**MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS**

**EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS**

**BANKININKYSTĖS IR INVESTICIJŲ KATEDRA**

**ŽIVILĖ SAVICKAITĖ**

# ĮMONĖS NEMATERIALAUS TURTO ĮTAKOS VERSLO VERTEI NUSTATYMAS

**Magistro baigiamasis darbas**

**Vadovė**

**Prof. dr. I. Mačerinskienė**

**VILNIUS, 2011**

**MYKOLO ROMERIO UNIVERSITETAS**

**EKONOMIKOS IR FINANSŲ VALDYMO FAKULTETAS**

**BANKININKYSTĖS IR INVESTICIJŲ KATEDRA**

# ĮMONĖS NEMATERIALAUS TURTO ĮTAKOS VERSLO VERTEI NUSTATYMAS

**Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas**

**Studijų programa 61N30005**

**Recenzentas**

**Vadovė**
**Prof. dr. I. Mačerinskienė**
**2011 12**

**Atliko**
**FVmns0-02 gr. stud.**
**Ž. Savickaitė**
**2011 12**

**VILNIUS, 2011**

# TURINYS

**ĮVADAS** ..... **6**

**1. NEMATERIALAUS TURTO TEORIJA** ..... **9**

1.1. NEMATERIALAUS TURTO SAMPRATA ..... 9

1.1.1. NEMATERIALAUS TURTO SĄVOKA ..... 9

1.1.2. NEMATERIALAUS TURTO POŽYMIAI ..... 15

1.1.3. EKONOMINIS REIŠKINYS, NEIDENTIFIKUOJAMAS KAIP NEMATERIALUS TURTAS ..... 17

1.2. NEMATERIALAUS TURTO STRUKTŪRA ..... 18

**2. VERSLO VERTĖS TEORIJA** ..... **21**

2.1. VERSLO VERTĖS SAMPRATA ..... 21

2.1.1. VERSLO IR VERSLO VERTĖS SĄVOKA ..... 21

2.1.2. VERSLO VERTĖS VEIKSNIAI ..... 22

2.1.3. VERTĖ IR VERSLO GYVAVIMO CIKLAS ..... 24

2.2. VERSLO VERTĖ IR KAINA ..... 27

2.3. NEMATERIALAUS TURTO IR VERSLO VERTĖS RYŠYS ..... 28

**3. VERSLO VERTINIMO METODOLOGIJA** ..... **30**

3.1. PAGRINDINIAI VERSLO VERTINIMO ASPEKTAI ..... 30

3.2. VERSLO VERTINIMO METODAI ..... 32

3.2.1. DISKONTUOTŲ PINIGŲ SRAUTŲ (DCF) METODAS ..... 33

3.2.2. PALYGINAMOSIOS VERTĖS (ARBA DAUGIKLIŲ) METODAS ..... 39

3.3. VERSLO VERTINIMAS, ATSIŽVELGIANT Į NEMATERIALŲJĮ ĮMONĖS TURTĄ ..... 41

**4. NEMATERIALUS TURTO ĮTAKOS FARMACIJOS ĮMONĖS VERTEI NUSTATYMAS** ..... **46**

4.1. VERSLO ĮSIGIJIMŲ IR PARDAVIMŲ SANDORIŲ RINKOS ANALIZĖ ..... 46

4.2. ĮMONĖS X NEMATERIALAUS TURTO ĮTAKOS JOS VERTEI VERTINIMAS ..... 48

4.3. VERSLO VERTINIMAS, ATSIŽVELGIANT Į NEMATERIALŲJĮ TURTĄ ..... 52

**IŠVADOS** ..... **56**

**PASIŪLYMAI** ..... **58**

# LENTELIŲ SĄRAŠAS

*LENTELĖ NR. 1.* NEMATERIALAUS TURTO APIBRĖŽIMAI ..... 12
*LENTELĖ NR. 2.* VERSLO VERTINIMO INFORMACIJA ..... 31
*LENTELĖ NR. 3.* VERTINIMO METODŲ GRUPĖS ..... 32
*LENTELĖ NR. 4.* FARMACIJOS ĮMONĖS TYRIMŲ IR PLĖTROS IŠLAIDŲ KAPITALIZACIJA 2010 M. ..... 49
*LENTELĖ NR. 5.* FARMACIJOS ĮMONĖS TYRIMŲ IR PLĖTROS IŠLAIDŲ KAPITALIZACIJA 2009 M. ..... 49
*LENTELĖ NR. 6.* FARMACIJOS ĮMONĖS VEIKLOS REZULTATAI PO KOREKCIJŲ ..... 49
*LENTELĖ NR. 7.* FARMACIJOS ĮMONĖS RODIKLIAI ..... 50
*LENTELĖ NR. 8.* FARMACIJOS ĮMONĖS AKCIJŲ VERTĖ ..... 51

# PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

*Pav. Nr. 1.* Nematerialaus turto struktūra ..... 19
*Pav. Nr. 2.* Verslo vertės komponentai ..... 23
*Pav. Nr. 3.* Verslo gyvavimo ciklas ..... 25
*Pav. Nr. 4.* Verslo vertė ir kaina ..... 27
*Pav. Nr. 5.* Įmonės/verslo vertė ..... 28
*Pav. Nr. 6.* Verslo vertinimo atvejai ..... 30
*Pav. Nr. 7.* Pinigų srautų apskaičiavimas ..... 34
*Pav. Nr. 8.* Laisvų pinigų srautų įmonei (FCFF) diskontavimo metodas ..... 34
*Pav. Nr. 9.* Vidutinės svertinės kapitalo sąnaudos ..... 37
*Pav. Nr. 10.* Vertės nuolaidos ir priedai ..... 38
*Pav. Nr. 11.* Verslo įsigijimo/pardavimo sandoriai pagal pramonės sritis ..... 46
*Pav. Nr. 12.* Verslo įsigijimo/pardavimo sandorių tipas ..... 47
*Pav. Nr. 13.* Verslo įsigijimo/pardavimo sandorių vertė (mln. EUR) ..... 47
*Pav. Nr. 14.* Farmacijos įmonės vertinimas ..... 51
*Pav. Nr. 15.* Nematerialiai intensyvaus verslo vertinimo procesas ..... 53

# ĮVADAS

## Tyrimo aktualumas

Dabartinėmis sąlygomis ekonomikos pagrindą sudaro ir veiklos efektyvumą lemia ne materialūs ištekliai, o nematerialus turtas, sąlygojantis inovacijų ir technologijų kūrimą ir plėtrą, verslo procesų tobulinimą, efektyvumo didinimą bei suteikiantis įmonei konkurencinį pranašumą rinkoje. Nematerialusis turtas kuria vertę visoms pagrindinėms įmonės interesų grupėms: įmonės akcininkams ir investuotojams, bendrovės darbuotojams, klientams, tiekėjams, partneriams ir kitiems. Naujos pakopos, t.y. nematerialiais ištekliais paremta, ekonomika lemia naujus vertės kūrimo būdus bei naujas ekonominės veiklos organizacijų formas, kurioms yra būtina naujų tipų ir kokybės informacija, nes nematerialaus turto neįvertinimas arba netinkamas, klaidingas jo vertinimas sukuria įmonėms ne tik didelius kaštus bet ir reiškia pozicijų rinkoje bei konkurencingumo praradimą.

Nematerialus turtas ir jo vertinimas yra gana plačiai nagrinėjami užsienio mokslininkų jau maždaug nuo dešimto dešimtmečio, jų pasiūlyti vertinimo modeliai tam tikru lygiu pritaikyti verslo įmonėse, yra įmonių, teikiančių nematerialaus turto vetinimo modelių sudarymo bei pritaikymo paslaugas. Tačiau, nors ir esama pakankamai daug mokslinių tyrimų nematerialaus turto tematika, Lietuvoje jo svarba nėra tinkamai suvokiama ir jam nėra suteikiamas pakankamas reikšmingumas. Čia tai yra gana nauja mokslinių tyrimų kryptis. Verslo srityje nematerialus turtas yra dažniausiai pripažįstamas bei vertinamas tik pagal verslo apskaitos standartų reikalavimus, kas sudaro tik labai mažą viso nematerialaus turto dalį. Vertinimas taip pat dažniausiai neatspindi tikrosios šio turto vertės, kadangi atliekamas kaštų metodu. Likęs turtas yra nepripažįstamas ir nevertinamas, o jeigu ir vertinamas, tai daroma nenuosekliai, fragmentiškai, neturint bendros vertinimo schemos. Tokia situacija neleidžia įmonėms visapusiškai išnaudoti turimo potencialo, nes be tinkamo vertinimo nėra atskleidžiami ir suvokiami vertės šaltiniai, jos kūrimo procesas.

Nematerialaus turto vertinimo problematika atsispindi ir verslo vertinimo procesuose. Kad nematerialaus turto aspektas verslo vertinimui yra itin aktualus rodo verslo įsigijimų ir pardavimų sandorių rinkos tendencijos. Pasaulio įsigijimų ir susijungimų rinkoje, kurioje vien šių metų I – III ketv. įvyko 9019 sandorių, vis didesnę dalį užima „nematerialiai intensyvios“ įmonės, t.y. įmonės, kurių veiklos pagrindą sudaro nematerialusis turtas. Verslo vertinimas reikalingas ne tik įmonių įsigijimo ar pardavimo atveju, jis taip pat leidžia išanalizuoti esamą verslo situaciją, identifikuoti pokyčius, juos stebėti bei priimti atitinkamus koreguojamuosius bei valdymo sprendimus, taigi yra svarbus tiek išoriniams (investuotojams, konkurentams, klientams, kt.), tiek vidiniams (vadovybei,

darbuotojams, kt.) informacijos vartotojams. Tačiau įprasti vertinimo metodai nėra pajėgūs tinkamai ir patikimai nustatyti nematerialiu turtu pagrįsto verslo vertės dėl šio turto specifikos. Todėl verslo vertinimo proceso koregavimas, paverčiant jį kompleksiniu ir įtraukiant į jį nematerialaus turto vertinimo metodus yra kritinis procesas, leidžiantis ne tik prisitaikyti prie rinkos pokyčių, nustatyti tikslesnę įmonių vertę, bet ir sąlygojantis didesnį verslo valdymo efektyvumą ir kokybę, nuo kurių priklauso investiciniai sprendimai, įmonių veiklos rezultatai ir jų pozicijos rinkoje.

**Tyrimo problema:** kokią įtaką nematerialus turtas turi verslo vertei?

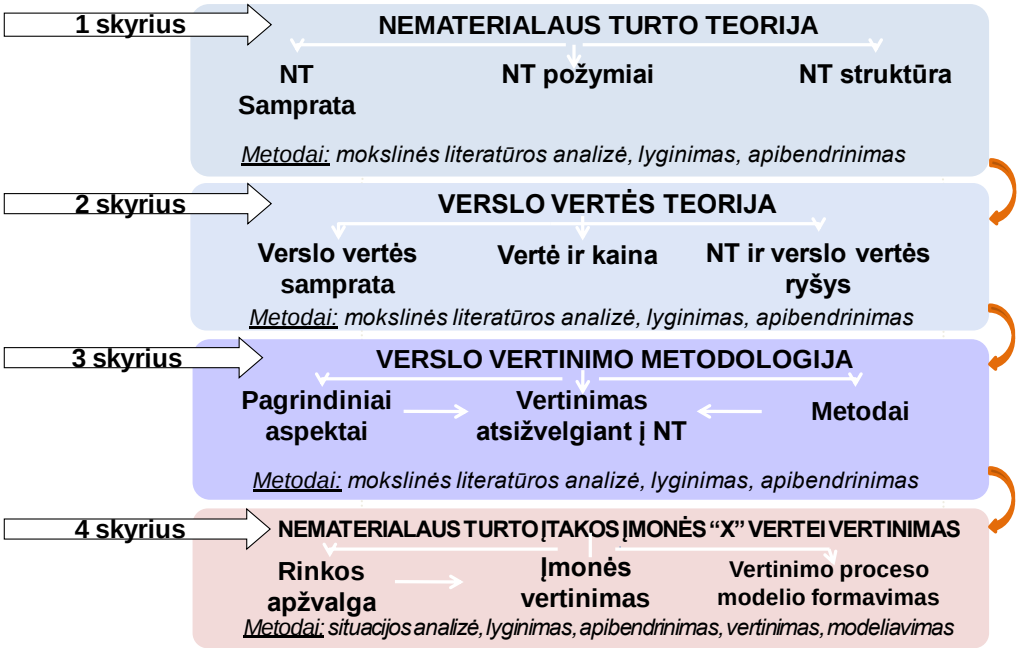
**Tyrimo objektas:** Farmacijos įmonės verslo vertinimas.

**Tyrimo tikslas:** išanalizavus verslo vertinimo metodologijas, parengti verslo vertinimo modelį apjungiant klasikinius ir nematerialaus turto vertinimo metodus ir patikrinti praktikoje.

**Tyrimo uždaviniai.**

1. Pateikti nematerialaus turto teoriją;
2. Pateikti verslo vertės teoriją;
3. Parengti verslo vertinimo metodologiją;
4. Išnagrinėti nematerialaus turto įtaką verslo vertinimui farmacijos įmonės atveju ir pasiūlyti verslo vertinimo modelį atsižvelgiant į nematerialųjį turtą.

**Tyrimo metodika.** Moksliniame darbe naudota mokslinės literatūros analizė; situacijos analizė; lyginimo, apibendrinimo, vertinimo ir modeliavimo metodai; įmonės vertinimas.



