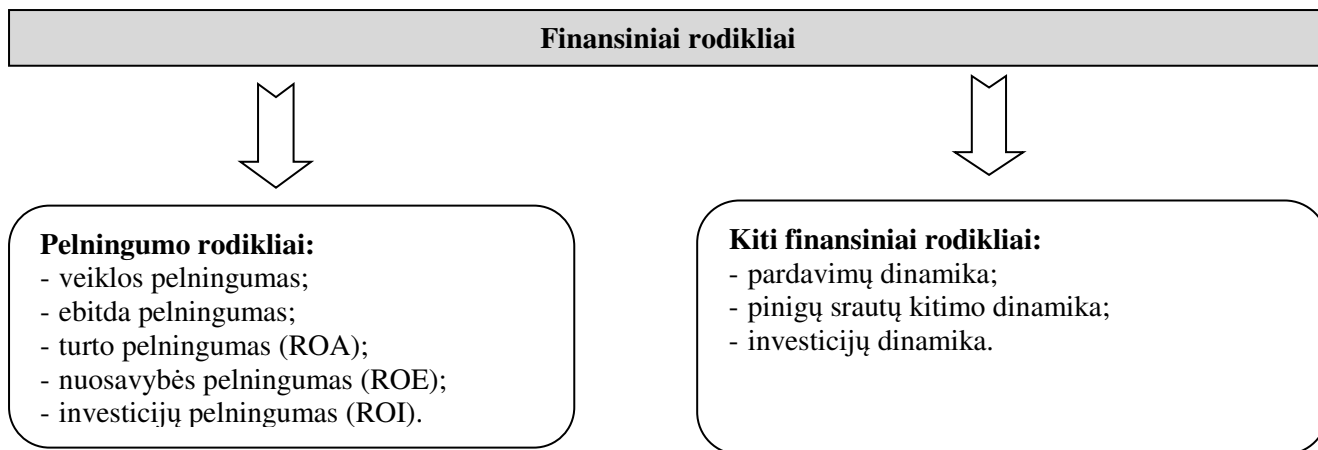
Pasirenkant verslo (akcijų paketo) vertės skaičiavimo metodus pagrįstus įmonės generuojamomis pajamomis, reikia atsižvelgti į tai, kad šiuolaikinės įmonės veiklos matavimo rezultatus lemia ne vienas, o grupė kriterijų bei rodiklių, kurie yra labai svarbūs įmonės veiklos matavimo sistemos elementai. Sėkmingą verslo funkcionavimą gali užtikrinti tik išsami informacija apie kiekvieną įmonės produktą ir vartotoją, jo pelningumą, atskirų įmonės padalinių veiklos efektyvumą bei kita svarbi informacija. Finansiniai veiklos rodikliai apibrėžia ilgalaikius įmonės tikslus ir gali parodyti, kaip įmonės veikla ir pasirinkta įmonės veiklos strategija prisideda prie vertės didinimo.

Ekspertams pateiktos anketos trečiojoje dalyje buvo siekiama išsiaiškinti įvairių verslo vertinimo pajamų metodu skaičiavimo būdų pasirinkimą įtakojančių kriterijų, veiksnių, finansinių rodiklių reikšmingumą. Anketoje išskiriami kriterijai yra suskirstyti į dvi dalis: nefinansinius bei finansinius. Nefinansiniai kriterijai išskirti lentelėje:

4 lentelė. Prioritetinio vertės skaičiavimo būdo pasirinkimo nefinansiniai kriterijai

Eil. Nr.	Kriterijus	Autorius (metai)
1.	Įmonės gebėjimas generuoti pajamas (pinigų srautas, pelnas, dividendai)	Galasiuk (2010), Damodaran (2006), Korobkovas (2013)
2.	Vertės augimo potencialo užtikrinimas (aukštos kvalifikacijos žmogiškuoju kapitalu ir nematerialiais aktyvais/materialiais aktyvais)	Legenzova (2001), Šliogerienė (2009), Damodaran (2006),
3.	Įmonės veikla pelninga/nuostolinga	Galasiuk (2010), Damodaran (2006), Korobkovas (2013)
4.	Pajamų (pinigų srautas, pelnas, dividendai) augimo ateityje potencialas	Galasiuk (2010), Damodaran (2006), Korobkovas (2013)
5.	Duomenų, rodiklių apie sektoriaus, šakos vystymosi perspektyvas kiekis ir patikimumas	Galasiuk (2010), Damodaran (2006), Korobkovas (2013)
6.	Duomenų apie vertinamos įmonės veiklą, veiklos rodiklius prieinamumas ir kokybė	Galasiuk (2010), Damodaran (2006), Korobkovas (2013)

Antroji kriterijų grupė yra susijusi su finansiniais rodikliais, kuriuos galima suskirstyti į dvi pagrindines grupes, kurios pateikiamos 17 paveiksle.



17 pav. Analizuojamų finansinių rodiklių klasifikavimas (sudaryta pagal Damodaran, 2006, 2012; Cibulskienė, 2009; Savoskina, 2014)

Pasirinktų rodiklių reikšmingumo nustatymas bei įmonės finansinės būklės analizė, naudojantis pasirinktais rodikliais ir įmonės finansinėmis ataskaitomis, leidžia pateikti rekomendacijas dėl vieno ar kito vertės skaičiavimo būdo pasirinkimo galimybių. Pateikiami išvestiniai finansiniai rodikliai ir jų analizė, kurios metu ne tik palyginami atskirų laikotarpių finansinių ataskaitų duomenys ir rodiklių pokyčiai, tačiau šie rodikliai yra palyginami su statistiniais Lietuvos ūkio sektoriaus arba tarptautinių reitingavimo įmonių pateikiamais analizuojamo sektoriaus tarptautinių kompanijų vidutiniais rodikliais. Tai leidžia sudaryti rodiklių rinkinį, kurio reikšmės leistų vertinti rodiklio atitikimą vieno ar kito metodo taikymui. Analizuojami rodikliai turi atspindėti turto, investicijų grąžos lygį, pajamų pokyčių dinamiką, pelningumo lygį, dividendų politiką ir kitus rodiklius.

Apklausoje respondentų buvo prašoma įvertinti kriterijus Likerto vertinimo skalėje nuo 0 iki 5, kur 0 – visiškai nesvarbus, 5 – labai svarbus), pažymint kriterijaus eilutėje atitinkamą pasirinktą langelį pagal kriterijaus reikšmingumą.

4.3.1. Ekspertų nuomonės suderinamumo įvertinimas

Ekspertų apklausoje, iš 32 pasirinktų ekspertų, kuriems buvo išsiūtos anketos, atsakymai buvo gauti iš 20 ekspertų ir tai sudaro 63 % visos pasirinktos ekspertų imties. Toks atsakiusiųjų skaičius yra susijęs su ta aplinkybe, kad dalis ekspertų, turinčių verslo vertintojų kvalifikacijos pažymėjimus, aktyviai nedalyvauja verslo vertinimo veikloje. Iš atsakiusiųjų buvo 12 (60 %) vyrų ir 8 (40 %) moterys. Visi ekspertai yra įgiję aukštąjį išsilavinimą. Apklaustųjų ekspertų amžiaus vidurkis yra 51 metai.

Prieš atliekant surinktų apklausos duomenų analizę būtina įvertinti anketos rezultatų patikimumą, nes ekspertinis kriterijų vertinimas remiasi prielaida, kad tyrimų rezultatai gali būti gauti tik įvertinus ekspertų nuomonių suderinamumą. Vienas iš dažniausiai naudojamų koeficientų, leidžiančių įvertinti

dalyvavusių ekspertų nuomonės suderinamumą, yra Kendall konkordancijos koeficientas W (Kendall, 1990). Šis koeficientas apskaičiuojamas pagal formulę:

$$W = \frac{12S}{k^2(n^3-n)} \quad (5)$$

čia,

W – konkordancijos koeficientas;

S – vidutinio rango kvadratų suma;

k – ekspertų skaičius;

n - pateiktų kriterijų skaičius.

Turime pažymėti, kad atliktoje ekspertų apklausoje yra susijusių rangų arba vienodų ekspertų vertinimų. Tokiu atveju konkordancijos koeficientas apskaičiuojamas pagal formulę:

$$W = \frac{12S}{k^2n(n^2-1)-k\sum_{j=1}^k T_j} \quad (6)$$

čia,

W – konkordancijos koeficientas;

S – vidutinio rango kvadratų suma;

k – ekspertų skaičius;

n - pateiktų kriterijų skaičius;

T - susietų rangų rodiklis.

Formulėje (2) j -ojo eksperto susietų rangų rodiklis T_j apskaičiuojamas pagal formulę:

$$T_j = \sum_{k=1}^{H_j} (t_k^3 - t_k) \quad (7)$$

čia,

t_k - lygių susietų rangų k -tasis grupės skaičius

Visų pasirinktų tiriamųjų kriterijų rangų nuokrypių nuo vidutinės reikšmės kvadratų suma S indikuoja, ar ekspertų kriterijų vertinimai labai skiriasi nuo bendrojo vidutinio vertinimo. Todėl ekspertizės patikimumas gali būti išreiškiamas ekspertų nuomonių konkordancijos koeficientu W . Konkordancijos koeficiento W reikšmių aibė yra $[0,1]$, t. y. $0 \leq W \leq 1$. Kuo didesnis W , tuo stipresnė

analizuojamų kintamųjų koreliacija. Jei ekspertų vertinimai priešaringi konkordancijos koeficiento reikšmė W artėja prie 0, jei ekspertų vertinimai panašūs - W artėja prie 1. Kai visi rangai sutampa $W = 1$.

Reikia pažymėti, kad konkordancijos koeficiento skaičiavimui reikalingas ekspertų vertintų kriterijų rangavimas. Rangavimu yra laikoma procedūra, kada svarbiausiam rodikliui suteikiamas rangas lygus vienetui, antram pagal svarbą suteikiamas rangas du, trečiajam – rangas trys, o paskutiniajam pagal svarbą – rangas n , čia n – lyginamų rodiklių skaičius. Mūsų tyrime rangavimas buvo suteikiamas pagal vertintojo pasirinkimą pažymintį metodą arba kriterijaus reikšmingumo laipsnį.

Mūsų tyrimo atveju vertinamų kriterijų skaičius yra didesnis už 7. Todėl konkordancijos koeficiento reikšmingumas bus nustatomas naudojant χ^2 Pirsono kriterijų (Podvezko, 2005, p. 102 – 104).

Apskaičiuojamas ekspertų nuomonių vieningumas pagal ekspertų atsakymus į pateiktoje anketoje, A, B ir C dalyse suformuluotus teiginius. Remiantis ekspertų vertinimais, susijusiais su prioritetinio vertinimo metodo pasirinkimu, apskaičiuojamas ekspertų nuomonių suderintumo – konkordancijos koeficientai.

Pateiktose ekspertams anketose buvo prašoma, kad jie, vadovaudamiesi savo turimomis žiniomis ir patirtimi suteiktų analizuojamiems kriterijams kiekybinius arba reikšminius įverčius (balus, pasirenkamus atsakymus). Didžiausio balo skaitinė vertė pasirenkama priklausomai nuo objekto kokybę rodančių kriterijų skaičiaus n . Praleistų, vienodų ar trupmeninių balų respondento užpildytoje anketoje nėra. Toliau pateikiamas konkordancijos koeficiento apskaičiavimas į anketos A dalyje pateikiamų kriterijų ekspertų vertinimus. Kendall konkordancijos koeficiento skaičiavimas atliekamas remiantis pateikiamomis V. Podvezko (Podvezko, 2005, p. 102 – 104) rekomendacijomis.

