

FINANSINIŲ VERTINIMO METODŲ TARPUSAVIO PRIKLAUSOMYBĖS TYRIMAS INFORMACIJOS ATSKLEIDIMO ASPEKTU

Lina Dagilienė

Kauno Technologijos Universitetas

Anotacija

Mokslinėje literatūroje ir praktikoje yra skaičiuojama daug finansinių vertinimo metodų, kurie remiasi panašiais duomenimis ir atskleidžia analogišką informaciją apie vertinamą situaciją. Todėl svarbu žinoti, kurie finansiniai vertinimo metodai gali būti pakeičiami vieni kitais nustačius tarpusavio koreliacijas ir įvertinus skaičiavimo sudėtingumą. Remiantis mokslinės literatūros analize buvo išskirti rodikliai, apibūdinantys finansinio vertinimo metodo skaičiavimo sudėtingumą. Pagal sudėtingumo veiksnius buvo atlikta finansinių vertinimo metodų analizė ir apskaičiuotos metodų tarpusavio koreliacijos.

Pagrindiniai žodžiai: finansiniai vertinimo metodai, koreliacija.

Ivadas

Finansinio vertinimo procesas yra neatsiejamas nuo finansinių ataskaitų. Keičiantis ekonominėms sąlygoms, vis didesnis dėmesys kreipiamas reikšmingai informacijai apie bendrovės veiklą atskleisti. Bendrovės yra skatinamos viešai dalintis svarbia informacija apie esminius įvykius su kitais rinkos dalyviais. Todėl teisiniai reikalavimai informacijos atskleidimui tampa vis griežtesni. Reikalavimai dėl finansinėje atskaitomybėje pateikiamos informacijos ir jos reikšmingumo yra pateikti 1-ajame Verslo apskaitos standarte „Finansinė atskaitomybė“. 2007 m. Lietuvoje priimtas Vertybinių popierių įstatymas praplėtė emitentams privalomas viešai skelbti informacijos apimtį bei nustatė griežtesnius informacijos atskleidimo reikalavimus. Šių pokyčių tikslas – galimybė priimti teisingus sprendimus, remiantis vertinamos įmonės finansine atskaitomybe.

Finansinio vertinimo procesui taip pat daro įtaką padidėjęs poreikis vertinti įmones bei vykstantys apskaitos taisyklių standartizavimo ir harmonizavimo procesai. Anksčiau vertinimą atlikdavo tik turto vertintojai. Tokio pobūdžio įmonių vertinimai išliko, tačiau pasikeitė vertinimo mastas. Didėjant ir plečiantis internetinių paslaugų įvairovei, fiziniai asmenys lengvai gali išigyti bei parduoti viešai kotiruojamų įmonių akcijas. Todėl tampa aktualu su mažiausiomis laiko ir kaštų sąnaudomis formalizuoti finansinio ver-

tinimo procesą, parinkus tinkamiausius finansinius vertinimo metodus.

Tyrimo problema ir aktualumas. Tradiciškai požiūriai į finansinio vertinimo metodiką skiriasi pagal tai, kokia informacija yra reikalinga vertinamoje situacijoje. Kaštų bei turto vertinimo požiūriai remiasi istoriniais finansinių ataskaitų duomenimis. Vertinant įmones pagal pajamų bei augimo požiūrius, reikalingi duomenys apie esamus ir prognozuojamus grynuosius piniginius srautus bei jų augimo tempus. Rinkos požiūriu vertės nustatymas remiasi palyginamųjų įmonių finansinių ataskaitų duomenimis ir vidutiniais pramonės šakos rodikliais. Šiuolaikinėmis sąlygomis renkantis finansinius vertinimo metodus, nepakanka šios klasifikacijos. Vertintojui svarbiau žinoti, kurie finansiniai vertinimo metodai tarpusavyje koreliuoja, atskleidžiant informaciją apie vertinamą įmonę. Pirmoji priežastis yra ta, kad ne visi finansiniai vertinimo metodai, tinkami vertinamos situacijos atskleidimo prasme, gali būti panaudojami dėl disponuojamų duomenų apie vertinamą įmonę trūkumo. Antra, taikant finansinius vertinimo metodus, reikėtų atsižvelgti į vertinimo metodų paprastumą ir galimybę palyginti apskaičiuotą rezultatą. Tai ypač svarbu išoriniam vertintojui, pavyzdžiui, investuotojui, kurio tikslas – pasirinkti investavimo objektą iš tiriamos įmonių aibės.

