

**VILNIAUS UNIVERSITETO
KAUNO HUMANITARINIO FAKULTETO**

VERSLO EKONOMIKOS IR VADYBOS KATEDRA

Tarptautinio verslo studijų programa
Kodas 62403S113

ADOMAS GALINIS

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

ES PARAMOS VERSLUI ĮTAKOS ĮMONĖS VERTEI TYRIMAS

Kaunas 2009

**VILNIAUS UNIVERSITETO
KAUNO HUMANITARINIO FAKULTETO**

VERSLO EKONOMIKOS IR VADYBOS KATEDRA

ADOMAS GALINIS

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

ES PARAMOS VERSLUI ĮTAKOS ĮMONĖS VERTEI TYRIMAS

Darbo vadovas _____
(parašas)

Prof. Dr. Dalia Štreimikienė
(darbo vadovo mokslo laipsnis,
mokslo pedagoginis vardas,
vardas ir pavardė)

Magistrantas _____
(parašas)

Darbo įteikimo data _____

Registracijos Nr. _____

TURINYS

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS	4
LENTELIŲ IR PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS	5
ĮVADAS.....	6
1. ES PARAMOS IR VERSLO VERTĖS VERTINIMO METODŲ ANALIZĖ	8
1.1. Europos Sąjungos paramos verslui analizė Lietuvoje	8
1.1.1. Europos Sąjungos struktūriniai fondai	8
1.1.2. Struktūrinių fondų paramos lėšų administravimas	10
1.1.3. Struktūrinių fondų panaudojimo efektyvumas Lietuvoje ir Europos Sąjungos šalyse senbuvėse	14
1.1.4. Europos Sąjungos senbuvų ir Lietuvos finansinės paramos įsisavinimo palyginimas ..	15
1.2. Verslo vertinimas ir perdavimas	17
1.2.1. Verslo perdavimas	17
1.2.2. Verslo vertinimo metodai	19
1.2.2.1. Naudojimo pajamų vertės grupė	20
1.2.2.2. Lyginamosios vertės grupė.....	25
1.2.2.3. Atkuriamosios vertės (kaštų) grupė.....	27
2. VERSLO VERTĖS NUSTATYMO METODIKA, TAIKANT INTEGRUOTĄ VERTĖS INDIKATORIŲ	29
2.1. Rodikliai, naudojami indikatoriaus skaičiavimui.....	29
2.2. Integruotas vertės indikatorius: formulė ir paaiškinimai.....	33
3. VERSLO VERTĖS NUSTATYMO METODIKOS PRITAIKYMAS ES PARAMOS ĮTAKOS VERSLO VERTEI VERTINIMUI	36
3.1. Apklauskos imties nustatymas ir rezultatai.....	36
3.2. Tyrimui parinktos įmonės ir pagrindiniai jų duomenys.....	38
3.3. Įmonių verčių pokyčio vertinimas	41
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI.....	48
SANTRAUKA (anglų kalba).....	50
LITERATŪROS SĄRAŠAS.....	51
1 PRIEDAS Formulių sąrašas	55
2 PRIEDAS Anketa.....	56

SANTRUMPŲ SAŖAŠAS

BPD – Bendrasis Programavimo Dokumentas;

BVP – Bendrasis Vidaus Produktas.

EBITDA – Pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją [Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization]

ES – Europos Sąjunga;

EU – European Union [Europos Sąjunga]

LR – Lietuvos Respublika;

LENTELIŲ IR PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

Lentelių sąrašas

1 lentelė Pagrindiniai paramos teikimo prioritetai ir priemonės	13
2 lentelė Įmonių vertinimo kriterijai	19
3 lentelė Finansinių ataskaitų rodikliai.....	33
4 lentelė Tiriamų įmonių informacija.....	38
5 lentelė Finansinės atskaitomybės straipsniai ir jų reikšmės	40
6 lentelė Pirmojo periodo integruoti vertės indikatoriai.....	41
7 lentelė Antrojo periodo integruoti vertės indikatoriai	42
8 lentelė Trečiojo periodo integruoti vertės indikatoriai	43
9 lentelė Ketvirtojo periodo integruoti vertės indikatoriai	43
10 lentelė Penktojo periodo integruoti vertės indikatoriai	44
11 lentelė Integruotų vertės indikatorių reikšmių ir verčių kitimas	44

Paveikslų sąrašas

1 pav. Europos Sąjungos struktūrinių fondų lėšų administravimo schema LR	12
2 pav. Vertinimo metodų grupavimas	20
3 pav. Įmonės vertės nustatymo, pagrįsto pajamų požiūriu, metodai	21
4 pav. Įmonės vertės nustatymo, pagrįsto palyginimo arba rinkos požiūriu, metodai.....	25
5 pav. Įmonės vertės nustatymo, pagrįsto atstatomosios vertės arba turto požiūriu, metodai	27
6 pav. Įmonių integruoti vertės indikatoriai	45
7 pav. Įmonių verslo vertės kitimas	45
8 pav. Įmonių verslo vertės metinis procentinis kitimas	46

ĮVADAS

Temos aktualumas. Ekonominė aplinka svarbi tiek atskiroms šalims ar jų grupei, tiek įmonėms ir įvairioms institucijoms, tiek ir kiekvienam iš mūsų asmeniškai. Ekonominė šalies ir joje veikiančių įmonių galia priklauso nuo turimų resursų panaudojimo efektyvumo, kuris neatsiejamas nuo naujų gamybos technologinių linijų įsigijimo ir įdiegimo, esamų modernizavimo, įmonės vidinių inžinerinių tinklų, reikalingų verslo plėtrai, įrengimo. Europos Sąjungos šalyse narėse, ypač naujosiose, šios sritys yra remiamos įvairių nacionalinių ir bendrijos fondų lėšomis, tačiau, norint įsisavinti paramos lėšas, reikia gerai išmanyti šių fondų išteklių naudojimo principus ir taisykles. Paraiškos su sėkmingais verslo planais virsta realia nauda toms įmonėms, kurios gerai pasiruošusios paramos įsisavinimui. Paramos naudą, teikiamą įmonėms, tikslinga vertinti per visos įmonės vertės prizmę, tuomet įvertinama ne tik paramos teikiama nauda ar projekto vertė, bet ir realus visos įmonės vertės pokytis, gavus paramą. Todėl atsiranda įmonės vertės pokyčio, įsisavinus ES fondų lėšas, įvertinimo ir metodo, kuris įgalintų nustatyti tą pokytį ir palyginti paramą gavusių įmonių vertės pokyčius tarpusavyje, poreikis.

Problemos ištyrimo lygis. Iki šiol Lietuvoje yra labai nedaug informacijos apie verslo perdavimus ir jų vertės nustatymo metodiką. Nors parduodamų verslų bei įmonių susijungimų vis daugėja, kol kas nėra vieningos verslo vertinimo metodikos, todėl verslų, o ypač besiskiriančių veiklos specifika, dydžiu ar generuojamais pinigų srautais, palyginimas tarpusavyje yra sunkus uždavinys. Lietuvoje daugelį verslų, ypač stambesnių, tiesiogiai ar netiesiogiai įtakoja ES teikiama parama, tačiau labai trūksta informacijos apie jos įtaką verslų vertei.

Darbo **objektas** – Europos Sąjungos paramos įtaka įmonės vertei.

Šio darbo **tikslas** – apžvelgti Europos Sąjungos teikiamos paramos principus, sąlygas ir įsisavinimo tendencijas. Išanalizuoti pagrindinius metodus, naudojamus įmonės vertės nustatymui, atsižvelgiant į juos, sudaryti indikatorių, kuris įgalintų įvertinti ES paramos įtaką verslo vertei bei leistų palyginti kelias paramą gavusias įmones tarpusavyje.

Darbui išskelti šie svarbiausi **uždaviniai**:

1. Pateikti pagrindinius Europos Sąjungos teikiamos paramos verslui teorinius aspektus.
2. Išanalizuoti ir aprašyti versle naudojamus pagrindinius verslo vertės nustatymo metodus.
3. Sukurti verslo vertinimo metodą, paremtą integruotu vertės indikatoriumi, leidžiantį įvertinti ES paramos įtaką verslo vertei, ir palyginti kelių paramą gavusių įmonių verslo vertės pokyčius tarpusavyje.
4. Naudojant sukurtą metodą, įvertinti ES paramos įtaką trijų įmonių verslo vertei, palyginti įsisavinimo efektyvumą tarpusavyje, pateikti išvadas ir pasiūlymus.

Hipotezės. H1. Europos Sąjungos parama didina verslo vertę.

H2. Europos Sąjungos paramos įtaką verslo vertei galima įvertinti, taikant verslo vertinimo metodą, pagrįstą integruotu vertės indikatoriumi.

Darbe naudojami šie **tyrimo metodai**: Lietuvos ir užsienio autorių literatūros ir ES ir LR dokumentų, reglamentuojančių tyrimo objektą, analizė bei sisteminimas, aprašomoji statistika. Naujojo metodo kūrimui ir jo parametrų nustatymui naudojama anketinė apklausa.

Darbo **struktūra**. Darbą sudaro trys pagrindinės dalys. Pirmojoje dalyje pateikiami teoriniai ES paramos ir verslo vertinimo metodų aspektai ir jų analizė. Antrojoje dalyje – sudaromas naujas verslo vertinimo metodas, pagrįstas integruotu vertės indikatoriumi, leidžiantis įvertinti ES paramos įtaką verslo vertei. Trečioje dalyje pateikiamas naujojo metodo pritaikymas, vertinant ES paramos įtaką trijų įmonių vertei.

Darbo **apimtis** – 56 puslapiai, 11 lentelių, 8 paveikslai, 22 formulės, 2 priedai, panaudotas 51 literatūros šaltinis.

Naudota **literatūra**. Teorinėje darbo dalyje daugiausia naudotasi užsienio bei Lietuvos autorių moksliniais darbais, empiriniais tyrimais bei ES ir LR teisės aktais. Praktiniams vertinimams ir pastebėjimams pagrįsti dėl savo naujumo, koncentracijos ir vaizdumo naudojama straipsniuose ir internete pateikiama informacija. Antroje dalyje verslo vertinimo metodo sudarymui naudojama užsienio ir lietuvių autorių finansų analizės mokslinė literatūra.

1. ES PARAMOS IR VERSLO VERTĖS VERTINIMO METODŲ ANALIZĖ

Šioje dalyje pateikiama regioninės politikos samprata, pagrindiniai tikslai, principai ir įgyvendinimo priemonės. Nustatoma ES struktūrinių fondų paramos koncepcija ir sąryšis su regionine politika. Apžvelgiamas struktūrinių fondų paramos teikimo administravimas, nurodomos 2007 -2013 m. paramos teikimo gairės bei pateikiamas struktūrinių fondų naudojimo efektyvumo palyginimas Lietuvoje ir ES narėse senbuvėse. Taip pat apžvelgiamos verslo perdavimų priežastys ir principai. Pateikiami verslo vertės nustatymo metodai ir jų taikymo specifika.

1.1. Europos Sąjungos paramos verslui analizė Lietuvoje

Kaip žinoma, Europos Sąjungos struktūrinė parama nuosekliai mažina socialinius ir ekonominius skirtumus tarp ES šalių narių ir atskirų regionų. Pamatinės jos vertybės išreiškiamos dviem žodžiais – „solidarumas“ ir „sanglauda“. Solidarumas todėl, kad paramos tikslas yra padėti ekonomiškai ir socialiai skurdesniems ES regionams ir kartu augti; sanglauda todėl, kad pajamų bei turtinių skirtumų tarp turtingesnių ir skurdesnių regionų mažinimas yra visiems naudingas. Šios politikos vykdymui skiriama daugiau kaip 1/3 Europos Sąjungos biudžeto.

ES struktūrinės paramos tikslai. ES reglamentai numato, kad kiekvienas struktūrinis fondas gali finansuoti tam tikrus tikslus įgyvendinančias priemones. 2007-2013 m. finansiniu laikotarpiu ES struktūrinė parama skiriama šiems prioritetams:

1. *Konvergencijos prioritetą* skirtas silpniau išsivysčiusiems šalims narėms ir regionams. Šiam prioritetui skiriama apie 82 % visų ES sanglaudos politikai numatytų lėšų.
2. *Regioninio konkurencingumo ir užimtumo prioritetą* skirtas labiau išsivysčiusiems regionams, kurie negali gauti paramos pagal Konvergencijos prioritetą. Šiam prioritetui siūloma skirti apie 16 % visų ES sanglaudos politikai numatytų lėšų.
3. *Europos teritorinio bendradarbiavimo prioritetą* skirtas bendradarbiavimui abipus ES vidaus sienų ir tarp šalių narių tam tikrose teritorinėse zonose. Šiam prioritetui siūloma skirti apie 2,5 % visų ES sanglaudos politikai numatytų lėšų.

1.1.1. Europos Sąjungos struktūriniai fondai

ES struktūrinė parama Lietuvai 2007-2013 metais, skiriama iš Europos socialinio, Europos regioninės plėtros bei Sanglaudos fondų, sudaro daugiau kaip 23 milijardus litų. Ši suma bus teikiama pagal Lietuvos 2007-2013 m. ES struktūrinės paramos panaudojimo strategiją ir atskiras veiksmų programas, skirtas strategijai įgyvendinti. Toliau trumpai apžvelgiamos minėtų fondų funkcijos:

Europos regioninės plėtros fondas teikia regionams įvairią finansinę paramą. Fondas numato investicijas į gamybą, siekiant sukurti ir išsaugoti ilgalaikes darbo vietas, investicijas į infrastruktūrą (kelius, telekomunikacijas, energetiką), siekiant sujungti centrinius ES regionus su periferiniais, darbo vietų kūrimą bei paramą smulkiam ir vidutiniam verslui (įmonių konsultavimas, rinkos tyrimai, mokslo tyrimai), technologijų plėtrą.

Europos socialinis fondas remia projektus, sprendžiančius socialines (pirmiausia užimtumo) problemas ir finansuoja švietimą ir profesinį mokymą, įsidarbinimo galimybių plėtrą, mokslinius tyrimus ir technologijų plėtrą, švietimo ir profesinio mokymo sistemų tobulinimą.

Sanglaudos fondas įsteigtas pagal Maastrichto sutartį, įsigaliojusią 1993 m. Sanglaudos fondo parama skiriama dideliems transporto ir aplinkos apsaugos projektams.

Strategijoje nustatytas pagrindinis ES struktūrinės paramos panaudojimo tikslas - sparčiai gerinti sąlygas investuoti, dirbti ir gyventi Lietuvoje, kad ūkio augimo teikiama nauda pasiektų visus Lietuvos gyventojus. Strategijoje iškeltus tikslus ir uždavinius padės įgyvendinti numatytos 4 veiksmų programos:

1. *Žmogiškųjų išteklių plėtros veiksmų programa*, skirta visų darbingo amžiaus Lietuvos gyventojų mobilizavimui, nes investicijos į Lietuvos žmonių žinias, gebėjimus, aktyvumą, verslumą patikimai garantuoja ilgalaikį ūkio augimą. Šiai veiksmų programai skirta 13,8 proc. ES struktūrinės paramos lėšų.

2. *Ekonomikos augimo veiksmų programa*. Įgyvendinant šią programą bus siekiama didinti aukštos pridėtinės vertės verslo lyginamąją dalį Lietuvos ūkyje, sudaryti palankią aplinką smulkiąjam ir vidutiniam verslui bei inovacijoms ir efektyvinti ekonominę infrastruktūrą. Šiai programai skirta 45,72 proc. ES struktūrinių fondų lėšų, gaunamų pagal konvergencijos tikslą (10 proc. lėšų numatoma skirti ūkio konkurencingumui ir ekonomikos augimui reikalingiems moksliniams tyrimams ir technologinei plėtrai). Programa finansuojama iš Europos regioninės plėtros fondo ir Sanglaudos fondo (transportui).

3. *Sanglaudos skatinimo veiksmų programa*. Įgyvendinant šią programą, bus siekiama geriau išnaudoti vietos potencialą, teikti kokybiškas ir prieinamas viešąsias paslaugas, išsaugoti ir gerinti aplinkos kokybę. Šiai programai skirta 39,08 proc. ES struktūrinių fondų lėšų, gaunamų pagal konvergencijos tikslą. Programa finansuojama iš Europos regioninės plėtros fondo ir Sanglaudos fondo (aplinkos apsaugai).

4. *Techninės paramos veiksmų programa*. Programa skirta visų teminių veiksmų programų (Žmogiškųjų išteklių plėtros, Ekonomikos augimo, Sanglaudos skatinimo veiksmų programų) administravimui, bendriems ES struktūrinės paramos valdymo ir kontrolės sistemos aspektams, kurie apima veiksmų programų parengiamąją, valdymo, stebėsenos, vertinimo, informacinę ir kontrolės veiklą, taip pat veiklą, skirtą stiprinti ES struktūrinių fondų paramos panaudojimo

administraciniams gebėjimams. Šiai veiksmų programai skirta 1,4 proc. ES struktūrinių fondų lėšų, gaunamų pagal konvergencijos tikslą. Programa finansuojama iš Europos socialinio fondo. (LR Finansų ministerija, 2008)

1.1.2. Struktūrinių fondų paramos lėšų administravimas

Kiekviena organizacija, norinti įsisavinti Europos Sąjungos struktūrinių fondų lėšas, visu pirma turėtų susipažinti su lėšų administravimo sistema ir atskirų jos dalių funkcijomis. Toliau pateikiamos lėšų administravimo institucijos:

Vadovaujančioji institucija yra atsakinga už patikimą ir veiksmingą ES struktūrinių fondų ir bendrojo finansavimo lėšų planavimą, priemonių įgyvendinimą ir priežiūrą. Ji gali įgalioti kitas ministerijas ir valstybės įstaigas (pagal joms LR teisės aktų nustatytą kompetenciją ir funkcijas) atlikti tam tikras aiškiai apibrėžtas užduotis, susijusias su struktūrinių fondų paramos tvarkymu. Lietuvoje vadovaujančiosios institucijos funkcijas atlieka Finansų ministerijos Finansinės paramos departamentas.

Mokėjimo institucija yra atsakinga už visų ES struktūrinių fondų ir bendrojo finansavimo lėšų apskaitą. Mokėjimo institucijos funkcijos Lietuvoje yra priskirtos Finansų ministerijos Nacionalinio fondo departamentui.

Tarpinės institucijos vykdo Valdymo institucijos deleguotas paramos valdymo funkcijas. Jos rengia priskirtų BPD priemonių finansavimo planus ir atsako už jų įgyvendinimą, taip pat priima galutinį sprendimą dėl projektų, kuriems bus teikiama parama. Tarpinėmis yra paskirtos šios institucijos:

- Aplinkos ministerija – aplinkos apsaugos srityje.
- Informacinės visuomenės plėtros komitetas prie LR Vyriausybės – informacinės visuomenės plėtros srityje.
- Socialinės apsaugos ir darbo ministerija kartu su Švietimo ir mokslo ministerija – žmonių išteklių plėtros srityje.
- Žemės ūkio ministerija – žemės ūkio, kaimo ir žuvininkystės plėtros srityje.
- Susisiekimo ministerija – transporto infrastruktūros srityje.
- Sveikatos apsaugos ministerija – sveikatos apsaugos infrastruktūros srityje.
- Ūkio ministerija – paramos verslo plėtrai srityje.