Pirmiausia ekspertų apklausos anketos A dalies anketoje pateikti atsakymai buvo suranguoti, atsižvelgiant į pasirinkimo alternatyvų skaičių: nuo 1 iki 5, kur 1 – tinka tik pajamų metodas, 5 – tinka tik turto požiūrio metodai.

Suranguoti ekspertų pasirinkimai pateikiami lentelėje, sudarant laisvųjų rangų matricą (žr. 5 lentelę:

5 lentelė. Anketos A dalies ekspertų vertinimo metodų pasirinkimo rezultatai

Ekspertai	Vertinami kriterijai														
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12	X13	X14	X15
E1	4	3	2	2	4	2	2	4	2	4	2	4	4	1	5
E2	4	3	2	2	4	2	1	3	2	4	2	4	4	1	5
E3	4	3	2	2	5	2	2	4	2	4	1	3	5	2	4
E4	3	3	2	2	4	2	2	4	2	4	2	5	5	1	5
E5	4	3	2	2	4	2	1	4	2	3	2	4	4	2	4
E6	4	3	2	2	4	2	2	4	3	3	2	4	5	2	4
E7	4	3	1	1	5	2	1	4	3	4	1	4	4	1	4
E8	3	3	3	3	5	3	2	4	3	3	2	3	4	2	4
E9	4	4	2	2	4	2	2	4	2	4	2	2	2	2	4
E10	4	4	3	2	5	2	2	4	2	4	2	4	5	1	4
E11	4	4	3	2	5	2	2	5	2	4	2	4	5	2	5
E12	2	2	2	2	5	1	1	5	2	4	1	5	5	1	5
E13	4	4	3	3	4	3	3	4	3	3	2	4	4	2	5
E14	4	4	3	2	5	3	2	3	3	3	4	4	4	2	4
E15	5	4	3	2	5	3	4	2	2	4	4	3	4	2	4
E16	4	3	3	3	5	3	2	4	3	3	2	4	4	2	4
E17	4	4	3	3	4	3	2	4	3	3	2	4	3	2	3
E18	4	3	3	3	4	3	2	4	3	3	2	4	4	3	4
E19	3	3	2	2	4	3	3	4	2	4	3	4	4	2	4
E20	4	3	3	3	4	3	2	3	3	3	2	4	4	2	4

Susieti rangai pertvarkomi ir pateikiamas rodiklių rangavimas pertvarkius ekspertų vertinimus (žr. 6 lentelę):

6 lentelė. Anketos A dalies ekspertų vertinimai pertvarkius susietus rangus

Ekspertai	Vertinami kriterijai														
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12	X13	X14	X15
E1	11,5	8	4,5	4,5	11,5	4,5	4,5	11,5	4,5	11,5	4,5	11,5	11,5	1	15
E2	12	8,5	5	5	12	5	1,5	8,5	5	12	5	12	12	1,5	15
E3	11,5	8,5	4,5	4,5	14,5	4,5	4,5	11,5	4,5	11,5	1	8,5	14,5	4,5	11,5
E4	8,5	8,5	4,5	4,5	11	4,5	4,5	11	4,5	11	4,5	14	14	1	14
E5	12,5	8,5	4,5	4,5	12,5	4,5	1	12,5	4,5	8,5	4,5	12,5	12,5	4,5	12,5
E6	12	8	3,5	3,5	12	3,5	3,5	12	8	8	3,5	12	15	3,5	12
E7	11,5	7,5	3	3	15	6	3	11,5	7,5	11,5	3	11,5	11,5	3	11,5
E8	7,5	7,5	7,5	7,5	15	7,5	2	13	7,5	7,5	2	7,5	13	2	13
E9	12,5	12,5	5	5	12,5	5	5	12,5	5	12,5	5	5	5	5	12,5
E10	10,5	10,5	7	4	14,5	4	4	10,5	4	10,5	4	10,5	14,5	1	10,5
E11	9,5	9,5	7	3,5	13,5	3,5	3,5	13,5	3,5	9,5	3,5	9,5	13,5	3,5	13,5
E12	7	7	7	7	13	2,5	2,5	13	7	10	2,5	13	13	2,5	13
E13	11,5	11,5	5,5	5,5	11,5	5,5	5,5	11,5	5,5	5,5	1,5	11,5	11,5	1,5	15
E14	11,5	11,5	6	2	15	6	2	6	6	6	11,5	11,5	11,5	2	11,5
E15	14,5	10,5	6	2,5	14,5	6	10,5	2,5	2,5	10,5	10,5	6	10,5	2,5	10,5
E16	12	6,5	6,5	6,5	15	6,5	2	12	6,5	6,5	2	12	12	2	12
E17	13	13	7	7	13	7	2	13	7	7	2	13	7	2	7
E18	12,5	6	6	6	12,5	6	1,5	12,5	6	6	1,5	12,5	12,5	6	12,5
E19	7	7	2,5	2,5	12,5	7	7	12,5	2,5	12,5	7	12,5	12,5	2,5	12,5
E20	13	7	7	7	13	7	2	7	7	7	2	13	13	2	13

Koeficiento skaičiavimas yra susietas su kiekvieno rodiklio rangų suma c_i visų ekspertų atžvilgiu toliau apskaičiuojamas pagal formulę:

$$c_i = \sum_{j=1}^k c_{ij} \quad (8)$$

Pirmiausia apskaičiuojamas rangų sumų vidurkis. Rangų sumų vidurkis a apskaičiuojamas pagal empirinio vidurkio formulę arba pagal formulę:

$$a = 0,5 * k * (n+1) \quad (9)$$

čia,

k – ekspertų skaičius,

n – pateiktų vertinimui kriterijų skaičius.

Nuokrypių nuo rangų sumos vidurkio kvadratų suma apskaičiuojama pagal formulę:

$$S^2 = \sum_{j=1}^k \left(\sum_{i=1}^m c_{ij} - a \right)^2 \quad (10)$$

Atsižvelgiant į tą faktorių, kad vertinamų rodiklių skaičius $n > 7$, turime patikrinti ar ekspertų nuomonės yra suderintos ir įvertinti konkordancijos koeficiento reikšmingumą. Šis reikšmingumas nustatomas naudojant χ^2 Pirsono kriterijų (Podvezko, 2005, p. 104). Atitinkama χ^2 reikšmė apskaičiuojama pagal formulę:

$$\chi^2 = W * k * (n-1) = \frac{12 * S}{k * n * (n+1) - 1 / (n-1) * \sum T_j}; \quad (11)$$

Konkordancijos koeficiento ir χ^2 Pirsono kriterijaus skaičiavimai buvo atlikti su IBM SPSS Statistics programa. Ekspertų nuomonių suderinamumo skaičiavimo rezultatai pateikiami 7 lentelėje.

7 lentelė. Anketos A dalies ekspertų nuomonės suderinamumo skaičiavimo rezultatai

Rodiklis	Reikšmė
Ekspertų skaičius k	20
Kriterijų skaičius n	15
Kendallo konkordancijos koeficientas W^a	0,754
χ^2 kriterijus	211,170
Laisvės laipsnis v	14

Konkordancijos koeficientas $W = 0,754$ yra artimas vienetui ir apskaičiuota pagal (7) formulę χ^2 reikšmė $\chi^2 = 211,17$ yra daug didesnė už kritinę $\chi^2 = 23,6848$ reikšmę paimtą iš skirstinio lentelės su $v = 15 - 1 = 14$ laisvės laipsniu ir reikšmingumo lygmeniu $\alpha = 0,05$. Galime daryti išvadą kad ekspertų nuomonės gerai suderintos ir duomenys yra tinkami naudoti tolimesniuose skaičiavimuose. Hipotezė H_0 , kad ekspertų vertinimai prieštaringi, atmetama.

Ekspertų apklausos anketos B dalies ekspertų nuomonių laisvųjų rangų matrica pateikiama 8 lentelėje.

8 lentelė. Anketos B dalies ekspertų vertinimų rezultatai

Ekspertai	Vertinami kriterijai							
	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8
E1	4	4	4	3	4	3	4	3
E2	4	4	4	4	4	3	5	5
E3	3	5	3	4	4	3	4	5
E4	4	4	4	4	5	4	5	5
E5	5	4	4	4	5	4	5	5
E6	4	4	4	4	5	4	4	4
E7	4	5	4	3	5	3	4	5
E8	2	5	4	3	5	2	3	5
E9	5	5	5	5	5	5	3	5
E10	4	4	3	3	4	3	4	4
E11	3	4	4	3	5	4	5	4
E12	4	5	4	4	4	4	5	5
E13	3	5	4	4	4	4	5	4
E14	4	5	3	3	4	4	5	4
E15	4	5	4	3	5	4	4	4
E16	4	4	4	3	5	4	5	5
E17	4	5	3	3	5	4	4	4
E18	4	5	4	3	5	4	5	4
E19	4	5	4	3	5	4	4	4
E20	5	4	4	4	3	4	4	5

Susieti rangai pertvarkomi ir pateikiamas rodiklių rangavimas pertvarkius ekspertų vertinimus (žr. 9 lentelę).

9 lentelė. Anketos B dalies ekspertų vertinimai pertvarkius susietus rangus

Ekspertai	Vertinami kriterijai							
	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8
E1	6,0	6,0	6,0	2,0	6,0	2,0	6,0	2,0
E2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	1,0	7,5	7,5
E3	2,0	7,5	2,0	5,0	5,0	2,0	5,0	7,5
E4	3,0	3,0	3,0	3,0	7,0	3,0	7,0	7,0
E5	6,5	2,5	2,5	2,5	6,5	2,5	6,5	6,5
E6	4,0	4,0	4,0	4,0	8,0	4,0	4,0	4,0
E7	4,0	7,0	4,0	1,5	7,0	1,5	4,0	7,0
E8	1,5	7,0	5,0	3,5	7,0	1,5	3,5	7,0
E9	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	1,0	5,0
E10	6,0	6,0	2,0	2,0	6,0	2,0	6,0	6,0
E11	1,5	4,5	4,5	1,5	7,5	4,5	7,5	4,5
E12	3,0	7,0	3,0	3,0	3,0	3,0	7,0	7,0
E13	1,0	7,5	4,0	4,0	4,0	4,0	7,5	4,0
E14	4,5	7,5	1,5	1,5	4,5	4,5	7,5	4,5
E15	4,0	7,5	4,0	1,0	7,5	4,0	4,0	4,0
E16	3,5	3,5	3,5	1,0	7,0	3,5	7,0	7,0
E17	4,5	7,5	1,5	1,5	7,5	4,5	4,5	4,5
E18	3,5	7,0	3,5	1,0	7,0	3,5	7,0	3,5
E19	4,0	7,5	4,0	1,0	7,5	4,0	4,0	4,0
E20	7,5	4,0	4,0	4,0	1,0	4,0	4,0	7,5

Ekspertų nuomonių suderinamumo skaičiavimo rezultatai pateikiami 10 lentelėje.

10 lentelė. Anketos B dalies ekspertų nuomonės suderinamumo skaičiavimo rezultatai

Rodiklis	Reikšmė
Ekspertų skaičius k	20
Kriterijų skaičius n	8
Kendallo konkordancijos koeficientas W^a	0,386
χ^2 kriterijus	54,004
Laisvės laipsnis v	7

Konkordancijos koeficientas $W = 0,386$ nėra artimas vienetui, tačiau apskaičiuota pagal (7) formulę χ^2 reikšmė $\chi^2 = 54,004$ yra didesnė už kritinę $\chi^2 = 23,6848$ reikšmę paimtą iš skirstinio lentelės su $v = 15 - 1 = 14$ laisvės laipsniu ir reikšmingumo lygmeniu $\alpha = 0,05$. Galime daryti išvadą kad ekspertų nuomonės suderintos ir duomenys yra tinkami naudoti tolimesniuose skaičiavimuose. Hipotezė H_0 , kad ekspertų vertinimai priešaringi, atmetama.