Įvertinus šiuos aspektus, tiriamą problemą yra suformuluota klausimu: *kokią įtaką finansinių vertinimo metodų parinkimui daro metodų tarpusavio ryšiai vertinant informacijos atskleidimo aspektu?*

Tyrimo tikslas – nustatyti tiriamų finansinių vertinimo metodų tarpusavio priklausomybę, atsižvelgiant į informacijos atskleidimo aspektą.

Siekiant pagrindinio tikslo yra keliami du **uždaviniai**: 1) išskirti veiksnius, darančius įtaką finansinių vertinimo metodų skaičiavimui informacijos atskleidimo aspektu; 2) nustatyti koreliacinius ryšius tarp finansinių vertinimo metodų.

Tyrimo objektas – finansiniai vertinimo metodai ir jų tarpusavio koreliacijos.

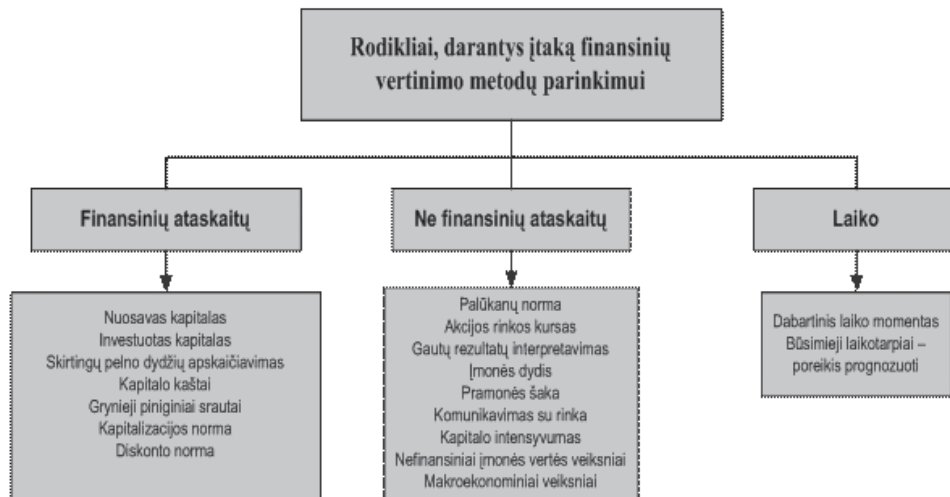
Tyrimo metodai naudoti straipsnyje yra mokslinės literatūros lyginamoji ir loginė analizė, finansinių vertinimo metodų skaičiavimas; finansinių vertinimo metodų koreliacinių koeficientų skaičiavimas.

Teoriniai tyrimo pagrindai

Informacijos atskleidimas reiškia finansinių vertinimo metodų rodomą rezultatą, kuris priklauso nuo vertinimo tikslo: kokią informaciją metodas atskleidžia apie vertinamą įmonę.

Mokslinėje literatūroje yra skiriama daug dėmesio veiksnių, susijusių su finansinių vertinimo metodų skaičiavimu, analizei. 1 paveiksle yra apibendrintai

pateikti rodikliai, darantys įtaką finansinių vertinimo metodų parinkimui, suskirstyti į tris grupes. Kadangi finansinis vertinimas yra neatsiejamas nuo finansinių ataskaitų, vertintojai paprastai didžiausią dėmesį skiria kaip tik šiai grupei. Finansinių ataskaitų rodikliai apibūdina metodo skaičiavimo sudėtingumą bei jo pritaikymo galimybes vertinimo procese.



1 pav. Rodikliai, darantys įtaką finansinių vertinimo metodų parinkimui (Dagilienė, 2008)

Finansinių vertinimo metodų parinkimui ir tuo pačiu informacijos atskleidimui daro įtaką skaičiavimo sudėtingumas, kurį galima apibūdinti klausimu: kiek vertintojui kainuos pasiekti norimą gauti rezultatą? Poreikis nustatyti finansinio vertinimo metodo skaičiavimo sudėtingumą yra susijęs su racionalumo principu. Vertintojai elgiasi racionaliai, todėl jei keli finansiniai vertinimo metodai tinka jų vertinimo tikslų pasiekimui, jie pasirinktų lengviau apskaičiuojamą metodą.

Remiantis mokslinės literatūros finansinio vertinimo duomenų analize buvo išskirti dažniausiai naudojami finansinių vertinimo metodų skaičiavimo elementai, apibūdinantys jų sudėtingumo laipsnį:

- Kas yra metodo skaičiavimo pagrindas – pelnas ar dabartiniai grynųjų pinigų srautai?
- Ar reikia skaičiuoti kapitalo kaštus?
- Ar reikalinga diskonto norma?
- Koks yra investuoto kapitalo dydis?