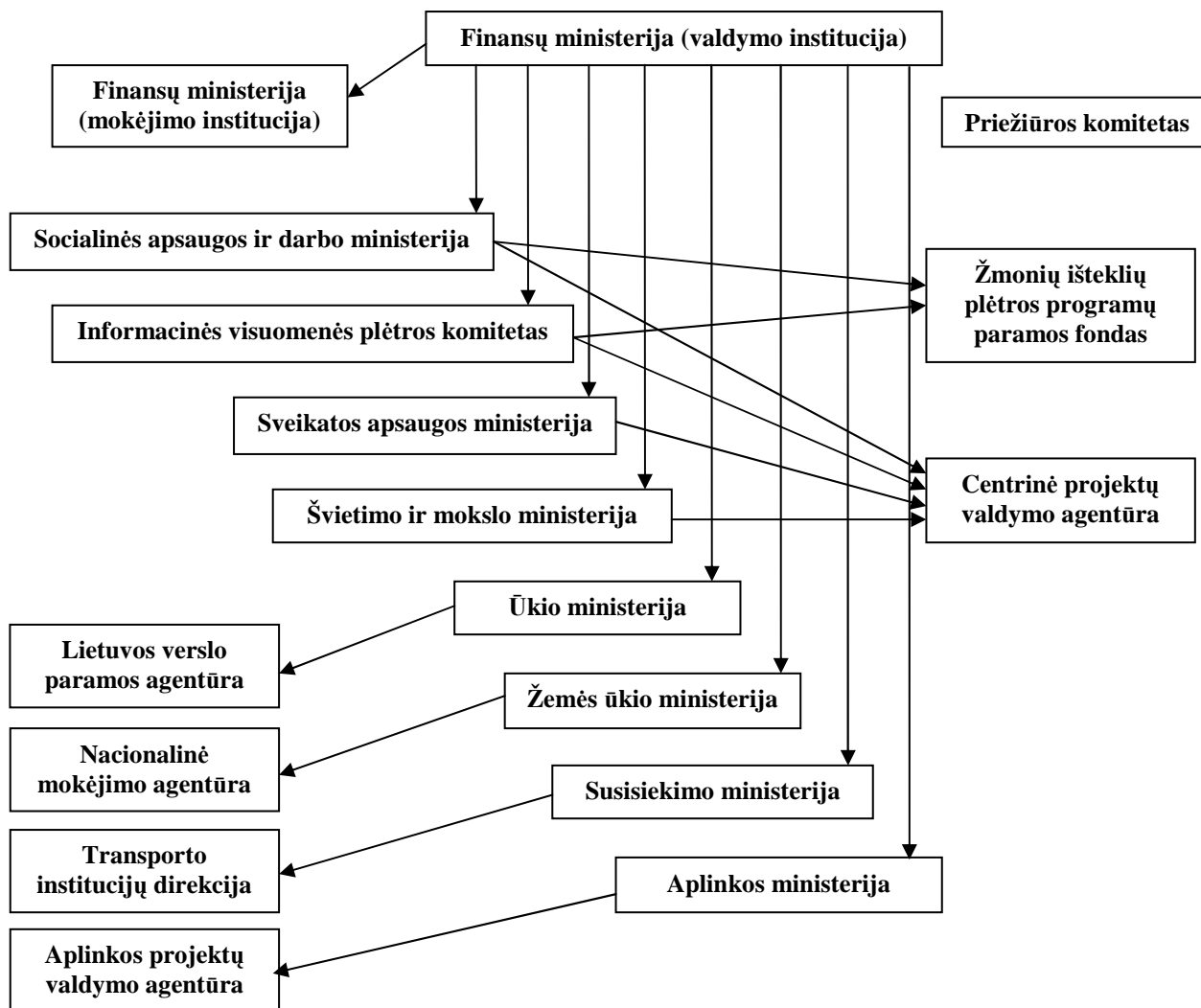
Igyvendinančiosios institucijos vykdo tiesioginį paramos administravimą: skelbia projektų paraiškų konkursus, teikia informaciją, prižiūri projektų įgyvendinimą, rengia ataskaitas. Igyvendinančių institucijų funkcijas atlieka:

- Aplinkos ministerijos Aplinkos projektų valdymo agentūra – aplinkosaugos projektams;

- VŠĮ Centrinė projektų valdymo agentūra – sveikatos apsaugos, švietimo ir mokslo bei socialinės apsaugos infrastruktūros, informacinių paslaugų plėtros ir techninės paramos projektams;
- VŠĮ Lietuvos verslo paramos agentūra – verslo plėtros, energetikos ir turizmo projektams;
- Nacionalinė mokėjimo agentūra prie Žemės ūkio ministerijos – žemės ūkio, kaimo plėtros ir žuvininkystės projektams;
- Transporto investicijų direkcija – transporto projektams;
- Žmonių išteklių plėtros programų paramos fondas – socialinės integracijos ir žmonių išteklių plėtros projektams.

Priežiūros komitetas – pagrindinė BPD įgyvendinimo priežiūros institucija. Komitetas sudaromas remiantis partnerystės principu, įtraukiant valstybės institucijų bei nevyriausybinių organizacijų atstovus, taip pat Europos Komisijos atstovą. (LR Finansų ministerija)

Nors visos institucijos, nuo vadovaujančiosios iki įgyvendinančiosios teigia, jog vyksta glaudus bendradarbiavimas visame ES lėšų administravimo procese, realybėje mūsų šalies struktūrinių fondų administravimo sistemoje dialogas tarp skirtingų institucijų vis dar nepakankamas.



Šaltinis: sukurta autoriaus pagal VŠĮ „Nacionalinė regionų plėtros agentūra“ duomenis

1 pav. Europos Sąjungos struktūrinių fondų lėšų administravimo schema LR

Kaip matoma ES struktūriniams fondams administruoti parengta pakankamai sudėtinga lėšų administravimo schema. Priklausomai nuo verslo šakos ir projekto specifikos projekto klausimais įmonėms tenka bendrauti su skirtingomis institucijomis, kurių kiekviena turi fondų lėšų administravimo specifiką. Daugelyje dokumentų aprašomi skirtingų priemonių vertinimo kriterijai, tačiau yra ir bendri kriterijai, kuriais vadovaujantis vertinami projektai, teikiant paraiškas dėl ES struktūrinės paramos Lietuvoje:

- Projektas turi atitikti bendrą BPD strategiją ir nacionalines Lietuvos bei Europos Sąjungos politikas.
- Projektas turi būti suderinamas su prioriteto ir priemonės, pagal kuriuos gaunamas finansavimas, specifiniais tikslais.
- Projektai turi demonstruoti pridėjamą vertę.
- Projektai turi būti finansiškai tęstiniai.

- Viešojo sektoriaus investiciniai projektai, tokie kaip infrastruktūros vystymosi bei ITT infrastruktūros plėtros, turi būti tęstiniai bei turėti ryškią pridedamąją vertę.
- Projektai turi demonstruoti svarų papildomumą, t.y. tai kad be ES paramos jų nebūtų įmanoma įgyvendinti.
- Remiantis bendrąja praktika, tie projektai, kuriuose bus didesnis projektų teikėjo indėlis, turės prioritetą juos atrenkant.

Visa ES struktūrinė parama suskirstyta į prioritetus ir priemones, nuo kurių priklauso įmonių teikiamų projektų administravimo specifika. Paramos teikimo prioritetai ir priemonės pateiktos 1 lentelėje.

1 lentelė

Pagrindiniai paramos teikimo prioritetai ir priemonės

Priemonė	Pavadinimas
I. PRIORITETAS - Socialinė ir ekonominė ūkio infrastruktūros plėtra	
1.1	Transporto infrastruktūros prieinamumo ir paslaugų kokybės gerinimas.
1.2	Energijos tiekimo stabilumo, prieinamumo ir didesnio energetikos efektyvumo užtikrinimas
1.3	Aplinkos kokybės gerinimas ir žalos aplinkai prevencija.
1.4	Sveikatos priežiūros įstaigų restruktūrizavimas ir modernizavimas
1.5	Darbo rinkos, švietimo, profesinio rengimo, mokslo ir studijų, socialinių paslaugų infrastruktūros plėtra (papildanti Europos socialinio fondo priemonės)
II. PRIORITETAS - Žmogiškųjų išteklių plėtra	
2.1	Užimtumo gebėjimų ugdymas.
2.2	Darbo jėgos kompetencijos ir gebėjimų prisitaikyti prie pokyčių ugdymas
2.3	Socialinės atskirties prevencija ir socialinė integracija
2.4	Mokymosi visą gyvenimą sąlygų plėtojimas
2.5	Žmonių išteklių kokybės moksliniuose tyrimuose ir inovacijose didinimas
III. PRIORITETAS - Parama verslui	
3.1	Tiesioginė parama verslui.
3.2	Verslo aplinkos gerinimas
3.3	IT paslaugų ir infrastruktūros plėtra
3.4	Viešoji turizmo infrastruktūra ir paslaugos
IV. PRIORITETAS - Kaimo plėtra ir žuvininkystė	
4.1	Investicijos į žemės ūkio valdas
4.2	Jaunųjų ūkininkų įsikūrimas
4.3	Žemės ūkio produktų perdirbimo ir rinkodaros gerinimas
4.4	Kaimo vietovių pritaikymo ir plėtros skatinimas
4.5	Miškų ūkis
4.6	Leader+ pobūdžio priemonė
4.7	Mokymas
4.8	Veikla, susijusi su žvejybos laivynu
4.9	Gyvųjų vandens išteklių apsauga ir plėtra
4.10	Kita veikla, susijusi su žuvininkyste
V. PRIORITETAS - Techninė parama	
5.1	Parama programos parengimui, valdymui, priežiūrai ir kontrolei (ERDF).
5.2	Programos viešinimas ir vertinimas (ESF).

Šaltinis: Sukurta autoriaus pagal VŠĮ „Nacionalinė regionų plėtros agentūra“ duomenis

Prioritetai ir priemonės, pateikiami 1-oje lentelėje, tiesiogiai ar netiesiogiai įtakoja bendrą verslo aplinką šalyje. Daugelis iš priemonių gali būti tiesiogiai naudojamos verslo plėtrai, investicijoms, inovacijų diegimui, modernizavimui ar kitiems ilgalaikiams įmonės tikslams pasiekti. Priklausomai nuo prioriteto, investicijų masto, įsisavinimo laiko, projekto parengimo ar kitų kintamųjų, skiriasi ir nuosavo /skolinto/ paramos kapitalo santykis. Labai svarbu, jog įmonė, gaunanti paramą, gerai įvertintų savo galimybes gauti trūkstamą kapitalo dalį ir nesuklupti, finansuojant projektą. Būtina pastebėti, jog, net ir gavus ES struktūrinę paramą, bet neefektyviai panaudojus lėšas ar netiksliai paskaičiavus atsipirkimą, yra tikimybė įmonei save pastūmėti į prastesnę padėtį, nei prieš lėšų gavimą. Tiek paraiškos ir projekto rengimas, tiek pinigų įsisavinimo procesas reikalauja ypatingo dėmesio ir atidžių skaičiavimų. Labai svarbu gebėti kuo efektyviau panaudoti gaunamos paramos lėšas.

1.1.3. Struktūrinių fondų panaudojimo efektyvumas Lietuvoje ir Europos Sąjungos šalyse senbuvėse

Lietuva, drauge su kitomis Vidurio ir Rytų Europos valstybėmis, 2007-2013 m. laikotarpiu iš Europos Sąjungos struktūrinių ir sanglaudos fondų gaus tokio dydžio finansinę paramą, kokios dar niekada jai nebuvo suteikta. Tikėtina, kad artimiausioje ateityje neverta tikėtis panašaus masto finansinės injekcijos iš išorės. Šios aplinkybės kelia ypatingus tikslus ir uždavinius, kuriuos įgyvendinus Lietuva, tame tarpe ir verslo subjektai, gautų didžiausią naudą.

Per ateinančius metus išryškės integracijos į ES lyderiai, vidutiniškai ir silpniausieji. Pagal ES politiką silpniausiems bendrijos nariams atseikėjama santykinai daugiau negu stipriesiems, anaiptol tokia geros valios politika nereiškia, jog 2007-2013 m. ekonomikos ir gyvenimo lygis senosiose bei naujosiose ES šalyse susilygins, ypač pasaulinio ekonominio nuosmukio akivaizdoje. Šiuo laikotarpiu lemiamas vaidmuo atiteks struktūrinių ir sanglaudos fondų panaudojimo kokybei, o ne jų kiekybei, t.y. šalių sugebėjimui sudaryti optimalią finansinių išteklių valdymo bei persikirstymo sistemą ir nukreipti jas ten, kur galima tikėtis didžiausios ilgalaikio efektyvumo ir naudos. Jeigu nesugebėsime išnaudoti šio šanso, gali būti, kad po dešimties metų Lietuva vis dar bus viena iš skurdžiausių ES valstybių.

Europos Sąjungos struktūrinių fondų panaudojimo efektyvumui garantuoti gyvybiškai svarbus maksimalus lėšų įsisavinimo skaidrumas. Labai svarbu, kad sprendimų priėmimo motyvai ir tvarka būtų prieinami visuomenės kritikai, kuri yra pati geriausia prevencija piktnaudžiavimui. Kol kas mes dar nesuvokiame ES finansinės paramos panaudojimo regioniniu, o ne tik šakiniu požiūriu, svarbos. Struktūrinių fondų lėšos krypsta į didmiesčių plėtrą bei vystymą, kur yra interesų ir politinės įtakos centrai. Sostinės bei dar vieno kito miesto ekonominis šuolis dar nereiškia visos šalies šuolio. Didėjantis atotrūkis tarp provincijos ir centro skatina daugelio šalies regionų

merdėjimą, emigracijos augimą ir kitas socialines problemas. Provincijai gyvybiškai svarbu skirti žymiai didesnę dėmesį, nei dabar, nes maži miesteliai ir kaimai nelygioje kovoje dėl investicijų pralošia ekonominiams centrams. Kaip savo pranešime teigia soc.m.dr. Gitanas Nausėda (2006), aukščiausias Lietuvos prioritetą turėtų būti: „Lietuvos ekonominio ir socialinio atsilikimo nuo Europos Sąjungos senbuvių sumažinimas ir tolygesnis gerovės paskirstymas tarp didmiesčių ir provincijos“. Laikant šį prioritetą pačiu svarbiausiu valstybės lygmenyje ir pagal jį koordinuojant veiksmus, iš vietos pajudėtų ir kitų klausimų sprendimas, nes daugelis jų kyla iš provincijos ir miestų atotrūkio problemos.

Kiekviena šalis yra unikali tiek savo istorine patirtimi, tiek demokratijos tradicijomis, tiek ūkio struktūra. Todėl ES paramos panaudojimo veiksmų planas ir jo vykdymas yra mūsų pačių atsakomybė, o kitų šalių sukauptą struktūrinių fondų lėšų panaudojimo patirtis gali būti gairėmis, pagal kurias besiorientuodami turėtume judėti į priekį.

1.1.4. Europos Sąjungos senbuvių ir Lietuvos finansinės paramos įsisavinimo palyginimas

Tam, kad galėtumėm geriau įsivaizduoti ES paramos įsisavinimo efektyvumą, verta palyginti keleto ES senbuvių – Airijos, Graikijos, Portugalijos ir Ispanijos – struktūrinių fondų panaudojimą ekonomikos ir gerovės augimo aspektais. Palyginamos hipotetinės, jeigu šalys nebūtų įstojusios į ES ir būtų nepasinaudojusios finansine parama, ir faktinės minėtų šalių BVP plėtros. Taip pat svarbu nustatyti, ar tose šalyse sumažėjo BVP vienam gyventojui atotrūkis nuo ES vidurkio.

Struktūrinių ir sanglaudos fondų injekcija šioms valstybėms 2000-2006 metų laikotarpiu sumažėjo, palyginus su 1994-1999 m. laikotarpiu. Pavyzdžiui, Graikija 1994-1999 m. sulaukė maždaug 3,0 proc. BVP dydžio finansinės ES paramos, o 2000-2006 m. – 2,8 proc., atitinkamai Airija — 1,9 proc. ir 0,6 proc. BVP, Ispanija – 1,5 proc. bei 1,3 proc. BVP ir Portugalija – 3,3 proc. ir 2,9 proc. Santykinės finansinės paramos sumažėjimas Airijai yra suprantamas ir logiškas, nes ši šalis ne tik pasivijo, bet ir pranoko vidutiniškai išsivysčiusias kitas Bendrijos nares. 2000-2006 m. laikotarpiu Airija jau nebebuvo tarp tų valstybių, kurioms narystė ES daugiausia prisidėjo prie ekonomikos plėtros. Pavyzdžiui, Portugalijoje vidutinis BVP dydis buvo 3,5 proc., o Graikijoje - 2,2 proc. didesnis negu tuo atveju, jei šalys nebūtų gavę ES paramos.

Pastarąjį dešimtmetį visoms valstybėms narėms, išskyrus Graikiją, gana efektyviai pavyko panaudoti ES finansinę paramą. Ispanija savo BVP vienam gyventojui atotrūkį nuo ES vidurkio sumažino tik truputį, Portugalija – ženkliai, o Airija šį vidurkį net viršijo. Dažnai kalbama apie staigų Airijos ekonominį šuolį ir Lietuvai netiesiogiai prikišama, jog ir ji galėjo patirti tokį šuolį, jei šalyje būtų teisingai tvarkomasi. Šiuo atveju, nereikėtų pamiršti, kad staigus Airijos ekonominis augimas prasidėjo ne 1973 m., kai Airija įstojo į ES, o antroje devintojo dešimtmečio pusėje, t.y. po

12-15 metų. Iškart po įstojimo į ES Airijai buvo skirta didžiausia ES finansinė parama vienam gyventojui. Pavyzdžiui, Portugalijai pirmieji dvylika narystės Europos Sąjungoje metų atnešė netgi daugiau naudos negu Airijai.

Po keliolikos narystės Europos Sąjungoje metų, staigus ekonomikos augimas Airijoje buvo pasiektas tik įgyvendinus svarbias socialines ir ekonomines reformas. 1987 m. darbdavių ir samdomų darbuotojų organizacijos ir valstybė pasirašė paktą, kuris pristabdė spartų atlyginimų didėjimą ir padidino verslo konkurencingumą. ES skiriamas finansavimas buvo naudojamas ne tik ekonomikos restruktūrizavimui, bet ir mokesčių dempingo finansavimui. Airijos valdžia teikė gausias subsidijas verslininkams iš užsienio, norintiems investuoti į ūkio sektorius, kurie kuria didelę pridėtinę vertę, t.y. finansinių paslaugų sektorių, vaistų gamybą ir kompiuterių pramonę.

„Negalima tikėtis, kad ES struktūrinių ir sanglaudos fondų lėšos pačios savaime garantuos mūsų sėkmę. Būtinai ekonominės politikos priemonių kompleksas, kurį įgyvendinus būtų sudarytos kuo palankesnės sąlygos verslui plėtotis ir atitinkamai ES finansinei paramai geriau susigerti į šalies ekonomikos „dirvą“ – savo pranešime apie struktūrinių fondų panaudojimą rašo soc.m.dr. Gitanas Nausėda (2006).

Lietuvos atveju bandoma judėti keliomis kryptimis iškart, bandoma tuo pat metu turėti du nesuderinamus prioritetus – ekonomikos plėtros skatinimą ir netekties dėl mokesčių naštos palengvinimo kompensavimą įplaukomis iš naujai įvedamų mokesčių. Nors Finansų ministerija teigia siekianti greitesnių ekonomikos augimo tempų, bent jau iki šiol mokesčių politika buvo akivaizdžiai orientuota į finansinių srautų subalansavimą. Ekonominės krizės akivaizdoje dar aiškiau matoma, jog valdžia finansinius srautus (biudžeto deficitą) stengiasi subalansuoti, keldama kelių pagrindinių mokesčių tarifus, įskaitant ir PVM. Tokia politika tik atitolina galimybę Lietuvai būti tokiu pat pavyzdžiu naujoms ES šalims, kaip prieš dvidešimt metų airiai mums, ir priimti bei įsisavinti ES finansinę paramą.

Kol kas kai kuriais bruožais Lietuva panašesnė į Graikiją, o ne į Airiją, į kurią stengiamasi lygiuoti. Lietuva, kaip ir Graikija, kol kas palyginus menkai pasinaudojo narystės ES privalumais. Apie 17 proc. ekonomiškai aktyvių Graikijos gyventojų užimti žemės ūkyje (Lietuvoje šis rodiklis - 14 proc.), naujų technologijų lyginamoji dalis palyginus maža, geografinė padėtis – periferinė. Dėl ES pakraščio statuso ir tradicinės ūkio struktūros Lietuvai gyvybiškai būtinas technologinis šuolis, siekiant atsikratyti bent jau ekonominės ir technologinės ES provincijos statuso. Gaila, bet 2007-2013 m. Europos Sąjungos paramos skirstymo pagal veiksmų programas schemoje žmogiškojo kapitalo tobulinimui iš visų numatytų lėšų skirti kuklūs ištekliai: tyrėjų ir mokslininkų gebėjimams – 4,9 proc., mokymosi visą gyvenimą sistemai – 4,1 proc., informacinės visuomenės visiems projektui - 4,0 proc. Valdžia, skirdama liūto dalį ES finansinės paramos tiesioginei mokslo technikos pažangai bei inovacijoms ir transporto infrastruktūrai gerinti, rizikuoja pražiopsoti

svarbiausią visų procesų grandį – žmogų, be kurio grandioziniai projektai ne tik gali būti neefektyvūs, bet net ir likti neįgyvendinti. (G. Nausėda, 2006, p. 2 -3)

Europos Sąjungos ir nacionalinė parama - tai negražintinos subsidijos verslui, skirtos sumažinti finansinę riziką versle, investuojančiame į pažangią plėtrą. Tai unikali priemonė finansuoti strateginius įmonių projektus, nukreiptus į pelningumo, produktyvumo bei konkurencingumo šalies ir tarptautinėse rinkose didinimą. Parama, nesvarbu kokia ji būtų, ES ar nacionalinė, teigiamai veikia šalies ekonominę erdvę, vienaip ar kitaip įtakoja verslo vertę, dažniausiai ją didindama. Šalies verslo subjektai pasirinkę programą ir fondą, kurio lėšas jai palanku įsisavinti, ruošia paraiškas, verslo planus ir siekia laimėti skelbiamus konkursus paramai įsisavinti. Sėkmingai sudalyvavus konkurse ir gavus galimybę naudotis ES fondų lėšomis, įmonė ne tik plečia savo veiklą, kelia darbuotojų kvalifikaciją, siekia kitų tikslų, bet tikėtina, kad ir didina pačios įmonės vertę. Įmonės vertė prieš ES paramos gavimą ir po yra puikus įsisavinamų lėšų panaudojimo efektyvumo rodiklis. Praktikoje verslo vertės nustatymui naudojami įvairūs metodai, kurie apžvelgiami kitoje dalyje.