Ekspertų apklausos anketos C dalies ekspertų nuomonių laisvųjų rangų matrica pateikiama 11 lentelėje.

11 lentelė. Anketos C dalies ekspertų vertinimų rezultatai

Ekspertai	Vertinami kriterijai															
	Z1	Z2	Z3	Z4	Z5	Z6	Z7	Z8	Z9	Z10	Z11	Z12	Z13	Z14	Z15	
E1	5	3	4	4	5	5	4	4	4	4	5	5	4	4	4	
E2	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3	3
E3	4	4	4	4	3	4	3	3	3	4	4	3	4	4	4	3
E4	5	4	5	5	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5	5	5
E5	5	4	4	5	4	4	5	5	5	4	5	4	4	4	4	4
E6	4	4	2	3	3	4	4	5	4	5	5	5	4	4	4	4
E7	5	3	4	4	4	5	3	3	3	5	5	5	4	4	4	4
E8	5	3	3	3	3	5	3	4	3	3	3	3	3	4	3	3
E9	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
E10	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	4	3	4	4	4	4
E11	4	3	3	4	4	4	4	4	4	3	4	4	4	4	3	3
E12	5	3	5	5	4	4	5	5	4	5	5	5	5	5	5	5
E13	5	4	3	4	3	4	4	4	3	4	3	4	4	4	4	4
E14	4	4	3	5	4	4	4	4	3	4	4	3	4	4	4	4
E15	5	4	4	5	4	4	4	4	3	4	4	3	4	4	4	4
E16	5	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3	3
E17	5	4	4	4	4	4	4	4	3	4	4	4	5	3	3	3
E18	5	4	4	3	4	4	4	4	3	5	5	3	4	4	4	4
E19	5	4	4	5	4	5	4	5	3	5	5	4	5	4	4	4
E20	4	4	3	5	4	5	5	5	4	5	5	4	5	4	4	4

Susieti rangai pertvarkomi ir pateikiamas rodiklių rangavimas pertvarkius ekspertų vertinimus (žr. 12 lentelę):

12 lentelė. Anketos C dalies ekspertų vertinimai pertvarkius susietus rangus

Ekspertai	Vertinami kriterijai															
	Z1	Z2	Z3	Z4	Z5	Z6	Z7	Z8	Z9	Z10	Z11	Z12	Z13	Z14	Z15	
E1	13,0	1,0	6,0	6,0	13,0	13,0	6,0	6,0	6,0	6,0	13,0	13,0	6,0	6,0	6,0	6,0
E2	15,0	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	1,5	1,5
E3	11,0	11,0	11,0	11,0	3,5	11,0	3,5	3,5	3,5	11,0	11,0	3,5	11,0	11,0	11,0	3,5
E4	11,0	3,5	11,0	11,0	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
E5	12,5	5,0	5,0	12,5	5,0	5,0	12,5	12,5	12,5	5,0	12,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
E6	7,5	7,5	1,0	2,5	2,5	7,5	7,5	13,5	7,5	13,5	13,5	13,5	7,5	7,5	7,5	7,5
E7	13,0	2,5	7,5	7,5	7,5	13,0	2,5	2,5	2,5	13,0	13,0	13,0	7,5	7,5	7,5	7,5
E8	14,5	6,0	6,0	6,0	6,0	14,5	6,0	12,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	12,5	6,0	6,0
E9	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
E10	9,0	9,0	1,5	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	1,5	9,0	9,0	9,0	9,0
E11	10,5	3,0	3,0	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	3,0	10,5	10,5	10,5	10,5	3,0	3,0
E12	10,0	1,0	10,0	10,0	3,0	3,0	10,0	10,0	3,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
E13	15,0	9,5	2,5	9,5	2,5	9,5	9,5	9,5	2,5	9,5	2,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
E14	9,0	9,0	2,0	15,0	9,0	9,0	9,0	9,0	2,0	9,0	9,0	2,0	9,0	9,0	9,0	9,0
E15	14,5	8,0	8,0	14,5	8,0	8,0	8,0	8,0	1,5	8,0	8,0	1,5	8,0	8,0	8,0	8,0
E16	14,5	8,0	8,0	8,0	14,5	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	1,5	1,5	1,5
E17	14,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	2,0	8,5	8,5	8,5	14,5	2,0	2,0	2,0
E18	14,0	8,0	8,0	2,0	8,0	8,0	8,0	8,0	2,0	14,0	14,0	2,0	8,0	8,0	8,0	8,0
E19	12,0	5,0	5,0	12,0	5,0	12,0	5,0	12,0	1,0	12,0	12,0	5,0	12,0	5,0	5,0	5,0
E20	5,0	5,0	1,0	12,0	5,0	12,0	12,0	12,0	5,0	12,0	12,0	5,0	12,0	5,0	5,0	5,0

Ekspertų nuomonių suderinamumo skaičiavimo rezultatai pateikiami 13 lentelėje.

13 lentelė. Anketos C dalies ekspertų nuomonės suderinamumo skaičiavimo rezultatai

Rodiklis	Reikšmė
Ekspertų skaičius k	20
Kriterijų skaičius n	15
Kendallo konkordancijos koeficientas W^a	0,238
χ^2 kriterijus	66,501
Laisvės laipsnis v	14

Konkordancijos koeficientas $W = 0,238$ nėra aukštas, tačiau apskaičiuota pagal (7) formulę χ^2 reikšmė $\chi^2 = 66,501$ yra didesnė už kritinę $\chi^2 = 23,6848$ reikšmę paimtą iš skirstinio lentelės su $v = 15 - 1 = 14$ laisvės laipsniu ir reikšmingumo lygmeniu $\alpha = 0,05$. Galime daryti išvadą kad ekspertų nuomonės suderintos ir duomenys yra tinkami naudoti tolimesniuose skaičiavimuose. Hipotezė H_0 , kad ekspertų vertinimai prieštaringi, atmetama.

4.3.2. Anketinio tyrimo rezultatų analizė

Pirmoji ekspertų apklausos rezultatų analizė apima ekspertų vertinimus priimant sprendimus susijusius su pasirinkimu pagrindinio vertinimo metodo, iš dviejų, t. y. pajamų bei turto požiūrio metodų, įmonės vertės apskaičiavimui. Apklausos anketos A dalyje ekspertai, įvertindami anketoje nurodytus kriterijus, nurodė savo prioritetinio vertinimo metodo pasirinkimą. Šioje dalyje, kurią sudaro 15 vertinamų kriterijų, prie kiekvieno iš kriterijų buvo prašoma ekspertų nurodyti metodo pasirinkimą. Anketos A dalies atsakymų rezultatai pateikiami 14 lentelėje.

14 lentelė. Ekspertų prioritetinio vertinimo metodo pasirinkimo tyrimo rezultatai

Eil. Nr.	Kriterijus	Vertinimo metodo pasirinkimo prioritetas					Viso atsakiusiųjų ekspertų
		Tinka tik pajamų metodas	Tinka abu metodai, bet tinkamesnis pajamų metodas	Vienodai tinka abu metodai	Tinka abu metodai, bet tinkamesni turto požiūrio metodai	Tinka tik turto požiūrio metodai	
1.	<i>Vertinamos įmonės veiklos laikotarpis:</i>						
	Naujai įsteigta įmonė, veikianti iki 3 metų	1	5	3	10	1	20
	Veikianti nuo 3 iki 5 metų	0	6	8	6	0	20
	Veikianti nuo 5 iki 10 metų	1	9	10	0	0	20
	Veikianti ilgiau negu 10 metų	1	13	6	0	0	20
2.	<i>Vertinamos įmonės veiklos tęstinumas:</i>						
	Kelia abejonių (bankrutuojanti)	0	0	0	11	9	20
	Nekelia abejonių	3	8	9	0	0	20
3.	<i>Vertinamos įmonės vertės pagrindas:</i>						
	Gebėjimas generuoti pajamas (pinigų srautus)	4	12	3	1	0	20
	Valdomas turtas	0	2	5	10	3	20
4.	<i>Vertinamos įmonės veikla:</i>						
	Pelninga	2	10	8	0	0	20
	Nuostolinga	0	0	9	10	1	20
5.	<i>Vertinamos įmonės pinigų srautų prognozės:</i>						
	Yra patikimi rinkos duomenys	3	13	3	1	0	20
	Nėra patikimų rinkos duomenų	0	4	3	11	2	20
6.	<i>Kiti vertinamos įmonės rodikliai</i>						
	Vertinama įmonė disponuoja dideliu, unikaliu turtu arba yra turto valdymo kompanija	0	2	2	11	5	20
	Nėra galimybės patikimai nustatyti vertinamos įmonės valdomo turto (įskaitant nematerialųjį) rinkos vertę.	6	12	1	1	0	20
	Nėra galimybių patikimai identifikuoti vertinamos įmonės finansinius rodiklius, pajamų lygį, pelningumo, likvidumo bei kitus rodiklius.	0	1	2	11	6	20
7.	Viso ekspertų pasirinkimų Σ:	16	88	71	100	25	
8.	Pasirinkimų dalis atsakymų visumoje:	5,33%	29,33%	23,67%	33,33%	8,33%	

Analizuodami anketos A dalies ekspertų nuomonės apklausos rezultatus galime matyti kelias metodų pasirinkimo tendencijas:

- ekspertų nuomonės, atsižvelgiant į anketoje pateiktus kriterijus, vertės skaičiavimo metodų pasirinkime išsiskyrė labai nežymiai;
- *vertinamos įmonės veiklos laikotarpio* kriterijaus įtaka vertinimo metodo pasirinkimui rodo, kad naujoms arba rinkoje veikiančioms iki 3 metų įmonių verslo vertės skaičiavimui pasirinkimo prioritetą tenka turto požiūrio metodams;
- kuo įmonės veiklos laikotarpis ilgesnis, tuo metodų pasirinkimo prioritetą perkeliama į pajamų metodų pusę.
- *vertinamos įmonės veiklos tęstinumo kriterijus* rodo, kad įmonės vertės skaičiavimui prioritetiniu metodu turi būti pasirenkama įmonės valdomo turto vertės pagrindu.
- *vertinamos įmonės vertės pagrindo kriterijus* yra suprantamas kaip skyrimas įmonių į generuojančias nuolatinius augančius pinigų srautus ir į tas, kurios valdo didelį arba unikalų turtą, įskaitant nematerialųjį ir finansinį. Šiuo atveju ekspertų nuomonės pasidalino į dvi dalis, kada tinkamesnis pajamų arba turto požiūrio metodai;
- analizuojant *vertinamos įmonės veiklos kriterijų* matome, kad aiškaus pasirinkimo nėra ir ekspertų nuomone šis kriterijus nėra labai reikšmingas pasirenkant prioritetinį metodą ir vertės skaičiavimui tinka tiek pajamų, tiek turto požiūrio metodai;
- *vertinamos įmonės pinigų srautų prognozių kriterijus* aiškiai identifikuoja ekspertų nuomonę, kad rinko duomenys pajamų metodo taikymui yra labai svarbus faktorius, kuris užtikrina skaičiavimo rezultatų patikimumą formuluojant išvadą dėl verslo (akcijų paketo) vertės;
- tokį patį turto požiūrio metodų pasirinkimą „tinkamesniu“ ekspertai daro ir tais atvejais kada „nėra galimybių patikimai identifiikuoti vertinamos įmonės finansinius rodiklius, pajamų lygį, pelningumą, likvidumą bei kitus rodiklius“ arba įmonė yra turto valdymo kompanija;
- tačiau ekspertų pasirinkimo pajamų metodo tinkamesniu svarbia priežastimi gali būti įmonės turto identifikavimo ir rinkos vertės apskaičiavimo apsunkinimai;
- iš metodų parinkimo analizės (žr. 14 lent.) galime matyti, išskyrus atvejį kada įmonė yra bankrutuojanti, kad pasirinkimą, kada įmonės verslo (akcijų paketo) vertės apskaičiavimui tinka naudoti tik vieną, pajamų arba turto požiūrio metodą, ekspertai darė labai nedaug 5,33 % ir 8,33 %;
- labai svarbu atkreipti dėmesį, kad ekspertų nuomonės nėra kategoriškos vieno ar kito metodo pasirinkimo atžvilgiu, tačiau identifiikuojant, kuris yra „tinkamesnis“.