Be abejo šių rodiklių sąrašas nėra baigtinis ir jį galima papildyti. Tačiau minėti svarbiausi skaičiavimo sudėtingumo požymiai buvo išskirti, remiantis atlikta finansinių vertinimo metodų pagal disponuojamus duomenis analize.

Skaičiavimo pagrindas. Dalis finansinių vertinimo metodų remiasi įvairiais pelno dydžiais: bendrasis pelnas, veiklos pelnas, įprastinės veiklos pelnas, pelnas prieš apmokestinimą, grynasis pelnas, NOPLAT (grynasis veiklos pelnas po mokesčių), EBITDA (pelnas prieš mokesčius, palūkanas, nusidėvėjimą ir amor-

tizaciją), EBIT (pelnas prieš mokesčius ir palūkanas), ekonominis pelnas;

Kitų metodų skaičiavimo pagrindas yra grynieji piniginiai srautai (Arzac, 2005; Collier, 2006; Copeland ir kiti, 2000; Damodaran, 2002; Fernández, 2002), rodantys, kiek įmonė gavo grynųjų įplaukų iš įprastinės, investicinės ir finansinės veiklų. Grynųjų pinigų srauto skaičiavimą sudaro trys pagrindinės dalys: piniginės įplaukos ir išmokos iš įprastinės veiklos, investicinės veiklos bei finansinės veiklos. Srauto finansiniai vertinimo metodai būtent ir paremti esama bei prognozuojamais grynųjų pinigų srautais.

Atliekant finansinį vertinimą, taip pat yra sudaromos piniginių srautų prognozės. Smulkios ir vidutinės įmonės dažnai nesudarinėja detalių pardavimo ir finansinių planų. Todėl išoriniam vertintojui yra ypač sudėtinga sudaryti būsimuosius piniginius srautus iš investicinės veiklos dėl duomenų trūkumo. Tokiu atveju tiesiog yra prognozuojama investuotojo reikalaujama pelno norma ir pastovus augimo tempas. Realiai būsimųjų piniginių srautų prognozavimas yra pakankamai sudėtingas uždavinys įmonės finansininkui. Tačiau jis tampa beveik neįmanomas, kai nėra disponuojama vidiniais įmonės duomenimis apie planuojamas pardavimų apimtis, finansinius planus, planuojamų investicijų į materialųjį ir nematerialųjį turtą apimtis ir pan. Kai didžioji duomenų dalis yra prognozuojama, apskaičiuotą įmonės vertinimo rezultatą reikėtų vertinti atsargiai ir naudoti tik kaip papildoma analizės priemone.

Kapitalo kaštai (Arzac, 2005; Copeland, Koller ir Murrin, 2000; Fernández, 2002), rodantys nuosavo ir skolinto kapitalo kainą. Nors nuosavas kapitalas gali būti analizuojamas įvairiais pūviais, manytume, kad kapitalo kaštų rodiklis geriausiai atspindi naudojamo kapitalo efektyvumą. Kapitalo kaštų skaičiavimas susideda iš dviejų dalių – išsipareigojimų kaštų ir nuosavybės kaštų (Makelainen, 1998). Išsipareigojimų kaštai yra lygūs laisvos nuo rizikos palūkanų normos ir rizikos priedo sumai. Nuosavybės kaštai yra lygūs laisvos nuo rizikos pelno normos ir maždaug 6 procentų rizikos priedo sumai. Nuosavybės rizikos priedas yra nustatomas atsižvelgiant į įmonės rizikingumo lygį.

Finansiniame vertinime paprastai yra naudojami svertiniai kapitalo kaštai, kurie yra lygūs išsipareigojimų kaštų ir nuosavybės kaštų svertiniam vidurkiui. Kapitalo kaštų dydžiui daro įtaką gautų paskolų skaičius ir dydis. Jeigu įmonei yra suteiktos tik neprocentinės paskolos, tuomet išsipareigojimų kaštai yra nuliniai. Kapitalo kaštai, tenkantys skirtingiems turto straipsniams, turėtų būti pateikiami atskirai, įvertinant kiekvieno jų lyginamąjį svorį bendroje kapitalo kaštų sumoje