1.2. Verslo vertinimas ir perdavimas

Šioje dalyje pateikiami verslo perdavimo teoriniai aspektai ir dažniausiai naudojami verslo vertinimo kriterijai, metodai, jų grupavimas, skaičiavimo metodika, jų privalumai ir trūkumai.

1.2.1. Verslo perdavimas

Verslo perdavimas – tai verslo pardavimo/įsigijimo procesas, kurio metu vienas verslas jungiasi su kitu ar įsigyja kitą verslą. Įmonių susijungimas reiškia kelių verslų sujungimą, vienodomis sąlygomis įkuriant naują juridinį asmenį, o įsigijimas – kuomet viena įmonė (ar fizinis asmuo) perima kitą verslą.

Lietuvoje įsigijimų ir susijungimų sandorių rinkoje ilgą laiką dominavo valstybei priklausiusių įmonių ir akcijų paketų pardavimo sandoriai (valstybinio turto privatizavimas). Šiuo metu vis labiau pastebimas sandorių didėjimas ir privačiame sektoriuje, t.y. veikiančias įmones perka konkurentai, partneriai, užsienio strateginiai ir finansiniai investuotojai. Vis daugiau verslų yra plėtojami su tikslu vėliau juos sėkmingai realizuoti ir atsiimti norimą investicijų grąžą. Įprastai įmonių įsigijimai ir susijungimai padažnėja, esant teigiamoms ekonomikos ar tam tikros ūkio šakos plėtros prognozėms. Tikėjimas, kad ateityje bus geriau arba bent jau ne blogiau nei dabar, yra vienas pagrindinių tokių sandorių varomųjų jėgų. Šiandieninio sunkmečio sąlygomis verslas dažniau parduodamas dėl prastos finansinės būklės, o ne dėl to, kad pardavimas būtų pelningas. Dar vienas svarbus įmonių įsigijimus ir susijungimus skatinantis veiksnys yra finansų rinkos plėtra.

Finansinių instrumentų pasiūla ir kaštai taip pat daro ženkliai įtaką tokio pobūdžio sandoriams. Be abejojimo, sunku įsigyti verslą vien tik savomis lėšomis, tačiau dar sunkiau, kai skolinto kapitalo kaina yra aukšta, o apribojimai bei suvaržymai iš skolintojo pusės yra itin dideli. (LEPA, 2006).

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

Europos Komisija 2006 metais išleistame leidinyje „Markets for Business Transfers“ (*liet. - verslo perdavimo rinkos*), paskelbė, kad per artimiausius dešimt metų viena trečioji dalis Europos verslininkų pasitrauks iš savo verslų. Tokia išvada buvo padaryta, atlikus tyrimą apie dabartines verslo perdavimo rinkas Europoje ir ten vykstančius sandorius. Įvertinta, kad apie 690 tūkstančių įmonių, daugiausiai mažų ir vidutinių, sukuriančių apie 2,8 milijonų darbo vietų visoje ES, bus perduodamos kitiems savininkams kasmet. Ir nors kol kas Europoje dominuoja verslo perdavimas šeimos nariams, vis labiau didėja ir perdavimo trečiosioms šalims apimtys. Todėl yra labai svarbu suvokti pirkėjo ir pardavėjo poreikius bei padėti jiems susitikti.

Pagrindinės priežastys, kurios skatina verslininkus dalyvauti verslo perdavimo sandoriuose, yra jų nauda ir kartais vienintelė galimybė realizuoti įmonės strateginius tikslus. Šiuose sandoriuose dalyvauja tiek fiziniai asmenys, tiek ir stambios kompanijos bei smulkus ir vidutinis verslas. Verslo pardavėjai dažnai motyvuoja tuo, kad tai vienintelis būdas pakeisti veiklos sritį ir tuo pačiu atgauti įdėtas investicijas, kitiems verslininkams tai yra būdas išėiti iš rinkos, kuri pradeda stagnuoti, ar kurioje reiškiasi vis didesnė konkurencija ir bet koks veikimas nepelningas. Tuo tarpu verslininkai, įsigyjantys kitas įmones, mato realią naudą iš galimo sinergijos efekto, t.y. galimybės veikti efektyviau kartu su kitomis įmonėmis, nei veikiant kiekvienai jų atskirai. Didžiulis efektas taip pat pasireiškia per horizontalią įmonių integraciją – konkuruojančių įmonių susijungimą, ar per vertikalią integraciją – susijungimus tarp įmonės ir jos pagrindinių tiekėjų arba įmonės ir jos reikšmingiausių klientų. Šie sandoriai ne tik leidžia įmonėms pasiekti greitą augimą bei masto ekonomiją, bet ir sutaupyti reikšmingą dalį kaštų, pasidalinti vadovavimo įgūdžiais bei viena kitos turimais privalumais rinkoje. Tuo pačiu įmonių pirkimo – pardavimo sandoriai rinkoje mažina konkurenciją, kadangi besijungdamos įmonės mažina rinkos dalyvių skaičių. Tai bene skaudžiausiai gali atsiliepti galutiniams vartotojams – prekybos proceso grandžiai, kuri yra priklausoma nuo

rinkoje veikiančių įmonių priimamų susitarimų didinti kainas ar modifikuoti prekių ir paslaugų kokybę, ir t.t. Taigi verslo perdavimo sandoriai turi tiek teigiamų, tiek ir neigiamų bruožų, o kurie jų dominuos – priklauso nuo pačių įmonių, priimančių sprendimą dalyvauti tokiuose sandoriuose. (LEPA, 2006)

1.2.2. Verslo vertinimo metodai

Prieš pradėdant tinkamos įsigyti ar norimos parduoti įmonės vertinimą, reikėtų nusistatyti pagrindinius kriterijus, pagal kuriuos ji bus vertinama. Keletas galimų įmonės vertinimo kriterijų pateikiama 2-oje lentelėje.

2 lentelė

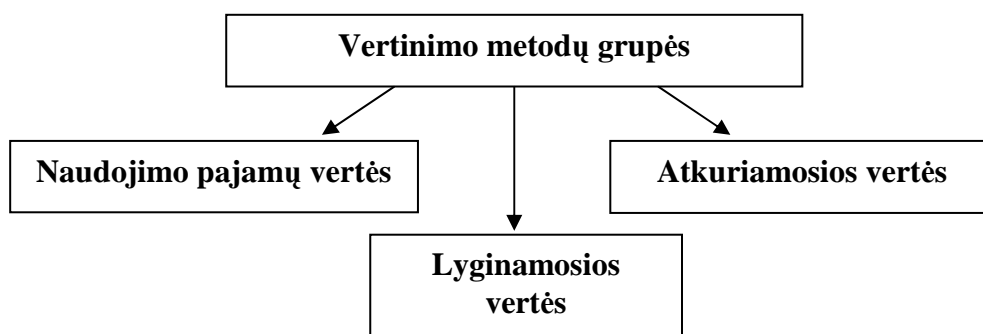
Įmonių vertinimo kriterijai

Nr.	Kriterijus	Aprašymas
1	Turima rinka	Įmonės, turinčios apčiuopiamą rinkos dalį, yra patrauklesnės, nes su rinka nuperkamas ir jos klientų ratas, kuriuos gauti gali būti labai sunku.
2	Augimo potencialas	Reta įmonė ryšis investuoti į nuosmukio stadijoje esančią įmonę. Nemaža kainos dalis įsigijimuose sumokama už galimybę gauti pelną ateityje. Todėl itin svarbu įsitikinti, kad geriausios įmonės dienos dar ne praeityje.
3	Stabilūs pinigų srautai	Kiekvienas įsigijimas tolygus investicijai, kuri turi duoti tam tikrą grąžą. O ją gali užtikrinti tik pakankami pinigų srautai.
4	Finansinė padėtis	Finansiškai praskolintos įmonės yra mažiau patrauklios už turinčias mažiau skolų. Turi būti įvertinami įmonės turimi išsipareigojimai ir turtas.
5	Pardavimų pelningumas	Sugebėjimas užtikrinti ir išlaikyti gerą pardavimų pelningumą yra vienas iš svarbiausių motyvų įsigyti įmonę.
6	Vadovų komandos profesionalumas	Šis kriterijus yra svarbus įmonėms, kurios, išsilydamos kitas, neturi laisvų žmogiškųjų išteklių. Galbūt perkamos įmonės sėkmingos veiklos garantas būtų ir yra profesionali vadovų komanda.
7	Įsigijimo kaina	Įsigijimo kaina turi atitikti pirkėjo galimybes ir planuojamą investicijų grąžą per tam tikrą laikotarpį. Paprastai strateginis investuotojas galės pasiūlyti geresnę kainą nei finansinis investuotojas, kuris vis vien tikės vėliau parduoti įmonę brangiau.

Šaltinis: sukurta autoriaus pagal Verslo žinios, 2005

Kai kuriuos kriterijus, tokius, kaip pardavimų pelningumą, yra lengva nustatyti ir įvardinti vertine išraiška, tačiau yra nemažai tokių kriterijų, kurie yra nematerialūs ir juos sunku įvardinti vertine išraiška. Tokie veiksniai, kaip, pavyzdžiui, aukštesnė kokybė, greitesnis platinimas, mažesnis klaidų skaičius apdorojant užsakymus ar aukštesnis klientų pasitenkinimas gali turėti lemiamą įtaką įmonės vertės nustatyme. Tačiau toliau bus koncentruojamasi į metodus, kurie įgalina materialia išraiška įvertinti įmonės vertę ir jos pokyčius.

Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (Nr. VIII-1202) išskiriamos šios pagrindinės vertinimo metodų grupės:



Šaltinis: sukurta autoriaus pagal turto ir verslo pagrindų vertinimo įstatymą

2 pav. Vertinimo metodų grupavimas

Naudojimo pajamų vertės. Verslas vertinamas ne kaip įvairaus turto suma, bet kaip verslo objektas, duodantis pelną. Metodų pagrindą sudaro būsimų grynųjų pinigų srautų prognozės ir jų dabartinė vertė. Šie metodai taikomi tada, kai tikimasi, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės vertę rinkoje.

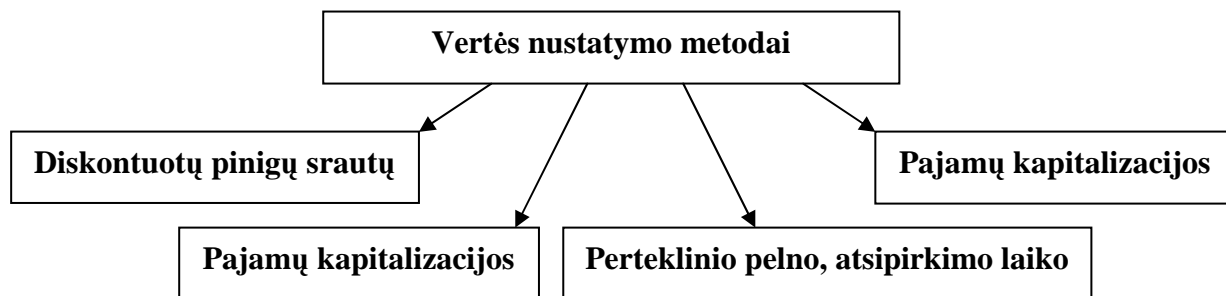
Lyginamosios vertės. Metodų esmė yra palyginimas, t.y. rinkos vertė nustatoma, palyginus analogiškų objektų faktinių sandorių kainas, kartu atsižvelgiant į nedidelius vertinamo turto bei jo analogo skirtumus.

Atkuriamosios vertės. Metodų pagrindas yra skaičiavimai, kiek kainuotų atkurti esamos fizinės būklės ir esamų eksploatacinių bei naudingumo savybių objektus pagal vertinimo metu taikomas darbų technologijas bei kainas.

1.2.2.1. Naudojimo pajamų vertės grupė

Naudojimo pajamų vertės grupės metodai taikomi vertinant šiuos objektus:

- Gamybinės, ūkinės-komercinės paskirties pastatus, statinius ir įrenginius;
- Įmones (išskyrus smulkias arba likviduojamas), planuojant investicijas, įmonių sanavimo, reorganizavimo ir kitais atvejais;
- Kitą turtą kaip verslo objektą, duodantį pelną, arba tikintis, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės jo vertę rinkoje.



Šaltinis: sukurta autoriaus

3 pav Įmonės vertės nustatymo, pagrįsto pajamų požiūriu, metodai

Iš šių metodų dažniausiai naudojami diskontuotų pinigų srautų bei pajamų kapitalizacijos metodai. Todėl toliau šioje grupėje nagrinėsime pastaruosius du metodus.

Diskontuotų srautų vertinimo metodas – tai toks metodas, kurio metu įmonės dabartinė vertė nustatoma, diskontuojant ateities pinigų srautus tam tikra diskonto norma, kuri atspindi būtiną investuojamo kapitalo grąžą bei riziką, susijusią su vertinamu verslu. Diskontavimas - tai procesas, kurio metu kiekvieno ateities periodo pinigų srautas sumažinamas nustatytu procentu (diskonto norma), siekiant atspindėti neapibrėžtumą, susijusį su prognozuojamais ateities pinigų srautais. Šis vertinimo metodas teigia, kad vienas litas šiandien yra vertingesnis už vieną litą rytoj ar po metų, nes, jį saugiai investavus, galima uždirbti papildomai grąžos ir laikotarpio pabaigoje turėti daugiau, nei vieną litą. Šis metodas paprastai naudojamas, darant prielaidas, kad įmonė egzistuos neribotą laikotarpių skaičių bei kai įmanoma tiksliai prognozuoti piniginius srautus.

Siekiant įvertinti verslą šiuo metodu, būtini tokie **žingsniai**:

1. Parengti laisvųjų piniginių srautų prognozes;
2. Įvertinti svertinius kapitalo kaštus;
3. Įvertinti tęstinę verslo vertę;
4. Apskaičiuoti prognozuojamų piniginių srautų bei tęstinės verslo vertės dabartinę vertę (diskontuoti);
5. Pridėti pinigų perteklių ir ne veiklos investicijas;
6. Atimti finansines skolas;
7. Apskaičiuoti įmonės nuosavo kapitalo vertę.

Laisvieji piniginiai srautai (FCF)

$$FCF = EBITDA - PT - NI - NWC \quad (1)$$

Kur: *FCF* – laisvasis pinigų srautas

EBITDA – veiklos pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą, ir amortizaciją,

PT – pelno mokestis,

NI – grynosios investicijos į ilgalaikį materialiujų ir nematerialiujų turta,

NWC – grynosios investicijos į apyvartinį kapitalą.

Svertinis kapitalo (nuosavo ir skolinto) kaštų vidurkis (WACC) apskaičiuojamas pagal formulę:

$$WACC = \left(k_e \times \frac{\text{Nuosavas kapitalas}}{\text{Nuosavas kap.} + \text{Skolintas kap.}} \right) + \left(k_d \times \frac{\text{Nuosavas kapitalas}}{\text{Nuosavas kap.} + \text{Skolintas kap.}} \right) \quad (2)$$

Kur: k_e – nuosavo kapitalo kaštai,

k_d – skolinto kapitalo kaštai,

Skolinto kapitalo kaštai paprastai prilyginami ilgalaikių bankinių paskolų vidutinei palūkanų normai, o nuosavo kapitalo kaštai gali būti skaičiuojami kaip nerizikingos palūkanų normos ir rizikos premijos suma. Kadangi bet kokie investiciniai projektai ar strateginiai uždaviniai paprastai formuojami ne ilgesniam nei 10 metų laikotarpiui, vertinant verslą diskontuotų srautų metodu, patariama neprognozuoti ir nevertinti ilgesnio nei 10 metų pinigų srauto. Norint įvertinti ir tolesnius laikotarpius, tikslinga tiesiog paskaičiuoti tęstinę pinigų srautų vertę.

Tęstinė pinigų srautų vertė (CV)

$$CV = \frac{FCF_{n+1}}{(WACC - g)} \quad (3)$$

Kur: CV – tęstinė vertė,

FCF_{n+1} – laisvieji pinigų srautai pirmaisiais metais po prognozavimo periodo,

g – vidutinis piniginių srautų augimo tempas,

$WACC$ – svertinis kapitalo kaštų vidurkis.

Pastaba: $WACC$ negali būti mažesnis už g !

Apskaičiuoti tęstinę pinigų srautų vertę, reiškia pratęsti paskutinio prognozuoto laikotarpio piniginius srautus, įvertinus vidutinį pinigų srauto augimą. Čia daroma prielaida, kad po prognozuojamo periodo pinigų srautai augs pastoviu dydžiu. Skaičiavimuose pasirenkama diskonto norma turi atspindėti investuotojo pageidaujamą gražos normą, atsižvelgiant į riziką, susijusią su verslu, į kurį investuojama. Paprasčiausias būdas nustatyti diskonto normą yra įmonės kapitalo kaštų nustatymas bei jų korekcija, atsižvelgiant į vertinamo verslo riziką.

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

$$DCF = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(FCF_n + CV)}{(1+r)^n} \quad (4)$$

Kur: DCF – diskontuoti pinigų srautai (dabartinė vertė – PV),

FCF – laisvieji periodo pinigų srautai,

CV – piniginių srautų tęstinė vertė,

r – diskonto norma (paprastai kapitalo kaštai - $WACC$),

n – periodų skaičius.

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

Pajamų kapitalizavimo metodo pagalba verslo vertintojas taip pat atsižvelgia į dabartinę įmonės ateities pajamų vertę, tik skirtingai nei diskontuotų pinigų srautų metode, šiame metode nėra apibrėžto vertinimo laikotarpio. Vertinimo metu daroma prielaida, kad įmonė sugebės generuoti tam tikras pajamas neapibrėžtą laiką, pabrėžiant, kad pinigai, kurie bus gaunami neapibrėžtą laikotarpį, bus verti vis mažiau, t. y. kuo periodas ilgesnis, tuo tokių pajamų įtaka dabartinei verslo vertei bus mažesnė.

Šiame metode svarbu tinkamai parinkti pajamų bazę, t.y. pasirinkti, ar tai:

- Laisvieji pinigų srautai;
- EBITDA;
- Grynasis pelnas;
- Ekonominis pelnas.

Priklausomai nuo pasirinktos pajamų bazės skirsis kapitalizuota verslo vertė. Kadangi verslas retai kada generuoja stabilias pajamas, siekiant eliminuoti reikšmingus pokyčius versle bei atspindėti tikrąją finansų ir verslo padėtį aplinkoje, kurioje verslas veikia, atliekama pajamų normalizacija, t.y. vertintojas turi atlikti tam tikras korekcijas, siekiant nustatyti „išgrynintas“ pajamas (eliminuojamos vienkartinės, atsitiktinės pajamos). Pasirinkus pajamų bazę, kitas žingsnis yra nustatyti kapitalizavimo normą – tokią grąžos normą, kuri reikalinga norint padengti verslo riziką. Kuo vertinamas verslas yra rizikingesnis, tuo didesnė turėtų būti ir kapitalizavimo norma. Pajamų kapitalizavimo metodo pagalba, įmonės vertė gali būti nustatoma naudojantis tokia formule:

$$\text{Įmonės vertė} = \frac{\text{Pajamų bazė}}{\text{Kapitalizavimo norma}} \quad (5)$$

Skaičiuojant įmonės vertę, tikslinga įmonės pajamų bazę imti kaip tam tikro periodo vidurkį, kuris geriausiai atspindėtų vertinamo verslo prigimtį. Tuo tarpu kapitalizavimo norma turėtų atspindėti investuoto kapitalo grąžą, kuri galima rinkoje investuojant į panašios rizikos ir panašias pajamas generuojančias įmones.