**Darbo struktūra.**

Magistro baigiamasis darbas yra sudarytas iš įvado, 4 skyrių, priedų. Pirmame skyriuje yra pateikta ir susisteminta nematerialaus turto samprata, palygintas Lietuvos ir užsienio mokslininkų pažiūris į nematerialųjį turtą. Taip pat pateiktas jo klasifikavimas, struktūra, požymiai. Antras skyrius apima verslo vertės teoriją. Jame aptarta verslo vertės samprata, vertės ir kainos santykis, vertės veiksnai bei išnagrinėtas nematerialaus turto ryšys su verslo verte. Trečiame skyriuje pateikta verslo moteodoligija: pagrindiniai verslo vertinimo aspektai, metodai, verslo vertinimo, atsižvelgiant į nematerialųjį turtą koncepcija, kuri yra tolesnės tyrimo metodikos pagrindimas. Ketvirtame skyriuje yra atlikta verslo įsigijimo (pardavimo) sandorių rinkos apžvalga, išanalizuota farmacijos įmonė, atliktas jos vertinimas, identifikuota nematerilaus turto įtaka vertinimui. Šiame skyriuje pateiktas verslo vertinimo proceso, atsižvelgiant į nematerialsu turto specifiką modelis. Darbo pabaigoje yra padarytos išvados ir pateikti pasiūlymai. Darbas yra naudingas tolesniems moksliniams tyrimams tęsti.

Magistro baigiamojo darbo tyrimo įžvalgos yra publikuotos moksliniame straipsnyje Mačerinskienė, Irena, (aut.) Savickaitė, Živilė, (aut.) Intangible assets' measurement model. // IX international scientific conference "Management and engineering' 11": conference proceedings. Vol. 2, Science days TU-Sofia, June 19-22, 2011 Sozopol, Bulgaria / Techical university - Sofia, Scientifical and technical union of mechanical engineering, National scientific and technical society. -(Scientific proceedings). [Sofia : Technical university]. ISSN 1313-7123. Year 19. iss. 2 (122) June, 2011, p. 929-946.

# 1. NEMATERIALAUS TURTO TEORIJA

## 1.1. NEMATERIALAUS TURTO KONCEPCIJA

### 1.1.1. Nematerialaus turto sąvoka

Nematerialus turtas, priešingai nei materialus, kaip turto kategorija iki šiol nėra apibrėžiama standartiškai. Kadangi ši sąvoka yra daugiaprasmė ir itin priklausoma nuo analitinio požiūrio ir kriterijų, kuriais remiantis nematerialus turtas yra suprantamas, iki šiol nėra vieno konkretaus apibrėžimo, kuriuo būtų galima vadovautis. Nematerialus turtas dažnai vadinamas tiesiog nematoma buhalterinio balanso dalimi, žiniomis, nematerialiųjų aktyvų mobilizacija organizacijoje, žmogiškosiomis vertybėmis ir panašiai. Nematerialus turtas, žinių turtas, intelektinis kapitalas, nematerialūs ištekliai, nematomi ištekliai - šiais ir kitais išvardintais sinonimais yra įvardijami vieną ir tą pačią reikšmę turintys, vertę organizacijoms kuriantys, tačiau tradicinėse finansinėse ataskaitose dažniausiai neapskaityti nematerialieji ištekliai (J. Palumickaitė, K. Matuzevičiūtė, 2007).

Šiuolaikinėje, mokslininkų dar vadinamojoje „naujojoje“, ekonomikoje įmonės vertę vis labiau lemia ne materialūs jos turimi ištekliai, o būtent nematerialusis turtas, t.y. žinios, žmogaus gabumai, klientų aptarnavimo kokybė, prekių ženklų pripažinimas, ryšiai, darbuotojų patirtis ir kompetencija bei kita. Tuo tarpu tradicinė apskaita kuo toliau, tuo mažiau atspindi ir paaiškina tikrąją verslo vertę ir jos atsiradimo bei didinimo šaltinius. Taip nutinka todėl, kad tradicinė apskaita nesugeba išmatuoti investicijų dydžio į nematerialųjį turtą. Įmonės dabar investuoja į nematerialųjį turtą (pavyzdžiui į darbuotojų mokymus, įvairius rinkos tyrimų darbus ir panašiai) tiek pat daug, o kartais net ir daugiau negu į materialųjį turtą (nekilnojamą turtą, įrenginius ir panašiai) būtent dėl pranašumo veikloje ir rinkose, kuris atsiranda dėl nematerialaus turto ekonominės veiklos potencialo – tokiems ištekliams negalioja ribotumo, retumo principai, galiojantys materialiems ištekliams (J. Karalevičienė, K. Matuzevičiūtė, 2008). Svarbu yra tai, kad kompanijos privalo žaibiškai reaguoti į pasikeitimus rinkose ir diegti naujoves tam, kad išliktų konkurencingos. Atsižvelgiant į tai, kaip greitai ir stipriai viskas keičiasi, įmonėms tiesiog būtinos didesnės investicijos į darbuotojus, mokymą, tyrimus, komunikaciją, programinę įrangą, klientų aptarnavimo kokybę ir t.t., t.y. turtą, kurį sunku atkartoti. Tačiau tokios investicijų formos šiandieninėje apskaitoje nelaikomos turtu, o o yra įtraukiamos į atitinkamo laikotarpio einamąsias sąnaudas, kai turėtų būūti priskiriamos kapitalo investicijoms, todėl yra klaidingai pateikiamos balanse, kurio informacija ir naudojama įmonės finansinei būklei ir vertei nustatyti (A. Damodaran, 2009).

Dėl nematerialaus turto sąvokos daugialypiškumo, sudėtinga ir daugiaprasmė yra ir visa jo koncepcija, kurią sudaro daugybė skirtingų vertinimų ir požiūrių. Įvairių Lietuvos ir užsienio mokslininkų požiūris į nematerialaus turto sąvoką pateiktas 1 lentelėje.

Apibrėžimai, pateikti 1 lentelėje, akcentuoja gan skirtingus požiūrio į nematerialųjį turtą kriterijus. Su apskaita susijusios sąvokos, pavyzdžiui, Lietuvos Respublikos 13-tasis Verslo apskaitos standarto (VAS) pateikiamas apibrėžimas, akcentuoja turto nematerialumą, jo nefizinę formą ir būsimą ekonominę naudą įmonei, kuri gali būti tiek tiesioginė, tiek netiesioginė. 38-ajame Tarptautiniame apskaitos standarte (TAS) pateikiamas panašus, tačiau kiek siauresnis šio turto apibrėžimas: "Nematerialusis turtas – identifikuojamas nepiniginis turtas, neturintis fizinio pavidalo." Šiuo atveju pagrindinis aspektas yra nemateriali turto būsena. Finansinės apskaitos standartų taryba [angl. Financial Accounting Standards Board (FASB)] taip pat pabrėžia nematerialumo ir ekonominės naudos kriterijus, tačiau jos siūlomas apibrėžimas yra kiek platesnis ir į sąvoką įtraukia ir praeities įvykius, sąlygojančius turto atsiradimą, kuriuos galima išmatuoti.

Užsienio mokslininkai taip pat yra linkę koncentruotis ties nematerialaus turto teikiama būsima ekonomine nauda (Bouteiller (2002), B. Lev (2003), D. Volkov, T. Garanina (2007)). Visuose pateiktuose apibrėžimuose įvardijama nefizinė tokio turto prigimtis, tačiau ir vėl galime aiškiai matyti išsiskiriančius sampratos aspektus: Bouteiller (2002) nematerialaus turto sąvoką pateikia kaip trijų elementų – praeities įvykių, nematerialumo, ekonominės naudos, - visumą, kuri yra ir teisiškai apsaugota; tuo tarpu B. Lev (2003) akcentuoja elementus, kurių yra kuriamas nematerialus turtas kaip vertės šaltinis ateityje, t.y. inovacijos (atradimai), unikalios organizacinės struktūros arba žmogiškųjų išteklių panaudojimas. D. Volkov ir T. Garanina (2007) teigia, jog turtas, neturintis fizinės formos ir teikiantis ekonominę naudą, turi būti priklausantis įmonei ar jos kontroliuojamas, kas vėl rodo kiek besiskirianti požiūrį, naudojamą nematerialaus turto analizei.

Gana siaurus nematerialaus turto apibrėžimus pateikia kiti užsienio mokslininkai - P. A. Kostagiolas, S. Asonitis (2009) ir K. K. Choong (2008), kurie išskiria tik nematerialią tokio turto prigimtį, nepaminėdami kitų išskirtinių jo savybių. K. K. Choong (2008) savo apibrėžime nematerialųjį turtą įvardija kaip nepiniginę vertę. Tuo tarpu Daum (2002), atvirkščiai, nurodo, jog nematerialus turtas yra apibrėžiamas per tam tikrų savybių rinkinį, kurios gali suteikti ekonominę naudą. Jo pateikiamoje sampratoje akcentuojamas greitas ekonominės naudos pasiekimas bei minimos nematerialaus turto sudedamosios dalys. Bontis et. al. (1999), Hall (1992) ir D. Zeghal bei A. Maaloul (2010) nematerialaus turto sąvokai suformuluoti naudoja vertės kūrimo proceso įmonėje sampratą. Bontis et. al. (1999) teigia, jog nematerialus turtas – tai nematerialių išteklių ir jų srautų rinkinys. Šiuo atveju yra pabrėžiama viena pagrindinių nematerialaus turto savybių – gebėjimas

generuoti pridėtinę vertę. Svarbu ir tai, kad apibrėžime atspindimas ir vienas vertės kūrimo būdų – išteklių srautai įmonėje. Pagal Hall (1992) vertės šaltiniai, kurie transformuoja produktyvius šaltinius į pridėtinę vertę, įvardijami būtent kaip nematerialusis turtas. Čia taip pat svarbiausias elementas yra pridėtinės vertės kūrimas, kuris vyksta efektyviai panaudojant („transformuojant“) nematerialųjį turtą, kurį turi įmonė. Panaši ir D. Zeghal bei A. Maaloul (2010) naudojama sąvoka, nes mokslininkai taip pat akcentuoja pridėtinės vertės kūrimo procesą, tačiau nematerialųjį turtą įvardija kaip visų žinių sumą įmonėje.

Dar vienas užsienio mokslininkas A. Green (2007) savo studijoje nematerialųjį turtą, kaip ir dauguma kitų mokslininkų, įvardija kaip turtą, generuojantį tam tikrą išmatuojamą ekonominę naudą. Ši nauda vėliau yra patikslinama – įmonės pajamų padidėjimas ir (arba) kaštų sumažėjimas. Tačiau A. Green (2007) apibrėžime yra pateikiama kiek kitokia vertės kūrimo samprata. Mokslininkas nurodo, jog nematerialusis turtas padidina kito turto, su kuriuo yra siejamas, vertę. Taigi nematerialaus turtas šiuo atveju yra vertės generavimo šaltinis.

T. Karp (2003) pateikia gana plačią nematerialaus turto sampratą. Šį turtą mokslininkas įvardija kaip ekonominį fenomeną. Tai visko, ką visi įmonėje žino, suma, arba tai, kas suteikia įmonei konkurencinį pranašumą ir naudojama kurti gerovei. T. Karp (2003) pabrėžia nematerialumą kaip išskirtinę nematerialaus turto savybę. Tačiau savo darbe mokslininkas nematerialaus turto sąvoka vartoja sinonimiškai su intelektinio kapitalo, intelektinio turto, žmogiškojo, žinių kapitalo sąvokomis, kas nėra visiškai tikslu, kadangi nematerialaus turto sąvoka ir samprata yra platesnė nei intelektinio kapitalo, o intelektinis turtas bei žmogiškasis ir žinių kapitalas yra nematerialaus turto sudedamosios dalys.

Didesnius skirtumus matome Lietuvos mokslininkų pateikiamuose nematerialaus turto apibrėžimuose, kurie yra siauresni nei anksčiau minėti. Visuose jų darbuose intelektinio kapitalo terminas vartojamas sinonimiškai nematerialaus turto sąvokai, kas iš esmės, kaip minėjau anksčiau, susiaurina jos apimtį. J. Palumickaitė, K. Matuzevičiūtė (2007) ir J. Karalevičienė, K. Matuzevičiūtė (2008) savo mokslo darbuose akcentuoja tokio kapitalo nematerialumo kriterijų bei įvardija jį kaip išskirtinį ekonominės veiklos potencialą, kuris yra itin svarbus žinių ekonomikoje bei suteikia įmonei galimybę geriau konkuruoti rinkoje bei užimti lyderiaujančias pozicijas. V. Barkauskas (2009) ir L. Užienė, J. D. Staliūnienė (2009), kaip ir kai kurie užsienio mokslininkai, sampratai pateikti vartoja nematerialaus turto sudedamąsias dalis, kurias L. Užienė, J. D. Staliūnienė (2009) vadina „nematerialiųjų išteklių kombinacija“, o V. Barkauskas (2009) pateikia atskirus jo pavyzdžius. Būsimoji ekonominė nauda yra akcentuojama tiek J. Karalevičienės, K. Matuzevičiūtės (2008), tiek L. Užienės, J. D. Staliūnienės (2009), apibrėžimuose, tik pastarajame dar papildomai įvardijamas atskiras kriterijus - įmonei suteikiamas konkurencinis pranašumas.