Skaičiuojant skolinto kapitalo kaštus, vadovautasi prielaida, kad skolinto kapitalo kaštus sudaro palūkanos, priklausančios finansinės veiklos sąnaudoms. Tačiau toje pačioje pozicijoje įmonė galėjo apskaityti ir palūkanas, sumokėtas kitoms įmonėms už laiku neatliktus darbus, visiškai nesusijusias su finansavimo šaltiniais ir skolinto kapitalo vertinimu. Kadangi įmonės dažnai naudojasi trumpalaikiais banko kreditais, skolos kapitalo kaštai buvo skaičiuojami sumokėtas palūkanas (faktines skolinto kapitalo išlaidas) dalinant iš visų ilgalaikių ir trumpalaikių išsipareigojimų, įskaitant ir prekybos skolas tiekėjams, skolas darbuotojams, mokesčių institucijoms. Taip daroma todėl, kad mokėjimų atidėjimus tiekėjams galima traktuoti kaip gautus neprocentinius kreditus, už kuriuos nereikia mokėti tam tikrą laiko tarpą.

Diskonto / kapitalizacijos norma naudojama perskaičiuojant būsimuosius pajamų srautus į dabartinius. Taikant pajamų vertinimo metodus, dažnai reikia skaičiuoti diskonto bei kapitalizacijos normas. Skaičiuojant kapitalizavimo normą, svarbu atskirai nagrinėti jos komponentus:

1. Atliekant finansinį vertinimą, diskonto norma dažnai yra kapitalizacijos normos sudedamoji dalis. Skaičiuojant įmonės vertę, diskonto norma įvertina rizikos laipsnį arba laiko veiksnį. Diskonto norma, gali būti nustatoma pagal CAPM, suminį, vidutinių svertinių kapitalo kaštų ir kitus metodus.
2. Ilgalaikiai grynųjų piniginių srautų prieaugio tempai: susiduriama su problema,

kokius tempus pasirinkti – realius ar prognozuojamus. Finansų teorijoje rekomenduojama naudoti prognozuojamus tempus, kartu atsižvelgiant ir į praeities duomenis. Kartais nustatant vidutinius prieaugio tempus, vertintojui gali iškilti sunkumų, jeigu jie gerokai svyruoja atskirais metais ir yra neaiški kitimo tendencija. Tokiu atveju reikėtų pagalvoti, ar iš viso kapitalizavimo metodą tikslinga taikyti.

Tačiau svarbu pažymėti, kad kapitalizacijos norma gali būti parenkama ir pagal atskiro vertinimo subjekto, t. y. eksperto, turinčio tos srities kvalifikaciją ir patirtį, nuojautą.

Investuoto kapitalo dydis. Investuoto kapitalo dydį sudaro įmonės išleistos piniginių lėšos ilgalaikiam materialiam, nematerialiam bei finansiniam turto įsigyti. Investuotą kapitalą sudaro nuosavo ir skolinto kapitalo suma. Šis dydis taip pat buvo priskirtas prie rodiklių, darančių įtaką finansinių vertinimo metodų skaičiavimo sudėtingumui, nes reikia nemažai finansinių duomenų, norint tiksliai apskaičiuoti, koks yra investuotas kapitalas. Pagrindinės ataskaitos nepateikia investuoto kapitalo sumos atskira eilute.

Konkreto finansinio vertinimo metodo skaičiavimo sudėtingumo lygis gali labai skirtis. Skaičiavimo sudėtingumas yra glaudžiai susijęs su iškeltu vertinimo tikslu bei disponuojamų duomenų apimtimi. Jeigu konkreto finansinio vertinimo metodo skaičiavimo sąnaudos yra labai didelės, tai ne visada verta taikyti šį metodą, nors jis ir tinkamas informacijos atskleidimo aspektu.

Tyrimo metodika

Finansinis vertinimo metodas – tai rodiklių rinkinys, padedantis atlikti finansinį vertinimą. Finansinių vertinimo metodų įvairovė yra susijusi su skirtingais verčių tipais.

Finansinių vertinimo metodų tarpusavio koreliacijų tyrimui buvo naudoti aštuoniolika metodų. Naudoti šie metodų sutrumpinimai: ROA – turto pelningumo, ROE – nuosavo kapitalo pelningumo, P / E – kainos ir pelno santykis, P / S – kainos ir pardavimų santykio, P / BV – kainos ir balansinės vertės santykio, BV – balansinės vertės, LV – likvidacinės vertės, RV – rinkos vertės, SV – santykinės vertės, EVA – ekonominės pridėtosios vertės, MVA – rinkos pridėtosios vertės, CFO – piniginio veiklos srauto, FCFE – laisvojo pinigų srauto nuosavybei, FCFF – laisvojo pinigų srauto įmonei, CVA – grynųjų pinigų pridėtosios vertės, DD – diskontuotų dividendų, DK – dividendų kapitalizavimo, PK – pelno kapitalizavimo.