Kaip kapitalizavimo norma gali būti panaudoti ir šie rodikliai:

1. Investicijų pelningumo rodiklis (angl. Return on Investments; ROI):

$$\text{Investicijų pelningumas} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Visas turtas} - \text{per vienus metus gautinos sumos}} \quad (6)$$

Investicijų pelningumas parodo, kiek firmos vadovybė uždirbo, panaudodama ilgalaikį kapitalą (akcinį kapitalą ir ilgalaikę skolą), atspindi viso investuoto kapitalo į įmonę grąžą, jis gali

būti nuosavybės ir paskolų formos rodiklis. Šis rodiklis dažniausiai naudojamas, vertinant investicinių projektų pelningumą (G. Kancerevyčius, 2004, p.132).

Pastaba. Reikėtų atkreipti dėmesį į dedamąsias dalis, iš kurių skaičiuojamas investicijų pelningumas. Kadangi rodiklis paprastas ir lengvai apskaičiuojamas, nėra vieningo skaičiavimo būdo, todėl skaičiavimams panaudojus atitinkamas dedamąsias, galima šį rodiklį dirbtinai padidinti arba sumažinti. Taigi reikėtų giliai išanalizuoti, kuriuos dydžius įtraukti, apskaičiuojant rodiklį (Investopedia¹).

2. Nuosavybės pelningumo rodiklis; (nuosavo kapitalo pelningumas, akcininkų nuosavybės pelningumas) (angl. Return on Shareholders Funds; Return on Common Stockholders Equity; ROE):

$$\text{Nuosavybės pelningumas} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas (ar vidutinis nuosavas kapitalas)}} \quad (7)$$

Rodiklis parodo, kiek firma uždirbo, panaudodama firmos kapitalą, kuris priklauso akcininkams (G. Kancerevyčius, 2004, p.133), arba savininkų investuoto kapitalo grąžą (Verslo žinios, 2005, 5,5 skyrius, p.1); parodo nuosavo kapitalo sukurtą pelną ir tam tikru mastu – įmonės vadovybės darbo efektyvumą, naudojant investuotą kapitalą (J. Mackevičiaus, 2005, p. 174). Kermit D. Larson (1989) šį rodiklį vadina grynojo pelno uždirbimo savininkams sėkmingumu. Šis rodiklis atspindi tik nuosavybės grąžą ir nevertina kitokiomis formomis į įmonę investuoto kapitalo.

3. Kapitalo kaštų rodiklis - norma prilyginama minimaliam reikalaujamam kapitalo grąžos rodikliui, kuris parodo rodiklio dydį, būtiną norint padengti skolinto ir nuosavo kapitalo kaštus;

4. Sudėtinis rodiklių metodas - kapitalizavimo norma išskaidoma į sudėtinius komponentus:

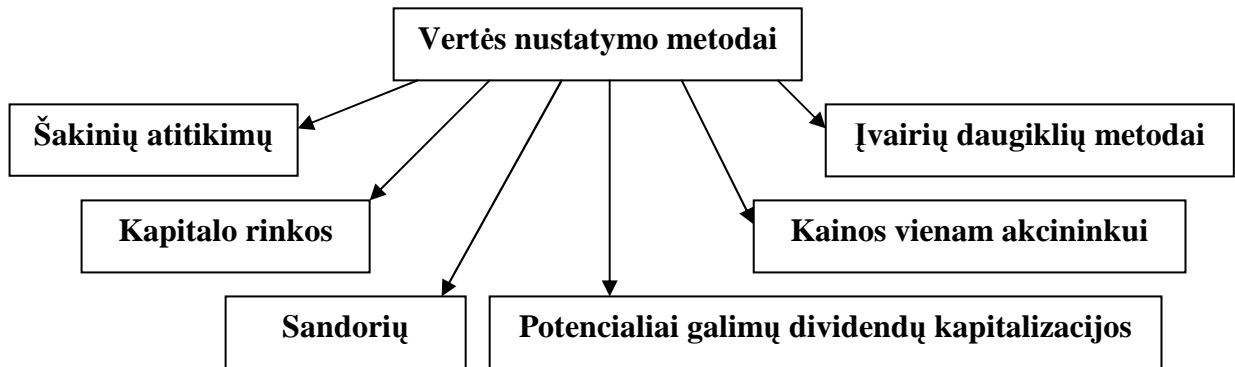
- a) nerizikinga kapitalo grąžos norma (tokia investicija, kuri be jokios rizikos garantuoja sugrąžinti investuotas lėšas bei sumokėti už paskolintą kapitalą; paprastai tokią grąžos normą iliustruoja investicijos į vyriausybės vertybinius popierius);
- b) rizikos premija (kadangi tikėtina, kad verslas gali būti rizikingas, be to, tikėtina, kad po tam tikro laiko kitos panašios rizikos investicijos duos didesnę grąžą, randama premija, kuri atspindėtų šias rizikas, paprastai remiantis panašių įmonių reitingais);
- c) likvidumo stokos premija (įvertinama rizika, kad, investuotojui panorėjus atsiimti savo investiciją, to nebus galima greitai ir be praradimų padaryti, todėl remiantis rizikos kapitalo fondų norima investuoto kapitalo grąža, kuri siekia 20 proc. ir daugiau, parenkama likvidumo stokos premija). Metodas taikomas tais atvejais, kai įmonės verslas generuoja pakankamai stabilias pajamas.

¹ <http://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestment.asp>

1.2.2.2. Lyginamosios vertės grupė

Lyginamosios vertės grupės metodai taikomi vertinant šiuos objektus:

- Gamybinės, ūkinės-komercinės paskirties pastatus, statinius ir įrenginius;
- Smulkias įmones;
- Likviduojamas įmones.



Šaltinis: sukurta autoriaus

4 pav. Įmonės vertės nustatymo, pagrįsto palyginimo arba rinkos požiūriu, metodai

Įmonės vertę galima sužinoti, lyginant vertinamos įmonės veiklą su kitomis įmonėmis ar investicijų į kitas įmones vertę su planuojama sumokėti kaina už perkamą įmonę. Dažnai tam naudojami rinkos daugiklių metodai. Esminis tokio vertinimo bruožas – tam tikro pajamų dydžio dauginimas iš daugiklio.

Norint šiuo metodu atlikti verslo vertinimą, reikalinga:

- Identifikuoti palyginamuosius verslus ir gauti informaciją apie jų rinkos vertę;
- Konvertuoti palyginamųjų verslų rinkos vertes į standartizuotus rodiklius (kainų daugiklius), kadangi absoliučios vertės yra nepalyginamos;
- Pritaikyti gautus kainų daugiklius analizuojamo verslo vertei apskaičiuoti.

Šis metodas vertinimui naudojamas tuomet, kai neįmanoma tiksliai nustatyti vertinamos įmonės piniginių srautų. Palyginamųjų verslų rinkos vertės gali būti standartizuotos, naudojant bendrus rodiklius kaip pelnas, pinigų srautai, pajamos ar apskaitinė vertė:

Pelno daugikliai:

- P/E (kainos ir pelno akcijai santykis);
- $EV/EBIT$ (verslo vertės ir pelno prieš palūkanas ir pelno mokestį santykis);
- $EV/EBITDA$ (verslo vertės ir pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją santykis);
- EV/PS (verslo vertės ir pinigų srautų santykis);
- EV/S (verslo vertės ir pardavimų santykis).

Apskaitinės vertės daugikliai:

- P/BV (nuosavo kapitalo vertės ir apskaitinės nuosavo kapitalo vertės santykis);
- $Vertė/Atkuriamieji\ kaštai$ (Tobino Q santykis).

Pajamų daugiklis: $EV/Sales$ (verslo vertės ir pardavimo pajamų santykis).

Konkrečiai šakai būdingi daugikliai (Kaina/kwh, Kaina už toną ir pan.).

Palyginamieji verslai šiam metodui paprastai parenkami pagal tokius kriterijus: veiklos sritis, geografinė padėtis ir aptarnaujamos rinkos, pajamų bei pelno šaltiniai, dydis (pajamos ir darbuotojų skaičius) ar vystimosi stadija (gyvavimo ciklas). Dažniausiai skaičiavimuose naudojami $EBITDA$ ir P/E rodikliai.

Naudojant $EBITDA$, įmonės vertė bus nustatoma taikant formulę:

$$Įmonės\ vertė = EBITDA \times M \quad (8)$$

Kur: $EBITDA$ – pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją,
 M – daugiklis ($EV/EBITDA$).

Naudojant šią formulę, gaunama verslo vertė įtraukia visus finansinius įsipareigojimus, tačiau, kas padengs įsipareigojimus po verslo pardavimo, yra pirkėjo ir pardavėjo derybų klausimas. Todėl skaičiuojant verslo vertę, gautas skaičius paprastai koreguojamas atimant paskolas.

Naudojant P/E daugiklį, įmonės vertė bus nustatoma taikant formulę:

$$Įmonės\ vertė = P / E \times NP \quad (9)$$

Kur: P/E – kainos ir pelno akcijai santykis,
 NP – ateities grynosios pajamos po mokesčių (grynasis pelnas).

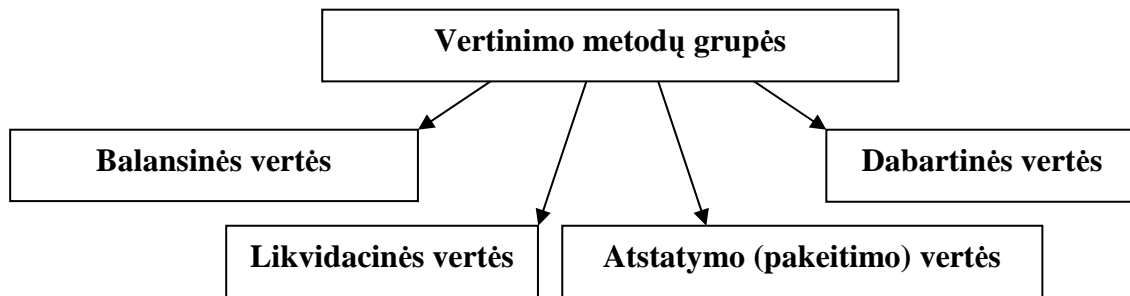
Naudojant P/E daugiklį skaičiuojama vertė įsigyjamoms nuosavybėms, be kurios, įsigyjami ir finansiniai įsipareigojimai. Kuo jų daugiau, tuo verslas (ir investicija) bus rizikingesnis, tuo bus mažesnė perkamos nuosavybės vertė, nes dideli finansiniai įsipareigojimai mažins P/E santykį. P/E metodas dažniau naudojamas vertinant listinguojamas akcines bendroves, o $EBITDA$ metodas dažniau pasitelkiamas vertinant uždarytas akcines bendroves bei individualias įmones. Dažnai analizuojamas verslas vertinamas akcijų rinkose kotiruojamų bendrovių kainų daugiklių pagrindu. Kainų daugikliai apskaičiuojami pagal akcijų rinkose kotiruojamų bendrovių akcijų kainas ir veiklos rodiklius. Tada daugikliai yra pakoreguojami, atsižvelgiant į santykinius analizuojamos bendrovės pranašumus ir trūkumus.

Verslo vertė, skaičiavimuose remiantis daugikliais, gaunama skirtinga – šie skirtumai susidaro dėl nevienodų įmonių duomenų, bet, teisingai parinkus rodiklius, gauti skirtumai turėtų būti nereikšmingi.

1.2.2.3. Atkuriamosios vertės (kaštų) grupė

Atkuriamosios vertės (kaštų) grupės metodai taikomi vertinant šiuos objektus:

- Įvairų turta;
- Specialiosios paskirties turta, t.y. ribotos paklausos ar ne rinkai skirtą turta (sporto objektus, reprezentacinius pastatus, specialius įrenginius ir kt.);
- Vertinamo objekto pagerinimo vertę.



Šaltinis: sukurta autoriaus pagal turto ir verslo pagrindų vertinimo įstatymą

5 pav. Įmonės vertės nustatymo, pagrįsto atstatomosios vertės arba turto požiūriu, metodai

Visi šie metodai taikomi daugiau turto, kaip atskiro objekto vertinimui, o ne verslo vertės nustatymui. Pagrindiniai šios vertinimo metodų grupės trūkumai yra šie:

- Atspindi mažiausią verslo vertę, kurią galima realizuoti likvidavimo atveju;
- Naudojamas likvidavimo situacijose ar vertinti nekilnojamojo turto verslą bei bendroves, turinčias daug materialaus ir / ar finansinio turto;
- Veikianti įmonė paprastai yra daug vertingesnė, nei bendra jos valdomo turto verčių suma;
- Atskirai vertinamas turtas neatspindi ekonominės vertės atsirandančios iš pinigų srautų, kuriuos uždirba bendrai naudojamas turtas;
- Nepilnai atspindi įmonės sinergiją, o tik atskiras turto vienetų vertes;
- Nematerialųjį turta, tokį, kaip reputacija, patyrusi vadovų komanda, *knowhow*, išskirtinės augimo galimybės, sunku įvertinti, neatsižvelgiant į pinigų srautus, kuriuos jis uždirba.

1. Balansinės vertės metodas dažniau taikomas stabilioms, neturinčioms nematerialiojo turto įmonėms. Tam naudojami audituoti įmonės balansai, kur turtas turėtų būti parodytas grynąja verte, juse taip pat būna užfiksuoti visi istoriniai įsipareigojimai.

Pagrindiniai žingsniai, vertinant turta yra:

- Balansas pertvarkomas iš istorinės savikainos į rinkos vertes;
- Įvertinamas visas identifikuojamas materialus ir nematerialus finansinis turtas ir įsipareigojimai;

- Iš bendros turto vertės atėmus įsipareigojimus, gaunama nuosavo kapitalo vertė.

Tačiau balanse nesimato tokio įmonės nematerialaus turto, kaip įmonės vardas ar vadovų komandos sugebėjimas pasiekti gerų rezultatų. O ir finansinė atskaitomybė, kurioje fiksuojama įmonės finansinė padėtis tam tikru momentu, remiasi tik istoriniais duomenimis ir neatspindi įmonės ateities planų. Todėl, vertinant augančias įmones, šis metodas beveik netaikomas.

2. Likvidacinės vertės metodas yra vienas konservatyviausių metodų. Beveik visuomet likvidacinė turto vertė būna gerokai mažesnė už balansinę. Šią vertę geriausiai gali nustatyti turto vertintojai, turintys informacijos apie panašaus turto pardavimo rinkoje kainas. Įmonių įsigijimuose ar susijungimuose šis vertinimo metodas beveik nenaudojamas, nebent pirkėjas, netikėdamas sėkminga įmonės verte, turi vienintelį motyvą – uždirbti, parduodant įmonės turimą turtą.

3. Atstatomosios vertės metodu nustatoma įmonės turimo turto atstatomoji vertė, t. y. kiek kainuotų įsigyti tokį pat įmonės turimą turtą šiandien. Šis metodas yra geresnis už balansinės vertės metodą, nes remiasi ne istorija, o šiandiena. Ilgalais materialusis turtas įmonėse atspindi jam įsigyti padarytas investicijas, o ne atstatomąją turimo turto vertę, tuo tarpu dėl infliacijos balansinė turto vertė neatspindi tikrosios turto vertės rinkoje. Taip pat šis metodas nėra labai tikslus, nes sunku įvertinti, ar ta pati turto vertė būtų gaunama, pakeitus seną įrangą nauja, ar įsigijus modernesnę jos modifikaciją, be to, ne visuomet aišku, kokie gali būti papildomi atstatomieji kaštai.

4. Dabartinę rinkos vertę nesunku nustatyti listinguojamoms bendrovėms – akcijos kainą tereikia padauginti iš akcijų skaičiaus ir pridėti finansinius įsipareigojimus. Tačiau šis metodas negali būti taikomas įmonėms, kurių akcijomis nėra aktyviai prekiaujama vertybinių popierių biržoje. Visi turto vertę grįsti metodai (išskyrus dabartinės rinkos vertės metodą) nėra itin plačiai naudojami, nes jie į įmonę žiūri ne kaip į tęstinę veiklą vykdančią subjektą, o tik kaip į tam tikro turto sumą.

Išnagrinėjus skirtingus verslo vertinimo metodus, juose naudojamus rodiklius, remiantis santykiniais finansiniais rodikliais nagrinėjusiais autoriais (Kancerevyčius, Mackevičius, Larson ir kt.), naujo verslo vertinimo metodo, pagrįsto integruotu vertės indikatoriumi formulėje nuspręsta remtis finansiniais rodikliais, kurie apskaičiuojami naudojant balanso, pelno (nuostolių) ataskaitos ir pinigų srautų ataskaitų straipsnius. Santykiniai finansiniai rodikliai, kaip verslo vertinimo įrankiai, yra efektyvūs, nustatant įmonės vertę, nes, pirma, jie atspindi labai skirtingus įmonės veiklos aspektus, antra, kiekvienas ribotos civilinės atsakomybės juridinis asmuo, vesdamas apskaitą, pateikia tokiu pat būdu apskaičiuojamus ir tarpusavyje palyginamus rodiklius. Iš įvairių autorių (Kancerevyčius, Mackevičius, Larson ir kt.) darbuose pateikiamų rodiklių nuspręsta naudoti EBITDA rodiklį ir santykinius finansinius rodiklius: investicijų pelningumo rodiklį, nuosavybės pelningumo rodiklį, grynojo pelningumo rodiklį, pastovaus mokumo koeficientą, skubaus padengimo koeficientą, pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficientą bei skolų ir turto santykį.

2. VERSLO VERTĖS NUSTATYMO METODIKA, TAIKANT INTEGRUOTĄ VERTĖS INDIKATORIŲ

Šioje dalyje aprašomas naujas santykinų rodiklių pagrindu sudarytas indikatorius, kuomet firmos vertė nustatoma, remiantis atrinktų santykinų rodiklių palyginamąja analize. Verslo vertės indikatorius apjungia įvairius skirtingas išraiškas turinčius rodiklius, todėl vertės pokyčio nustatymas gali remtis labai skirtingų įmonės veiklos aspektų įvertinimu. Šis indikatorius, skirtingai nuo pirmoje dalyje nagrinėtų metodų, nepateikia piniginės verslo vertės išraiškos, kuri naudinga įmonės vertės tam tikru momentu nustatymui, tačiau įgalina įvertinti ar finansinės injekcijos, tokios, kaip ES struktūrinių fondų parama, išties didina įmonės vertę ir, jei taip, koku mastu.

2.1. Rodikliai, naudojami indikatoriaus skaičiavimui

Įmonių finansinės būklės įvertinimui skirta daugybė įvairiausių rodiklių. Jų apskaičiavimui naudojami balanso, pelno (nuostolių) ataskaitos, pinigų srautų ir kitų ataskaitų duomenys. G. White, A. Sondhi, D. Fried (1994 p. 245) teigia, kad, atliekant analizę, rekomenduojama naudoti ir naudojama iki 100 santykinų rodiklių, kiti teigia, jog pilnai pakanka 40 rodiklių. Tačiau nedidelė dalis rodiklių gali būti efektyviai panaudota įmonės vertės nustatymo procese. Išnagrinėjus įvairių autorių pateikiamus rodiklius, galima teigti, jog yra ganėtinai daug rodiklių, kurie vieni kitus dubliuoja arba parodo labai specifinius veiklos ypatumus ir gali būti visiškai nenaudingi. Pavyzdžiui, atliekant gamybinės įmonės analizę, kai kurie prekybos įmonių analizei skirti rodikliai yra beverčiai. Dažnai autoriai pateikia tą patį rodiklį, kuris gali būti skaičiuojamas, naudojant skirtingus finansinės atskaitomybės straipsnius. Įvertinus visus aukščiau išvardintus veiksnius bei jau egzistuojančius verslo vertinimo metodus, tolimesniam tyrimui buvo pasirinkti 8 rodikliai. Jie atspindi pagrindinius įmonės veiklos aspektus ir visi yra svarbūs kintamieji įmonės vertės atžvilgiu. Integruoto vertės indikatoriaus skaičiavimui pasirinkti santykiniai ir vienas absoliutinis rodikliai atspindi įmonės pelningumą, mokumą, likvidumą ir sugebamus generuoti pinigų srautus bei pelnus. Kiekvienas rodiklis parinktas, norint indikatoriuje atspindėti tam tikrą įmonės veiklos aspektą, jų paskirtis, apskaičiavimo formulės, interpretavimas ir skirtumai matomi toliau pateikiamuose aprašymuose.

1. Investicijų pelningumas (angl. Return on Investments; ROI):

$$\text{Investicijų pelningumas} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Visas turtas} - \text{per vienus metus gautinos sumos}} \quad (10)$$

Investicijų pelningumas parodo, kiek firmos vadovybė uždirbo, panaudodama ilgalaikį kapitalą (akcinį kapitalą ir ilgalaikę skolą), atspindi viso investuoto kapitalo į įmonę grąžą, jis gali

būti nuosavybės ir paskolų formos rodiklis. Šis rodiklis dažniausiai naudojamas, vertinant investicinių projektų pelningumą (G. Kancerevyčius, 2004, p.132).