Antroje ekspertų apklausos anketos B dalyje, kuri buvo skirta išsiaiškinti ekspertų nuomonę, atsižvelgiant į pateiktus kriterijus, apie anketos A dalyje pateiktų kriterijų reikšmingumą. Šią dalį

sudaro 8 pagrindiniai kriterijai nuo K1 iki K8 (žr. 3 lentelę). Pasirinktų kriterijų reikšmingumo vertinimai pateikiami 15 lentelėje.

15 lentelė. Vertinimo metodo pasirinkimo kriterijų reikšmingumo vertinimas

Ekspertai	Vertinamas kriterijus							
	K1	K2	K3	K4	K5	K6	K7	K8
E1	4	3	2	2	4	3	1	3
E2	4	4	2	4	4	1	5	5
E3	3	5	3	5	4	3	4	5
E4	4	4	4	5	5	4	5	5
E5	5	4	4	4	5	5	5	5
E6	2	4	4	3	5	4	4	3
E7	4	5	4	3	5	2	4	5
E8	2	5	5	2	5	2	2	5
E9	5	5	5	5	5	5	5	5
E10	3	4	3	3	4	3	4	4
E11	3	4	4	3	5	4	5	4
E12	4	5	4	4	4	4	5	5
E13	3	5	4	4	4	4	5	4
E14	4	5	3	3	4	4	5	4
E15	4	5	4	3	5	4	4	4
E16	4	4	4	3	5	4	5	5
E17	4	5	3	3	5	4	4	4
E18	4	5	4	3	5	4	5	4
E19	4	5	4	3	5	4	4	4
E20	5	4	4	4	3	4	4	5
Viso balų Σ	75	90	74	69	91	72	85	88
Kriterijaus reikšmingumas	0,82	0,99	0,81	0,76	1,00	0,79	0,93	0,97

Lentelėje pateikiami kriterijai:

K1 – vertinamos įmonės veiklos laikotarpis;

K2 – vertinamos įmonės veiklos tęstinumas;

K3 – vertinama įmonė disponuoja dideliu, unikaliu turtu arba yra turto valdymo kompanija;

K4 – nėra galimybės patikimai nustatyti vertinamos įmonės valdomo turto (įskaitant nematerialųjį) rinkos vertę;

K5 – vertinamos įmonės vertės pagrindas;

K6 – vertinamos įmonės veikla;

K7 – nėra galimybių patikimai identifikuoti vertinamos įmonės finansinius rodiklius, pajamų lygį, pelningumo, likvidumo bei kitus rodiklius;

K8 – vertinamos įmonės pinigų srautų prognozės.

Vertinimo metodų pasirinkimo kriterijų reikšmingumo skaičiavimui buvo taikomas būdas, kada kriterijaus, kuris surinko maksimalų skaičių balų, reikšmingumas bus lygus 1, visų kitų – atitinkamai dalinant kiekvieną reikšmę iš maksimalios.

Analizuodami anketos B dalies ekspertų nuomonės apklausos rezultatus galima daryti kelias išvadas dėl vertinimo metodų pasirinkimo kriterijų reikšmingumo:

- analizuojant gautus skaičiavimo rezultatus matyti, kad ekspertų nuomonės dėl vertinamų kriterijų reikšmingumo išsiskyrė labai nežymiai;
- kaip reikšmingiausias kriterijus turinčius didžiausią įtaką metodų pasirinkimui ekspertai įvardina šiuos kriterijus:
 - vertinamos įmonės vertės pagrindas arba vertės kūrimo šaltinis (pinigų srautai iš veiklos arba valdomas turtas);
 - antras pagal svarbą kriterijus yra vertinamos įmonės veiklos tęstinumo užtikrinimas, atsižvelgiant į įmonės galimybes tęsti veiklą arba ši veikla yra nutraukiama;
 - taip pat svarbus kriterijus yra vertinamos įmonės pinigų srautų prognozių pagrįstumas;
- metodų pasirinkimo kriterijų reikšmingumo analizė patvirtina, kad visi analizuojami kriterijai yra svarbūs ne tik pasirenkant metodą, bet ir pačių metodų taikyme įmonės verslo vertės skaičiavimuose.

Trečiosios ekspertų apklausos anketos C dalies tyrimas buvo skirtas išsiaiškinti ekspertų nuomonę dėl pajamų metodo skaičiavimo būdo pasirinkimo. Buvo tiriama ekspertų nuomonė apie kriterijų, kurie daro įtaką skaičiavimo būdo pasirinkimui. Šią dalį kurią sudarė 15 kriterijų. Pasirinktų kriterijų reikšmingumo vertinimai pateikiami lentelėje

16 lentelė. Skaičiavimo būdo pasirinkimo kriterijų reikšmingumo vertinimas

Ekspertai	Vertinami kriterijai														
	L1	L2	L3	L4	L5	L6	L7	L8	L9	L10	L11	L12	L13	L14	L15
E1	5	3	4	4	5	5	4	4	4	4	5	5	4	4	4
E2	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	3	3
E3	4	4	4	4	3	4	3	3	3	4	4	3	4	4	3
E4	5	4	5	5	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5	5
E5	5	4	4	5	4	4	5	5	5	4	5	4	4	4	4
E6	4	4	2	3	3	4	4	5	4	5	5	5	4	4	4
E7	5	3	4	4	4	5	3	3	3	5	5	5	4	4	4
E8	5	3	3	3	3	5	3	4	3	3	3	3	3	4	3
E9	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
E10	4	4	3	4	4	4	4	4	4	4	4	3	4	4	4
E11	4	3	3	4	4	4	4	4	4	3	4	4	4	3	3
E12	5	3	5	5	4	4	5	5	4	5	5	5	5	5	5
E13	5	4	3	4	3	4	4	4	3	4	3	4	4	4	4
E14	4	4	3	5	4	4	4	4	3	4	4	3	4	4	4
E15	5	4	4	5	4	4	4	4	3	4	4	3	4	4	4
E16	5	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4	4	4	3	3
E17	5	4	4	4	4	4	4	4	3	4	4	4	5	3	3
E18	5	4	4	3	4	4	4	4	3	5	5	3	4	4	4
E19	5	4	4	5	4	5	4	5	3	5	5	4	5	4	4
E20	4	4	3	5	4	5	5	5	4	5	5	4	5	4	4
Viso balų Σ	94	76	75	85	79	86	81	84	73	86	88	80	85	79	77
Kriterijaus reikšmingumas	1	0,81	0,80	0,90	0,84	0,91	0,86	0,89	0,78	0,91	0,94	0,85	0,90	0,84	0,82

Lentelėje pateikiami kriterijai:

- L1 – vertinamos įmonės gebėjimas generuoti pajamas (pinigų srautus, pelną);
- L2 – koku būdu užtikrinamas vertinamos įmonės vertės augimo potencialas (aukštos kvalifikacijos žmogiškuoju kapitalu ir nematerialiais aktyvais/materialiais aktyvais);
- L3 – vertinamos įmonės veikla pelninga/nuostolinga;
- L4 – vertinamos įmonės pajamų (pinigų srautas, pelnas) augimo ateityje potencialas;
- L5 – duomenų, rodiklių apie sektoriaus, šakos vystymosi perspektyvas kiekis ir patikimumas;
- L6 – duomenų apie vertinamos įmonės veiklą, veiklos rodiklius prieinamumas ir kokybę;
- L7 – vertinamos įmonės pardavimų kitimo dinamika;
- L8 – vertinamos įmonės pinigų srautų kitimo dinamika;
- L9 – vertinamos įmonės investicijų dinamika;
- L10 – vertinamos įmonės veiklos pelningumas;
- L11 – vertinamos įmonės EBITDA pelningumas;
- L12 – vertinamos įmonės grynas pelningumas;
- L13 – vertinamos įmonės nuosavo kapitalo pelningumas (ROE);
- L14 – vertinamos įmonės turto pelningumas (ROA);

L15 – vertinamos įmonės investicijų pelningumas (ROI).

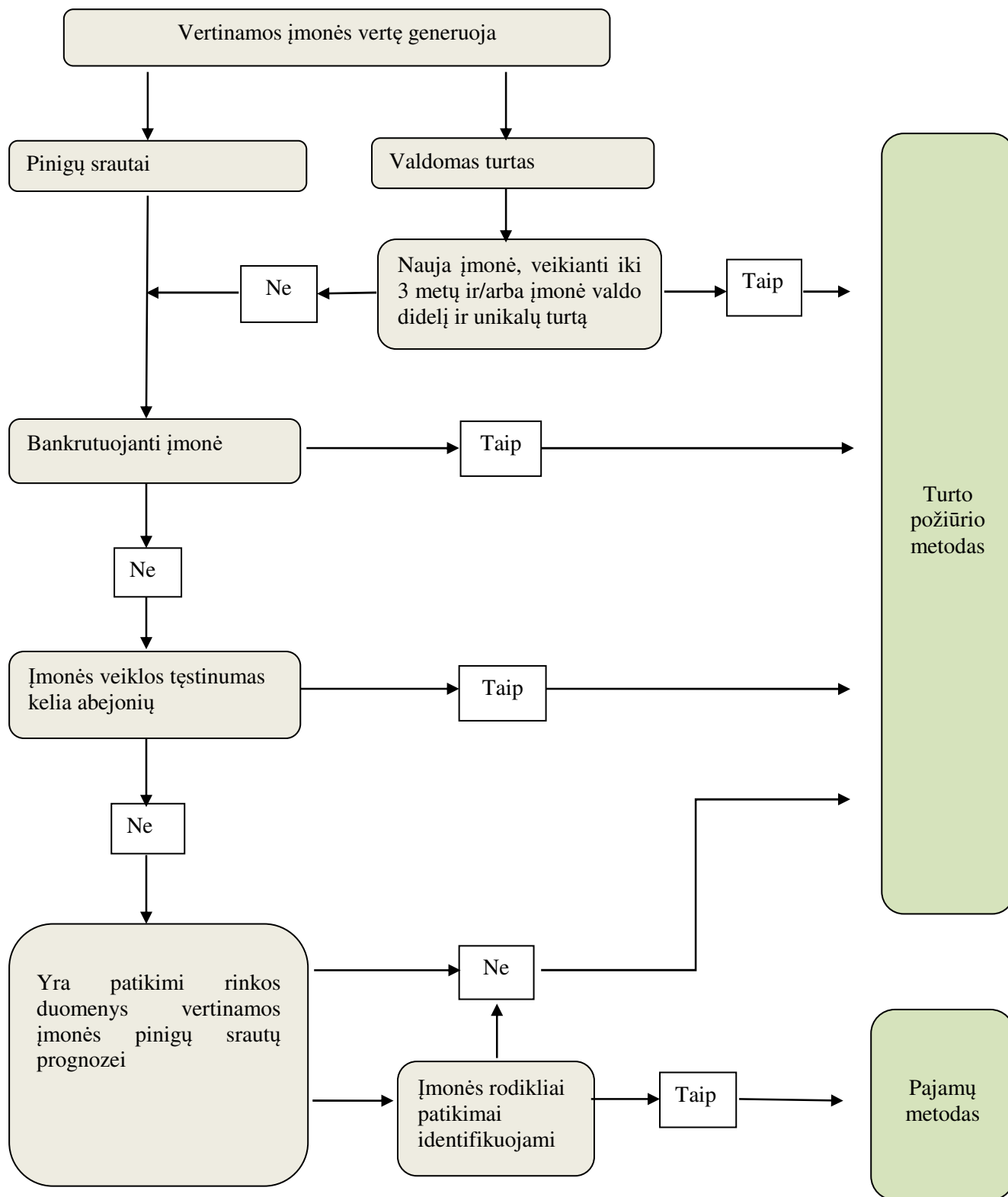
Vertinimo metodų pasirinkimo kriterijų reikšmingumo skaičiavimui buvo taikomas būdas, kada kriterijaus, kuris surinko maksimalų skaičių balų, reikšmingumas bus lygus 1, visų kitų – atitinkamai dalinant kiekvieną reikšmę iš maksimalios.