Remiantis mokslinės literatūros analize, finansiniai vertinimo metodai buvo sugrupuoti pagal skaičiavimo sudėtingumo veiksnius.

Veiksniai, darantys įtaką finansinių vertinimo metodų skaičiavimo sudėtingumui

Metodai	Kokios reikia informacijos?		Kokia skaičiavimo bazė?		Ar lengva apskaičiuoti?	Ar reikia skaičiuoti?		
	Vidinės	Viešos	Pelnas	Srautas		Kapitalo kaštus	Diskonto normą	Investuotą kapitalą
ROA		+	+		+			
ROE		+	+		+			
P/E		+	+		+			
P/BV		+	+		+			
P/S		+	+		+			
BV		+	+		+			
SV		+	+		+			
RV		+	+		+			
LV	+	+	+					
EVA	+	+	+			+		+
MVA		+	+			+		+
CFO		+		+	+			
FCFF		+		+				+
FCFE		+		+				+
DD		+		+	+		+	
PK	+	+		+			+	
DK		+		+			+	
CVA	+	+		+		+		+

* – rinkos vertės metodas lengvai apskaičiuojamas, jeigu įmonė yra kotiruojama vertybinių popierių biržoje.

Buvo skaičiuojami 2005 ir 2006 metų finansiniai vertinimo metodai. Jų apskaičiavimui buvo naudotasi konkrečių įmonių pelno (nuostolių), balanso, nuosavybės pokyčių, grynujų pinigų srautų ataskaito-

mis, aiškinamuoju raštu, veiklos ataskaitomis bei kita viešai prieinama informacija.

2 lentelėje yra pateiktos įmonės, kurių viešomis finansinėmis ataskaitomis buvo naudojamos skaičiuojant finansinius vertinimo metodus.

Empiriniam tyrimui parinktos įmonės

Apdirbamosios pramonės šaka	Įmonės
Maisto pramonė	AB „Rokiškio sūris“, AB „Pieno žvaigždės“, AB „Vilkyškių pieninė“, AB „Žemaitijos pienas“, AB „Anykščių vynas“, AB „Alita“, AB „Gubernija“, AB „Stumbras“, AB „Vilniaus degtinė“
Baldų gamyba	AB „Vilniaus baldai“, AB „Klaipėdos baldai“
Farmacinių produktų gamyba	AB „Sanitas“
Trikotažinių gaminių gamyba	AB „Utenos trikotažas“, APB „Apranga“
Šaldytuvų gamyba	AB „Snaigė“
Kartono gamyba	AB „Grigiškės“

Finansinių vertinimo metodų parinkimo dėsnin-gumų nustatymas yra aktualus vienoje svarbiausių pramonės šakų. 2006 m. ekonominėse veiklose sukurta pridėtinė vertė išaugo 7,5 proc. Apdirbamoji pramonė sukuria didžiausią pridėtinę vertę, palyginti su kitomis ekonominėmis veiklomis, taip pat didžiausia dalis TUI, apie 40 proc., tenka apdirbamajai pramonei. Dėl šių priežasčių vertinimui buvo pasirinkta 16 įmonių, pri-klausančių apdirbamajai pramonei, kurių akcijos yra viešai kotiruojamos vertybinių popierių biržoje. Devy-nios įmonės priklauso maisto ir gėrimų pramonei. 2006 m. iš apdirbamosios pramonės šakų labiausiai prie sek-toriaus augimo prisidėjo maisto pramonės šakos (*veik-los NACE kodai: 15, 16*), kurių pridėtinė vertė padidė-jo 17,2 proc., o tada ir visos apdirbamosios pramonės pridėtinė vertė išaugo 3,1 proc. (iš 9,3 proc.).

Ryšiams tarp finansinių vertinimo metodų įver-tinti yra naudojama koreliacija. Šios analizės tikslas yra sumažinti tiriamą finansinių vertinimo metodų aibę, nustatius koreliacinius ryšius tarp tiriamų me-todų.

Koreliacinėje analizėje yra naudojamas korelia-cijos koeficientas, skirtas matuoti dviejų atsitiktinių kintamųjų tarpusavio ryšį. Jeigu tarp dviejų finansi-nių vertinimo metodų egzistuoja tiesinis statistinis ryšys, jam nustatyti yra skaičiuojamas Pirsono kore-liacijos koeficientas. Jeigu koreliacijos koeficientas yra didesnis už nulį, egzistuoja teigiamas statistinis ryšys: didėjant vienu finansiniu vertinimo metodu ap-skaiciuota reikšmė, didėja ir kitu metodu. Neigiamas koreliacijos koeficientas reiškia neigiamą statistinį ryšį. Kuo reikšmė yra artimesnė vienetui, tuo tarpusa-

vio ryšys yra stipresnis.