**1 lentelė. Nematerialaus turto apibrėžimai**

| Eilės nr. | Autoriai ir šaltiniai | Samprata<br>Nematerialus turtas - | Kriterijai |
|---|---|---|---|
| 1. | 13 Verslo apskaitos standartas „Nematerialusis turtas“ | Identifikuojamas ***nepiniginis*** turtas, ***neturintis materialios formos***, kuriuo įmonė disponuoja ir kurį naudodama tikisi gauti tiesioginės ir netiesioginės ***ekonominės naudos***. | Pabrėžiamas nematerialumo ir ekonominės naudos kriterijus. |
| 2. | 38 Tarptautinis verslo apskaitos standartas „Nematerialus turtas“ | Identifikuojamas ***nepiniginis*** turtas, ***neturintis fizinio pavidalo***. | Pabrėžiamas nematerialumo kriterijus. |
| 3. | Finansinės apskaitos standartų taryba [angl. Financial Accounting Standards Board (FASB)] | Turtas, ***neturintis materialios išraiškos***, atsirandantis kaip (1) praeities įvykių, kurių poveikį galima išmatuoti (2), rezultatas ir kuris ***duos naudos ateityje*** (3). | Pabrėžiamas nematerialumo ir ekonominės naudos kriterijus. |
| 4. | Bouteiller (2002) | Turtas, atsirandantis kaip praeities įvykių rezultatas, turi tris pagrindinius bruožus: jis ***nėra fizinės prigimties***, jis gali kurti būsimą grynąją ***ekonominę naudą*** ir jis yra ***teisiškai saugomas*** (de facto teisė) | Pabrėžiamas nematerialumas, ekonominė nauda ir teisinė apsauga. |
| 5. | B. Lev (2003) | ***Nematerialus vertės šaltinis*** (pretenzija į naudą ateityje), kuriamas inovacijų (atradimų), unikalių organizacinių struktūrų arba žmogiškųjų išteklių panaudojimo. | Pabrėžiamas nematerialumo ir ekonominės naudos kriterijus. |
| 6. | D. Volkov, T. Garanina (2007) | Bet koks turtas, priklausantis įmonei ar jos kontroliuojamas, ***neturintis fizinės ar finansinės*** (finansinių investicijų atveju) ***formos***, bet galintis kurti būsimą ***ekonominę naudą***. | Pabrėžiamas nematerialumo ir ekonominės naudos kriterijus, kontrolė. |
| 7. | D. Zeghal, A. Maaloul (2010) | Visų ***žinių suma***, kurią įmonė gali panaudoti ***vertės kūrimo procese*** – įmonės pridėtinė vertė. | Pabrėžiamas vertės kūrimo procesas. |

1 lentelės tęsinys kitame puslapyje

1 lentelės tęsinys

| Eilės nr. | Autoriai ir šaltiniai | Samprata<br>Nematerialus turtas - | Kriterijai |
|---|---|---|---|
| 8. | T. Karp (2003) | Intelektinis kapitalas, intelektinis turtas, nematerialus turtas, žmogiškasis, žinių kapitalas apiebrėžiami kaip tas pats ekonominis fenomenas. Tai visko, ką visi įmonėje žino, suma, arba tai, kas suteikia įmonei ***konkurencinį pranašumą*** ir naudojama kurti gerovei. Išskirtinė savybė – ***nematerialumas***. | Pabrėžiamas nematerialumo kriterijus, akcentuojamas įmonėms suteikiamas konkurencinis pranašumas. |
| 9. | K. K. Choong (2008) | Intelektinis kapitalas arba nematerialus turtas yra ***nepiniginė vertė***, kuri ***neturi materialaus pavidalo***. | Pabrėžiamas nematerialumo kriterijus. |
| 10. | Daum (2002) | Nematerialus turtas apibrėžiamas per ***savybių rinkinį***, kurios gali suteikti ***ekonominę naudą*** gana greitai ir dažniausiai rodo bendradarbiavimo efektą. Priskiriamas žmogiškasis kapitalas, tyrimai ir plėtra, reklama bei žinios. | Pabrėžiamas ekonominės naudos kriterijus, jos greitas gavimas, akcentuojant išskirtines nematerialaus turto savybes. |
| 11. | Bontis et. al. (1999) | ***Nematerialių resursų*** ir ***jų srautų*** rinkinys. Nematerialūs resursai šiuo atveju – bet kokie faktoriai, susiję su ***vertės kūrimo procesais*** įmonėje. | Apibrėžiama per nematerialių resursų ir vertės kūrimo sąvokas. |
| 12. | P. A. Kostagiolas, S. Asonitis (2009) | Turtas, kuris ***neturi*** jokios ***fizinės hipostazės***[1]. | Pabrėžiamas nematerialumo kriterijus. |
| 13. | A. Green (2007) | Turtas, generuojantis kažkokią išmatuojamą ***ekonominę naudą*** pajamų padidėjimo ar kaštu sumažėjimo forma ir ***padidina kito turto***, su kuriuo yra siejamas, ***vertę***. | Pabrėžiamas ekonominės naudos kriterijus, vertės kūrimo procesas. |
| 14. | Hall (1992) | ***Vetrės šaltiniai***, kurie transformuoja produktyvius šaltinius į pridėtinės vertės turtą. | Apibrėžiama per nematerialių resursų ir vertės kūrimo sąvokas. |

1 lentelės tęsinys kitame puslapyje

[1] Pagrindas, egzistavimas

1 lentelės tęsinys

| Eilės nr. | Autoriai ir šaltiniai | Samprata<br>Nematerialus turtas - | Kriterijai |
|---|---|---|---|
| 15. | J. Palumickaitė, K. Matuzevičiūtė (2007) | ***Neapčiuopiamas intelektinis*** turtas organizaciniame ir nacionaliniame konkurencingume: žinios, žinių keitimosi procesai ir produktai, gauti besikeičiant žiniomis; vertę organizacijoms kuriantys, tačiau tradicinėse finansinėse atasakaitose neapskaityti ***nematerialieji ištekliai***. | Pabrėžiamas nematerialumo kriterijus. Intelektinio kapitalo terminas vartojamas sinonimiškai nematerialaus turto sąvokai. |
| 16. | V. Barkauskas (2009) | ***Intelektualusis kapitalas*** tai lyg "kolektyvinės smegenys", akumuliuojančios mokslines ir vienadienes darbuotojų žinias, intelektualinę nuosavybę ir sukauptą patirtį, bendravimą ir organizacinę struktūrą, informacinius tinklus ir firmos įvaizdį. | Pabrėžiamos nematerialaus turto sudėtinės dalys. Intelektinio kapitalo terminas vartojamas sinonimiškai nematerialaus turto sąvokai. |
| 17. | L. Užienė, J. D. Staliūnienė (2009) | Vienas iš svarbiausių organizacijos išteklių, teikiančių jai konkurencinį pranašumą rinkoje ir įgalinančių kurti ***pridėtąją vertę***. Intelektinis kapitalas - tai keturių tipų organizacijos ***nematerialiųjų išteklių kombinacija***, įgalinanti funkcionuoti organizaciją ir ***kurti pridėtąją vertę***, t.y. rinkos, žmonių, infrastruktūriniai ištekliai ir intelektinė nuosavybė. | Pabrėžiamas nematerialumo ir ekonominės naudos kriterijus. Intelektinio kapitalo terminas vartojamas sinonimiškai nematerialaus turto sąvokai. |
| 18. | J. Karalevičienė, K. Matuzevičiūtė (2008) | Nematerialus kapitalas ***apibrėžiamas kaip intelektinis***. Kategorija, konkuruojanti individualiu, organizaciniu, nacionaliniu ir kt. lygmenimis. Intelektinis kapitalas panašus į kitus gamybos veiksnius, tačiau kartu ***išskirtinis ekonominės veiklos potencialas***. | Pabrėžiamas ekonominės naudos kriterijus. Intelektinio kapitalo terminas vartojamas sinonimiškai nematerialaus turto sąvokai. |

Mokslinėje literatūroje (Davydov and all., 2007) yra pateikiami tokie nematerialaus turto sąvokos vartojimo skirtumai: nematerialaus turto sąvoka dažniausiai yra vartojama apskaitos literatūroje, intelektinio kapitalo sąvoka – vadybos ir teisės literatūroje, o žinių turtas yra ekonomistų terminas. Pasak B. Lev (2004), galiausiai visos sąvokos akcentuoja tą patį dalyką: būsimą įmonės ekonominę naudą, kuri neturi materialaus pavidalo.

Apibendrinant mokslininkų vartojamos nematerialaus turto sąvokų apžvalgą (žr. 1 lent.), būtina pabrėžti, kad, nors ir yra pastebimi bendri apibrėžimų sąlyčio taškai, kurie pačią sąvoką iš dalies leidžia standartizuoti, tačiau juose vistiek išlieka daug skirtingų kriterijų, kuriais remiantis yra analizuojamas nematerialus turtas, kas jo sampratos koncepciją daro gana komplikuotą. Iš esmės dauguma apibrėžimų yra daugiau ar mažiau tikslingi, susiję su panaudojimo tikslu, kas ir sąlygoja jų skirtumus. Todėl, norint parinkti tinkamą apibrėžimą analizei, pirmiausia yra būtina:

- Išsiaiškinti ekonominės analizės bei vertinimo tikslą ir uždavinius;
- Įvertinti nagrinėjimo aplinką (teisinę aplinką), kurioje nematerialus turtas yra.

### 1.1.2. Nematerialaus turto požymiai

Šiame skyriuje yra aptariami pagrindiniai turto bruožai, kurie leidžia tam tikrą turtą priskirti nematerialiam turtui. Taigi, kaip teigia R. F. Reilly ir R. P. Schweis (1999), kad turtas būtų pripažįstamas kaip nematerialus, jis:

- Turi būti specialiai identifikuojamas ir atpažįstamai apibūdinamas (turi būti atpažįstamas ir priskiriamas konkrečiai šiam tipui).
- Turi legaliai egzistuoti ir būti teisiškai ginamas.
- Turi turėti privačios nuosavybės teises ir jas turi būti galima legaliai perduoti kitiems subjektams.
- Turi būti materialių įrodymų apie nematerialaus turto egzistavimą (pavyzdžiui, sutartis, licencija, registracijos dokumentas, kompiuterinė laikmena, klientų sąrašas, finansinių ataskaitų komplektas ir panašiai)
- Turi būti sukurtas arba turi tapti egzistuojančiu identifikuojamu konkrečiu momentu arba kaip pasekmė konkretaus identifikuojamo įvykio.
- Turi būti galimai sunaikinamas ar turėti baigtinį identifikuojamą gyvavimo laiką (arba turėti gyvavimo pabaigos laiką kaip identifikuojamo įvykio pasekmę).

Vertinant išvardintas sąlygas galima teigti, jog tam, kad egzistuotų (būtų pripažintas), nematerialus turtas turi turėti specifinį turto teisių paketą. Nesvarbu ar materialus, ar nematerialus

yra turtas, jis privalo būti turto teisių subjektas. Jis turi būti identifikuojamas ir turėti aiškų bei trumpą apibūdinimą (“ne daugiau 25 žodžių”), kuris identifikuotų tam tikrą nematerialų turtą kaip unikalų įmonės turtą. Iš to seka, jog jei nematerialus turtas negali būti identifikuotas ir konkrečiai apibūdintas, jis negali būti laikomas nematerialiu turtu. Tuomet toks turtas gali būti pripažįstamas kaip idėja ar koncepcija, turto dalimi ar atributu, bet jis yra per daug neaiškus ir neapibrėžtas, kad būtų pripažįstamas nematerialiu turtu (R. F. Reilly, R. P. Schweis, 1999).

Kaip jau minėjau anksčiau, nematerialus turtas turi turėti turto teises: visas legalias teises, jų teikiamą naudą bei privilegijas. Tarp šių teisių yra savininko nuosavybės teisė ir teisė ginti šias teises teisme. Taip pat nematerialaus turto savininkas turi tokią pačią atsakomybę, pavyzdžiui, privalo sumokėti mokesčius, kaip ir bet kokio kito turto savininkas. Savininkas yra atsakingas už žalą kitai šaliai, kurią potencialiai gali sukelti nematerialus turtas.

Pagal R. F. Reilly ir R. P. Schweis (1999) nematerialus turtas yra privačios nuosavybės subjektas ir ši nuosavybė gali būti perleista kitam savininkui (nepaisant to perdavimo formos ir struktūros). Tačiau pats faktas, kad nematerialus turtas gali būti parduotas, rodo jo ekonominę vertę, bet ne jo ekonominį egzistavimą. Žinoma, tai nereiškia, kad nematerialus turtas privalo būti perduodamas atskirai ir nepriklausomai nuo kito turto.

Visuotinai yra laikomasi požiūrio, kad visuomet turi būti kažkoks materialus įrodymas apie nematerialaus turto egzistavimą. Ekonominė nematerialaus turto vertė nėra išvedama iš materialaus atributo, tačiau jis turi būti tam, kad nematerialus turtas turėtų ekonominio egzistavimo pagrindą ir kitas būtinas charakteristikas, konkrečiau, teisinę apsaugą, perleidžiamumą ir panašiai. Toks materialus įrodymas gali būti: dokumentas, sąrašas, schema, sutartis, licencija, leidimas, laiškas, kompiuterinė laikmena, išspausdintas kompiuterinis dokumentas ir kita. Svarbu atkreipti dėmesį, jog iš materialios nematerialaus turto išraiškos atsiranda jo ekonominis egzistavimas, tačiau ne ekonominė jo vertė.

Be materialaus įrodymo apie egzistavimą nematerialus turtas turi turėti konkrečią sukūrimo (atsiradimo) datą. Jo kūrimo ir plėtros procesas gali būti ilgas, jis taip pat gali kisti ar vystytis laikui bėgant. Ir galiausiai, nematerialus turtas turi turėti konkrečią savo „pabaigos“ datą. Žinoma, jo savininkas gali tikėtis ar planuoti, kad nematerialus turtas turės neapibrėžtą gyvavimo laikotarpį. Pabaigos data gali būti susijusi su tam tikru įvykiu: pavyzdžiui, sutarties pabaiga, frančizės, prekės ženklo ar patento registravimo periodas, planuotas ar neplanuotas nematerialaus turto pakeitimas naujesniu, vyriausybės veiksmai ir sprendimai, teismo sprendimai ir panašiai.