Pastaba. Reikėtų atkreipti dėmesį į dedamąsias dalis, iš kurių skaičiuojamas investicijų pelningumas. Kadangi rodiklis paprastas ir lengvai apskaičiuojamas, nėra vieningo skaičiavimo būdo, todėl skaičiavimams panaudojus atitinkamas dedamąsias, galima šį rodiklį dirbtinai padidinti arba sumažinti. Taigi reikėtų giliai išanalizuoti, kuriuos dydžius įtraukti, apskaičiuojant rodiklį (Investopedia²).

2. Nuosavybės pelningumas; (nuosavo kapitalo pelningumas, akcininkų nuosavybės pelningumas) (angl. Return on Shareholders' Funds; Return on Common Stockholders Equity; ROE):

$$\text{Nuosavybės pelningumas} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas (ar vidutinis nuosavas kapitalas)}} \quad (11)$$

Rodiklis parodo, kiek firma uždirbo, panaudodama firmos kapitalą, kuris priklauso akcininkams (G. Kancerevyčius, 2004, p.133), arba savininkų investuoto kapitalo grąžą (Verslo žinios, 2005, 5,5 skyrius, p.1); parodo nuosavo kapitalo sukurtą pelną ir tam tikru mastu – įmonės vadovybės darbo efektyvumą, naudojant investuotą kapitalą (J. Mackevičiaus, 2005, p. 174). Kermit D. Larson (1989) šį rodiklį vadina *grynojo pelno uždirbimo savininkams sėkmingumu*. Šis rodiklis atspindi tik nuosavybės grąžą ir nevertina kitokiomis formomis į įmonę investuoto kapitalo

3. Grynasis pelningumas (grynojo pelno marža; grynasis pardavimų pelningumas grynasis ribinis pelningumas; grynojo pelno procentai (Kabašinskas, 1997, p. 196)), (angl. Profit Margin on Sales, Net Profit Margin):

$$\text{Grynasis pelningumas} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pardavimai}} \quad (12)$$

Tai bene plačiausiai naudojamas santykinis rodiklis. Apskaičiuojamas, dalinant visą akcininkams priklausantį, prieinamą paprastų akcijų savininkams, grynąjį pelną, iš pardavimų (KTU finansų katedra, 1997, p.90). Parodo, kiek grynojo pelno tenka vienam pardavimų litui, įvertinus visas pajamas ir išlaidas. Vertinant šį rodiklį (Kermit D. Larson, 1989, p.651), siūloma atkreipti dėmesį į veiklos sferą, kuriai priklauso įmonė. Pavyzdžiui, gamybinės įmonės ir įmonės, besiverčiančios mažmenine prekyba, grynojo pelno maržos gali labai skirtis viena nuo kitos, tačiau abiejų įmonių savininkams rodikliai bus geri, nes skirtingose šakose skiriasi pelningumo lygis.

Vertinimas. Labai gerai, jei šis rodiklis yra >20%, gerai, jei >15%, patenkinamai >8%, nepatenkinamai <8%, blogai <0%. (J. Mackevičius, 2005, p. 146). Kiek kitokį vertinimą pateikia Verslo žinios „Finansų valdymas“ (2005, priedai/p. 4): labai gerai, jei šis rodiklis yra >25%, gerai, jei >10%, patenkinamai <10%, nepatenkinamai <5%, blogai <0%.

² <http://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestment.asp>

- 4. Skubaus padengimo koeficientas** (mokumo greitis; kritinio įvertinimo koeficientas), (angl. Quick or Acid Test Ratio):

$$\text{Skubaus padengimo koeficientas} = \frac{\text{Trumpalaikis turtas} - \text{atsargos}}{\text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}} \quad (13)$$

Anot G. Kancerevyčiaus (2004, p.128) šis koeficientas parodo firmos sugebėjimą apmokėti trumpalaikius įsiskolinimus neparduodant atsargų. Leidinyje „Investicijų valdymas“ (Verslo žinios, 2005, 5.4 skyrius, p.14) teigiama, kad jis eliminuoja neapibrėžtumą dėl atsargų likvidumo: šiuo atveju atsargos negali būti naudojamos trumpalaikiams įsipareigojimams padengti. J. Watts (1996, p. 470) siūlo iš likvidžiausio įmonės turto palikti tik trumpalaikius rinkos vertybinius popierius, grynus pinigus ir pirkėjų skolas. J. Mackevičius (2005, p. 146) teigia, kad rodiklis parodo ar įmonė, jei iš jos būtų pareikalauta, galėtų greitai sumokėti savo trumpalaikius įsipareigojimus, ar ji galėtų sėkmingai įveikti šį kritinį etapą.

Vertinimas. Labai gerai, jei šis rodiklis yra >1,5, gerai, jei >1,2, patenkinamai >1,0, nepatenkinamai <1,0, blogai <0,5. (J. Mackevičius, 2005, p. 146)

- 5. Pastovaus mokumo koeficientas** (finansinės autonomijos koeficientas):

$$\text{Pastovaus mokumo koeficientas} = \frac{\text{Nuosavas kapitalas}}{\text{Mokėtinų sumų ir įsipareigojimų}} \quad (14)$$

Tai atvirkštinis rodiklis finansiniam svertui, parodantis gresiančius pavojus, pavyzdžiui, bankrotą. Kuo šis koeficientas didesnis, tuo aukštesnis įmonės mokumo lygis. (J. Mackevičius; 2005, p. 164)

Vertinimas. Skirtingose šalyse – skirtingi šio rodiklio vertinimai. JAV teigiamai vertinama rodiklio reikšmė yra 0,3, Lietuvoje 0,5, o Japonijoje 0,8. Pastovaus mokumo koeficientą galima vertinti ir kaip rizikos valdymo rodiklį, kuris parodo bankroto tikimybę. Jei koeficientas lygus 2 ar daugiau, įmonei tikrai negresia bankrotas.

- 6. Skolų ir turto santykis** (skolos koeficientas; bendrasis skolos koeficientas: bendras skolos rodiklis) (angl. Dept of Total Assets (D/A); Debt Ratio):

$$\text{Skolų ir turto santykis} = \frac{\text{Mokėtinų sumų ir įsipareigojimų}}{\text{Visas turtas}} \quad (15)$$

G. Kancerevyčius (2004, p.131) apibūdina šį rodiklį taip: jis matuoja, kokia viso turto dalis yra finansuojama skolintomis lėšomis ir atspindi įmonės finansinę struktūrą. Skolos apima trumpalaikius ir ilgalaikius įsiskolinimus (KTU finansų katedra, 1997, p.90). Kreditoriai pirmenybę teikia žemiems skolos santykiniams rodikliams, nes bankroto atveju tai sumažina jų nuostolių riziką. Kai kurie savininkai pirmenybę teikia aukštesnio lygio finansiniam svertui, nes siekia padidinti pelną bei išlaikyti firmos kontrolę (pažymi A. Dziukevičius (2000)). Tačiau nederėtų pamiršti, jog didesnis koeficientas atspindi didesnę riziką.

Vertinimas. Labai gerai, jei šis rodiklis yra <30%, gerai, jei <50%, patenkinamai <70%, blogai >100%. (J. Mackevičius, 2005, p. 146)

7. Pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficientas:

$$\text{Pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficientas} = \frac{\text{Pinigų srautas iš pagrindinės veiklos}}{\text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}} \quad (16)$$

Šiuo rodikliu matuojamas įmonės trumpalaikių įsipareigojimų apmokėjimas likvidžiausiomis mokėjimo priemonėmis laipsnis (J. Mackevičius, D. Poškaitė; 1998, p.192) Likvidumo vertinimas, naudojant pinigų srauto iš pagrindinės veiklos santykį su trumpalaikiais įsipareigojimais, nuo kitų likvidumo rodiklių vertinimo skiriasi tuo, kad trumpalaikių įsipareigojimų įvykdymo šaltiniu laikomas ne turtas, kuris potencialiai galėtų būti panaudotas šiam tikslui, o faktinis įmonės generuojamas pinigų srautas. (Verslo žinios, 2005, 5,6 skyrius, p.6)

Pastaba. Pagrindinės veiklos pinigų srautas = grynasis pelnas + nusidėvėjimas + amortizacija + grynojo apyvartinio kapitalo pokytis

8. EBITDA (angl. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)

$$EBITDA = \text{Įprastinės veiklos pelnas} + \text{nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos} \quad (17)$$

Tai - pelnas prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą bei amortizaciją. EBITDA paprastai galima išskaičiuoti iš įmonių finansinių ataskaitų. Pelnas, mokesčiai ir sumokėtos palūkanos yra pelno nuostolio ataskaitoje, o nusidėvėjimas ir amortizacija - pinigų srautų ataskaitoje arba pelno nuostolio ataskaitoje prie veiklos sąnaudų, jeigu yra iššifruota.

Taigi, visi aukščiau aptarti rodikliai yra apskaičiuojami, naudojant straipsnių esančių finansinės atskaitomybės dokumentuose reikšmes. Kadangi įmonės, kurių vertinimui bus naudojamas verslo vertės indikatorius, yra ribotos civilinės atsakomybės juridiniai asmenys, uždarnosios akcinės bendrovės ir akcinės bendrovės, joms privaloma rengti vienodos formos atskaitomybės dokumentus. Tie patys straipsniai, naudojami ataskaitų rengime, įgalina palyginti keleto įmonių vertės pokyčius ir juos pateikti suvienodinta išraiška. 3-oje lentelėje pateikiami parinktiems rodikliams apskaičiuoti reikalingi balanso, pelno (nuostolių) ir pinigų srautų ataskaitų straipsniai.

Finansinių ataskaitų rodikliai

	Pelno (nuostolių) ataskaita	Balansas	Pinigų srautų ataskaita
1.	Pardavimo pajamos	Turto iš viso	Nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos
2.	Įprastinės veiklos pelnas (nuostoliai)	Trumpalaikis turtas	Grynieji pagrindinės veiklos pinigų srautai
3.	Grynasis pelnas	Atsargos	
4.		Per vienerius metus gautinos sumos	
5.		Nuosavas kapitalas	
6.		Mokėtinos sumos ir įsipareigojimai	
7.		Per vienerius metus mokėtinos sumos ir trumpalaikiai įsipareigojimai	

Šaltinis: Sukurta autoriaus

Kaip matoma lentelėje santykinių rodiklių skaičiavimui reikalingi 12 rodiklių iš finansinės atskaitomybės dokumentų. Priklausomai nuo įmonės pajamų, darbuotojų skaičiaus ir turimo turto vienos įmonės pildo pilną finansinę atskaitomybę, įskaitant ir pinigų srautų ataskaitą, o kitoms pakanka ir trumpos atskaitomybės dokumentų, o pinigų srautų ataskaita nepildoma. Tačiau, net jei įmonė nepildo pinigų srautų ataskaitos, verslo vertės indikatorius skaičiavimui reikalingi du straipsniai iš pinigų srautų ataskaitos yra nesunkiai apskaičiuojami bet kurioje įmonėje. Taigi, minėtasis indikatorius gali būti sėkmingai naudojamas taip pat ir nedidelių įmonių vertės pokyčio įvertinimui.

2.2. Integruotas vertės indikatorius: formulė ir paaiškinimai

Pradinė integruoto vertės indikatorius formulė:

$$I_i = \sum_{j=1}^8 S_j \cdot P_{ij} \quad (18)$$

čia I_i – Integruotas vertės indikatorius, kur:

$i = 1 \div n$; tai i -toji įmonė, kurios vertės indikatorių norime nustatyti, tiriamų įmonių skaičius teoriškai gali būti nuo 1 iki n , tačiau būtina pastebėti, jog praktikoje šios formulės taikyme reikėtų naudoti ne mažiau kaip dvi įmones.

$j = 1 \div 8$; tai j -asis rodiklis, kurių indikatorius skaičiavime yra ribotas skaičius – 8. Būtina pastebėti, jog integruoto vertės indikatorius formulė gali būti pritaikoma ir daugiau rodiklių, nei 8, tačiau šiame darbe parinkti 8 rodikliai, kurie laikomi konstantomis.

S_j – nustatytasis j -tojo rodiklio svoris, kadangi rodiklių skaičius indikatoriuje yra pastovus ir ribotas, pateikiami visi rodikliai:

S_1 – nustatytasis investicijų pelningumo rodiklio svoris indikatoriuje;

S_2 – nustatytasis nuosavybės pelningumo rodiklio svoris indikatoriuje;

S_3 – nustatytasis grynojo pelningumo rodiklio svoris indikatoriuje;

- S_4 - nustatytasis skubaus padengimo koeficiento svoris indikatoriuje;
- S_5 - nustatytasis pastovaus mokumo koeficiento svoris indikatoriuje;
- S_6 - nustatytasis skolų ir turto santykio svoris indikatoriuje;
- S_7 - nustatytasis pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficiento svoris indikatoriuje;
- S_8 - nustatytasis EBITDA svoris indikatoriuje.

S_j rodiklių svoriai gali būti nustatomi ar parenkami įvairiausiais būdais; nuo pasirinktų svorių labai priklauso tai, kokia įmonės veiklos dalis laikoma labiausiai įtakojančia verslo vertę. Šiame darbe rodiklių svoriai nustatomi apklausos būdu, įmonių vadovams ir buhalteriams pateikiant anketą, kurioje prašoma sureitinguoti pateiktus 8 rodiklius pagal svarbą įmonės vertei. Tuomet visi atsakymai susumuojami, kiekvienas iš rodiklių surinkusių tam tikrą įvertinimą padalinami iš visų įvertinimų bendros sumos ir taip gaunamas kiekvieno jų svoris indikatoriuje.

$$P_{ij} = \frac{a_{ij}}{Z_j} \quad (19)$$

P_{ij} tai n i -tųjų įmonių j -tųjų rodiklių ir vidurkio Z_j santykis, kur:

a_{ij} – tai i -tosios įmonės j -tojo rodiklio pradinė reikšmė. Kadangi rodiklių skaičius indikatoriuje yra pastovus, o įmonių skaičius neribotas, pateikiami visi i -tosios įmonės rodikliai:

- a_{i1} – i -tosios įmonės investicijų pelningumo rodiklis;
- a_{i2} – i -tosios įmonės nuosavybės pelningumo rodiklis;
- a_{i3} – i -tosios įmonės grynojo pelningumo rodiklis;
- a_{i4} – i -tosios įmonės skubaus padengimo koeficientas;
- a_{i5} – i -tosios įmonės pastovaus mokumo koeficientas;
- a_{i6} – i -tosios įmonės skolų ir turto santykis;
- a_{i7} – i -tosios įmonės pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficientas;
- a_{i8} – i -tosios įmonės EBITDA reikšmė.

$$Z_j = \frac{\sum_{i=1}^n a_{ij}}{n} \quad (20)$$

Z_j tai n tiriamų įmonių rodiklių a_{ij} reikšmių vidurkis, kur:

n – tiriamų įmonių skaičius, teoriškai n gali būti bet kuri reikšmė nuo 1 iki ∞ , tačiau, taikant indikatorių praktikoje, n reikėtų imti intervale nuo 2 iki ∞ .

Taigi, toliau į pradinę integruoto vertės indikatorius formulę įstatome visas aukščiau aprašytas išraiškas ir gauname galutinę formulę:

$$I_i = \sum_{j=1}^8 n \cdot S_j \cdot \frac{a_{ij}}{\sum_{i=1}^n a_{ij}} \quad (21)$$

I_i – Integruotas vertės indikatorius;

n – tiriamų įmonių skaičius;

S_j – nustatytasis j-tojo rodiklio svoris;

a_{ij} – tai i-tosios įmonės j-tojo rodiklio pradinė reikšmė;

$i = 1 \div n$;

$j = 1 \div 8$.

Gautasis integruotas vertės indikatorius atspindi įmonės vertę tam tikrame laikotarpyje lyginant su kitomis įmonėmis. Suskaičiavus n įmonių integruotą vertės indikatorių prieš paramos gavimą ir tų pačių įmonių indikatorių po ES paramos gavimo, bus galima nustatyti ES paramos gavimo įtaką įmonės vertei.

Būtina pabrėžti, jog naujasis integruotas vertės indikatorius įgalina palyginti neribotą skaičių įmonių ir nebūtinai tik vienodus laikotarpius. Viename integruoto vertės indikatorius nustatyme gali būti naudojami skirtingo dydžio, apyvartų bei juridinių formų verslo subjektai.

3. VERSLO VERTĖS NUSTATYMO METODIKOS PRITAIKYMAS ES PARAMOS ĮTAKOS VERSLO VERTEI VERTINIMUI

Šioje dalyje pateikiami apklausos rezultatai, naudojami formulės dedamųjų nustatymui. Taip pat aptariamos įmonės, kurių duomenys pasirinkti praktiniam formulės pritaikymui.

3.1. Apklausos imties nustatymas ir rezultatai

Šio darbo apklausos imties apskaičiavimui imamos tik Kauno mieste veiklą vykdančios uždarnosios akcinės bendrovės ir akcinės bendrovės. LR statistikos departamento 2009 m. pirmo ketvirčio duomenimis Kauno mieste veikia 7313 uždaryjū akcinių bendrovių, ir 64 akcinės bendrovės, taigi kartu – 7377 įmonės.

Minimalus atrankos dydis. Minimalios atrankos dydis esant baigtinei generalinei aibei skaičiuojamas pagal I. S. Paschaver, A. L. Jabločniko (1983); S. Martišiaus (1997); K. Kardelio, J. Sapagovo (1998); S. Martišiaus, J. Markelevičiaus, J. Martinavičiaus (1994) pateikiamą formulę:

$$n_{\min} = \frac{z^2 \cdot N \cdot p(1-p)}{(\Delta p)^2 (N-1) + z^2 \cdot p(1-p)} \quad (22)$$

čia N – visumos dydis. Šiame darbe tiriamos Kauno mieste veiklą vykdančios uždarnosios akcinės bendrovės ir akcinės bendrovės. Jų skaičius pateiktas pagal 2009 metų pirmo ketvirčio duomenis yra 7377.

p – požymio tikimybė. Kadangi dažniausiai p dydis nėra žinomas, tai nustatomas $p = 0,05$ (S. Martišius, 1997).

Δp – požymio dalies paklaida. Rezultatai pateikiami su 5 % paklaida, nes moksliniame darbe paprastai pasikliaujama 95 % patikimumu (K. Kardelis, 2002).

z – normaliojo skirstinio koeficientas. Tarkime, kad visus rezultatus gauname su 95 % tikimybe, tada normaliojo skirstinio koeficientas – $z = 1,96$.

$$n_{\min} = \frac{3,8416 \cdot 7377 \cdot 0,0475}{0,0025(7377 - 1) + 3,8416 \cdot 0,0475} = 72,28$$

Visus dydžius įrašius į formulę, gaunama $n_{\min} = 72$, t. y. norint rezultatus gauti su 95% tikimybe bei 5 % paklaida, duomenys turi būti surinkti mažiausiai iš 72 įmonių.

Atlikus 72 įmonių buhalterijų apklausą buvo nustatyta, kurie iš reitingavimui pateiktų rodiklių turės didžiausią įtaką integruoto vertės indikatorius formulėje, o kurie mažiausią. Įvairūs autoriai pateikia daugybę svarbių santykinųjų finansinių rodiklių, tačiau nedaugelis jų naudojami kaip pagalbinė priemonė ar dedamoji įmonių vertei apskaičiuoti. Įmonių buhalterijų, finansų analitikų bei finansininkų apklausa minėtųjų rodiklių svoriui nustatyti yra bene objektyviausias būdas rodiklių svarbai indikatorius formulėje nustatyti.

Apklausoje metu 72 įmonių buhalteriai sureitingavo 8 pateiktus rodiklius, nuo svarbiausio įmonės vertės nustatyme iki mažiausiai svarbaus, priskiriant jiems balus atitinkamai nuo 8 (svarbiausias) iki 1 (mažiausiai svarbus). Sugrupavus rezultatus, buvo gautas kiekvieno iš rodiklių vidurkis. Kadangi balų suma, kuriuos respondentai turėjo paskirstyti rodikliams, yra 36, gautieji kiekvieno iš rodiklių vidurkiai dalinami iš 36. Tokiu būdu gaunami koeficientai, kurių bendra suma lygi 1.