Koreliacinės analizės pagrindu siekiama nustatyti:

- Koreliuojančių finansinių vertinimo metodų išskyrimą rinkinyje. Koreliuojantys finansiniai vertinimo metodai gali būti pakeisti vieni kitais (dažniausiai dėl tos priežasties, kad jų skaičiavimo pagrindas yra panašus). Kuris metodas turi būti pakeistas, priklauso nuo vertinimo subjekto sprendimo.
- Nekoreliuojančių finansinių vertinimo metodų išskyrimą rinkinyje. Atsižvelgiant į skaičiavimo bazę, yra išskiriami tarpusavyje nekoreliuojantys vertinimo metodai. Kadangi šie metodai nėra susiję, vadinasi, jie rodo skirtingą informaciją apie įmonės vertinamą situaciją. Todėl vertinant įmones yra svarbu užtikrinti, kad rinkinį sudarytų būtent šie vertinimo metodai.

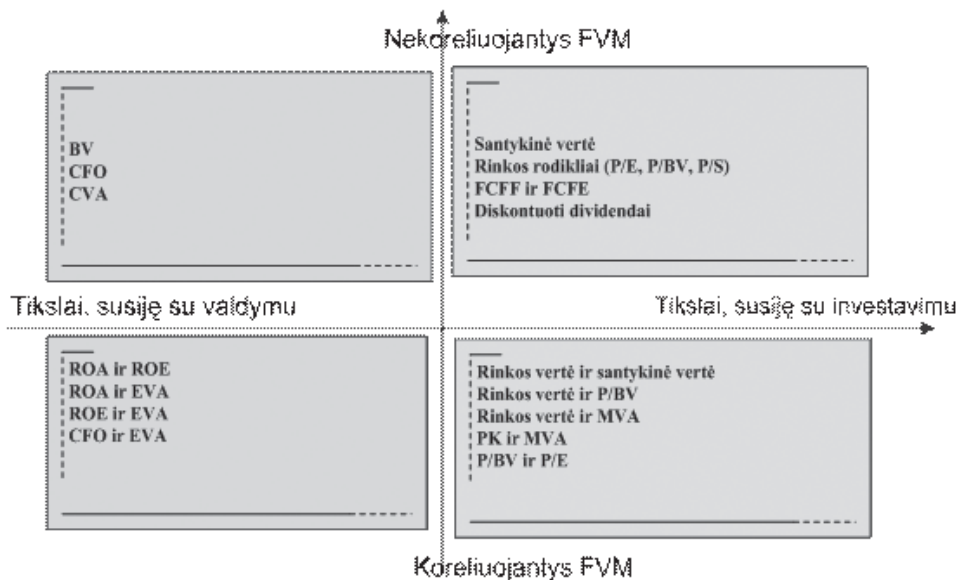
Tyrimo rezultatai

Apskaičiavus tirtų įmonių finansinius vertinimo metodus, jų pagrindu buvo atlikta koreliacinė analizė, siekiant nustatyti priklausomybę tarp finansinių vertinimo metodų.

- Finansinių vertinimo metodų, stipriai koreliuojančių su kitais metodais, nustatymas:
 - ROA rodiklis labai stipriai koreliuoja su ROE, taip ir turėtų būti, nes vienu atveju finansinio rodiklio skaičiavimo pagrindas yra pelno santykis su turtu, kitu atveju – pelno santykis su nuosavu kapitalu. Taip pat yra stipri koreliacija su pelno kapitalizavimu, kadangi pastarojo rodiklio skaičiavimo pagrindas taip pat yra pelnas.
 - Balansinė vertė stipriai koreliuoja su rinkos verte, pelno kapitalizavimu, EVA ir MVA. Taip pat pastebėtos stiprios rinkos vertės koreliacijos su santykinė verte, P / BV, pelno kapitalizavimu, EVA, CFO. Koreliacinis ryšys su MVA yra labai stiprus, kadangi skaičiuojant MVA yra remiamasi rinkos vertėmis.
 - Pelno kapitalizavimas stipriai koreliuoja su ROA ir ROE, balansine verte, rinkos verte RV, EVA, MVA ir CFO;
 - EVA stipriai koreliuoja su balansine verte BV, rinkos verte RV, santykinė verte

SV, pelno kapitalizavimu, CFO, MVA. Atitinkamos koreliacijos yra būdingos MVA rodikliui, išskyrus koreliaciją su veiklos piniginiu srautu CFO.