Analizuodami anketos C dalies ekspertų nuomonės apklausos rezultatus galima daryti kelias išvadas dėl skaičiavimo būdų pasirinkimo kriterijų reikšmingumo:

- analizuojant gautus skaičiavimo rezultatus matyti, kad ekspertų nuomonės dėl vertinamų kriterijų reikšmingumo išsiskyrė nežymiai;
- kaip reikšmingiausias kriterijus, kurie turi didelę įtaką skaičiavimo būdo pasirinkimui, ekspertai įvardina šiuos kriterijus:
 - vertinamos įmonės gebėjimas generuoti pajamas (pinigų srautus, pelną);
 - vertinamos įmonės EBITDA pelningumas;
 - vertinamos įmonės veiklos pelningumas;
 - vertinamos įmonės nuosavo kapitalo pelningumas (ROE)
 - duomenų apie vertinamos įmonės veiklą, veiklos rodiklius prieinamumas ir kokybę;
- pateikti rezultatai rodo, kad svarbiausias kriterijus, pasirenkant skaičiavimo būdą taikant pajamų metodą, yra įmonės gebėjimas generuoti pajamas, kurios kuria įmonės ir jos akcininkų nuosavybės vertę;
- ekspertų nuomone pelningumo rodikliai taip pat yra labai reikšmingi pasirenkant metodą ar skaičiavimo būdą;
- akcininkų nuosavybės pelningumo rodiklis taip pat priskiriamas prie labai svarbių;
- metodų pasirinkimo kriterijų reikšmingumo analizė patvirtina, kad visi analizuojami kriterijai yra svarbūs ne tik pasirenkant metodą, bet ir pačių metodų taikyme įmonės verslo vertės skaičiavimuose.

4.3.3. Įmonės verslo vertės skaičiavimo metodo parinkimas

Apibendrinant metodų pasirinkimo tyrimo rezultatus galima sudaryti rekomendacinę įmonės vertinimo metodų parinkimo schemą. Šios schemos sudarymui naudoti kriterijai (žr. 14 lent.) suskirstyti pagal apskaičiuotą kriterijų reikšmingumą (žr. 15 lent.), pradedant nuo reikšmingiausio ir baigiant mažiausiai reikšmingu. Toliau pateikiama vertinimo metodų parinkimo schema:



18 pav. Verslo vertės apskaičiavimo metodo parinkimo schema

Pateikiant verslo vertinimo metodų parinkimo schemą, reikia atsižvelgti į kelias svarbias pastabas:

- kai įmonės vertę kuria valdomas turtas, vertinimo metodo parinkimas nekelia papildomų klausimų ir yra apibrėžtas turto požiūriu metodu, įskaitant ir tuos atvejus kada verslo vertė skaičiuojama įmonėms veikiančioms rinkoje iki 3 metų ir/arba valdančioms didelį ir/arba unikalų turtą;
- visais kitais „vertinamos įmonės veiklos laikotarpis“ kriterijaus reikšmių (žr. 14 lent.) atvejais, kada įmonė turto neturi arba jis nėra reikšmingas, vertės skaičiavimo metodo perinkime grįžtama prie pajamų metodo parinkimo analizės;
- įmonėms veikiančioms rinkoje ilgiau negu trys metai prioritetiniu vertinimo metodu, ekspertų nuomone, pasirenkamas pajamų metodas;
- reikia atkreipti dėmesį, kad veiklos laikotarpio kriterijus, ekspertų nuomone, nėra labai reikšmingas vertinimo metodo parinkimui;
- rinkos duomenų pakankamumo ir įmonės rodiklių patikimumo rodikliai yra susiję. Galima teigti, kad jeigu nėra patikimų rinkos duomenų ir negalima identifikuoti įmonės rodiklių, palyginant juos su rinkos duomenimis, metodo parinkimo prioritetą perkeliama į turto metodą;
- rodiklis K4 (žr. 15 lent.) nieko neapsprendžia – jei nėra galimybės nustatyti įmonės valdomo turto vertės, tai teiginys, kad turtas kuria įmonės vertę neturi pagrindimo, taikoma pajamų metodo parinkimo analizė. Pats rodiklis yra paskutinis pagal reikšmingumą.

4.4. Įmonės verslo vertės skaičiavimo būdo parinkimas

Šiame skyriuje aptariamas sprendimų priėmimas pereinant nuo prioritetinio vertės skaičiavimo metodų prie skaičiavimo būdų pasirinkimo.

Pajamų metodas

Pajamų metodo taikymas verslo arba akcijų paketų vertės skaičiavimo praktinėje veikloje yra pagrįstas šiais pagrindiniais skaičiavimo būdais: diskontuotų pinigų srautų, pajamų kapitalizacijos ir dividendų diskontavimo.

Dividendų diskontavimo skaičiavimo būdas nėra paplitęs jaunose, besivystančiose rinkose. Šis metodas taikytinas stabiliose, ilgą ekonominio vystymosi laikotarpį nuėjusiose rinkose. Kaip pažymi Harumova (2014) ir Damodaranas (2012), šio skaičiavimo būdo taikymas yra labai ribotas ir jo tinkamumą akcijų paketo vertės skaičiavimui galima apibrėžti šiais požymiais:

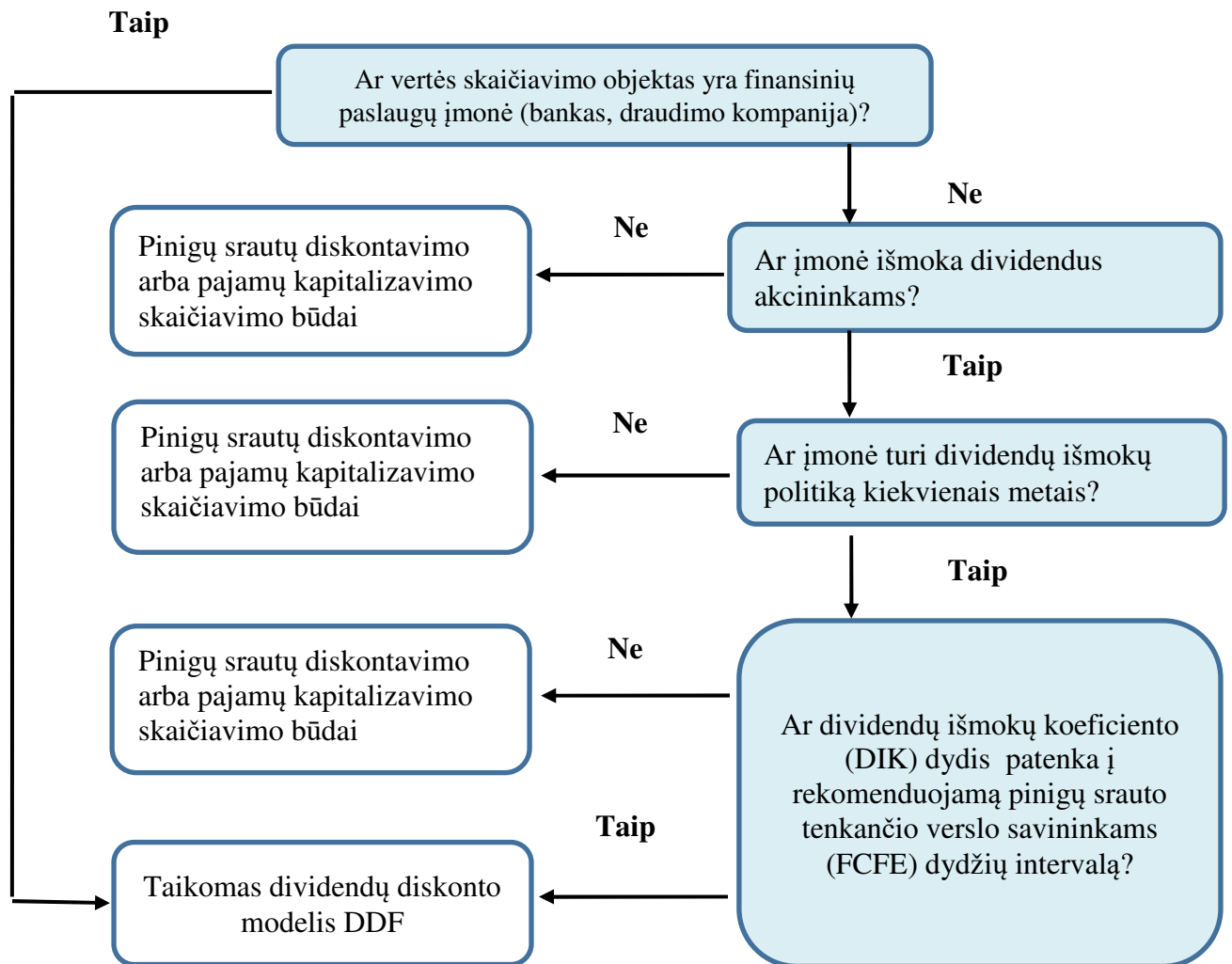
- įmonė moka dividendus (turi dividendų mokėjimo duomenis);

- įmonė turi aiškia dividendų politiką, susietą su įmonės pajamomis;
- investuotojas neturi kontroliuojamosios galios įmonėje;
- vertinama įmonė veikia finansinių paslaugų sektoriuje (bankai, draudimo bendrovės ir t. t.).

Mokslininkai pažymi, kad tais atvejais kada įmonė nemoka dividendų arba išmokamų dividendų dydis neatspindi galimų laisvųjų grynujų pinigų srauto tenkančio verslo savininkui ir yra mažesnis arba didesnis už intervalą nuo 0,9 iki 1,25 FCFE (Harumova, 2014, p. 158) arba 0,8 iki 1,1 FCFE (Damodaran, 2012, p. 974), tada sprendimas dėl diskontuotų dividendų atmetamas kaip netinkamas ir pirmenybė teikiama diskontuotų pinigų srautų arba pajamų kapitalizacijos skaičiavimo būdams.