Kadangi S_j – nustatytasis j -tojo rodiklio svoris, o rodiklių skaičius indikatoriuje yra pastovus ir ribotas dydis, pateikiami visi, pagal anketinį tyrimą nustatyti, rodiklių svoriai indikatoriuje:

$S_1 = 0,116$ investicijų pelningumo rodiklio svoris indikatoriuje;

$S_2 = 0,1$ nuosavybės pelningumo rodiklio svoris indikatoriuje;

$S_3 = 0,15$ grynojo pelningumo rodiklio svoris indikatoriuje;

$S_4 = 0,097$ skubaus padengimo koeficiento svoris indikatoriuje;

$S_5 = 0,164$ pastovaus mokumo koeficiento svoris indikatoriuje;

$S_6 = 0,169$ skolų ir turto santykio svoris indikatoriuje;

$S_7 = 0,141$ pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficiento svoris indikatoriuje;

$S_8 = 0,063$ EBITDA svoris indikatoriuje.

Visi rodikliai, išskyrus skolų ir turto santykį, vertinami principu „kuo reikšmė aukštesnė, tuo geriau“, todėl pastarąjį rodiklį tenka modifikuoti ir sukeisti skaitiklį su vardikliu. Tolesniuose skaičiavimuose naudojamas modifikuotas (apverstas) skolų ir turto santykis. Iš parinktų rodiklių dedamųjų išplaukia, jog teoriškai galima ir neigiama indikatoriaus reikšmė, taip gali atsitikti, kai vienas ar keletas tyrimui parinktų rodiklių yra neigiami. Kadangi parinktieji rodikliai vertinami principu „kuo aukštesnė reikšmė, tuo geriau“, neigiama integruoto vertės indikatoriaus reikšmė gali būti vertinama kaip signalas bylojantis apie labai prastą įmonės padėtį ir santykinai mažą vertę. Taigi, esant neigiamai integruoto vertės indikatoriaus reikšmei, verta išsiaiškinti, kurie konkretūs veiklos rodikliai lemia tokį rezultatą ir ieškoti priežasties pradinėse dedamosiose, t.y. įmonių finansinės atskaitomybės dokumentuose.

Naudojant apklausoje būdu nustatytais rodiklių svoriais ir teorinėje dalyje aptarta bei sukurta formulė, nustatomas trijų įmonių vertės pokytis tris metus po paramos gavimo. Pagal sudarytą formulę gaunama kiekvienos iš tiriamų įmonių integruoto vertės indikatoriaus reikšmės dviems atskaitiniams metams prieš paramos gavimą ir trims metams po paramos gavimo (jau įsisavinus arba įsisavinant paramą). Šiame darbe tiriamų įmonių pavadinimai pakeisti į UAB X, UAB Y ir UAB Z, nes tyrimui reikalingi įmonių finansinės atskaitomybės duomenys pateikti tik su sąlyga, jog įmonių pavadinimai nebus paviešinti.

Apibendrinimas. Iki šiol apžvelgtas integruotas vertės indikatorius įgalina vartotoją atlikti bet kurių įmonių verčių pokyčio įvertinimą, nesvarbu, ar tai atliekama veiklos stebėjimo, ar

konkreto fakto poveikio efektyvumui įvertinti tikslais. Integruotas vertės indikatorius paprastas ir lengvai suprantamas, vartotojui tereikia pasirinkti įmones, kurių vertės pokytį norima palyginti, analizuojamą laikotarpį (periodų skaičių) ir įvesti analizei pasirinktų periodų finansinės atskaitomybės duomenis. Visa kita analizės informacija yra apskaičiuojama pagal sukurtą formulę. Naujasis integruotas vertės indikatorius įgalina vartotoją:

- Stebėti keletos įmonių vertės pokyčius pasirinktais laikotarpiais.
- Palyginti keletos įmonių vertės kitimą.
- Įvertinti ūkinės ir finansinės veiklos poveikį įmonių vertei.

Šis indikatorius yra lengvai suprantamas ne tik finansininkui, tačiau ir bet kuriam, norinčiam įvertinti keletos įmonių vertės pokyčius praeityje, dabartyje bei ateityje. Jis gali padėti priimti perspektyvinius sprendimus, numatyti įmonės ar įmonių grupės veiklos strategiją.

3.2. Tyrimui parinktos įmonės ir pagrindiniai jų duomenys

Šioje dalyje atliekamas trijų įmonių tyrimas, taikant sudarytą integrųotą vertės indikatoriu. Indikatoriuui pritaikomos per anketinį tyrimą nustatytos *S_j* reikšmės, kurios tolimesnėse lentelėse atsispindi stulpeliuose pavadintuose „*Svoris*“. Pagrindiniai tyrimui parinktų įmonių duomenys pateikiami 4 lentelėje.

4 lentelė

Tiriamų įmonių informacija

	Įmonė X	Įmonė Y	Įmonė Z
Teisinis statusas	UAB	UAB	UAB
Veiklos šaka	Metalo apdirbimas	Statyba	Didmeninė prekyba
Darbuotojų skaičius	120	7	12
Įmonės amžius	12	18	6
Paramos suma	2.500.000 Lt	105.000 Lt	73.000 Lt
Paramos įsisavinimo laikotarpis	3 m.	3 m.	3 m.
Paramos intensyvumas	40/60	40/60	40/60

Šaltinis: sukurta autoriaus

Visos trys įmonės turi uždarnosios akcinės bendrovės statusus, tačiau tai nereiškia, jog verslo vertės vertinimui indikatoriumi negalima pasirinkti ir kitoki įmonės statusą, svarbu tai, kad įmonė turėtų formulės skaičiavimui reikalingus duomenis. Viena įmonė priklauso gamybos sektoriui, dvi paslaugų sektoriui. Tai reiškia, jog analizė gali integruoti skirtinguose sektoriuose veikiančias įvairaus profilio įmones. Įmonės labai skiriasi tiek gautos paramos dydžiu, tiek amžiumi, tiek darbuotojų skaičiumi, todėl, atliekant skaičiavimus, galima tikėtis skirtingų vertės kitimo tendencijų.

UAB X teikia šias paslaugas: precizinis mechaninis apdirbimas tekimo ir frezavimo staklėmis; korpusinių detalių apdirbimas; vienetiniai ir smulkiaserijiniai darbai tekimo, frezavimo,

šlifavimo, koordinatinėmis ištekimo ir kitomis staklėmis; suvirinimas, fasoninis pjaustymas dujomis; specialių tvirtinimo detalių masinė gamyba; mažų ir didelių partijų surinkimas. Įmonės pagrindiniai užsakovai ir partneriai yra automobilių, medicinos, automatizavimo pramonės šakų atstovai. Beveik visas žaliavas įsigyja vakarų Europoje. Didžiąją dalį produkcijos eksportuoja į Europos sąjungos šalis. Įmonė savo veiklos srityje yra lyderė tiek Lietuvoje, tiek ir Pabaltijo regione. Iš ES struktūrinių fondų gavo paramos už 2,5 mln. litų, kurie skirti naujų metalo apdirbimo staklių įsigijimui.

UAB Y atlieka aukštuminius statybos, griovimo, dažymo, plovimo, restauracijos ir kitus darbus. Įmonė įsitvirtinusi rinkoje nuo pat nepriklausomybės atkūrimo, savo specifinės veiklos rinkos viena iš lyderių, atliekanti darbus tiek pagal valstybinius, tiek pagal privačius užsakymus. Iš ES struktūrinių fondų gavo paramos už 105000 litų, kurie panaudoti darbui reikalingos restauravimo įrangos įsigijimui ir darbuotojų kvalifikacijos kėlimui.

UAB Z įkurta 2004 metais, jos vykdoma veikla yra didmeninė prekyba įvairiausia apranga. Visa įmonės parduodama produkcija tenka užsienio užsakovams, pardavinėjantiems rūbus daugelyje parduotuvių tinklų visoje Europoje. Iš ES struktūrinių fondų gavo 73000 litų paramą rūbų apsaugos nuo vagysčių sistemai diegti.

Visos trys įmonės tyrimui pateikė iš viso 5 veiklos vykdymo metų duomenis iš finansinės atskaitomybės dokumentų. Parama įsisavinama per keletą metų, o įmonės prašymus dėl paramos suteikimo gali paduoti bet kuriuo metu, galiojant kvietimui teikti paraiškas. Pastarosios sąlygos lėmė, jog dvi iš tiriamų įmonių jau yra pilnai įsisavinusios gautas lėšas, o viena, t.y. UAB Y, dar yra įsisavinimo laikotarpyje, taigi paskutiniųjų šios įmonės paramos įsisavinimo metų duomenys yra prognozuoti. Kadangi integruotas vertės indikatorius įgalina tarpusavyje palyginti paramos efektyvumą, nėra svarbu, kuriais metais parama buvo įsisavinama, t.y. nebūtina, kad paramos gavimo laikotarpiai sutaptų. To pasėkoje veiklos vertinimo periodai bus numeruojami nuo 1 iki 5. Šio praktinio pritaikymo tikslumui labai svarbu, jog visų trijų įmonių paramos įsisavinimo laikotarpis yra vienodas – 3 metai, nes vienodas laikotarpių skaičius investicijų paskirstymui yra svarbi sąlyga palyginimo tikslumui. Toliau apžvelgiami pradiniai įmonių duomenys iš finansinių ataskaitų. Kitame puslapyje, 5-oje lentelėje pateikiami tiriamų įmonių balanso, pelno (nuostolių) ir pinigų srautų ataskaitų straipsniai, kurie naudojami formulės kintamųjų apskaičiavimui.

Pateikiamos kiekvienos iš įmonių penkerių metų straipsnių reikšmės, kur pirmieji ir antrieji metai atspindi įmonių veiklą prieš Europos Sąjungos paramos gavimą, o kiti treji metai – paramos įsisavinimo laikotarpį.

5 lentelė

Finansinės atskaitomybės straipsniai ir jų reikšmės

Įmonė	Periodas	Pardavimo pajamos	Įprastinės veiklos pelnas (nuostoliai)	Grynasis pelnas	Turto iš viso	Trumpalaikis turtas	Atsargos	Per vienerius metus gautinos sumos	Nuosavas kapitalas	Mokėtinos sumos ir išsipareigojimai	Per vienerius metus mokėtinos sumos ir trumpalaikiai išsipareigojimai	Nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos	Grynieji pagrindinės veiklos pinigų srautai
UAB X	I	13636563	602544	673204	8702380	4656709	1576978	2769330	3441599	5230299	1451003	1129616	833772
	II	17307490	949964	837547	9128505	5394016	1516253	3562830	4279653	4834970	954099	1511088	1369852
	III	19038239	691612	587870	11048655	7796866	1718952	3482688	4867523	5114251	1393340	1510675	2379593
	IV	20026308	545037	463281	12305920	9485523	1793978	3663437	5330804	5058809	1443798	1693308	1938378
	V	20923854	1345573	1143737	13286941	11255719	1753295	3827626	6474541	4689270	1561659	936998	2080735
UAB Y	I	1282180	483244	396123	685739	560280	3671	500369	543179	142560	121778	70168	238422
	II	1173833	247023	209794	508860	371910	6628	66495	462975	45885	40566	52069	342067
	III	1244263	266785	220284	547669	363969	6761	136925	434584	113085	41377	58250	306924
	IV	1318919	288128	231298	670144	449774	6896	211581	489859	180285	42205	68330	244353
	V	1398054	311178	242863	692652	540612	7034	290716	550167	142485	43049	68330	250885
UAB Z	I	2991262	96574	75096	457140	399276	26534	352040	133388	323752	307572	65212	254438
	II	4073013	56017	64394	421618	245281	7512	182323	197782	223836	223836	60145	346452
	III	4317394	68322	74647	581517	365817	27387	263783	299281	282236	237266	68905	376344
	IV	4576437	83331	79025	629291	425264	27935	318305	300335	328956	251502	84673	408815
	V	4851024	101636	88428	636812	510226	28493	393305	321536	315276	266592	100441	444088

Šaltinis: sukurta autoriaus

Tiek iš aukščiau pateiktų aprašymų, tiek iš 5 lentelės duomenų matosi, kad įmonės skiriasi daugeliu kintamųjų. Būtina pastebėti, kad net ir labai skirtingi įmonių dydžiai, juridinės formos, suteiktos paramos dydžiai, apyvartos, pelnai ar kiti rodikliai neturi reikšmingos įtakos, naudojant naująjį verslo vertinimo metodą, paremtą integruotu vertės indikatoriumi, skaičiuojant verčių pokyčius ir palyginant indikatorius vertes.

3.3. Įmonių verčių pokyčio vertinimas

Šiame skyrelyje aprašomas indikatorius reikšmių, pagal pateiktus duomenis, skaičiavimo procesas, pateikiami tarpiniai bei galutiniai skaičiavimai ir išvados apie indikatorius pritaikymą konkrečių įmonių vertės pokyčio nustatymui. Toliau pateikiamos penkios lentelės, kurių kiekviena skirta vienam iš penkių tyrimo laikotarpių.

6 lentelė

Pirmojo periodo integruoti vertės indikatoriai

I periodas	Investicijų pelningumas	Nuosavybės pelningumas	Grynasis pelningumas	Skubaus padengimo koeficientas	Pastovaus mokumo koeficientas	Skolų ir turto santykis (modifikuotas)	P pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficientas	EBITDA	Integruotas vertės indikatorius (I)	
UAB X	0,11	0,20	0,05	2,12	0,66	1,66	0,57	1732160		
UAB Y	2,14	0,73	0,31	4,57	3,81	4,81	1,96	553412		
UAB Z	0,71	0,56	0,03	1,21	0,41	1,41	0,83	161786		
<i>Vidurkis</i>	<i>0,99</i>	<i>0,50</i>	<i>0,13</i>	<i>2,64</i>	<i>1,63</i>	<i>2,63</i>	<i>1,12</i>	<i>815786</i>		
UAB X	0,11	0,39	0,39	0,81	0,40	0,63	0,51	2,12		
UAB Y	2,16	1,47	2,42	1,73	2,34	1,83	1,75	0,68		
UAB Z	0,72	1,14	0,20	0,46	0,25	0,54	0,74	0,20		
<i>Svoris</i>	<i>0,116</i>	<i>0,100</i>	<i>0,150</i>	<i>0,097</i>	<i>0,164</i>	<i>0,169</i>	<i>0,141</i>	<i>0,063</i>		
UAB X	0,01	0,04	0,06	0,08	0,07	0,11	0,07	0,13		0,568
UAB Y	0,25	0,15	0,36	0,17	0,38	0,31	0,25	0,04		1,912
UAB Z	0,08	0,11	0,03	0,04	0,04	0,09	0,10	0,01		0,520

Šaltinis: sukurta autoriaus

6, 7, 8, 9 ir 10 lentelėse pateikiami iš pradinių surinktų duomenų apskaičiuoti integruotam vertės indikatoriui reikalingi santykiniai finansiniai rodikliai ir EBITDA rodiklis, jų keitimas į koeficientus, S_j reikšmės (per apklausą nustatyti svoriai), pavadintos „Svoris“, ir stulpelyje „Integruotas vertės indikatorius“ pateikiamos apskaičiuotos atitinkamo laikotarpio indikatorius reikšmės.

Antrojo periodo integruoti vertės indikatoriai

II periodas	Investicijų pelningumas	Nuosavybės pelningumas	Grynasis pelningumas	Skubaus padengimo koeficientas	Pastovaus mokumo koeficientas	Skolų ir turto santykis (modifikuotas)	P pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficientas	EBITDA	Integruotas vertės indikatorius (II)	
UAB X	0,15	0,20	0,05	4,06	0,89	1,89	1,44	2461052		
UAB Y	0,47	0,45	0,18	9,00	10,09	11,09	8,43	299092		
UAB Z	0,27	0,33	0,02	1,06	0,88	1,88	1,55	116162		
<i>Vidurkis</i>	<i>0,30</i>	<i>0,32</i>	<i>0,08</i>	<i>4,71</i>	<i>3,95</i>	<i>4,95</i>	<i>3,81</i>	<i>958769</i>		
UAB X	0,51	0,60	0,60	0,86	0,22	0,38	0,38	2,57		
UAB Y	1,59	1,40	2,21	1,91	2,55	2,24	2,22	0,31		
UAB Z	0,90	1,00	0,20	0,23	0,22	0,38	0,41	0,12		
<i>Svoris</i>	<i>0,116</i>	<i>0,100</i>	<i>0,150</i>	<i>0,097</i>	<i>0,164</i>	<i>0,169</i>	<i>0,141</i>	<i>0,063</i>		
UAB X	0,06	0,06	0,09	0,08	0,04	0,06	0,05	0,16		0,607
UAB Y	0,18	0,14	0,33	0,19	0,42	0,38	0,31	0,02		1,971
UAB Z	0,10	0,10	0,03	0,02	0,04	0,06	0,06	0,01		0,422

Šaltinis: sukurta autoriaus

Kaip matyti iš 6, 7, 8, 9 bei 10 lentelių, integruotas vertės indikatorius skaičiuojamas keturiais pagrindiniais etapais:

- apskaičiuojamos santykinų finansinių rodiklių ir *EBITDA* rodiklio reikšmės;
- naudojant tiriamų įmonių rodiklių reikšmių vidurkį, rodikliai paverčiami koeficientais;
- koeficientai dauginami iš tyrimo metu nustatytų kiekvieno iš rodiklių svorių;
- visos koeficientų ir rodiklių svorių sandaugų reikšmės sudedamos.

Trečiojo periodo integruoti vertės indikatoriai

III periodas	Investicijų pelningumas	Nuosavybės pelningumas	Grynasis pelningumas	Skubaus padengimo koeficientas	Pastovaus mokumo koeficientas	Skolų ir turto santykis (modifikuotas)	Pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficientas	EBITDA	Integruotas vertės indikatorius (III)	
UAB X	0,08	0,12	0,03	4,36	0,95	2,16	1,71	2202287		
UAB Y	0,54	0,51	0,18	8,63	3,84	4,84	7,42	325035		
UAB Z	0,23	0,25	0,02	1,43	1,06	2,06	1,59	137227		
<i>Vidurkis</i>	<i>0,28</i>	<i>0,29</i>	<i>0,08</i>	<i>4,81</i>	<i>1,95</i>	<i>3,02</i>	<i>3,57</i>	<i>888183</i>		
UAB X	0,27	0,41	0,41	0,91	0,49	0,72	0,48	2,48		
UAB Y	1,90	1,73	2,36	1,80	1,97	1,60	2,08	0,37		
UAB Z	0,83	0,85	0,23	0,30	0,54	0,68	0,44	0,15		
<i>Svoris</i>	<i>0,116</i>	<i>0,100</i>	<i>0,150</i>	<i>0,097</i>	<i>0,164</i>	<i>0,169</i>	<i>0,141</i>	<i>0,063</i>		
UAB X	0,03	0,04	0,06	0,09	0,08	0,12	0,07	0,15		0,646
UAB Y	0,22	0,17	0,35	0,17	0,32	0,27	0,29	0,02		1,832
UAB Z	0,10	0,08	0,03	0,03	0,09	0,12	0,06	0,01		0,521

Šaltinis: sukurta autoriaus

Nuo 8 lentelės, pateikiami duomenys, kai įmonės pradeda įsisavinti paramą, taigi 9 lentelėje - antrų įsisavinimo metų duomenys, 10 - paskutinių paramos įsisavinimo metų duomenys.

Ketvirtojo periodo integruoti vertės indikatoriai

IV periodas	Investicijų pelningumas	Nuosavybės pelningumas	Grynasis pelningumas	Skubaus padengimo koeficientas	Pastovaus mokumo koeficientas	Skolų ir turto santykis (modifikuotas)	Pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficientas	EBITDA	Integruotas vertės indikatorius (IV)	
UAB X	0,05	0,09	0,02	5,33	1,05	2,43	1,34	2238345		
UAB Y	0,50	0,47	0,18	10,49	2,72	3,72	5,79	356458		
UAB Z	0,25	0,26	0,02	1,58	0,91	1,91	1,63	168004		
<i>Vidurkis</i>	<i>0,27</i>	<i>0,27</i>	<i>0,07</i>	<i>5,80</i>	<i>1,56</i>	<i>2,69</i>	<i>2,92</i>	<i>920936</i>		
UAB X	0,20	0,32	0,32	0,92	0,67	0,91	0,46	2,43		
UAB Y	1,86	1,72	2,44	1,81	1,74	1,38	1,98	0,39		
UAB Z	0,94	0,96	0,24	0,27	0,58	0,71	0,56	0,18		
<i>Svoris</i>	<i>0,116</i>	<i>0,100</i>	<i>0,150</i>	<i>0,097</i>	<i>0,164</i>	<i>0,169</i>	<i>0,141</i>	<i>0,063</i>		
UAB X	0,02	0,03	0,05	0,09	0,11	0,15	0,06	0,15		0,673
UAB Y	0,22	0,17	0,37	0,18	0,29	0,23	0,28	0,02		1,754
UAB Z	0,11	0,10	0,04	0,03	0,10	0,12	0,08	0,01		0,573

Šaltinis: sukurta autoriaus

Toliau 10 lentelėje pateikiami paskutinio ES paramos įsisavinimo laikotarpio rezultatai, kurie vėliau bus naudojami ir bendro trijų metų vertės pokyčio po paramos gavimo skaičiavimui.