- Veiklos piniginis srautas CFO stipriai koreliuoja su CVA, kadangi abu šie rodikliai remiasi gryniaisiais pinigiais srautais. Taip pat yra koreliaciniai ryšiai su rinkos verte, santykinė verte, pelno kapitalizavimu, EVA.
- Finansinių vertinimo metodų, mažai koreliuojančių su kitais metodais, nustatymas:
 - Santykinės vertės metodas palyginti silpnai koreliuoja su kitais finansiniais vertinimo metodais: vidutiniškai stiprus ryšys buvo nustatytas su RV, CFO, EVA ir MVA;
 - CVA stipriai koreliuoja tik su CFO bei vidutiniškai stipriai su P/BV.
 - Buvo tirti trys rinkos rodikliai: P / E, P / S ir P / BV. Šie rodikliai daugiausia koreliuoja tarpusavyje, išskyrus P/BV, kur buvo nustatytas vidutiniškai stiprus koreliacinis ryšys su RV ir CVA;
 - FCFE ir FCFE stipriai koreliuoja tik tarpusavyje, bei atvirksčiai koreliuoja su P / BV rodikliu.
 - Nebuvo nustatytos diskontuotų dividendų ir likvidacinės vertės metodų koreliacijos su kitais rodikliais. Tai gali būti susiję su aplinkybe, kad stambios įmonės nustato ilgalaikę dividendų politiką, kuri nėra susijusi su vertės kūrimu trumpuoju laikotarpiu. Diskontuotų dividendų vertinimo metodas taip pat nepatvirtina realios situacijos, jei įmonės akcininkai yra nusprendę neskirstyti dividendų ir taip finansuoti investicijas iš paskirstytinų rezervų. Todėl finansinių vertinimo metodų parinkimas taip pat galėtų būti detalizuojamas papildomu klausimu: ar įmonė moka dividendus?
 - Ekspertinės apklausos rezultatai parodė (Dagilienė, 2008), kurie finansiniai vertinimo metodai labiau tinkami tikslams, susijusiems su investavimu ir valdymu. Šiuos rezultatus susiejus su empiriškai nustatytais koreliaciniais ryšiais tarp metodų, buvo sudaryta apibendrinanti matrica, pateikta 2 paveiksle.



2 pav. Koreliuojantys ir nekoreliuojantys finansinių vertinimo metodų rinkiniai
FVM – finansiniai vertinimo metodai

- Tyrimo rezultatai parodė, kad EVA rodiklis labiausiai priklausė nuo ankstesnių metų EVA bei grynojo pinigų srauto tenkančio įmonei FCFF. EVA dydis yra pelno vertinimo metodas, įvertinantis investuotą kapitalą bei kapitalo kaštus, o FCFF dydis remiasi grynaisiais piniginiiais srautais iš pagrindinės bei investicinės veiklų, kurie yra pakoreguoti mokėtina pelno mokesčio suma. Vis dėlto pagal gautus tyrimo rezultatus neaptikta koreliacijų tarp EVA ir FCFF dydžių.
- Tuo tarpu 2006 m. rinkos vertės rodiklis daugiausiai priklausė nuo 2005 m. rinkos vertės bei balansinės vertės. Koreliacijų tyrimo rezultatai parodė, kad abu šie metodai tarpusavyje yra susiję. Balansinės vertės metodas iš esmės rodo nuosavo kapitalo, įvertinto nominalia kaina, bei nepaskirstyto pelno (nuostolio) sumą. Tuo tarpu rinkos vertės metodas rodo nuosavą kapitalą, įvertintą rinkos verte. Be abejo, akcijos rinkos kursui daro įtaką įmonės finansinė padėtis, skelbiama informacija apie uždirbtą pelno dydį, planuojamas įplaukas.

Tyrimo metu gauti rezultatai patvirtino, kad dalis finansinių vertinimo metodų koreliuoja, todėl jie gali būti pakeičiami vienas kitu.

Išvados

1. Finansinių vertinimo metodų parinkimui informacijos atskleidimo aspektu daro įtaką finansinių ataskaitų rodikliai, apibūdinantys metodų skaičiavimo sudėtingumo bei pritaikymo gali-

mybes. Šiems rodikliams yra priskiriami: investuotas kapitalas, skirtingi pelno dydžiai, kapitalo kaštai, gryniesi piniginiai srautai, diskonto norma.