Nematerialaus turto identifikaciją sudėtingu procesu daro ne tik paties turto nematerialumas (fizinės išraiškos nebuvimas), bet ir pats pripažinimo principas, kuomet turtas turi atitikti visumą išvardintų kriterijų, kurių dauguma taip pat tinka ir materialiam turtui (atpažinimas, legalus egzistavimas, privačios nuosavybės teisės, egzistavimo pradžios ir pabaigos laikas).

**Ekonominis reiškinys, neidentifikuojamas kaip nematerialus turtas**

Tie ekonominiai reiškiniai, kurie neturi atitinkamų, anksčiau išvardintų, požymių, yra nepriskiriami nematerialiam turtui. Tokie ekonominiai reiškiniai gali būti nematerialūs faktoriai, veikiantys procesus, elementai, sąlygos ir panašiai, kitaip tariant, nematerialūs veiksniai, kurie negali būti pripažįstami nematerialiu turtu. Nematerialūs veiksniai daro įtaką nematerialaus turto vertei, tačiau patys nėra nematerialus turtas. Tokių veiksnių pavyzdžiais gali būti (R. F. Reilly ir R. P. Schweis (1999)):

- Rinkos dalis;
- Didelis pelningumas;
- Reguliavimo trūkumas;
- Reguliuojama (apsaugota) pozicija;
- Monopolija (arba patekimo į rinką barjerai);
- Rinkos potencialas;
- Patrauklumo dydis;
- Paslaptingumas (verslo/veiklos paslaptys);
- Paveldas ar ilgalaikiškumas;
- Konkurencinis pranašumas;
- Gyvavimo ciklas (jo konkretus etapas);
- Unikalumas;
- Kainos su nuolaida;
- Likvidumas/nelikvidumas;
- Savininkų kontrolė (ar jos trūkumas).

Akivaizdu, kad išvardinti ekonominiai reiškiniai nėra nematerialus turtas, nes neatitinka visumos kriterijų, leidžiančių tokį turtą identifikuoti, pavyzdžiui, negali būti perleisti ar būti privačios nuosavybės subjektais, taip pat negali būti teisiškai ginami ir neturi materialaus savo egzistavimo patvirtinimo, kas būtina norint turtą pripaţinti nematerialiu turtu. Tačiau jie gali rodyti egzistuojančio, t.y. jau pripažinto, nematerialaus turto vertę, tą vertę pakeisti ir patys savaime turėti

ekonominę vertę. Todėl yra labai svarbu atidžiai įvertinti visas analizuojamo turto savybes, aplinką, kurioje jis yra, veiksnius, kurių jis yra veikiamas, nes tik naudojantis visais kriterijais, nematerialus turtas gali būti tinkamai ir pagrįstai identifikuojamas ir pripažįstamas.

### 1.1.3. NEMATERIALAUS TURTO STRUKTŪRA

Nematerialaus turto priskyrimas vienai ar kitai tam tikrai grupei yra atliekamas identifikavimo ir klasifikavimo tikslais, nes konkrečiai atskirai kategorijai dažniausiai yra priskiriami tam tikri turto vertinimo būdai. Kadangi ir pati nematerialaus turto sąvoka yra suprantama nevienareikšmiškai, šio turto klasifikavimas taip pat analogiškai šiek tiek skiriasi priklausomai nuo analizės požiūrio.

Štai R. F. Reilly ir R. P. Schweis (1999) pateikia tokį nematerialaus turto suskirstymas pagal atskiras sritis:

1. Su ***marketingu*** susijęs nematerialus turtas (prekių pavadinimai, prekių ženklai, „brandai", logo, kt.);
2. Su ***technologijom*** susijęs nematerialus turtas (procesų patentai, patentų paraiškos (taikymas), techninė dokumentacija, tokia kaip labaratoriniai užrašai, techninės žinios (angl. know-how), kt.);
3. Su ***menu*** susijęs nematerialus turtas (literatūros darbai ir autorinės teisės, muzikos kompozicijos, autorinių teisių žemėlapiai, graviravimas (raižyba));
4. Su ***informacijos perdavimu ir apdorojimu*** susijęs nematerialus turtas (kompiuterinė programinė įranga, programinės įrangos autorinės teisės, duomenų bazės, integruotos schemos ir panašiai);
5. Su ***inžinerija*** susijęs nematerialus turtas (industrinis (gamybinis) dizainas, produktų patentai, gamybos paslaptys, inžineriniai maketai ir schemos, firminiai dokumentai, planai ir projektai ir kita);
6. Su ***klientais*** susijęs nematerialus turtas (klientų sąrašai ir kontraktai su jais, santykiai su klientais, atviri pirkimų užsakymai ir kita);
7. Su ***sutartimis*** susijęs nematerialus turtas (palankios tiekimo sutartys, licencijų sutartys, frančizės sutartys, nekonkuravimo sutartys, kt.).

Anot T. Kemežio (2007), „daugelio tyrimų metu buvo prieita išvada, kad norint suvokti ir valdyti, pirmiausia reikia išsiaiškinti, kokios yra nematerialiųjų vertybių sudedamosios dalys, kaip jas pamatuoti ir daryti joms įtaką". Dažniausiai nematerialųjį turtą, arba intelektinį kapitalą, įprasta

skirstyti į tris pagrindines grupes: žmogiškąjį kapitalą, struktūrinį kapitalą bei ryšių ir santykių kapitalą (žr. 1 pav.) (J. A. Cezair, 2008). Atskirai panagrinėsiu kiekvieną grupę:

Žmogiškasis kapitalas – tai įmonės sugebėjimas gauti naudos iš darbuotojų žinių, įgūdžių ir patirties, kuri nuolat priklauso įmonei. Žmogiškojo kapitalo pavyzdžiai yra inovatyvumas, kūrybiškumas, patirtis, žinios (angl. know-how) ir patirtis, komandinio darbo sugebėjimai, motyvacija, mokymosi sugebėjimai, išsilavinimo ir profesionalumo lygis, įmonės darbuotojų lojalumas ir panašiai.

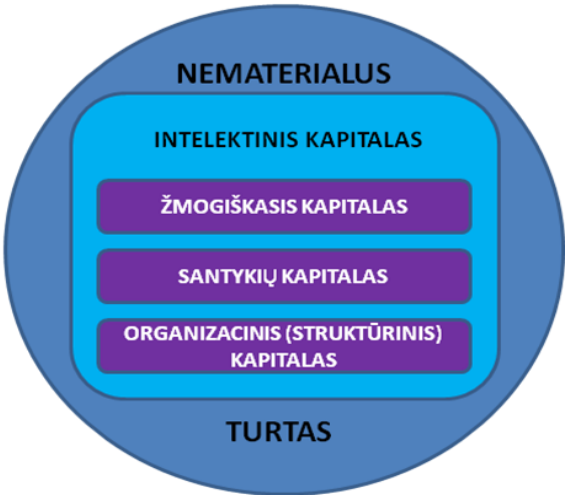
Santykių, dar kitaip įvardijamas kaip ryšių, kapitalas – tai įmonės sugebėjimas gauti naudos iš šaltinių, susijusių su įmonės išoriniais ryšiais, t.y. su klientais, tiekėjais ir kitais partneriais. Šio kapitalo pavyzdžiai - prekės ženklai, tiekėjai, klientų lojalumas, prekių ir paslaugų pristatymo kanalai, verslo bendradarbiavimas, sąjungos ir partnerystės, licencijų sutartys, frančizių sutartys ir kita.

Organizacinis, arba struktūrinis kapitalas – tai įmonės sugebėjimas gauti naudos iš pasiekimų ir žinių, liekančių įmonės viduje. Organizacinio kapitalo pavyzdžiai yra:

1) intelektuali nuosavybė – patentai, įmonės ženklai, paslaugų ženklai, pavadinimai, autorių teisės;

2) infrastruktūros turtas – įmonės kultūra, vidinis procesų administravimas, informacinės sistemos, valdymo filosofija, sprendimų priėmimo sistema.

Apibendrinant skirtingus nematerialaus turto klasifikavimo būdus, bendrą šio turto suskirstymo variantą galima pavaizduoti tokia schema (žr. 1 pav.):




**1 pav. Nematerialaus turto struktūra**

Schema, pateikta 1 – ame pav., vaizduoja bendrą nematerialaus turto struktūrą, atitinkančią tiek užsienio valstybių mokslininkų, tiek lietuvių autorių naudojamus kriterijus nematerialaus turto suvokimui ir įvertinimui. R. F. Reilly ir R. P. Schweis (1999) pateiktas nematerialus turto skirstymas pagal srtitis taip pat patenka į žmogiškojo, santykių ir organizacinio (struktūrinio) kapitalų klasifikacijos apimtis. Intelektinis kapitalas apima tiek žmogiškąjį, tiek santykių ir struktūrinį kapitalus. Tačiau, kaip jau buvo minėta nagrinėjant nematerialaus turto apibrėžimus, jis yra platesnė koncepcija nei intelektinis kapitalas, nes apima ir turto rūšis, kurios nėra priskiriamos intelektiniam kapitalui, todėl nematerialus turtas pateiktoje schemoje vaizduojamas platesne samprata nei tik intelektinis kapitalas.

# 2. VERSLO VERTĖS TEORIJA

## 2.1. VERSLO VERTĖS KONCEPCIJA

### 2.1.1. Verslo ir verslo vertės sąvoka

Mokslinėje literatūroje vartojamos verslo sąvokos skiriasi tarpusavyje, tačiau visose yra akcentuojamas pelno ir (ar) pajamų aspektas. Pagal ekonomikos terminų žodyną (2008) verslas yra pelno siekianti veikla. Teisiškai verslas yra apibrėžiamas kaip juridinio ar fizinio asmens, įmonės, neturinčios juridinio asmens teisių, veikla, kuriai naudojami ekonominiai ištekliai, kuria siekiama gauti pajamų bei pelno ir už kurią šis asmuo atsako savo turtu (LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas, 1999-05-25 Nr. VIII-1202). Čia akcentuojamas pajamų ir pelno siekis bei asmens, vykdančio veiklą atsakomybė. A. Dzikevičius (2005) pateikia kiek platesnę verslo sąvoką, kurioje atspindima ir nematerialusis verslo aspektas – „verslas - tai nuosavybės teisių, ilgalaikių privilegijų ir konkurencinių pranašumų, specialaus ir universalaus turto bei kontraktų (dėl išteklių pirkimo, įrengimų nuomos, produkcijos pardavimo, darbo sutartys), užtikrinančių galimybę gauti tam tikras pajamas arba pinigų srautus, visuma“. Jucevičius (1995) vartoja verslo, kaip proceso, kurio metu kuriama nauja vertė, sąvoką, bei pabrėžia rizikos ir psichologinius veiksnius: „verslas - tai naujos vertės kūrimo procesas, kuriam verslininkas skiria reikalingą laiką bei pastangas, prisiimdamas galimą finansinę, psichologinę ar socialinę riziką, ir už tai gauna piniginę naudą ir asmeninį pasitenkinimą“.

Vertės sąvoka ekonomikoje yra subjektyvi – ji priklausomai nuo žmogaus ir aplinkybių gali skirtis (V. Žukauskas, 2010), vertės sąvoka vartojama ne visada panašia prasme. Bendriausiu atveju - tai yra tam tikra suvokiama objekto turinio nauda. Vertės, taip pat kaip ir naudos, suvokimas yra subjektyvus. Tai, kaip individas suvokia vertę ir naudą, priklauso nuo asmeninės patirties, nuostatų, principų, proritetų, asmeninių savybių ir panašių aspektų. Naudingumą dažnai yra sudėtinga įvertinti kiekybiškai. Earnst & Young, SEB Enskilda ir LAWIN parengtame žinyne „Verslo vertė“ (2009) pateikiama naudingumo įvertinimo problematikos ekonomikos teorijoje analizė. Jame teigiama, kad vertinimo problematika yra nagrinėjama ordinaliojoje ir kardinaliojoje naudingumo teorijose. Pirmu atveju laikoma, kad naudingumo neįmanoma įvetinti kiekybiškai, tačiau galima pasakyti, pavyzdžiui, kurios gerybės naudingumas yra didesnis, t.y. gaunamą naudą galima įvertinti rangais. Tuo tarpu kardinaliojoje naudingumo teorijoje laikomasi nuostatos, kad gėrybių naudingumą galima įvertinti kiekybiškai ir naudingumo skirtumai turi prasmę. LR turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (1999-05-25 Nr. VIII-1202) vertė apibrėžta kaip „prekių (paslaugų) ar

kito turto, ar verslo naudingumo tam tikru metu matas, nustatytas pagal atitinkamą vertinimo metodą“. Pasak, A. Dzikevičiaus (2005), vertės ekonominė koncepcija atspindi rinkos požiūrį į naudingumą ir tai yra piniginis nuosavybės ekvivalentas. Verslo vertinimo atveju, ekonominės vertės objektas yra turtas ir jo naudingumas. Iš esmės galima kalbėti apie įvairius verslo subjekto vertės aspektus, tačiau nė vienas iš jų gali neturėti prasmės, jeigu nebus galima esamos ir potencialios vertės realizuoti. Kitaip tariant, verslo vertė gali būti suvokiama kaip įmonės verslo gebėjimas generuoti pinigų srautus. Piniginių srautų generavimas yra fundamentalus verslo įmonės vertės pagrindas. Vertė yra tęstinis dydis ir ji išlieka nerealizuota tol, kol transformuojasi į konkrečius piniginius srautus.