Remiantis tarptautinių akcijų rinkų patirtimi, tinkamiausios dividendų vertinimo modelių taikymui yra įmonės, įtrauktos į vertybinių popierių biržų sąrašus transporto ir komunalinių paslaugų sektoriuje. Monopoline komunalinių paslaugų (AB Kauno vandenys, UAB Kauno Švara ir kt.) teikimo veikla, energijos tiekimo bei paskirstymo (AB ESO) sektoriaus įmonių galima būtų rasti ir Lietuvoje. Tačiau tai labiau išimtis, o ne taisyklė. Išvystytos ekonomikos šalyse dauguma tokių įmonių yra gyvavimo ciklo brandos stadijoje, kada pardavimų augimas paprastai atitinka ekonomikos augimo tempus ir pelnas bei dividendai paprastai auga pastoviu dydžiu. Pastovaus dividendų augimo modelis daro prielaidą, kad akcijai bus mokami pastoviu greičiu augantys dividendai ir tai bus vykdoma kiekvienais metais. Kai dividendų mokėjimai sudaro didžiąją dalį prognozuojamo įmonės pelno ir jų augimas (g) yra pastovūs, akcijų kainos gali būti apskaičiuojamos naudojant nuolatinio dividendų augimo modelį. Tačiau praktikoje, daugeliu atvejų, dividendai niekada neauga pastoviu greičiu neribotą laiką ir jų išmokėjimas nebūna periodiškas.

Remiantis aukščiau išdėstytais argumentais galima sudaryti pagrįstą sprendimų medį, leidžiantį priimti sprendimą dėl dividendų diskonto skaičiavimo būdo taikymo galimybių (žr. 19 pav.).



DIK - Dividendų išmokos rodiklis = $\text{Dividendai} / \text{FCFE}$ (pinigų srautas tenkantis akcininkų nuosavybei);

19 pav. Dividendų diskonto metodo taikymo pagrindimas

Analizuojant kitus verslo (akcijų paketo) vertės skaičiavimo būdus (diskontuotų pinigų srautų ir pajamų kapitalizavimo), kurie remiasi įmonės verslo pajamomis, reikia atsižvelgti į tai, kad šiuolaikinės įmonės veiklos matavimo rezultatus lemia ne vienas, o grupė kriterijų bei rodiklių, kurie yra labai svarbūs įmonės veiklos matavimo sistemos elementai. Sėkmingą verslo funkcionavimą gali užtikrinti tik išsami informacija apie kiekvieną įmonės produktą, vartotoją, jo pelningumą, atskirų įmonės padalinių veiklos efektyvumą bei kita svarbi informacija. Finansiniai veiklos rodikliai apibrėžia ilgalaikius įmonės tikslus ir gali parodyti, kaip įmonės veikla ir parinkta strategija prisideda prie įmonės vertės didinimo.

Pasirinktų rodiklių reikšmingumo nustatymas (žr. 16 lent.), įmonės finansinės būklės analizė, remiantis pasirinktais rodikliais ir įmonės finansinėmis ataskaitomis, leidžia vertintojui priimti sprendimą dėl vieno ar kito vertės skaičiavimo būdo parinkimo. Pateikiami išvestiniai finansiniai

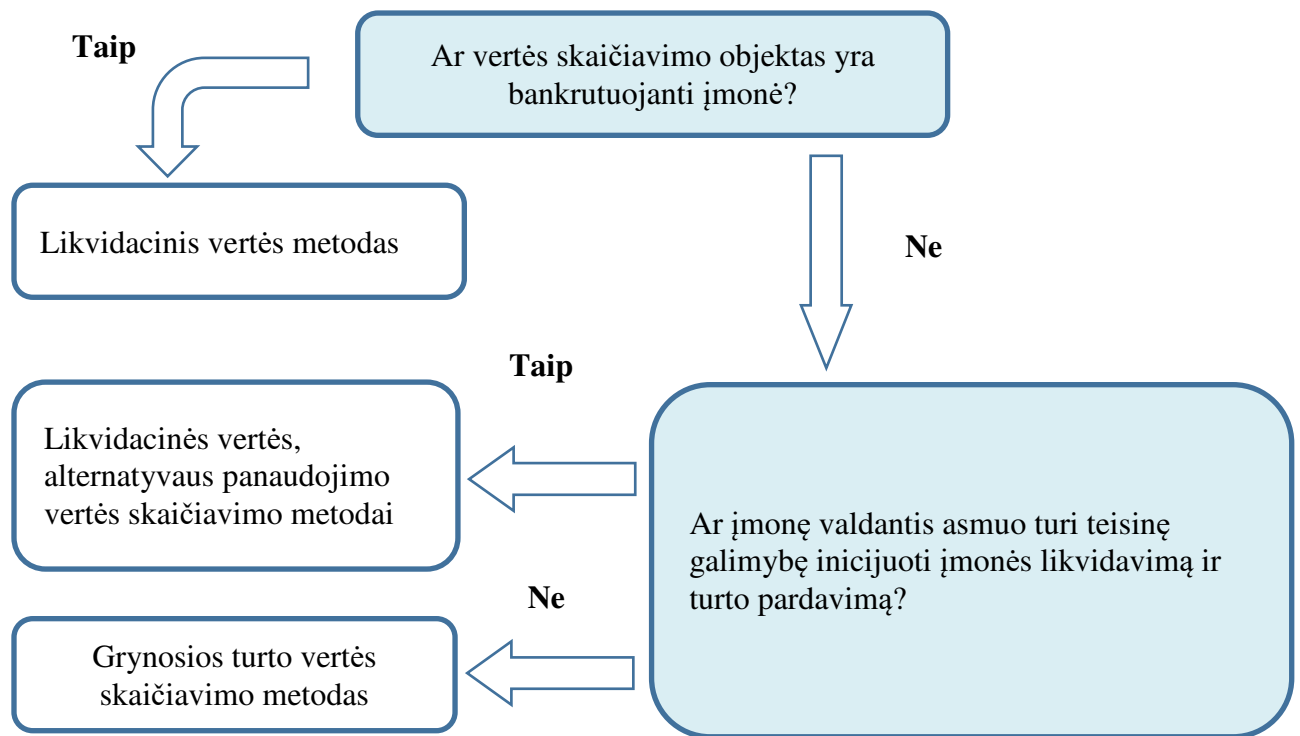
rodikliai ir jų analizė, kurios metu palyginami atskirų laikotarpių finansinių ataskaitų duomenys ir rodiklių pokyčiai, tačiau šie rodikliai gali būti palyginami su statistiniais Lietuvos ūkio sektoriaus arba tarptautinių reitingavimo įmonių pateikiamais analizuojamo sektoriaus tarptautinių kompanijų vidutiniais rodikliai. Mokslininkų rekomenduojami rodikliai, kurie turi įtaką įmonės vertės skaičiavimo būdo pasirinkimui, yra aptarti ankstesniuose šio darbo skyriuose (žr. 4 lent. ir 17 pav.). Įmonės finansinių ir nefinansinių rodiklių įvertinimas, suteikiant vienam arba kitam vertės skaičiavimo būdo pasirinkimui prioritetą, gali būti vertintojo atliekamos analizės tikslas. Kriterijų, kurie, ekspertų nuomone, daro įtaką pajamų metodo skaičiavimo būdo pasirinkimui, reikšmingumo analizė pateikiama ankstesniuose darbo skyriuose (žr. 16 lent.). Reikia pažymėti, kad verslo vertinimo praktikoje piniginių srautų diskontavimo ir pajamų kapitalizacijos skaičiavimo būdai yra pripažįstami kaip lygiaverčiai. Taikant diskontavimo skaičiavimo būdą laukiamas pajamų ar pinigų srautų augimas gali būti nustatomas prognozuojant pajamas ar pinigų srautus. Taikant kapitalizacijos skaičiavimo būdus laukiamą pajamų ar pinigų srautų augimą išreiškia kapitalizacijos norma.

Praktinėje vertinimo veikloje dažniau naudojamas diskontuotų pinigų srautų skaičiavimo būdas ir pagrindiniai kriterijai, kurie gali lemti vertintojo šį sprendimą galėtų būti šie:

- įmonės retrospektyvinių duomenų rodiklių kitimo dinamika;
- vertinamos įmonės pajamos arba pinigų srautai yra kintami;
- įmonės pajamos yra generuojamos iš kelių skirtingų verslo segmentų;
- įmonės investicijų politika daro reikšmingą įtaką pajamoms ir / arba pinigų srautams;
- įmonės veiklos finansavimo politika ir kapitalo struktūra;

Turto požiūrio metodai

Suformulavus pajamų metodo skaičiavimo būdų diskontuotų pinigų srautų, pajamų kapitalizacijos ir dividendų diskontavimo pasirinkimo kriterijus, grįžtama į ketvirtojo etapo pradžią (žr. 14 pav.) ir apžvelgiame skaičiavimo būdo pasirinkimą atvejį „Turto požiūrio metodai“, kada vertintojas prioritetiniu pasirenka turto požiūrio metodus. Šiuo atveju galima naudoti sprendimų medį, kurio pagalba galime identifikuoti sprendimą įtakojančius veiksnus. Sprendimų medis pateikiamas paveiksle.



20 pav. Turto požiūrio metodų taikymo pagrindimas

Reikia pažymėti, kad turto požiūrio metodų taikymas, įskaitant ir grynosios vertės, koreguoto balanso skaičiavimo metodus, yra susijęs ne su atskirų finansinių rodiklių vertinimu, o su konkrečių balanso aktyvų (įskaitant materialaus, nematerialaus turto, finansinio turto, atsargų, debitorių ir t.t.) vertės apskaičiavimu. Šiuo atveju, vertintojas susiduria su situacija, kada į kiekvieną turto poziciją, mes žiūrime, kaip į turtą (turto kompleksą), kurį galime realizuoti rinkoje, daugeliu atvejų, nepriklausomai nuo įmonės veiklos pobūdžio. Žiūrint į atskiras įmonės turto struktūros dalis, tokias kaip nekilnojamasis turtas, nematerialus turtas, prekių ženklai, finansinis turtas (įmonės valdomi kitų įmonių akcijų paketai), vertintojas turės taikyti pristatomą sprendimų modelį sudedamosioms įmonės aktyvų dalims ir grįžti į kuriamo modelio pradžią, kiekvieną iš turto pozicijų atskirai nagrinėjant kaip galimą verslo objektą.

Visuose įmonės verslo vertės skaičiavimo metodų ir būdų parinkimo etapuose analizuojamų veiksnių bei kriterijų skaičius akivaizdžiai patvirtina teiginius, kad šis procesas nėra paprastas. Procesui, priimant sprendimus dėl tinkamo vertinimo metodo / būdo parinkimo, įtaką turintys veiksniai gali, skirtingose situacijose, būti traktuojami ir vertinami skirtingai. Todėl standartizuoti sprendimų priėmimo procesą pasirenkant vertinimo metodus ir būdus, atsižvelgiant į tai, kad vertinimo procesas yra susijęs ir su vertintojo subjektyviu požiūriu, yra sudėtinga. Siūlomas vertinimo metodų ir skaičiavimo būdų parinkimo modelis padės teisingai pasirinkti vertinimo metodą, skaičiavimo būdą,

išvengti įvairių manipuliacijų vertinimo procese, atsižvelgiant ir į tai, kad vertinimas yra labai svarbi ir atsakinga finansinio sektoriaus sudėtinė dalis.