2. Tirti finansinių vertinimo metodų parinkimo dėsningumai apdirbamojoje pramonėje parodė, kad dalis finansinių vertinimo metodų koreliuoja tarpusavyje įgyvendinant investavimo ir valdymo vertinimo tikslus, todėl jie gali būti pakeičiami vieni kitais.

Literatūra

1. Arzac, E. R. (2005). *Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructuring*. New York: John Wiley&Sons, Inc.
2. Collier, P. M. (2006). *Accounting for Managers. Interpreting accounting information for decision-making*. 2-nd edition. John Wiley&Sons, Ltd.
3. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). *Valuation. Measuring and Managing the Value of the Companies*. 3-rd edition. John Wiley&Sons, Inc, New York.
4. Dagilienė, L. (2008). *Finansinių vertinimo metodų parinkimas investavimo ir valdymo tikslams* (Daktaro disertacija, Kauno Technologijos universitetas, 2008).
5. Damodaran, A. (2006). *Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
6. Fernanández, P. (2002). *Valuation methods and shareholder value creation*. Academic Press.
7. Įmonių finansinės ataskaitos.
8. Makelainen, E. (1998) *Introduction to Economic Value Added, EVA*, Prieiga per internetą: <http://www.evanomics.com/presenta/Intro.pdf> [Žiūrėta 2007 m. lapkričio 15 d.].

The Investigation of Financial Valuation Methods Correlations in the Aspect of Information Disclosure

Summary

In changing economic conditions, the greater attention must be paid to company's information disclosure. Legal requirements for the disclosure of information become increasingly strict. Requirements for information presented in financial accountability and importance of it are given in the 1st standard of business accounting "Financial accountability". The law on securities enacted in Lithuania in 2007 extended the amount of information bound to be disclosed publicly for issuers and determined more strict requirements for disclosure of regulated information. The aim of these changes is the opportunity to make right decisions, by referring to the reliable financial and other disclosed information of the valued company.

The disclosure of information has an ambivalent meaning in the valuation of companies. On the one part, depending on what information about the company is disposed, it is possible to choose particular financial valuation methods. Frequently, the valuating subject does not have all the information about the being valued company and this factor limits possibilities of the choice of financial valuation methods.

There are many financial valuation methods in order to achieve different valuation aims. Possibilities of the most efficient financial valuation methodology for the concrete object or sphere are discussed in the scientific literature mostly. However, one valuation method is not enough to determine the suitable value of the company.

Research problem. The choice of financial valuation methods is more related to different attitudes towards valuation methodology of a company. These attitudes differ according to information necessary in estimation of valued situations. Cost and capital valuation attitudes differ in historical data of financial reports. During the valuation of companies in accordance with income and increase attitudes, data about existing and forecasted net cash flows and their increase rates is necessary. From a market viewpoint, valuation is based on data of financial reports of the being compared companies and average rates of branch of industry. However, classification of different attitudes is not enough. For the valuation of a subject it is more impor-

tant to know which methods can be replaced because they reveal similar information.

Research aim is to investigate which financial valuation methods can be replaced when evaluating the aspect of information disclosure. In order to achieve the main aim two objectives were set: 1) to distinguish factors which influence the complexity of valuation methods calculation in the information disclosure aspect; 2) to determine correlations between financial valuation methods.

Great variety of financial valuation methods exists. Different financial valuation methods are based on different data and indexes, necessary for selection of financial valuation methods is influenced by factors of financial data, defining the complexity of method calculation and its adaptability possibilities.

The need to determine the complexity of the calculation of the financial valuation method is related to the principles of the selectivity and rationality. The estimators behave rationally, therefore, they should apply financial valuation methods which correspond to their aims and are not too complicated. The scientific literature, the topic of which is financial data used for the valuation, marks these calculation elements of the financial valuation methods, at the same time determining their level of complexity, i.e. various profit sizes; capital costs; (Arzac, 2005; Copeland, Koller&Murrin, 2000; Fernández, 2002); cash flow (Arzac, 2005; Copeland et al., 2000; Fernández, 2002; Collier, 2006), discount index.

The analyzed regularities of the selection of the financial valuation methods in the manufacturing industry showed that one part of the financial valuation methods correlates together when achieving the valuation aims related to investment and decision making. Strong correlations of financial valuation methods in Lithuanian manufacturing branch were determined: ROA and ROE; ROA and the profit capitalization; the balance value and with market value, profit

capitalization; EVA and MVA; the market value and relative value, P/BV, profit capitalization, EVA, CFO, MVA; EVA and balance value, relative value, profit capitalization, CFO, MVA; CFO and CVA.