Verslo vertė yra terminas, kuris apima visas vertės formas, nulemiančias ilgalaikę įmonės būklę. Verslo vertė apima („Verslo vertė“, Žinynas 2009):

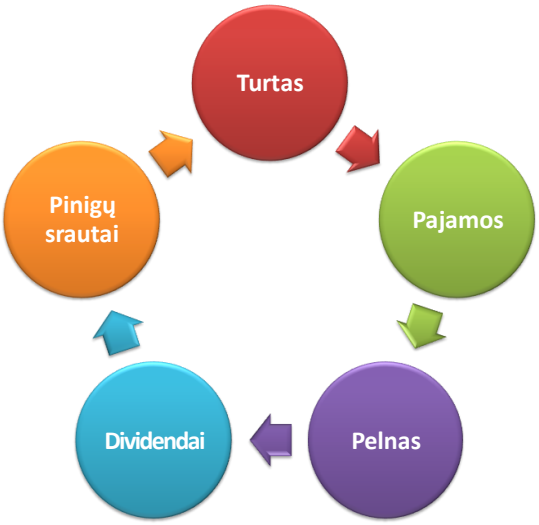
- Ekonominę įmonės vertę arba vertę akcininkams (angl. Shareholders value);
- Vertę kitoms suinteresuotoms įmonės būkle ir plėtra šalims (angl. Stakeholders) – klientams, vadovams, darbuotojams, tiekėjams, partneriams ir visuomenei.

Įmonė turi būti vertinama kaip išorinių ir vidinių santykių tinklas ir visuma. Toks tinklas dažnai vadinamas vertės tinklu (angl. Value network) arba vertės grandine (angl. Value chain). Vertės grandinėje ar tinkle vertės kūrimas yra laikomas bendradarbiavimo ir kūrybos sinerginiu procesu, o ne atskirais mechaniniais veiksmais, todėl čia įmonė yra vertės kūrimo elementų visuma. Teigiama, kad verslo vertės neįmanoma įvertinti bendru ekonominiu matu dėl atskirų vertės tinklo elementų skirtingų interesų ir skirtingų matų, kuriais matuojama vertė individuliam elementui, tačiau dažniausiai verslo vertė, kaip suinteresuotų šalių verčių visuma, vis tik yra vertinama pinigais. Todėl verslo vertė (angl. Enterprise value) gali būti apibrėžta kaip „įmonės vykdomos veiklos rinkos vertės matas, atspindintis ateities pinigų srautus nuosavo ir skolinto kapitalo teikėjams“ („Verslo vertė“, Žinynas 2009).

### 2.1.2. Verslo vertės veiksniai

Verslo vertė yra formuojama daugybės veiksnių. Kaip svarbiausi finansiniai vertės rodikliai gali būti įvardinti grynasis turtas ir piniginis srautas. Ne mažiau svarbūs ir nefinansiniai aspektai - vadovų komanda, licencijos ir patentai, personalas, rinkos ir pramonės šakos perspektyvos, politinė ir teisinė aplinka, investuotojo lūkesčiai ir kita („Verslo vertė“, Žinynas 2009). M. Dubnikovas (2011) išskiriria 5 svarbiausius verslo vertės komponenetus (žr. 2 pav.) – turtą, pajamas, pelną, dividendus, pinigų srautus. Visi išvardinti komponentai yra itin glaudžiai tarpusavyje susiję ir daro

įtaką vienas kitam: turtas generuoja pajamas, nuo kurių priklauso įmonės pelnas. Pelningai veikinati įmonė moka dividendus, savo ruožtu užtikrinančius pinigų srautus, kurie naudojami turtui, generuojančiam pajamas, didinti.




**Šaltinis:** Dubnikovas, 2011

**2 pav. Verslo vertės komponentai**

Atsižvelgti į visus verslo vertės komponentus yra svarbu tiek nustatant verslo vertę, tiek siekinat ją didinti. Verslo vertės veiksniai paprastai skirstomi į („Verslo vertė“, Žinynas 2009):

- *Vidinius vertės veiksnius* (priklauso nuo verslo specifikos). Tai vertės veiksniai (angl. Key value drivers), kurie sąlygoja verslo vertės pokytį priklausomai nuo taikomų vidinių pokyčių įmonėje. Tai yra nuo vidinių vertės veiksnių priklauso, kaip keisis verslo vertė taikant skirtingas strategijas. Labai svarbu išskirti pagrindinius teigiamos ir neigiamos įtakos vertei turinčius veiksnius ir atitinkamai juos valdyti, siekiant maksimizuoti akcininkams tenkančią vertę bei sumažinti galimus rizikos veiksnius;
- *Išorinius vertės veiksnius* (tiesiogiai nepriklauso nuo verslo, tačiau gali ženkliai veikti verslo vertę). Išoriniai veiksniai yra įmonės nekontroliuojami, tačiau į juos ir galimus jų pokyčius svarbu atsižvelgti norint padidinti įmonės vertę, taip pat siekiant apsidrausti nuo vertės sumažėjimo.

Pasak A. Dzikevičiaus (2005), kiekvienas verslas funkcionuoja tam tikroje makro bei mikro aplinkoje, kuri vienaip ar kitaip daro įtaką verslui bei lemia jo pasiekiamus rezultatus, vadinasi, ir vertę. Autorius pagrindinius verslo vertę lemiančius veiksnius skirsto į tokias kategorijas:

- *Išoriniai politiniai, socialiniai, ekonominiai veiksniai:* bendra šalies ekonominė, politinė, demografinė situacija, kreditavimo sistema, nedarbas, švietimo sistema ir rinkoje esančių darbuotojų kvalifikacija, kita.
- *Rinkos veiksniai:* įmonės užimama rinkos dalis, konkurencijos pobūdis, paklausos ir pasiūlos būklė, vartotojai ir jų perkamoji galia, kita.
- *Nematerialus įmonės turtas:* patentai, barjerai įeiti į rinką, vartotojų lojalumas, verslo augimo potencialas, kita.
- *Darbuotojai:* vadovaujančio personalo kvalifikacija ir gebėjimas siekti tikslų, priklausomybės laipsnis nuo tam tikrų pagrindinių žmonių, kitų darbuotojų kvalifikacija ir įsipareigojimai įmonei.
- *Įmonės turto ir įsipareigojimų būklė:* disponuojamo turto vertė, įrengimų būklė, gautinų ir mokėtinų sumų valdymo efektyvumas, atsargų valdymo efektyvumas.
- *Finansiniai veiksniai:* istorinė, dabartinė ir prognozuojama įmonės finansų būklė, pelningumas, laisvi pinigų srautai, kaštų valdymo efektyvumas, kita.

Šiuo atveju reikėtų atkreipti dėmsį į tai, kad nematerialus įmonės turtas, skirstant vertės veiksnius į kategorijas, yra suvokiamas kiek siauresne prasme, kadangi darbuotojai yra išskirti kaip atskiras veiksnys, neįtrauktas į nematerialaus turto sąvoką.

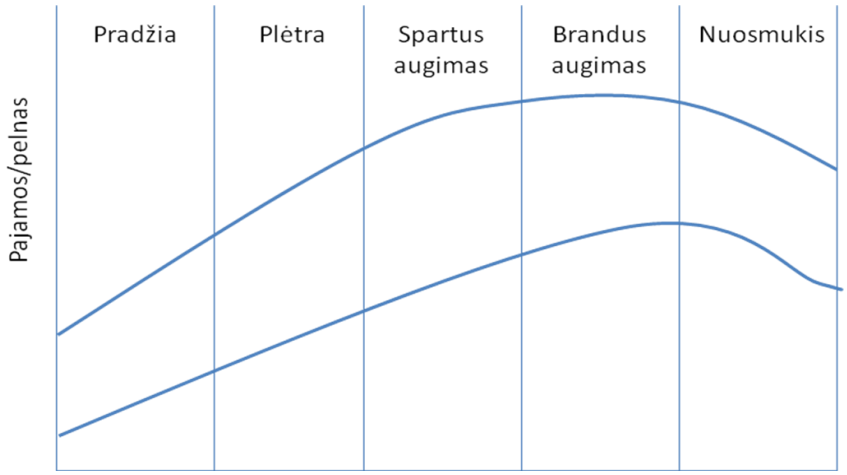
### 2.1.3. Vertė ir verslo gyvavimo ciklas

Pagrindinis verslo vertės bruožas – subjektyvumas, t.y. itin didelė priklausomybė nuo vertintojo, aplinkybių, situacijos ir kitų veiksnių. Verslo vertinimas paprastai siejamas su išorinio finansavimo priemonių pritraukimu ar verslo savininkų pasikeitimu. Verslo vertė bus skirtinga, vertinant verslą skirtingais scenarijais:

- Pardavimo strateginiam investuotojui atveju, kai investuotojas tikisi po įsigijimo realizuoti potencialias sinergijas;
- Pirminio akcijų išleidimo atveju;
- Verslų atskirymo atveju;
- Perleidimo vadovybei ar pardavimo finansiniam investuotojui atveju;
- Likvidavimo atveju.

Pavyzdžiui, įmonė, kurios veikla susideda iš keleto skirtingų verslų, gali būti parduota kaip vienas objektas arba parduota atskiriant verslus ir įsteigiant kelias įmones. Akcininkai gali tikėtis didesnės bendros vertės parduodant kiekvieną įmonę atskirai streteginiams investuotojams. Tačiau jei potencialaus strateginio investuotojo nesitikima, verslų atskyrimo scenarijus gali būti neefektyvus ir nepadidinti bendros vertės.

Žinyne „Verslo vertė“ (2009) nurodoma, kad A. Damodaran išskiria verslo įmonės gyvavimo ciklo etapus, susiedamas juos su generuojamais pinigų srautais bei verslo vertinimo aspektais. Tai yra svarbu vertinimui procesui, kadangi skirtingose fazėse įmonės vertė kinta – pradedančios veiklą įmonės gali veikti nuostolingai, tačiau vis tiek būti labai vertingos.




**Šaltinis:** Žinynas „Verslo vertė“, Earnst & Young (2009)

**3 pav. Verslo gyvavimo ciklas**

Iš paveikslo, pateikto aukščiau, matyti, kad verslo gyvavimo ciklą sudaro:

- *Pradžios (angl. Start-up) etapas.* Šiame etape įmonė yra neseniai įkurta, verslo operacijos tik įsibėgėja. Verslo idėja, t.y. produkto ar paslaugos patrauklumas rinkoje greičiausiai dar nėra patikrintas, taigi ir pati prekės ar paslaugos realizavimo rinka nėra susiformavusi. Pagrindinės problemos, siekiant nustatyti įmonės vertę, yra tokios: įmonės veiklos apimtys nėra didelės, nėra veiklos istorijos, mažos palyginimo su kitomis įmonėmis galimybės. Didelę įtaką vertės nustatymui daro vadovybės kompetencija, t.y. gebėjimai sėkmingai įgyvendinti idėjas ir suteikti pasitikėjimo potencialiems verslo pirkėjams, finansuotojams, vertintojams ir kitoms įmonės veikla suinteresuotoms grupėms.

- *Plėtros (angl. Expansion) etapas*. Šiame etape sparčiai auga pajamos (tačiau vis dar gali būti apskaitomas nuostolis), iš įmonės veiklos sužinoma apie taikomą kainodarą, maržas ir

laukiamą augimą. Informacija apie įmonės veiklos istoriją vis dar nėra pakankama, pastebimi reikšmingi veiklos skirtumai tarp laikotarpių. Didžioji tokios įmonės vertės dalis priklauso nuo laukiamo augimo. Vertinimą atlikti nėra sudėtinga, tačiau informacija yra ribota ir nepatikima, kadangi vertinimo prielaidos ir veiksniai linkę greitai kisti.

- *Spartaus augimo (angl. High Growth) etapas*. Šiame etape sparčiai auga pajamos, tačiau uždirbamo pelno augimas truputį atsilieka. Vertinimo metu jau galima remtis informacija apie įmonės veiklą ir jos istoriją. Rinkoje jau gali būti pakankamai palyginamų įmonių. Turtas sudaro didelę vertės dalį, tačiau didesnė dalis vis tiek priklauso nuo laukiamo augimo.

- *Brandaus augimo (angl. Mature Growth) etapas*. Šiame etape pajamų augimo tempai ima stabilizuotis, stebimi du reiškiniai: pelnas ir pinigų srautai toliau sparčiai auga – praeities investicijos teikia naudą, mažėja poreikis investuoti į naujus projektus. Įmonės veikla atspindi jos veiklą ateityje, veiklos istorija ilga ir teikia naudingos informacijos apie įmonės rinkas. Rinkoje yra nemažai palyginamų įmonių tame pačiame gyvavimo cikle. Turimo turto vertė sudaro panašiai (arba daugiau) verslo vertės negu laukiamas augimas.

- *Nuosmukio (angl. Decline) etapas*. Šiame etape įmonės pajamos ir pelnas mažėja, verslas yra pasiekęs brandos stadiją, vyksta konkurentų perėmimo procesai. Tikėtina, kad egzistuojančios investicijos toliau generuoja pinigų srautus, nors ir mažėjančiu tempu, nauju investcijų poreikis minimalus. Įmonės vertė daugiausia priklauso nuo turimo turto vertės.