10 lentelė

Penktojo periodo integruoti vertės indikatoriai

V periodas	Investicijų pelningumas	Nuosavybės pelningumas	Grynasis pelningumas	Skubaus padengimo koeficientas	Pastovaus mokumo koeficientas	Skolų ir turto santykis (modifikuotas)	Pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficientas	EBITDA	Integruotas vertės indikatorius (V)	
UAB X	0,12	0,18	0,05	6,08	1,38	2,83	1,33	2282570		
UAB Y	0,60	0,44	0,17	12,39	3,86	4,86	5,83	379508		
UAB Z	0,36	0,28	0,02	1,81	1,02	2,02	1,67	202077		
<i>Vidurkis</i>	<i>0,36</i>	<i>0,30</i>	<i>0,08</i>	<i>6,76</i>	<i>2,09</i>	<i>3,24</i>	<i>2,94</i>	<i>954719</i>		
UAB X	0,33	0,59	0,66	0,90	0,66	0,88	0,45	2,39		
UAB Y	1,67	1,48	2,11	1,83	1,85	1,50	1,98	0,40		
UAB Z	1,00	0,92	0,22	0,27	0,49	0,62	0,57	0,21		
<i>Svoris</i>	<i>0,116</i>	<i>0,100</i>	<i>0,150</i>	<i>0,097</i>	<i>0,164</i>	<i>0,169</i>	<i>0,141</i>	<i>0,063</i>		
UAB X	0,04	0,06	0,10	0,09	0,11	0,15	0,06	0,15		0,755
UAB Y	0,19	0,15	0,32	0,18	0,30	0,25	0,28	0,02		1,699
UAB Z	0,12	0,09	0,03	0,03	0,08	0,11	0,08	0,01		0,546

Šaltinis: sukurta autoriaus

Apžvelgus trijų įmonių visus penkis periodus ir gavus integruoto vertės indikatoriaus reikšmes, galima teigti, jog kiekviena iš įmonių turi labai skirtingą vertės pokyčio pobūdį po paramos gavimo. Visi penkerių metų indikatoriai, jų augimo (kritimo) tempai ir bendras trijų paramos įsisavinimo metų laikotarpio vertės augimas pateikiami 11 lentelėje.

11 lentelė

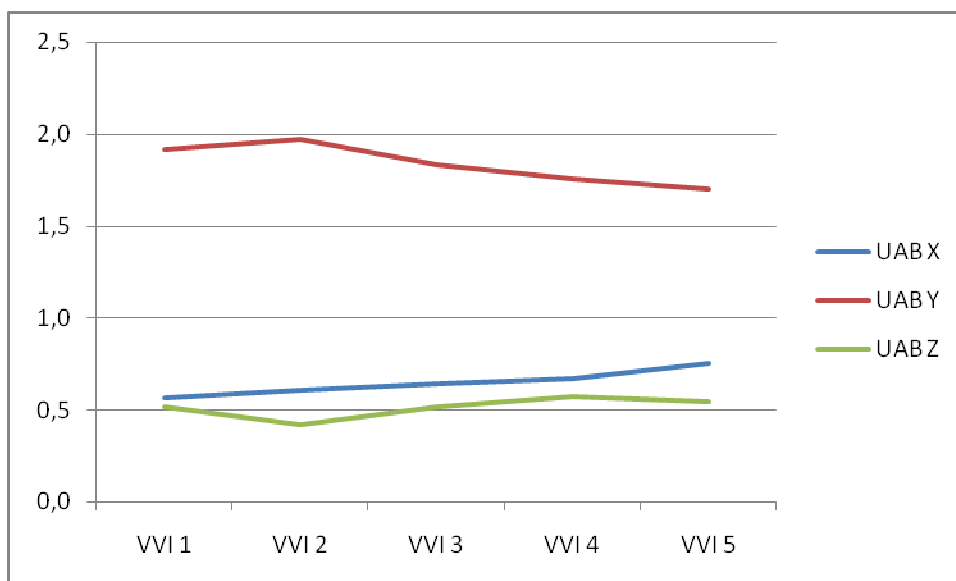
Integruotų vertės indikatorių reikšmių ir verčių kitimas

VVI	I	II	III	IV	V	I-II	II-III	III-IV	IV-V	II-V
UAB X	0,568	0,607	0,646	0,673	0,755	7,0%	6,5%	4,1%	12,2%	24,4%
UAB Y	1,912	1,971	1,832	1,754	1,699	3,1%	-7,1%	-4,3%	-3,1%	-13,8%
UAB Z	0,520	0,422	0,521	0,573	0,546	-18,9%	23,7%	9,9%	-4,7%	29,5%

Šaltinis: sukurta autoriaus

Integruotas vertės indikatorius gali būti pritaikomas tiek įmonės vertės pokyčiui nustatyti, žiūrint iš istorinės perspektyvos, tiek ateities vertės pokyčio prognozei, tiek esant viename iš paramos įsisavinimo etapų. Kaip matoma 11 lentelėje, įmonių vertės augimo tempai ir tendencijos prieš paramos gavimą ir gavus paramą labai skirtingi. Vienintelė įmonė X išlaikė stabilų vertės augimą po paramos gavimo, vidutiniškai 7,6% kasmet; prieš gaunant paramą, įmonės vertė augo 7%. Kitų dviejų įmonių rodiklių reikšmės labai skirtingos, todėl reikalauja gilesnės veiklos analizės.

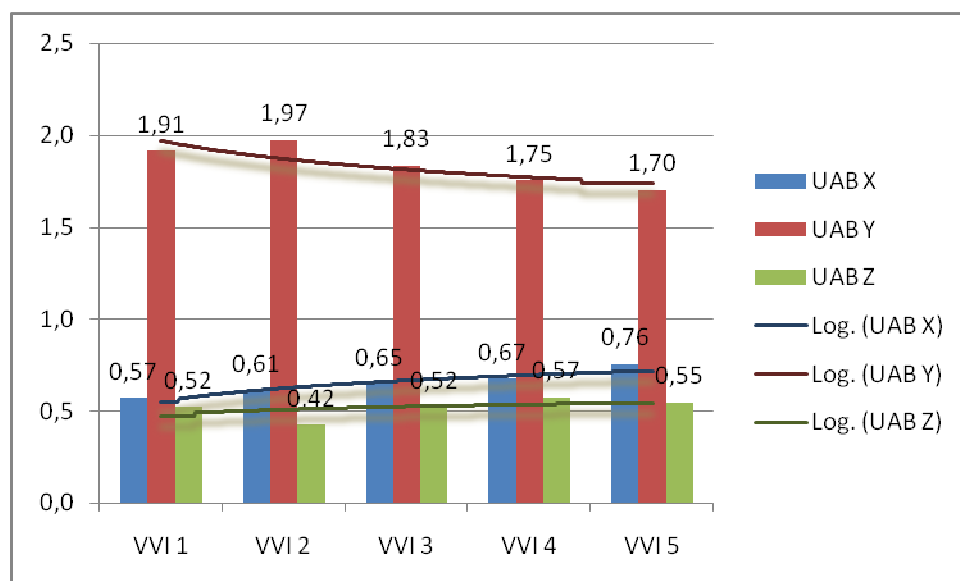
Tiek įmonė Y, tiek įmonė Z patyrė atvirksčią vertės kitimą, negu prieš gaudamos paramą. Šis kitimas gerai matomas 6 paveiksle.



Šaltinis: sukurta autoriaus

6 pav. Įmonių integruoti vertės indikatoriai

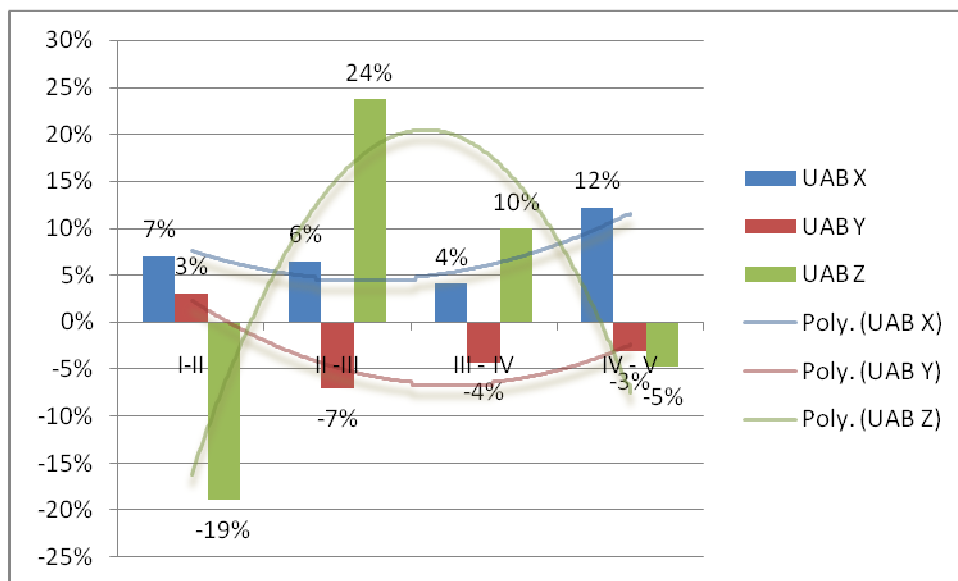
Įvertinus tiriamų įmonių gautas penkerių metų integruoto vertės indikatoriaus reikšmes, galime teigti, jog dviejų tiriamų įmonių vertė po ES paramos gavimo kilo, o vienos krito. Iš grafiko 6 paveiksle matyti, jog dviems įmonėms paramos gavimas padarė ženklų poveikį verslo vertei. Pastovų verslo vertės augimą turinti įmonė X yra žymiai didesnė nei įmonės Y ir Z, todėl ir naujos investicijos įmonės rodiklius įtakoja ne taip žymiai, kaip mažesnę apyvartą bei kapitalą turinčias pastarąsias įmones.



Šaltinis: Sukurta autoriaus

7 pav. Įmonių verslo vertės kitimas

Įmonės Y vertė paskutiniaisiais metais prieš paramos gavimą augo 3,1%, o paramos gavimo laikotarpiu vertė krito vidutiniškai po 4,8% kasmet. Tokią vertės kitimo tendenciją lėmė išaugę įmonės išpareigojimai dėl padidėjusio skolinto kapitalo ir nepakankamai efektyvus išgytos įrangos naudojimas, didinant apyvartą bei pelną. Įmonės Z vertė turėjo visiškai priešingą vertės kitimo pobūdį, nei įmonė Y. Prieš ES paramos gavimą įmonė Z turėjo 19% neigiamą augimą, o paramos įsisavinimo laikotarpiu vertė pakilo net iki 29,5%; tai pats aukščiausias tarp tiriamų įmonių viso paramos įsisavinimo laikotarpio augimo rodiklis. Įmonė X, stabiliai augdama po 7,6% kasmet, pasiekė kiek mažesnę, tačiau labai ženklų 24,4% vertės kilimą.



Šaltinis: Sukurta autoriaus

8 pav. Įmonių verslo vertės metinis procentinis kitimas

Didžiausias vertės kilimas įmonėje X užfiksuotas paskutiniaisiais paramos įsisavinimo metais, tai byloja apie naujos įrangos našumą ir visą įsisavinimo laikotarpį kasmet mažėjusius išskolinimus bankui. Įmonėje Z didžiausias, beveik 24%, kilimas užfiksuotas pirmaisiais metais tik gavus paramą, nes jos dėka pagerėjo įmonės mokumo rodikliai, turintys didžiausią svorį indikatoriuje. Tačiau būtina pabrėžti, jog minėtųjų rodiklių staigus augimas iškart po paramos gavimo pastebimas tik trumpą laikotarpį, t.y. lyginant paskutiniuosius metus prieš paramos gavimą su pirmaisiais po gavimo. Toks staigus kilimas ilgalaikėje perspektyvoje atrodytų keistokai, nes, palyginus indikatorius reikšmę, likus dviems metams iki paramos gavimo ir pirmaisiais metais po gavimo, matoma, jog vertė išaugo vos 0,3%. Toks menkas augimas, net jei būtų ir lengvas kritimas pirmaisiais metais, yra labiau logiškas, turint omeny, jog pirmieji paramos įsisavinimo metai ant įmonės pečių užkrauna didžiausią išskolinimo už nuosavą investiciją dalį. Taigi, trumpame laikotarpyje buvęs beveik 24% vertės kilimas didžiąja dalimi buvo įtakotas staigaus vertės kritimo, buvusio dar prieš paramos gavimą. Įmonės Y palyginamoji verslo vertė per visą įsisavinimo laikotarpį krito beveik 14%, o didžiausias kritimas užfiksuotas iškart po paramos gavimo. Tokie

rezultatai byloja apie nepasvertą investiciją, nepakankamai intensyviai ir efektyviai naudojamą įsigytą restauravimo įrangą, kuri nepakankamu mastu didina įmonės pardavimus ir pelningumą.

Apibendrinimas. Apžvelgus gautus tiriamų įmonių rezultatus, taikant naują verslo vertinimo metodą, pagrįstą integruotu vertės indikatoriumi, galima teigti:

Įmonės X vertė po ES paramos įsisavinimo kasmet augo vidutiniškai po 7,6% kasmet ir per visą laikotarpį pakilo 24,4%. Vertinant vertės pokytį nuo dviejų metų prieš paramos gavimą iki paskutinių paramos įsisavinimo metų, įmonės X vertė iškilo net 33%. Šiai įmonei parama iš ES struktūrinių fondų buvo labai naudinga, o stabilus augimas byloja apie efektyvų lėšų įsisavinimą.

Įmonės Y vertė po ES paramos įsisavinimo krito vidutiniškai po 4,8% kasmet ir per visą laikotarpį sumažėjo net 13,8%. Vertinant vertės pokytį nuo dviejų metų prieš paramos gavimą iki paskutinių paramos įsisavinimo metų, įmonės Y vertė krito 11,2%. Toks rezultatas verčia susimąstyti apie investicinio projekto reikalingumą įmonei; nes gauta ES parama ne tik nedavė laukiamo rezultato, bet ir sumažino įmonės vertę. Galima teigti, jog šios įmonės parengto investicinio projekto lėšų įsisavinimas ir grąža buvo paskaičiuota neteisingai.

Įmonės Z vertė po ES paramos įsisavinimo iš visų tiriamų įmonių per visą laikotarpį pakilo daugiausia, net 29,5%. Vertinant vertės pokytį nuo dviejų metų prieš paramos gavimą iki paskutinių paramos įsisavinimo metų, įmonės Z vertė pakilo 5%. Toks rezultatas byloja, jog, gavus ES paramą sunkiu įmonei laikotarpiu, jos vertė ne tik atsistatė iki prieš nuosmukį buvusios vertės, bet dar ir pakilo. Taigi, įmonei Z parama buvo naudinga, įmonė ją įsisavino pakankamai efektyviai.

Darbo pradžioje buvo iškeltos dvi hipotezės:

H1. Europos Sąjungos parama didina verslo vertę.

H2. Europos Sąjungos paramos įtaką verslo vertei galima įvertinti, taikant verslo vertinimo metodą, pagrįstą integruotu vertės indikatoriumi.

Apžvelgus Europos Sąjungos teikiamos paramos principus, sąlygas, atlikus įsisavinimo analizę, išanalizavus pagrindinius metodus, naudojamus įmonės vertės nustatymui ir pritaikius naująjį verslo vertinimo metodą, pagrįstą integruotu vertės indikatoriumi, galima teigti, kad:

Hipotezė 1 “Europos Sąjungos parama didina verslo vertę“, yra dalinai paneigta, nes iš atliktų įmonių tyrimų matyti, jog, jei gautoji ES parama naudojama neefektyviai, ji gali turėti neigiamą įtaką verslo vertei.

Hipotezė 2 “ Europos Sąjungos paramos įtaką verslo vertei galima įvertinti, taikant verslo vertinimo metodą, pagrįstą integruotu vertės indikatoriumi“, yra patvirtinta, nes iš naujojo metodo taikymo verslo vertės pokyčiui nustatyti rezultatų galima daryti pagrįstas išvadas apie gautos ES paramos įtaką verslo vertei, o naujasis integruotas vertės indikatorius atspindi pagrindinius įmonių veiklos aspektus, kurie neišvengiamai įtakojami gautos paramos.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

1. Darbo teorinėje dalyje nustatyta, kad struktūrinė parama verslui galima iš Europos regioninės plėtros fondo, Europos socialinio fondo ir Sanglaudos fondo. Nustatyta, kad Europos Sąjungos struktūrinių fondų paramos tikslų ir uždavinių įgyvendinime Lietuva gautų didžiausią naudą, skirdama ypatingą dėmesį paramos įsisavinimo kokybei, o ne kiekybei, lėšų panaudojimo skaidrumo didinimui ir ypatingo dėmesio tolygesnio gerovės paskirstymo tarp didmiesčių ir provincijos skyrimui.

Išsiaiškinta, kad pagrindinės priežastys, kurios skatina verslininkus dalyvauti verslo perdavimo sandoriuose, yra jų nauda ir kartais vienintelė galimybė realizuoti įmonės strateginius tikslus. Verslo perdavimai pasireiškia per horizontalią įmonių integraciją – konkuruojančių įmonių susijungimą, arba per vertikalią integraciją – susijungimus tarp įmonės ir jos pagrindinių tiekėjų arba įmonės ir jos reikšmingiausių klientų. Atsiradus galimybei naudotis ES fondų lėšomis įmonė ne tik plečia savo veiklą, kelia kvalifikaciją ar siekia kitų tikslų, bet dažnai ir didina savo vertę.

2. Atlikus literatūros analizę, nustatyta, kad literatūroje išskiriamos trys pagrindinės verslo vertinimo metodų grupės: naudojimo pajamų vertės, lyginamosios vertės ir atkuriamosios vertės. *Naudojimo pajamų vertės grupės metodai* taikomi, vertinant gamybinės, ūkinės-komercinės paskirties pastatus, statinius ir įrenginius; įmones, planuojant investicijas, įmonių sanavimo, reorganizavimo ir kitais atvejais; kitą turtą, kaip verslo objektą, duodantį pelną, arba tikintis, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės jo vertę rinkoje. *Lyginamosios vertės grupės metodai* taikomi, vertinant gamybinės, ūkinės-komercinės paskirties pastatus, statinius ir įrenginius; Smulkias įmones; Likviduojamas įmones. *Atkuriamosios vertės (kaštų) grupės metodai* taikomi vertinant įvairų turtą; specialiosios paskirties turtą, t.y. ribotos paklausos ar ne rinkai skirtą turtą (sporto objektus, reprezentacinius pastatus, specialius įrenginius ir kt.); vertinamo objekto pagerinimo vertę. Prieita prie išvados, jog visi metodai tiesiogiai arba netiesiogiai naudoja finansinės atskaitomybės dokumentuose esančią informaciją.

3. Teoriniai tyrimai leido sukurti verslo vertinimo metodą, paremtą integruotu vertės indikatoriumi, kurio pagalba vertinama paramos verslui įtaka įmonių vertei. Indikatoriaus apskaičiavimas remiasi aštuonių finansinių rodiklių integravimu. Gautasis integruotas vertės indikatorius atspindi įmonės vertę tam tikrame laikotarpyje, lyginant su kitomis įmonėmis. Suskaičiavus n įmonių integruotą vertės indikatorių prieš paramos gavimą ir tų pačių įmonių n indikatorių po ES paramos gavimo, galima nustatyti ES paramos gavimo įtaką įmonės vertei. Sukurtasis metodas leidžia palyginti neribotą skaičių įmonių ir nebūtinai tik vienodus jų veiklos laikotarpius. Viename integruoto vertės indikatoriaus reikšmių nustatyme gali būti naudojami skirtingo dydžio juridinių formų įmonių, gavusių skirtingas paramos sumas, duomenys.