Pristatomo vertinimo metodo parinkimo modelio taikymas neeliminuoja vieno ar kito vertinimo metodo ir skaičiavimo būdo naudojimo įmonės verslo (akcijų paketo) vertės skaičiavimo procese ir nesuteikia galimybės naudoti vertinimo metodus nesilaikant tam tikrų standartinių principų ar normatyvinių aktų reikalavimų. Skirtingi vertinimo metodai gali būti taikomi tuo pačiu metu, tame pačiame vertinime, norint pasiekti kuo tikslesnį rezultatą arba palyginti gautus rezultatus. Todėl skirstymas metodų arba skaičiavimo būdų remiasi išskyrimu pagrindinio vertinimo metodo ir kontrolinio arba antrojo vertinimo metodo, kuris gali patvirtinti arba sukelti pagrįstas abejones dėl vertinimo rezultatų patikimumo. Dviejų metodų taikymo verslo vertinime reikalauja ir Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas bei metodika.

Modelis suteikia vertintojui papildomą galimybę, remiantis sprendimų medyje išdėstytų veiksmų įvertinimu, priimti sprendimus, kurie suteiktų galimybę kuo tiksliau apskaičiuoti įmonės vertinamo verslo (akcijų paketo) rinkos vertę.

IŠVADOS

1. Literatūroje pateikiami vertinimų duomenys, praktikoje sutinkamos vertinimo ataskaitos, rodo, kad skirtingais metodais apskaičiuota įmonės ar akcijų paketo vertė, atskirais atvejais, gali reikšmingai skirtis. Todėl reikia aiškiai, remiantis turimais duomenimis bei jų analize, pagrįsti, kokie pasirinkti metodai ar metodų deriniai, atsižvelgiant į verslą įtakojančius faktorius, teisingiausiai atspindės įmonės verslo (akcijų paketo) vertę ir leis padaryti pagrįstą galutinę išvadą dėl vertės. Procesą, priimant sprendimus dėl tinkamo verslo (akcijų paketo) vertės skaičiavimo metodo pasirinkimo, įtakojuojantys veiksniai gali, skirtingose situacijose, būti traktuojami arba jų svarba vertinama skirtingai. Todėl standartizuoti sprendimų priėmimo procesą pasirenkant vertinimo požiūrius bei metodus, atsižvelgiant į tai, kad vertinimo procesas yra susijęs ir su vertintojo subjektyviu požiūriu, yra sudėtingas procesas. Be to reikia atsižvelgti ir į tai, kad vertinimas yra labai svarbi ir atsakinga finansinio sektoriaus sudėtinė dalis. Todėl pažymėtina, kad už verslo (akcijų paketo) vertės apskaičiavimą atsakingi subjektai negali naudoti skirtingų vertinimo metodų, nesilaikydami tam tikrų principų.
2. Atlikus mokslinės literatūros, straipsnių analizę, galima daryti pagrįstą išvadą, kad vienos vieningos metodologijos, skirtos vertinimo metodų bei vertės skaičiavimo būdo pasirinkimui, praktiškai, nėra. Nei teorijoje, nei verslo vertintojų praktikoje nėra aiškaus ir įtikinančio atsakymo – kokios procedūros, modeliai turi būti taikomi pasirenkant vertės skaičiavimo metodą ar būdą ir kaip turi būti traktuojami pasirinktais metodais apskaičiuoti rezultatai. Analizuojant literatūroje pateikiamus galimus sprendimus dėl vertės skaičiavimo metodų bei būdų pasirinkimo, analizuojamų veiksnių bei klausimų skaičius akivaizdžiai patvirtina teiginius, kad šis procesas nėra paprastas ir negali būti automatizuotas arba sudėtas į vienareikšmiškus algoritmus.
3. Išsikeltiems uždaviniams įvykdyti, atlikta ekspertų apklausa (anketa), kurios rezultate gauti tyrimo duomenys leidžia nustatyti vertinimo metodo pasirinkimo prioritetus, atsižvelgiant į vertinimo kriterijus ir pasirinktų vertinimo kriterijų reikšmingumą. Taip pat, remiantis nustatytais kriterijais ir pasirinktų vertinimo kriterijų reikšmingumu, nustatyti pajamų metode taikomų skaičiavimo būdų pasirinkimo prioritetus ir skaičiavimo būdo taikymui reikšmingą įtaką turinčius kriterijus. Atsižvelgdami į ekspertų vertinimus, buvo nustatomas ekspertų nuomonių atitikimo laipsnis bei išvadų objektyvumas.
4. Tyrimo rezultatų pagrindu sudarytas sprendimų modelis dėl vertės skaičiavimo metodo ir skaičiavimo būdo pasirinkimas leidžia spręsti problemą, su kuria susiduria didžioji dauguma verslo vertintojų, t. y. atsakyti į klausimus, kokiomis nuostatomis vadovautis ir kaip priimti sprendimus susijusius su vertinimo metodų ir būdų vertės skaičiavimui pasirinkimu. Kiekvienu

konkrečiu vertinimo atveju, atsakingas už verslo vertinimą yra nepriklausomas vertintojas, turintis atitinkamą profesinę kvalifikaciją. Todėl skaičiuojant įmonių (akcijų paketo vertę) vertintojas gali, naudodamas pateiktą modelį, pagrįsti savo priimamus sprendimus dėl vertės skaičiavimo metodų ir skaičiavimo būdų priėmimo. Vertintojo apskaičiuota įmonės verslo (akcijų paketo) rinkos vertė, deklaruojama vertinimo ataskaitoje ar kituose dokumentuose, taikant sudarytą modelį, gali priartinti apskaičiuotą rezultatą prie rinkos vertės. Tuo pačiu yra patvirtinama, kad vertinimo proceso metu buvo atspindėta viskas, ką buvo galima sužinoti viso verslo vertinimo proceso metu. Negalima teigti, kad sudarytas modelis yra galutinis ir tolesnė analizė negali atskleisti naujų aplinkybių, kurios reikalautų naujų modelio sprendinių. Įvairių veiksnių tarpusavio sąveikos, gaunama papildoma informacija gali pakeisti ar iš dalies pakeisti sprendimus, todėl modelis turi būti lankstus ir lengvai pritaikomas pasikeitus vertinimo tikslams, rodikliams ar aplinkybėms.

REKOMENDACIJOS

1. Verslo vertinimo metodų ir būdų parinkimo modelis rekomenduojamas taikyti verslo vertinimo praktinėje veikloje. Vertinimo procesas kaip ir pats vertintojo darbas atliekamas aplinkoje, kurioje dalyvauja pusės, turinčios skirtingus norus ir įtakojamos skirtingų interesų, todėl reikia naudoti naujus metodus, algoritmus, kurie leistų išlikti vertintojo nepriklausomumui, didintų skaidrumą, nemanipuliuojant dokumentiniu pagrindimu vertės skaičiavimuose, o pagrindžiant vienu arba kitu metodų, rodiklių bei koregavimų taikymą.
2. Metodų pasirinkimo kriterijai ir rezultatai turi būti traktuojami ne tik kaip faktas pasirinkimo, bet naudojama vertinime kaip ribojančios sąlygų rinkinys, kuriomis vadovavosi vertintojas apskaičiuodamas verslo vertę.
3. Vertės skaičiavimo metodų pasirinkimo kriterijų analizė kelia uždavinį papildomai atlikti tyrimą, kuriame ekspertai galėtų pateikti nuomonę apie pagrindinių finansinių rodiklių rinkinį, kurie daro įtaką vertės skaičiavimo metodų pasirinkimui.
4. Vertinimo metodų pasirinkimui didelę įtaką daro ne tik įmonės veiklos finansiniai rodikliai, bet ir finansinių ataskaitų duomenų patikimumas, kurių pagrindu skaičiuojami rodikliai. Todėl siūloma atlikti tyrimą finansinių rodiklių reikšmių sklaidos įtaką vertinimo metodų pasirinkimui.
5. Dėl didelės rinkos pokyčių dinamikos yra galimi staigūs strategijų, investicijų krypčių pokyčiai, kurie gali daryti įtaką vertės skaičiavimo koncepcijos pokyčiams. Todėl siūloma ne tik daryti detalę rinkos analizę, tačiau šios analizės duomenys turi būti perkelti į vertinimo metodų pasirinkimo modelį.
6. Modelyje nėra atspindėta galimų įmonės veiklos scenarijų jautrumo analizė. Siūloma papildyti modelį jautrumo arba rizikos faktoriumi, kuris leistų įvertinti vertės skaičiavimo pasirinktu metodu rezultatų patikimumo laipsnį arba svyravimo ribas apie tam tikrą vidutinę reikšmę.

LITERATŪRA

1. Adomavičiūtė, D. (2011). Lietuvos muitinės vykdomas verslo įmonių veiklos vertinimas ir jo ypatumai. Ekonomikos ir turto vertės pokyčiai: tendencijos ir valdymo priemonės. Vilnius, p. 5.
2. Arumugam, T. T. (2007). An analysis of discounted cash flow (DCF) approach to business valuation in Sri Lanka. Doctor Dissertation of Philosophy in Financial Management, p. 9.
3. Baker, K., Singleton, J. C., Veit, E. T. (2011). Survey Research in Corporate Finance: Bridging the Gap Between Theory and Practice. Oxford, p. 68 – 71.
4. Begovic, S., Momcilovic, M., Jovin, S. (2013). Advantages and limitations of the discounted cash flow to firm valuation. Škola biznisa Broj, 38 – 47.
5. Belli, P., Anderson, J., Bamum, P., Dixon, J., Tan, J. P. (2004). Economic Analysis of Investment Operations: Analytical Tools and Practical Applications, p. 77 – 94.
6. Berzkalne, I., Zelgalve, E. (2014). Intellectual capital and company value. Procedia - Social and Behavioral Sciences. Vol. 110, p. 887 – 896.
7. Burkšaitienė, D. (2007). Užsienio antrinių įmonių vertinimas pagal diskontuotą pinigų srautą. Ekonomika ir vadyba (Economics and Management). Kaunas: Technologija, nr. 12, p. 697 – 704.
8. Burkšaitienė, D. (2001). Verslo vertės nustatymo principų plėtotė. Inžinerinė ekonomika. Kaunas: Technologija, 2001, 3 (23), p. 20 – 28.
9. Burkšaitienė, D., Eiva, S. (1999). Verslo vertinimo principai. Ekonomika. Mokslo darbai. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, 47, p. 16 – 29.
10. Christauskas, Č., Kazlauskienė, V. (2009). Modernių veiklos vertinimo sistemų įtaka įmonės valdymui globalizacijos laikotarpiu. Ekonomika ir vadyba. Kaunas: Kauno technologijų universitetas, Nr. 14, p. 715 – 722.
11. Dagiliene, R., Dagiliene, L. (2014). Accounting-based valuation of innovation: challenges and perspectives. Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol.156, p. 589 – 593.
12. Damodaran, A. (2002). Investment valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset. New York: John Wiley and Sons Inc., p. 992.
13. Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey.
14. Džikevičius, A. (2013, lapkričio 26). Verslo vertinimas Europos ekonominėje erdvėje ir kapitalo pritraukimas verslo plėtrai užsienio rinkose. [žiūrėta 2016 – 09 - 03]. Prieiga per internetą http://paramaverslui.eu/wp-content/uploads/2015/04/1_dalis_AD.pdf
15. Džikevičius, A., Michnevič, E., Ževžikova, O. (2008). Stochastinis verslo vertinimo modelis. Verslas: teorija ir praktika. Vilnius: Technika, 9 tomas, nr. 3, p. 229 – 237.