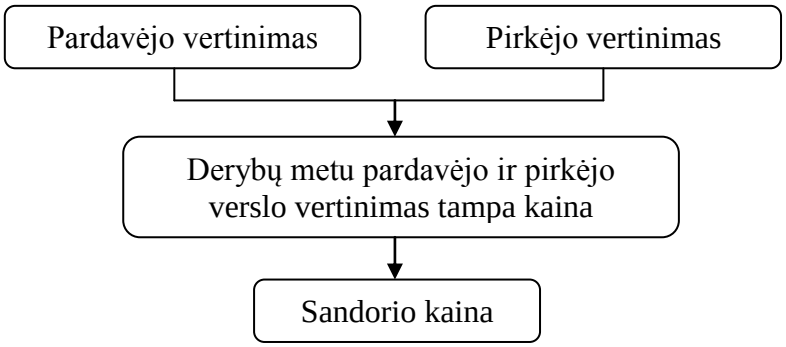
Kaip buvo minėta anksčiau, verslo vertė dažnai yra skirtinga ne tik skirtingu verslo gyvavimo momentu, bet ir atskiram pirkėjui. Vienas svarbiausių veiksnių, dėl kurio skiriasi tos pačios įmonės vertė skirtingiems pirkėjams, yra sinergijos. Sinergijos taip pat yra vienas iš pagrindinių motyvų vienai įmonei pirkti kitą. Sinergijų vertė yra papildoma vertė, kuri sukuriama sujungus įmones. Pavyzdžiui, jei vienos įmonės tikroji rinkos vertė yra 10 mln. Lt, o kitos 20 mln. Lt, tai sujungus šias įmones jų bendra vertė bus didesnė nei 30 mln. Lt. Sinergijos yra pasiekiamos:

- Per apyvartą, t.y. sujungus dvi įmones jų bendra apyvarta tampa didesnė nei atskirai veikiančių įmonių apyvartų suma.
- Per išlaidas, t.y. sujungus dvi įmones sumažėja jų išlaidos palyginti su išlaidomis, kurios būtų šioms įmonėms veikiant atskirai.
- Per kapitalo sąnaudas, t.y. sujungus dvi įmones sumažėja skolinimosi išlaidos.

Apibendrinant galima daryti išvadą, kad verslo vertė yra subjektyvi koncepcija, kuri priklauso ne tik nuo pačios įmonės, jos savybių bei vidinių išteklių, bet ir nuo išorinės aplinkos ir veiksnių, taip pat nuo vertintojo bei vertinimo priežasčių bei tikslų.

## 2.2 VERSLO VERTĖ IR KAINA

Verslo vertė kartais yra sutapatinama su jo kaina (t.y. suma, kuri yra sumokama už įmonę), kas nėra tinkamas vertinimo aspektas, kadangi kaina gali neatspindėti verslo vertės - būti didesnė ar mažesnė nei verslo tikroji vertė. Kaina už konkrečias prekes (paslaugas) yra reliatyvus vertės patvirtinimas, padarytas konkrečių pardavėjų (paslaugų teikėjų) ir pirkėjų (paslaugų gavėjų) tam tikromis aplinkybėmis (A. Dzikevičius, 2005). Pagrindinis skirtumas tarp vertės ir kainos yra tai, kad vertė atspindi rinkos požiūrį į vertinamo objekto naudingumą, tuo tarpu kaina yra pinigų suma, kuri yra paprašyta, pasiūlyta ar sumokėta už verslą (žr. pav. toliau). Tiek pardavėjas, tiek pirkėjas verslą vertina skirtingai, tačiau derybų metu yra pasiekiama abiejų vertinimus atitinkanti suma, tačiau ši suma nebūtinai yra tikroji verslo vertė (o tik „reliatyvus vertės patvirtinimas“): įsigytas ar parduotas verslas naudingumo prasme gali turėti didesnę vertę negu už jį buvo sumokėta ir atvirkščiai (LEPA, 2008).




**Šaltinis:** Lietuvos ekonominės plėtros agentūra „Verslo pardavimas ir įsigijimas“. Metodinis vadovas

**4 pav. Verslo vertė ir kaina**

Verslo vertės ir kainos skirtumų problematika yra aktuali, kadangi verslas dažnai yra perduodamas, parduodamas ar perkamas, t.y. yra sandorių objektas, todėl yra tikslinga nustatyti jo vertę. Verslo įvertinimas taip pat svarbus ir jo savininkams, kuriems naudinga žinoti, ar vykdoma veikla yra efektyvi, priimant sprendimus, taip pat palyginti jos vertę su konkurentais bei su siūloma kaina (jei verslas parduodamas).

Pagal vertę pirkėjas ir pardavėjas formuoja būsimos kainos lūkesčius, todėl kaina yra vertės sudedamoji dalis, o ne atvirkščiai. Vertė formuoja paklausą, todėl pagal tam tikrą pasiūlos ir

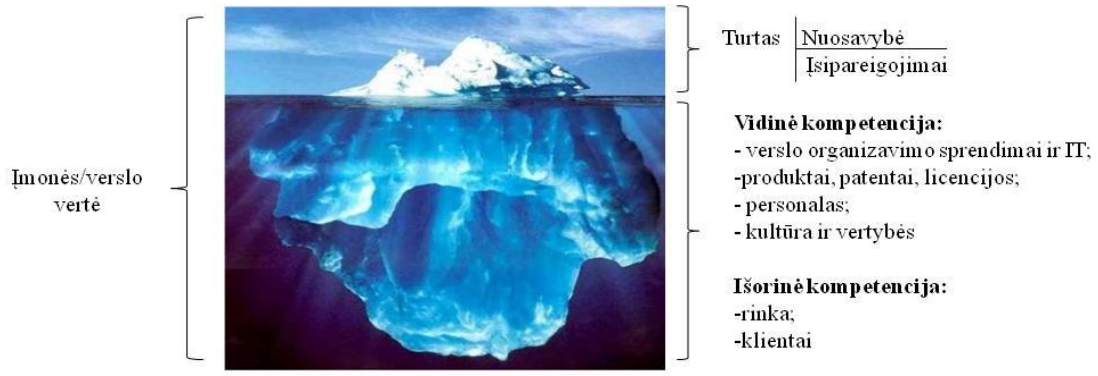
paklausos santykį formuojasi pirkėjo ir pardavėjo derybinės galios, kurias realizavus, kaina („Verslo vertė“, Žinynas 2009):

- Idealiu atveju gali sutapti su verte[2] pirkėjui ir pardavėjui.
- Sutampa su verte pirkėjui, bet yra nutolusi nuo vertės pardavėjui.
- Sutama su verte pardavėjui, bet yra nutolusi nuo vertės pirkėjui.
- Yra tarp verčių pirkėjui ir pardavėjui.

Verslo vertė tiek pirkėjui, tiek pardavėjui sutampa su kaina tik idealiu atveju, dažniausiai kaina ir vertė yra nutolusios viena nuo kitos. Rinkos pokyčiai ir įvairūs lūkesčiai daro įtaką ir verslo vertei, ir jo kainai, tačiau vertė yra tas pagrindas, kuriuo remiamasi formuojant kainą ir užimant derybines pozicijas (Earnst & Young, 2008).

## 2.2. NEMATERIALAUS TURTO IR VERSLO VERTĖS RYŠYS

Kaip matyti iš anksčiau pateiktų sąvokų, verslas yra sudėtinga kompleksinė veikla, kuri susideda ne tik iš materialaus turto, bet ir nematerialių išteklių, ir kuriai didelę įtaką daro rizikos bei psichologiniai veiksniai. Kadangi įmonės (verslo) vertės didžiąją dalį sudaro nematerialus turtas, dėl jo specifikos verslo vertės tikslus nustatymas yra gana sudėtingas procesas (žr. 5 pav.). L. Mortensen (2007) įmonės (verslo) vertę lygina su ledkalniu, kurio didžioji dalis yra nematoma. Iš 5 paveikslo matyti, jog materialus turtas sudaro „matomąją“ ledkalnio dalį – maždaug trečdalį - verslo vertės. Šios verslo dalies vertę nustatyti gana nesudėtinga, nes materialaus turto vertinimo metodai yra standartiniai, lengvai taikomi ir pripažinti. Likusioji „nematomoji“ ledkalnio dalis yra sudaryta iš esmės iš nematerialaus (plačiąja prasme) įmonės turto: vidinės ir išorinės kompetencijų.




**Šaltinis:** L. Mortensen , 2007

**5 pav. Įmonės/verslo vertė**

[2] Šiuo atveju daroma prielaida, kad vertė yra taškinis įvertis, o ne intervalas. Analizuojama vertė atskiram pirkėjui.

Vidinę įmonės (verslo) kompetenciją sudaro verslo organizavimo sprendimai bei naudojamos informacinės technologijos, produktai, licencijos, patentai, personalas, organizacijos kultūra ir vertybės. Išorinei kompetencijai priskiriama rinka ir klientai. Iš išvardintų kompetencijų komponentų pagal sunaudojamų išteklių kaštus tiksliai gali būti nustatyta tik įmonės produkcijos (paslaugų) vertė, tačiau likusių verslo vertę sudarančių dalių vertės nustatymo procesas nėra apibrėžtas, vertinimo metodai skiriasi, todėl jų vertę nustatyti sudėtinga.

Materialus turtas įmonei yra gerai pažįstamas, dėl jo vertinimo nekyla neaiškumų, kadangi dauguma naudojamų finansinių rodiklių yra nusistovėję ir įprasti. Taip pat labai paprasta identifikuoti tokio turto generuojamą vertę ir jos šaltinius. Savaime suprantama, jog naudojant turtą įmonės veikloje, šis nusidėvi ir jo vertė mažėja. Tačiau informacija apie nematerialųjį įmonės turtą dažnai yra ne tik neišsami, bet ir nevisiškai tiksli dėl šio turto specifikos, todėl jam įvertinti yra naudojami ir finansiniai, ir nefinansiniai rodikliai, kurie dažniausiai pasirenkami atsitiktinai pagal atskiros įmonės veiklos ypatybes. Turto vertė naudojimo procese gali tiek didėti, tiek ir mažėti (pavyzdžiui, prestižas), nes ji yra generuojama tokių veiksnių kaip žmogiškieji ištekliai, procesų tobulinimas, tyrimai ir kita, kurių sukurti produktai gali turėti vertės didėjimo tendenciją laikui bėgant (ryšiai su klientais) arba nuvertėti, pavyzdžiui, dėl inovacinių procesų.

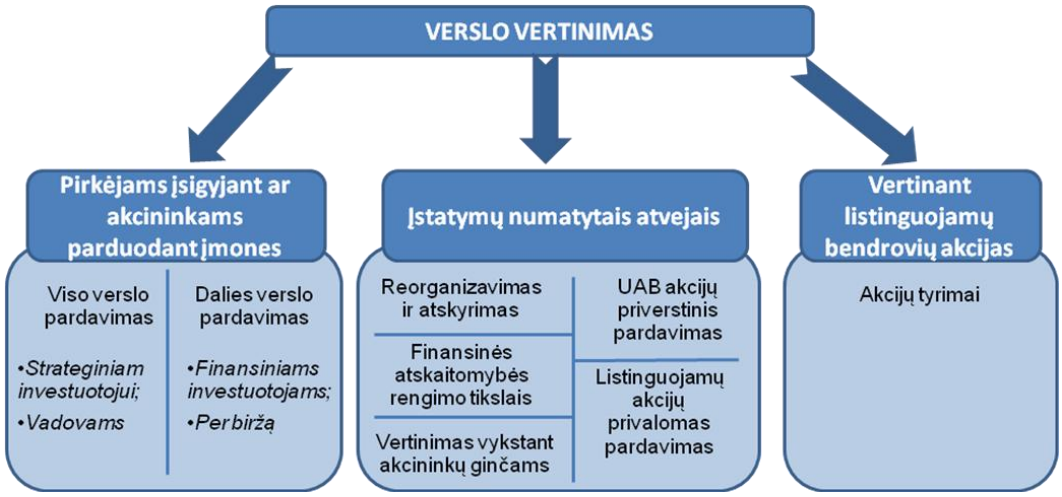
Iš 5 paveikslo matyti ir turto įtaka bendrai verslo vertei: akivaizdu, jog nematerialus turtas, sudarantis didžiąją dalį verslo vertės, daro jai didžiausią poveikį. Jeigu įmonė turi daug nematerialaus turto ir (arba) tas turtas turi didelę vertę, tuomet ir pačios įmonės vertė bus didelė ir atvirkščiai. Tai itin gerai atspindi šiuolaikinės ekonomikos vystymosi tendencijos, kuomet aukštųjų technologijų (angl. high – tech) įmonės, beveik neturinčios materialaus turto, turi labai aukštą vertę. Tačiau reikia pastebėti, kad įmonės, turinčios daug nematerialaus turto, pasižymi didesne rizika, kadangi egzistuoja didesnis netikrumas dėl tokio turto (pavyzdžiui, turimus žmogiškuosius išteklius įmonė gali prarasti „per vieną naktį“) (A. Damodaran, 2009).

Apibendrinant, verslo vertės koncepcijos pagrindiniai aspektai yra subjektyvumas ir didelė priklausomybė nuo vertintojo ir kitų aplinkybių – metarialių ir nematerialių vertės veiksnių, verslo gyvavimo ciklo stadijos, verslo veiklos specifikos ir kt. Kadangi didžiąją dalį verslo sudaro „nematerialioji dalis“, kuri yra sunkiai identifikuojama ir apibrėžiama, tiksliai nustatyti vertę generuojančius veiksnius bei juos įvertinti yra itin sudėtinga. Todėl verslui vertinti turi būti naudojami visuotinai pripažinti ir patikimi metodai, galintys maksimaliai užtikrinti vertinimo patikimumą.