4. Remiantis teorinėje darbo dalyje pateikta verslo vertinimo metodika bei naudojantis sukurtu verslo vertinimo metodu, paremtu integruotu vertės indikatoriumi, praktinėje dalyje atliktas trijų įmonių tyrimas, kuris leido įvertinti bendrovių vertės pokyčius po suteiktos Europos Sąjungos struktūrinės paramos. Pritaikius naująjį verslo vertinimo metodą, padaryta išvada, kad darbo pradžioje iškelta hipotezė “Europos Sąjungos parama didina verslo vertę“, yra dalinai paneigta, nes iš atliktų įmonių tyrimų matyti, jog, jei gautoji ES parama naudojama neefektyviai, ji gali turėti neigiamą įtaką verslo vertei. Antroji hipotezė “Europos Sąjungos paramos įtaką verslo vertei galima įvertinti taikant verslo vertinimo metodą pagrįstą integruotu vertės indikatoriumi“, yra patvirtinta, nes iš naujojo metodo taikymo verslo vertės pokyčiui nustatyti rezultatų galima daryti pagrįstas išvadas apie gautos ES paramos įtaką verslo vertei, o naujasis integruotas vertės indikatorius atspindi pagrindinius įmonių veiklos aspektus, kurie neišvengiamai įtakojami gautos paramos.

Praktinių tyrimų metu nustatyta, jog integruotas vertės indikatorius ne visada atspindi tikslų vertės kitimą, palyginus su kitomis įmonėmis. Esama prieštaravimų, kurie gali suklaidinti analizės rezultatų gavėją. Integruotas vertės indikatorius sudarytas plataus profilio įmonių vertės pokyčio įvertinimui, tačiau visos įmonės turi savo specifiką ir, atliekant rezultatų vertinimą, būtina pateikti priežastis ar paaiškinimus dėl tam tikros indikatoriaus reikšmės. Palyginimas nepilnavertis, jei tik konstatuojamas faktas, kilo ar krito įmonės vertė, lyginant su kitomis įmonėmis. Būtina žinoti priežastis, įtakojančias indikatoriaus formulės dedamąsias, veiksnius, kurie neįtraukti rodiklių skaičiavime, tačiau turi įtakos reikšmės vertinimui. Jei rodikliai teikia dviprasmišką išvadą apie įmonės vertę, būtina įsigilinti į įmonės finansinės atskaitomybės straipsnius, įmonės veiklos ypatumus, įvairius papildomus rodiklius, palyginimui reikia sugretinti keletą darbo teorinėje dalyje aprašytų metodų, kad išvada apie įmonių vertės pokyčius būtų teisinga ir pagrįsta.

Pasiūlymai

Pritaikius naująjį verslo vertinimo metodą, matyti, jog integruotas vertės indikatorius yra tinkamas instrumentas, norint palyginti keletos įmonių vertės pokyčius po ženklesnės investicijos, tokios, kaip Europos Sąjungos parama. Nepaisant to, pastarasis verslo vertinimo metodas dar gali būti tobulinamas keliomis kryptimis:

Pirma, šį indikatorių galima pritaikyti konkrečios verslo šakos įmonių vertės palyginimui, keičiant indikatoriaus sudedamųjų rodiklių svorius pagal įtaką pasirinktos šakos ypatybėms.

Antra, indikatorių galima plačiai naudoti piniginei įmonės vertei nustatyti, naudojant papildomus daugiklius, t.y. įvedus keletą daugiklių iš finansinės atskaitomybės dokumentų (pvz. Pardavimo savikainą; Grynąjį pinigų srautą iš pagrindinės veiklos ar pan.).

Trečia, naujojo verslo vertinimo metodo panaudojimo efektyvumas galėtų būti dar didesnis, tiriant žymiai didesnę įmonių skaičių, tuomet tarpusavio palyginimas teiktų dar daugiau informacijos apie verslų vertės pokyčius vienas kito atžvilgiu.

SANTRAUKA (anglų kalba)

GALINIS, Adomas. (2009) *EU business Support Impact on Business Value*. MBA Graduation Paper. Kaunas: Kaunas Faculty of Humanities, Vilnius University. 56 p.

SUMMARY

KEY WORDS: [Business evaluation, business evaluation method, business value indicator, indices, comparative financial indices, financial instrument, liquidity, profitability, value assesment, solvency, efficiency, company analysis]

Topicality. Economical enviroment makes a direct affect on the whole country, businesses and every personality within. Proper comprehension, interpretation and application of the surrounding, possibilities, variuos financing sources and funds are essential for operating a successful business. It is more than important to take advantage of EU's funds available for businesses in young economies like Lithiuania. Each fund and investment is believed to take a positive affect to the company and increase the value of it. It is essential to cull from information in quantity only what's most important and be able to evaluate the impact of an investment to an enterprise properly and determine the change of an enterprise value after the investment.

The **object** of this graduation paper is the impact of EU's funds to the value of a business.

Main goals:

1. Analyse and describe main theoretical EU's support for businesses aspects.
2. Describe and analyse main enterprise evaluation methods in use.
3. Come up with new business evaluation method, based on integrated value indicator, which enables one to evaluate EU's support's impact on enerprise value and measure the impact among number of companies.
4. Under favour of the new business evaluation method, evaluate the influence of EU's funding to the value of three enterprises, come up with conclusions and suggestions.

The Results. Main aspects of EU's support for businesses and enterprise evaluation methods are presented and described in the theoretical part. Results and conclusions of the theoretical part and a survey empowered the creation of a new business evaluation method, based on integrated value indicator. The new method was tried out by analysing the financial data of three enterprises and evaluating the change in business value after receiving the support of EU funds. In the end one hypothesis, "European Union financial support increases the value of an enterprise", was partly denied and another, "The impact of European Union's financial support to an enterprise can be evaluated by using business evaluation method, based on integrated value indicator", was confirmed, conclusions and suggestions stated.

Paper consists of 50 pages, 11 tables, 8 pictures, 22 formulas and 2 appendixes; 51 literature source was used.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. ALIŠAUSKAS KĘSTUTIS, KAZLAUSKIENĖ ŽYGINTA. *Investicinių projektų rengimas, valdymas ir vertinimas*. „Šiaulių knygrišykla“ Šiauliai, 2005. 161 p. ISBN 9986-38-572-5
2. APPLIED RESEARCH INSTITUTE FOR PROSPECTIVE TECHNOLOGIES. Interaktyvus [žiūrėta 2008 Balandžio 5 d.]. Prieiga per internetą <<http://ginel.protechnology.lt/finance1.php>>
3. AUŠTREVČIUS, P.; PUPKEVIČIUS, D.; TREIGIENĖ, D. (1992) *Šiuolaikinių ekonomikos terminų enciklopedinis žodynas*. Vilnius: "Lietuvos komersantas".
4. BANNOCK G.; BAXTER, R.; REES, R. (1978) *The Penguin Dictionary of Economics*. London: Penguin Books. ISBN 0-140-5051-6.
5. BERNSTEIN, L. (1999) *Financial Statement Analysis*. 5th ed. Boston: Irwin. 529 p. ISBN-10: 0070945047.
6. BURACAS, Antanas. (2006) *Internetinė finansų ir investicijų informacija*. Vilnius: Mykolo Riomerio universitetas. ISBN 9955-19-041-8.
7. BUŠKEVIČIŪTĖ, Eugenija; MAČERINSKIENĖ Irena. (2005) *Finansų analizė*. Kaunas: Technologija. 380 p. ISBN 9986-13-710-1.
8. CARLEY, MICHAEL & CHRISTIE, IAN, *Managing Sustainable Development*, Earthscan, London, 2000, 322 pages, ISBN: 1-85383-440-8
9. CHARVAT, P. Jason. *Project management methodologies: Selecting, implementing and supporting methodologies and processes for projects*. John Willey & Sons Inc. USA, 2003, 264 pages. ISBN 0-471-22178-3
10. CLEMENTS P. JAMES, GIDO JACK. *Effective project management*. Thomson South Western, Canada, 2006, 462 p. ISBN 0-324-63852-3
11. LIETUVIŲ KALBOS INSTITUTAS. *Dabartinės Lietuvių kalbos žodynas* (1993). Vilnius: Mokslo ir enciklopedijų leidykla.
12. DAVID W. PEARCE AND GILES D. ATKINSON, Capital theory and the measurement of sustainable development: an indicator of “weak” sustainability. *Ecological Economics*, 8 (1993) 103- 108 Elsevier Science Publishers B.V., Amsterdam (Received 8 April 1992; accepted 8 January 1993)
13. DZIKEVIČIUS, Audrius. (2000) *Finansiniai koeficientai ir jų analizė*. [interaktyvus]. Vilnius. [žiūrėta 2007 m. lapkričio 19 d.]. Prieiga per internetą: <<http://finansai.tripod.com/koeficientai.htm>>.
14. ES STRUKTŪRINIAI FONDALAI: Parama verslui VšĮ “Nacionalinė regionų plėtros agentūra”. Interaktyvus [žiūrėta 2007 lapkričio 22 d.]. Prieiga per internetą <www.nrda.lt>
15. EUROPOS SĄJUNGOS STATISTIKOS DUOMENŲ BAZĖ. Interaktyvus [žiūrėta 2009 Sausio 5 d.]. Prieiga per internetą <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>>

16. EUROPOS SAJUNGOS ŽINIOS. *Darnus vystymasis – ateities strategija* (2006). Interaktyvus [žiūrėta 2007 lapkričio 15 d.]. Prieiga per internetą <www.ldb.lt/ldb_use/pub_docs/EuropoSajungosZinios200603.doc>
17. GAIDIENĖ, Zina. (1998) *Finansų valdymas*. Vilnius: Pasaulio lietuvių kultūros, mokslo ir švietimo centro leidykla. 125 p.
18. GIBSON, Ch. H. (1992) *Financial statement analysis. Using Financial Accounting Information*. 5th ed. South - Western Publishing Co. ISBN 0-314-87735-5.
19. GRIGARAVIČIUS, Saulius. (2003) *Įmonių nemokumo diagnostika ir jų pertvarkymo sprendimai*. Kaunas: Vytauto Didžiojo universiteto leidykla. 126 p. ISBN 9955-530-79-0.
20. Interaktyvus [žiūrėta 2009 Sausio 5 d.]. Prieiga per internetą <<http://www.esparama.lt/2007-2013/lt/>>
21. INVESTOPEDIA. [interaktyvus]. [žiūrėta 2008 m. lapkričio 19 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestment.asp>>
22. KABAŠINSKAS, Juozas; TOKATIENĖ, Irena. (1997) *Auditas*. Vilnius: „Amžius“ ISBN 9986-430-24-2.
23. KALČINSKAITĖ, Rūta. (2006) *Kiek verta akcija?* [interaktyvus]. Teisės ir verslo centras. [žiūrėta 2006 m. lapkričio 25 d.]. Prieiga per internetą: <www.teisescentras.lt/readarticle.php?article_id=88>
24. KANCEREVYČIUS, Gitanas. (2004) *Finansai ir investicijos*. Kaunas: Smaltijos leidykla. 880 psl. ISBN 9955-551-40-2.
25. KTU finansų katedra. (1997) *Įmonės finansų valdymas. Mokomoji knyga*. Kaunas: „Technologija“. ISBN 9986-13-547-8.
26. KVEDARAITĖ V. (1995) *Firmų finansinių rodiklių palyginamoji analizė*. Vilnius: Lietuvos informacijos institutas.
27. LARSON, D Kermit. (1989) *Financial accounting*. Homewood, IL: Irwin. ISBN 0256067813.
28. LENKTYŠ, Vaidotas. (2006) *Apyvartinio kapitalo valdymas*. [interaktyvus]. UAB Verslo konsultacijų spektras [žiūrėta 2006 m. lapkričio 19 d.]. Prieiga per internetą: <<http://verslas.banga.lt/lt/patark.full/3ee8464e728a1?vbanga2=13f5e729ada9f38533fc5806c2d6a81b>>
29. LIETUVOS EKONOMINĖS PLĖTROS AGENTŪRA (LEPA), Verslo pardavimas ir įsigijimas. Metodinis vadovas. 2006
30. LIETUVOS RESPUBLIKOS SEIMAS, LR *Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas*, 1999 Vilnius. Interaktyvus [žiūrėta 2008 gegužės 25 d.]. Prieiga per internetą <http://www3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.showdoc_l?p_id=209969>

31. LIETUVOS RESPUBLIKOS SEIMO REZOLIUCIJA „Dėl Lietuvos Respublikos užsienio politikos krypčių Lietuvai tapus visateise NATO nare ir Europos Sąjungos nare“ (Žin., 2004, Nr. 75-2572). Interaktyvus [žiūrėta 2008 Sausio 5 d.]. Prieiga per internetą <http://www3.lrs.lt/pls/inter2/dokpaieska.showdoc_l?p_id=232592&p_query=&p_tr2=>
32. LISABONOS STRATEGIJOS ĮGYVENDINIMO KLAUSIMAI. Interaktyvus [žiūrėta 2008 Sausio 5 d.]. Prieiga per internetą <<http://www.ukmin.lt/lt/strategija/lisabona.php>>
33. MACKEVIČIUS, Jonas. (2005) *Įmonių veiklos analizė. Informacijos rinkimas, sisteminimas ir vertinimas*. Vilnius: Vilniaus spauda. 476 p. ISBN 9955-680-13-X.
34. MACKEVIČIUS, Jonas. (2006) *Apskaitos, audito ir mokesčių aktualijos*. Nr. 11 (395). 22p.
35. MACKEVIČIUS, Jonas. (2006) *Finansinių santykių rodiklių skaičiavimas ir grupavimas*. Ekonomika. Nr. 75. ISSN 1392–1258.
36. MACKEVIČIUS, Jonas; POŠKAITĖ, Dalia. (1998) *Finansų analizė*. Vilnius: Katalikų pasaulis. 632 p. ISBN 9986-04-082-5.
37. NACIONALINĖ DARNAUS VYSTYMO SI STRATEGIJA. Interaktyvus [žiūrėta 2008 Sausio 5 d.]. Prieiga per internetą <www3.lrs.lt/cgi-bin/preps2?Condition1=217644&Condition2=%20>
38. NAKROŠIS VITALIS. *Europos sąjungos regioninė politika ir struktūrinių fondų valdymas*. Eugrimas, Vilnius, 2003. 132 p. ISBN 9955-501-53-7
39. NAUSĖDA, Gitanas. (2006) *Ar padės struktūriniai fondai Lietuvai pasivyti Europos Sąjungos senbuves?* Interaktyvus [žiūrėta 2009 sausio 11 d.] Prieiga per internetą <archyvas.lrp.lt/files/20060404/G.Nausedos-pranesimas.doc>
40. NEVERAUSKAS BRONIUS, STANKEVIČIUS VYTAUTAS, VILIŪNAS VAIDOTAS, ČERNIŪTĖ IEVA. *Technologija*, Kaunas, 2004. 192 p.
41. OGIER TIM, RUGMAN JOHN, SPICER LUCINDA. *The real cost of capital: a business field guide to better financial decisions*. Bell & Barn Ltd., Glasgow, 2004. 283 pages. ISBN 0-273-68874-X
42. PARTNERSHIPS FOR CHANGE [partnerystė pasikeitimams]. Interaktyvus [žiūrėta 2008 Balandžio 5 d.]. Prieiga per internetą <<http://www.partnershipsforchange.com/index.html>>
43. POLITINIŲ PARTIJŲ SUSITARIMAS „Dėl pagrindinių valstybės užsienio politikos tikslų ir uždavinių 2004-2008 metais“ (2004 m. spalio 4 d.). Interaktyvus [žiūrėta 2008 Sausio 5 d.]. Prieiga per internetą <http://www.urm.lt/popup2.php?item_id=158>
44. SAKSONOVA, Svetlana. (2006) *The analysis of company's capital and evaluation of factors, which influence creation of the optimal capital structure*. Journal of Business Economics and Management. 2006 vol.VII, No. 3. p. 147 – 153. ISSN 1611 – 1699.

45. STRAUB, Detmar; ANG, Soon. (1998) *Production and Transaction Economies and IS Outsourcing: A Study of the U.S. Banking Industry*. MIS Quarterly, Vol. 22 Issue 4. ISSN: 0276-7783.
46. UAB „Verslo žinios“. (2005) *Finansų valdymas*. UAB „Biznio mašinų kompanija“. ISBN 9955-460-18-0.
47. UNESCO. *UNESCO ataskaita apie Jungtinių Tautų Darnaus vystimosi švietimo dešimtmečio (2005-2014) programos įgyvendinimo pažangą*. Interaktyvus [žiūrėta 2007 lapkričio 15 d.] Prieiga per internetą <<http://www.unesco.lt/svietimas/darnvystsviet/>>
48. WATTS, John. (1996) *Accounting in the business environment*. 2nd ed. Pitman publishing. ISBN 0-273-61560-2.
49. WHITE, Gerald I.; FRIED, Dov; SONDHI, Ashwinpaul C.; AIELLO, Eugene. (1994) *The Analysis and Use of Financial Statements*. Wiley, John & Sons. 1198 p. ISBN 0-471-59972-7.
50. WILLIAMSON, R. W. (1984) *Evidence on the Selective Reporting of Financial Ratios*. The Accounting Review. American Accounting Association. P. 296 -299. ISSN: 00014826.
51. ŽAPTORIUS, Jonas, Įmonės vertė: vertinimo koncepcija ir finansavimo politikos įtaka. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*. 2006. 1 (6), 190–197. ISSN 1648-9098

1 PRIEDAS Formulų sąrašas

(1) Laisvieji piniginiai srautai.....	21
(2) Svertinis kapitalo (nuosavo ir skolinto) kaštų vidurkis (WACC).....	22
(3) Tęstinė pinigų srautų vertė (CV).....	22
(4) Piniginių srautų dabartinė vertė (DCF).....	22
(5) Įmonės vertė.....	23
(6) Investicijų pelningumas.....	23
(7) Nuosavybės pelningumas.....	24
(8) Įmonės vertė 2.....	26
(9) Įmonės vertė 3.....	26
(10) Investicijų pelningumas 2.....	29
(11) Nuosavybės pelningumas 2.....	30
(12) Grynas pelningumas.....	30
(13) Skubaus padengimo koeficientas.....	31
(14) Pastovaus mokumo koeficientas.....	31
(15) Skolų ir turto santykis.....	31
(16) Pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficientas.....	32
(17) EBITDA.....	32
(18) Pradinė integruoto vertės indikatorius formulė.....	33
(19) N i -tųjų įmonių j -tųjų rodiklių ir vidurkio Z_j santykis.....	34
(20) N tiriamų įmonių rodiklių a_{ij} reikšmių vidurkis.....	34
(21) Integruotas vertės indikatorius.....	35
(22) Minimalus atrankos dydis.....	36

2 PRIEDAS Anketa

Anketavimą atlieka Vilniaus universiteto, Kauno humanitarinio fakulteto, verslo, ekonomikos ir vadybos katedros II-o kurso studentas Adomas Galinis. Anketavimo tikslas – nustatyti rodiklių, kurie bus naudojami įmonės vertės nustatymo formulėje, svarbą (svorį indikatoriuje). Surinkti duomenys bus naudojami magistriniame darbe „ES Paramos verslui įtakos įmonės vertei tyrimas“.

Prašome peržvelgti pateiktus finansinius rodiklius ir jų apskaičiavimo formules bei sudėlioti nuo, Jūsų nuomone, įmonės vertės nustatyme svarbiausio (8) iki mažiausiai svarbaus (1) rodiklio, priskirdami jiems balus nuo 8 iki 1.

Anketa konfidenciali – pasirašyti nereikia. Iš anksto dėkoju už atsakymus.

Kontaktinis asmuo: Adomas Galinis,
El.p. adomas@apractus.lt

A.	Investicijų pelningumas	_____
B.	Nuosavybės pelningumas	_____
C.	Grynasis pelningumas	_____
D.	Pastovaus mokumo koeficientas	_____
E.	Skubaus padengimo koeficientas	_____
F.	Pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficientas	_____
G.	Skolų ir turto santykis	_____
H.	EBITDA	_____

Rodiklių apskaičiavimo formulės:

$$\text{Investicijų pelningumas} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Visas turtas} - \text{per vienus metus gautinos sumos}}$$

$$\text{Nuosavybės pelningumas} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas (ar vidutinis nuosavas kapitalas)}}$$

$$\text{Grynasis pelningumas} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pardavimai}}$$

$$\text{Skubaus padengimo koeficientas} = \frac{\text{Trumpalaikis turtas} - \text{atsargos}}{\text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}}$$

$$\text{Pastovaus mokumo koeficientas} = \frac{\text{Nuosavas kapitalas}}{\text{Mokėtinos sumos ir įsipareigojimai}}$$

$$\text{Skolų ir turto santykis} = \frac{\text{Mokėkėti sumos ir įsipareigojimai}}{\text{Visas turtas}}$$

$$\text{Pinigų srauto iš pagrindinės veiklos koeficientas} = \frac{\text{Pinigų srautas iš pagrindinės veiklos}}{\text{Trumpalaikiai įsipareigojimai}}$$

$$\text{EBITDA} = \text{Veiklos pelnas} + \text{nusidėvėjimo sąnaudos} + \text{amortizacijos sąnaudos}$$