16. Fernandez, P. (2002). Valuation methods and shareholder value creation. Amsterdam: Academic Press, p. 631.
17. Fernandez, P. (2002) Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations. [žiūrėta 2016 – 09 – 09]. Prieiga per internetą <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0449-E.pdf>
18. Feldman, S. J., Wiley J. and Sons (2005). Principles of Private Firm Valuation. [žiūrėta 2016 – 08 – 20]. Prieiga per internetą <http://books.mec.biz/tmp/books/3QNH4FZJFBZ215WVQWXX.pdf>
19. Galinienė, B. (2005). Turto ir verslo vertinimo sistema. Formavimas ir plėtros koncepcija. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla, p. 14 – 45, 177 – 243.
20. Harumova, A., Janošova, Z. (2014). Decision Model for Business Valuation Method Selection in the Slovak Republic. University of Economics in Bratislava, Bratislava, Slovak Republic. Education and Data Mining in Science, Engineering and Risk Management. [žiūrėta 2016 – 08 – 20]. Prieiga per internetą <http://www.oedm-serm.org/wp-content/uploads/2014/08/019.pdf>
21. Havnaer, K. (2012). A DCF VS. MULTIPLES. Iš Series of Reports on Quality Growth Investing. Jensen Investment Management, p. 1 – 4.
22. Joslin, A. (2005). An Investigation into the expression of uncertainty in property valuations In: Journal of Property Investment & Finance. Vol. 23, No.3, p. 269 – 285.
23. Kaleininkaitė, L., Trumpaitė, I. (2005). Verslo vertės ir rizikos valdymo modeliavimas. Verslas, vadyba ir studijos: mokslo darbai, p. 62 – 72.
24. Kazlauskienė, V. (2002). Įmonės ekonominės-finansinės būklės analizės ypatumai vertinant verslą nestabilioje rinkoje. Ekonomika ir vadyba – 2002: 2 knyga. Ekonomikos aktualijos. Kaunas: Technologija, 2002, p. 33 – 36.
25. Kazlauskienė, V. (2003). Verslo vertinimo principų analizė. Ekonomika ir vadyba. Tarptautinės mokslinės konferencijos pranešimų medžiaga. Kaunas. Technologija, p. 61 – 63.
26. Kazlauskienė, V., Christauskas, Č. (2007). Risk Reflection in Business Valuation Methodology. Inžinerinė ekonomika. Kaunas: Technologija, nr. 1, p. 7 – 15.
27. Kazlauskienė, V., Christauskas, Č. (2008) Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers. Inžinerinė ekonomika. Kaunas: Technologija, 2, p. 23 – 31.
28. Kazlauskienė, V. (2005). Verslo vertės veiksnių pagrįstas verslo vertinimo modelis: daktaro disertacija. Kauno technologijos universitetas. Kaunas: Technologija.
29. Kazlauskienė, V. (1999). Vertės teorijos vystymosi apžvalga. Ekonomika ir vadyba. Tarptautinės konferencijos pranešimų medžiaga. Kaunas: Technologija, p. 147 – 149.
30. Klovienė, L. (2012). Veiklos vertinimo sistemos adekvatumas verslo aplinkai: daktaro disertacijos santrauka. Kauno technologijos universitetas. Kaunas: Technologija, p. 132.

31. Korenkova M., Urbanikova, M. (2014). Increase of Company Efficiency through the Investment to the Employees and its Quantitative Valuation. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, p. 942 – 951.
32. Legenzova, R. (2001). Verslo vertinimo metodai ir jų taikymo Lietuvoje specifika. *Organizacijų vadyba: Sisteminiai tyrimai*, p. 109.
33. Libby, R., Blashfield, R. K. (1978). Performance of a composite as a function of the number of judges. *Organizational Behavior and Human Performance*, 21 (2), p. 121 – 129.
34. Lietuvos Respublikos Seimas. (2011). Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymo pakeitimo įstatymas (2011 – 06 – 22 Nr. XI-1497). [žiūrėta 2016 – 08 – 20]. Prieiga per internetą <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.278D4FD8E838/zJkKDKQkJY>
35. Lietuvos Respublikos finansų ministerija. (2012). Turto ir verslo vertinimo metodika (2012 m. balandžio 27 d. Nr. 1K-159). [žiūrėta 2016 – 09 – 05]. Prieiga per internetą <https://www.e-tar.lt/portal/lt/legalAct/TAR.14FE4917B8E1>
36. Lietuvos turto vertintojų asociacija. (2004). Nacionaliniai turto ir verslo vertinimo standartai, Vilnius: Girona, p. 79 – 80.
37. Lydeka, Z., Kavaliauskas, J. (2003). Verslo subjektų veiklos efektyvumo skirtumai ir konkurencijos formos. *Ekonomika*, 61, p. 88 – 99.
38. Mackevičius, J. (2005). Įmonių veiklos analizė. Informacijos rinkimas, sisteminimas ir vertinimas. Vilnius: TEV leidykla, p. 209 – 222.
39. Marčiulionytė, M., Oržekauskas, P., Junevičius, E. (2013). Valstybinių verslo įmonių valdymo tobulinimo galimybės. Kauno technologijos universitetas. Kaunas: Technologija, p. 36 – 49.
40. Norvaišienė, R. (2003). Įmonės vertės nustatymo probleminiai aspektai. *Ekonomika ir vadyba*. Kauno technologijos universitetas. Kaunas: Technologija, p. 38-39.
41. Parham, M. (2008). *Business Valuations: Fundamentals, Techniques and Theory*. National Association of Certified Valuation Analysts, p. 12 – 14.
42. Podvezko, V. (2005). Ekspertų įverčių suderinamumas, Vilnius Ukio Technologinis ir Ekonominis Vystymas. (2), p. 102 – 104. [žiūrėta 2016 – 10 – 10]. Prieiga per internetą <http://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/13928619.2005.9637688?needAccess=true>
43. Shegal, S., Pandey, A. 2010. Equity valuation using price multiples: evidence from India. *Asian Academy of Management journal of Accounting and finance*. 6 (No. 1), p. 89 – 108.
44. Sinevičienė, L. (2007). Vertės nustatymo metodų taikymo aspektai įmonėse, kurių akcijomis viešai neprekiuojama. *Ekonomika ir vadyba: Kauno technologijos universitetas*. Kaunas: Technologija, p. 247 – 253.

45. Slavinskaitė, N. (2012). Kompleksinis pieno pramonės įmonių pagrindinės veiklos efektyvumo vertinimas. Buhalterinės apskaitos teorija ir praktika. [žiūrėta 2016 – 09 – 20]. Prieiga per internetą
<http://etalpykla.lituanistikadb.lt/fedora/objects/LT-LDB-0001:J.04~2012~1367187694816/datastreams/DS.002.0.01.ARTIC/content>
46. Sofijanová, E., Zabijakin-Chatleska, V. (2013). High performance work practices and organizational performance: an analysis of the macedonian food and beverage industry. Sozopol: University of Versailles, p. 634 – 647.
47. Steiger, F. (2008). The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods. European Business School. Seminar Paper.
48. Šliogerienė, J. (2009). Energetikos įmonių turto vertinimas. Nepublikuota daktaro disertacija. Vilnius: Technika, p. 40.
49. Taticchi, P., Asfaldi, A., Sole, F. (2010). Performance measurement management in Smes: discussion of preliminar results from an Italian survey. Business performance measurement and management: new contents, themes and challenges. London: Springer, p. 3 – 11.
50. Tarptautinė vertinimo standartų taryba. (2013). Tarptautiniai vertinimo standartai. ISBN 978-0-9569313-6-8. p. 36. [žiūrėta 2016 – 08 – 10]. Prieiga per internetą
http://www.atvi.lt/index.php/tarptautiniai_vertinimo_standartai_tvs_2013_lietuviu_kalba/365
51. The European Group of Valuers' Associations (Tegova). (2016). European valuation standards (2016). 8. [žiūrėta 2016-09-03]. Prieiga per internetą
http://www.tegova.org/data/bin/a5738793c0c61b_EVS_2016.pdf
52. Wang, Y. (2007). The Cognitive Process of Decision Making. University of Calgary, Canada . Int'l Journal of Cognitive Informatics and Natural Intelligence, 1(2), 73 – 85.
53. Wilson, J. (1997). Discounted Cash Flow (DCF) Analysis. Global Research: Valuation Series. Union Bank Of Switzerland. [žiūrėta 2016 – 08 – 10]. Prieiga per internetą
<http://pricing.online.fr/docs/DiscountedCashFlow.pdf>
54. Woelfel, J. Ch. (1994). Encyclopedia of banking & Finance. 10th ed. A bank line publication: Probus publishing Company, p. 1220.
55. Žvirblis, A., Mačerinskienė, L., Buračas, A. (2008). Įmonių konkurentų potencialo vertinimo principai ir baziniai modeliai. Intelektinė ekonomika, Nr. 1(3), 82 – 92.
56. Алексеева, И. (2015). Алгоритмы интеллектуальной поддержки принятия решений в задаче оценки инвестиционной стоимости бизнеса при сделках слияния и поглощения. [žiūrėta 2016 – 09 – 08]. Prieiga per internetą
<http://www.psu.ru/files/docs/science/dissertatsionnye-sovety/alekseeva/alekseeva.pdf>

57. Верховцева, Е., Гребеник, В. (2016). Оценка стоимости компании: эмпирические и теоретические аспекты. НАУКОВЕДЕНИЕ. 8 (1), 1-9. [žiūrēta 2016 – 09 – 08]. Prieiga per internetą <http://naukovedenie.ru/PDF/36EYN116.pdf>
58. Денисова, В. (2009). Стоимость компании как оценка эффективности ее функционирования. Вестник Самарского государственного экономического университета. Самара, 9 (59), 30-34. [žiūrēta 2016 – 09 – 12]. Prieiga per internetą www.vestnik.sseu.ru/view_pdf.php?pdf=2519
59. Домнина, С., Савоскина, Е. (2014). Модель управления стоимостью бизнеса. Вестник самарского государственного университета. 8 (119), 18 – 23. [žiūrēta 2016 – 09 – 08]. Prieiga per internetą http://vestnik.samsu.ru/tgt/2014_08_018.pdf
60. Лейфер, Л. (2013). Характеристики точности и неопределенности оценки. Модели и методы их определения. [žiūrēta 2016 – 09 – 08]. Prieiga per internetą <http://www.appraiser.ru/UserFiles/File/Conference/ROO-06-2013/docs/Leyfer.pdf>
61. Коробков, Д., Рыльцев, Р. (2013). Характеристика и сравнительный анализ современных подходов к оценке бизнеса. Вісник НТУ «ХПІ». 52 (1025), 73 – 81. [žiūrēta 2016 – 09 – 06]. Prieiga per internetą <http://repository.kpi.kharkov.ua/handle/KhPI-Press/8538>
62. Галасюк, В., Галасюк, В. (2010). ОЦЕНКА БИЗНЕСА: КРАТКО О ВАЖНОМ. [žiūrēta 2016 – 09 – 06]. Prieiga per internetą <http://www.fin2top.com/download-article/156>
63. Чая, В., Акопян В. (2013). Оценка и инвестиционный анализ на предприятиях ГОК. Аудит и финансовый анализ. 1, 263. [žiūrēta 2016 – 09 – 06]. Prieiga per internetą http://www.auditfin.com/fin/2013/1/2013_I_08_04.pdf
64. Попова, А. (2015). Анализ и оценка эффективности функционирования предприятия на основе капитализации прибыли. Экономика и менеджмент инновационных технологий. [žiūrēta 2016 – 09 – 03]. Prieiga per internetą <http://ekonomika.snauka.ru/2015/10/9893>