# 3. VERSLO VERTINIMO METODOLOGIJA

## 3.1. PAGRINDINIAI VERSLO VERTINIMO ASPEKTAI

Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (Nr. VIII-1202) verslo vertinimas yra apibrėžtas kaip procesas, kurio metu pagal pasirinktą vertinimo metodą nustatoma vertinamo objekto vertė. Verslo vertinimas atliekamas įmonių įsigijimo/pardavimo, įstatymų numatytais atvejais (pavyzdžiui, reorganizuojant įmones, vykstant akcininkų ginčams ir kt.), taip pat vertinant vertybinių popierių biržose listinguojamų bendrovių akcijas (žr. 6 pav.).




**Šaltinis:** sudaryta pagal Žinyną „Verslo vertė“ (2009)

**6 pav. Verslo vertinimo atvejai**

Žinyne taip pat nurodoma, kad „verslo vertinimas paprastai siejamas su išorinio finansavimo priemonių pritraukimu ar verslo savininkų pasikeitimu. Nuo pirkėjo tipo – strateginis, finansinis investuotojas ar vadovų komanda – priklauso sandorių logika, tikslai ir vertė atskiriems pirkėjams. Vertė ir vertinimo metodai skiriasi ir esant skirtingiems parduodamo akcijų paketo dydžiui bei sandorio tipui (neviešas įmonės ar reikšmingo akcijų paketo pardavimas ar viešas akcijų platinimas)“.

Kadangi egzistuoja daugelis įmonės vertės nustatymo metodų ir būdų, verslo vertinimui pasirenkamas konkretus metodas priklauso nuo atliekamo vertinimo tikslo, taip pat nuo to, kuriai verslo sričiai priklauso vertinimo objektas, kadangi skirtingoms kategorijoms tikslinga taikyti atitinkamus pripažintus vertinimo metodus. Dažniausiai verslo vertinimo metodas parenkamas atsižvelgiant į tokius aspektus kaip, kokia turto vertė aktuali užsakovui ir kas, vertintojo požiūriu, geriausiai atspindi turto vertę atviroje rinkoje. Vertinant verslą, tikslinga vertės nustatymo

skaičiavimus atlikti naudojant keletą metodų, t.y. naudoti įvairių metodų kombinacijas – tokiu būdu gaunama tiksliausia verslo vertė (LEPA, 2008). Žinyne „Verslo vertė“ (2009) nurodoma, kad tikslus verslo vertės nustatymas yra sudėtingas procesas, kurio rezultatai priklauso nuo daugybės veiksnių, nes kiekviena įmonė yra išskirtinė, net jeigu ir yra lyginamos įmones toje pačioje verslo šakoje. Norint tiksliau įvertinti verslo vertę, būtina nuodugniai išanalizuoti konkrečios įmonės būklę: finansinius ir nefinansinius verslo vertės komponentus, išorines verslo rizikas bei galimybes, vidines vertinamos įmonės stiprybes bei apribojimus ir tik tuomet atlikti detalų verslo vertinimą. Šie aspektai yra itin svarbūs, nes vertinimas pasižymi tokiomis savybėmis:

- *Subjektyvumas.* Naudojant vertinimo modelius gaunama galutinė vertė nėra absoliučiai objektyvi, t.y. ji įgyja to tendencingumo, kuris yra leidžiamas vertinimo procese.
- *Vertę*, gautą taikant vertinimo modelį, *veikia su įmonė susijusi, taip pat visos rinkos informacija*. Dėl šios priežasties, atsiradus naujai informacijai, verslo/įmonės vertė kinta. Dėl intensyvių informacijos srautų ir pokyčių įmonės vertinimo rezultatai greitai sensta.
- *Vertinimo metu išlieka tam tikrų neapibrėžtumų* dėl galutinio rezultato dėl vertintojo daromų prielaidų dėl įmonės, jos aplinkos ir ekonomikos perspektyvų (kitaip tariant, pinigų srautai ir diskonto normos yra vertinamos subjektyviai).

Nustatyta verslo vertė taip pat gana reikšmingai priklauso nuo informacijos, kuria buvo naudojamasi vertinimo metu. Vertinimo metu analizuojama informacija pateikta lenetelėje žemiau.

**2 lentelė. Verslo vertinimo informacija**

| Vidinė įmonės informacija | Iš išorės gaunama informacija |
|---|---|
| Įmonės finansinės ataskaitos | Analogiškų įmonių finansinių rodiklių vertinimas |
| Aiškinamieji raštai | Rinkos ir ūkio šakos tendencijų analizė |
| Įmonės vadovybės vertinimai | Vartotojų poreikių analizė |
| Finansinės prognozės | Konkurencinės aplinkos vertinimas |
| Kiti įmonės vidaus dokumentai, kt. | Svarbiausių rizikos veiksnių identifikavimas ir vertinimas |
| | Bendros makroekonominės perspektyvos vertinimas, kt. |

**Šaltinis:** sudaryta pagal Žinyną „Verslo vertė“ (2009), LEPA (2008) ir Earnst & Young (2008)

Apibendrinant svarbu pastebėti, kad verslo vertinimo procesui didelę reikšmę turi tiek vertinimo tikslas, tiek vertintojo požiūris bei pasirinkti vertinimo metodai (ar jų kombinacija). Vertinimas taip pat yra itin priklausomas ir nuo analizuojamų ir naudojamų informacijos šaltinių, todėl būtina užtikrinti šaltinių patikimumą, išsamumą. Daromos prielaidos bei prognozės privalo būti kiek įmanoma tikslesnės ir pagrįstos, nes tik tokiu būdu verslo vertinimo metu gauta verslo vertė atspindės (bus artima) tikrąją (objektyvią) verslo vertę.

## 3.2. VERSLO VERTINIMO METODAI

Verslo (įmonės) vertei nustatyti yra naudojama keliolika įvairių vertinimo metodų. Turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatyme (Nr. VIII-1202) išskiriamos tokios pagrindinės vertinimo metodų grupės: naudojimo pajamų vertės, lyginamosios vertės ir atkuriamosios vertės. Detalesnis vertinimo metodų grupių aprašymas yra pateiktas lentelėje žemiau.

**3 lentelė. Vertinimo metodų grupės**

| Grupė | Metodo apibūdinimas | Vertinimo objektai | Įmonės vertės nustatymo metodai |
|---|---|---|---|
| Naudojimo pajamų vertės grupė | 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. | • Gamybinės, ūkinės-komercinės paskirties pastatus, statinius ir įrenginius;<br>• Įmones (išskyrus smulkias arba likviduojamas), planuojant investicijas, įmonių sanavimo, reorganizavimo ir kitais atvejais;<br>• Kitą turtą kaip verslo objektą, duodantį pelną, arba tikintis, kad vertinamo turto naudojimo vertė objektyviausiai atspindės jo vertę rinkoje. | 1. Diskontuotų pinigų srautų;<br>2. Pajamų kapitalizacijos;<br>3. Perteklinio pelno, atsipirkimo laiko;<br>4. Vidinės pelno normos ir kt. |
| Lyginamosios vertės grupė | 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. | • Gamybinės, ūkinės-komercinės paskirties pastatus, statinius ir įrenginius;<br>• Smulkias įmones;<br>• Likviduojamas įmones. | 1. Šakinių atitikimų;<br>2. Kapitalo rinkos;<br>3. Sandorių;<br>4. Kainos vienam akcininkui;<br>5. Potencialiai galimų dividendų kapitalizacijos;<br>6. Metodai, kuriuose panaudojami įvairūs daugikliai. |

| Grupė | Metodo apibūdinimas | Vertinimo objektai | Įmonės vertės nustatymo metodai |
|---|---|---|---|
| Atkuriamosios vertės grupė | 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. | • Įvairų turtą;<br>• Specialiosios paskirties turtą, t.y. ribotos paklausos ar ne rinkai skirtą turtą (sporto objektus, reprezentacinius pastatus, specialius įrenginius ir kt.);<br>• Vertinamo objekto pagerinimo vertę. | 1. Balansinės vertės;<br>2. Likvidacinės vertės;<br>3. Atstatymo (pakeitimo) vertės;<br>4. Dabartinės vertės ir kt. |

**Šaltinis:** LEPA (2008)

Toliau darbe analizuosiu pagrindinius naudojimo pajamų vertės ir lyginamosios vertės grupėms priklausančius verslo vertinimo metodus, kadangi atkuriamosios vertės grupėi priskiriami metodai dažniausiai naudojami turto vertinimui (verslas pagal šiuos metodus vertinamas gana retai).

### 3.2.1. Diskontuotų pinigų srautų (DCF) metodas

Diskontuotų pinigų srautų (angl. discounted cash flow – DCF) apskaičiavimo metodas yra grindžiamas koncepcija, kad kiekvieno turto vertė gali būti įvertinta pagal to turto generuojamus pinigų srautus laiko atžvilgiu. Naudojant šį metodą remiamasi diskontavimo principu: būsimi įmonės pinigų srautai diskontuojami diskonto normos dydžiu ir tokiu būdu nustatoma dabartinė įmonės pinigų srautų vertė. Per diskonto normą, kuri naudojama diskontuoti numatytiems ateities pinigų srautams, įvertinama ir tų numatomų pinigų srautų rizika (Earnst & Young, 2008). S. J. Fieldman (2005) teigimu, DFC metodas reikalauja įvairios informacijos, įskaitant ir įmonės tikrąją pinigų srautų vertę, įmonės kapitalo kaštus, investicijų poreikį ir pajamų bei pelno augimo normas. Norint sužinoti įmonės vertę, reikia nustatyti būsimą jos pinigų srautą, pinigų srautų išdėstymą laikotarpyje ir diskonto normą. „Įmonės vertė yra gaunama diskontuojant planuojamus pinigų srautus, tenkančius įmonei. Firmai tenka tie pinigų srautai, kurie lieka apmokėjus visas veiklos išlaidas, mokesčius, tačiau prieš skolą ir palūkanas“ (G.Kancerevyčius, 2004).

DCF metodas gali būti skirstomas pagal diskontuojamų pinigų srautų tipą (Earnst & Young, 2008):

- FCFF (angl. free cash flow to firm) – laisvus pinigų srautus įmonei (akcininkams ir skolos kapitalo teikėjams);
- FCFE (angl. free cash flow to equity) – laisvus pinigų srautus akcininkams po atsiskaitymų su skolos kapitalo teikėjais.

Priklausomai nuo DCF metodo, laisvų pinigų srautų apskaičiavimas pateiktas 7 pav.

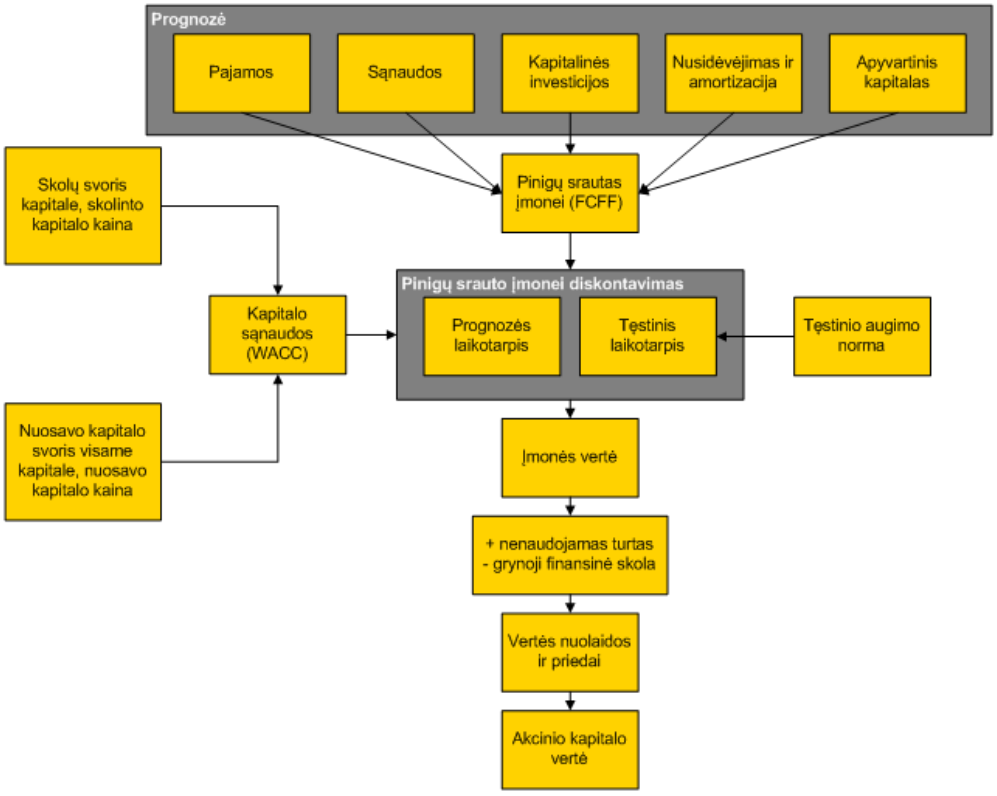
| PINIGŲ SRAUTAI ĮMONEI (FCFF): | |
|---|---|
| + | EBIT |
| - | Mokesčiai |
| = | Grynasis veiklos pelnas po mokesčių |
| + | Nusidėvėjimas / amortizacija |
| - | Kapitalinės investicijos |
| +/- | Apyvartinio kapitalo pokytis |
| = | Pinigų srautai (įmonei) |

| PINIGŲ SRAUTAI NUOSAVAM KAPITALUI (FCFE): | |
|---|---|
| + | EBIT |
| - | Palūkanų sąnaudos |
| - | Mokesčiai |
| = | Grynasis pelnas po mokesčių |
| + | Nusidėvėjimas / amortizacija |
| - | Kapitalinės investicijos |
| +/- | Apyvartinio kapitalo pokytis |
| +/- | Finansinių įsipareigojimų pokytis |
| = | Pinigų srautai (nuosavam kapitalui) |

**Šaltinis:** Žinynas „Verslo vertė“ (2009)

**7 pav. Pinigų srautų apskaičiavimas**

Laisvų pinigų srautų įmonei (FCFF) diskontavimo metodo schema pateikta 8 pav.




**Šaltinis:** Earnst & Young (2008)

**8 pav. Laisvų pinigų srautų įmonei (FCFF) diskontavimo metodas**

Toliau yra pateikiamos pagrindinių atskirų prognozėms DFC metode naudojamų duomenų charakteristikos (8 pav. pavaizduota pilka spalva).

*Pajamos.* Pajamos yra vertės veiksnys. Pajamų prognozės yra susijusios su: rinkos bei ūkio šakos tendencijomis, įmonių veiklos bei verslo šakos ciklišku mu, kainų kitimu, turto įsigijimais

arba pardavimais, kt. Pajamos turi būti planuojamos efektyviai – lyginant istorinius faktinius rezultatus su numatytais biudžete, o staigiai kylančios (angl. „Hockey stick") projekcijos visuomet reikalauja papildomo numatomo augimo pagrindimo.

*Sąnaudos*. Prognozuojamos kaip procentas nuo pajamų arba modeliuojant „iš apačios į viršų": parduotų prekių suteiktų paslaugų savikaina, pardavimų ir rinkodaros sąnaudos, bendros ir administracinės sąnaudos, tyrimų ir plėtros sąnaudos. Reikia įvertinti ir veiklos ir finansinį svertą, vienkartines sąnaudas, atsižvelgti į masto ekonomiją.

*Kapitalinės investicijos*. Būsimosios kapitalinės investicijos turi atitikti įmonės veiklos poreikius ateityje. Poreikis investicijoms gali būti nustatytas taip:

- Ilgalaikio materialaus ir nematerialaus turto likutinės vertės pagal pagrindines turto kategorijas ir jų likęs vidutinis naudingo tarnavimo laikotarpis – nusidėvėjęs turtas turi būti pakeičiamas;
- Vadovybės parengtos kapitalinių investicijų prognozės ateities kapitalo išlaidoms – nudėvėto turto atstatymo ir plėtros kapitalinės investicijos;
- Tęstinio augimo laikotarpiu dažniausiai laikoma, kad kapitalinės investicijos lygios nusidėvėjimui.

Kapitalinių investicijų poreikis gali būti įvertinamas ir pagal ilgalaikio materialaus ir nematerialaus turto apyvartumą (Earnst & Young, 2008, Žinynas „Verslo vertė", 2009):

$$\textbf{Kapitalinės investicijos} = \frac{\textbf{Pardavimai}}{\textbf{Turto apyvartumas}} x \frac{\textbf{2}}{\textbf{Turto naudingo tarnavimo laikotarpis}} \qquad (1)$$

*Nusidėvėjimas ir amortizacija*. Turto nusidėvėjimas/amortizacija turi atitikti įgyto turto specifiką, verslo šakoje pripažintus naudingo tarnavimo laikotarpius bei numatytų investicijų grafiką.

*Apyvartinis kapitalas.* Pagrindiniai apyvartinio kapitalo skaičiavimo elementai yra (Earnst & Young, 2008, Žinynas „Verslo vertė", 2009):

- $\text{Gautinų sumų apyvartumas dienomis} = \frac{\text{Gautinos sumos iš prekybos}}{\text{Pardavimo pajamos}} x\ 365 \qquad (2)$
- $\text{Mokėtinų sumų apyvartumas dienomis} = \frac{\text{Mokėtinos sumos iš prekybos}}{\text{Pardavimo savikaina}} x\ 365 \qquad (3)$
- $\text{Atsargų apyvartumas dienomis} = \frac{\text{Atsargos}}{\text{Pardavimo savikaina}} x\ 365 \qquad (4)$

Padidėjimo (angl. incremental) apyvartinis kapitalas (proc.) skaičiuojamas nuo pardavimo pajamų (sąnaudų) pagal istorinę įmonės informaciją, prognozuojamą balansą ir apyvartinio kapitalo poreikio normas verslo šakoje.

***FCFF pinigų srautų diskontavimas.*** Verslo vertė diskontuojant pinigų srautus nustatoma naudojant tokią formulę (Earnst & Young, 2008, Žinynas „Verslo vertė“, 2009):

$$\text{Verslo vertė} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)}{(1+WACC)^n} \qquad (5)$$

arba

$$\text{Verslo vertė} = PV_{fcf} + PV_{rv} \qquad (6),$$

kur FCFF - laisvas pinigų srautas įmonei;

$PV_{fcf}$ - dabartinė prognozuojamo laikotarpio pinigų srautų vertė;

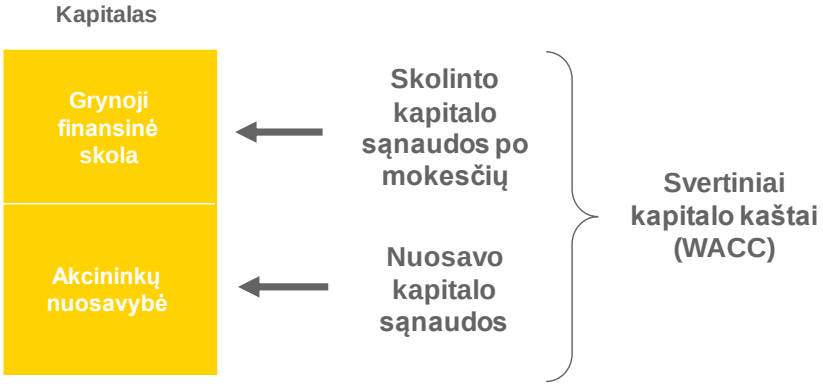
$PV_{rv}$ - tęstinio laikotarpio pinigų srautų vertė;

WACC - vidutinės svertinės kapitalo sąnaudos;

g - tęstinio augimo norma.

*Kapitalo sąnaudos*. Diskonto norma yra kapitalo kaina įsigyjančiai įmonei. Kapitalo kaina yra tiesiogiai susijusi su kapitalo grąža, kurios tikisi akcininkai bei skolintojai. Kapitalo kaina susideda iš skolinto kapitalo kainos (ribinė skolinto kapitalo palūkanų norma po mokesčių) ir nuosavo kapitalo kainos (finansavimas nuosavu kapitalu nėra nemokamas). Kapitalo kaina nėra statiška, ji glaudžiai susijusi su palūkanų norma bei priklauso nuo verslo finansavimo struktūros.

*Vidutinės svertinės kapitalo sąnaudos* (angl. Weighted Average Cost of Capital – WACC) matuoja įmonės kapitalo kainą pagal nuosavo bei skolinto kapitalo kainą po mokesčių ir nuosavo bei skolinto kapitalo proporciją įmonės finansinėje struktūroje (žr. paveikslą žemiau).




**Šaltinis:** Earnst & Young (2008)

**9 pav. Vidutinės svertinės kapitalo sąnaudos**

WACC gali būti apskaičiuojama kaip skolinto ir nuosavo kapitalo kaina (Earnst & Young, 2008, Žinynas „Verslo vertė“, 2009).

$$WACC = [\text{Skolinto kapitalo kaina}] + [\text{Nuosavo kapitalo kaina}] \quad (7)$$

arba

$$WACC = [(\%\ \text{Skola})\ (K_D)\ (1\text{-}T)] + [(\%\ \text{Nuosavas kapitalas})\ (K_E)] \quad (8),$$

kur kapitalo aktyvų vertinimo modeliu (angl. Capital Asset Pricing Model – CAPM) nustatoma nuosavo kapitalo kaina:

$$K_E = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (9),$$

kur $K_D$ - skolinto kapitalo kaina;

$K_E$ - nuosavo kapitalo kaina;

T - ribinė mokesčių norma;

$R_f$ - be rizikos palūkanų norma;

β - koeficientas beta, sisteminės rizikos matas;

$R_m$ - Bendro rinkos portfelio pajamų norma.

CAPM yra lygi diskonto normai, naudojamai taikant FCFE metodą.

*Tęstinio augimo norma* (angl. perpetual growth rate) yra prielaida dėl numatomo pinigų srauto kasmetinio augimo už prognozuojamo laikotarpio ribų. Pagrindiniai būdai tęstinei augimo normai nustatyti yra istorinė augimo norma, analitikų nustatyta augimo norma**,** fundamentali augimo norma.

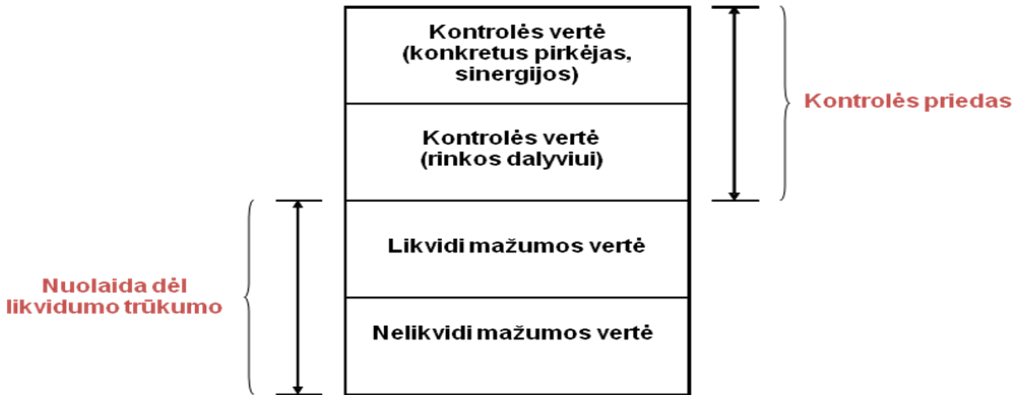
*Nenaudojamas turtas.* Akcinio kapitalo vertei nustatyti į įmonės vertę yra įtraukiami pertekliniai pinigai ir vertybiniai popieriai, akcijų, sudarančių mažumos dalį kitose įmonėse, vertė, kito nenaudojamo turto vertė ir kt.

*Grynoji finansinė skola.* Akcinio kapitalo vertei nustatyti iš įmonės vertės atimama finansinių skolų su palūkanomis vertė (įskaitant finansinę nuomą (lizingą)), veiklos nuomos įsipareigojimų dabartinė vertė, mažumos dalies vertinamose konsoliduotose įmonėse vertė, tikėtinos bylinėjimosi išlaidos, privilegijuotosios akcijos, kt.

*Vertės nuolaidos ir priedai.*

Vertės lygiai, kuriuos reikia apsvarstyti vertinant įmones:

- Mažumos akcijos. Mažumos akcijų turėtojai dažniausiai atlieka pasyvų vaidmenį įmonės valdyme. Pavyzdžiui, jie negali inicijuoti įmonės turto pardavimo ar keisti dividendų mokėjimo politikos.
- Likvidumo nuolaida. Mažumos akcijų likvidumas įmonėse, kurios nėra biržos sąrašuose, dažniausiai yra mažesnis, nei atitinkamų sąrašuose esančių įmonių. Tai dažniausiai reiškia, jog biržos sąrašuose nesančių įmonių mažumos akcijos vertinamos mažiau.
- Kontrolės priedas. Kai 100 proc. įmonės valdo vienas akcininkas, laikoma, kad jis visiškai kontroliuoja įmonę. Kai kuriais atvejais nebūtina turėti 100 proc. akcijų (ar 50,1 proc.) norint kontroliuoti įmonę.




**Šatinis:** Earnst & Young (2008)

**10 pav. Vertės nuolaidos ir priedai**

*DCF metodo privalumai* (Earnst & Young, 2008, Žinynas „Verslo vertė“, 2009).

- Metodas yra pagrįstas fundamentaliomis turto charakteristikomis ir dėl to mažiau priklauso nuo rinkos lūkesčių ir nuomonių svyravimo;
- Išanalizuojama visa įmonės veikla;
- Jei akcijų kainos kyla (krenta) neproporcingai pelnui ir pinigų srautams, diskontuotų pinigų srautų modeliai gali įvertinti akcijas kaip pervertintas (neįvertintas) ir tokiu būdu padėti priimti atitinkamus sprendimus portfelių valdytojams;
- Susitelkia ties pinigų srautais, dėl to jo neveikia apskaitos iškraipymai;
- Apima investicijas į ilgalaikį turtą ir apyvartinį kapitalą;
- Apima ilgalaikio vystymo strategijas, kurios sumažina trumpalaikių tikslų rezultatų patrauklumą;
- Apibūdina riziką, pinigų ir laiko sąveiką bei kapitalo struktūrą.

*DCF metodo trūkumai* (Earnst & Young, 2008, Žinynas „Verslo vertė“, 2009).

- Diskontuotų pinigų srautų modeliais gali būti manipuliuojama norint gauti tokias vertes, kurios neturi nieko bendra su tikrąja verslo verte;
- Reikalauja daug duomenų ir informacijos, kuriuos gali būti sudėtinga gauti, informacijos gali trūkti, arba ji gali būti iškreipta;
- DCF modeliai gali visas verslo šakoje ar net rinkoje esančias akcijas įvertinti kaip pervertintas;
- DCF modelyje laikoma, kad ateities prognozės yra tikslios;
- DCF modelis labai jautrus diskonto ir tęstinio augimo normų prielaidoms. Tęstinė vertė dažniausiai viršija 50 proc. verslo vertės.

### 3.2.2. Palyginamosios vertės (arba daugiklių) metodas

Palyginamosios vertės arba rinkos metodas (angl. *relative valuation*) taikomas, laikantis prielaidos, kad verslo vertė gali būti įvertinta palyginant ir susiejant vertinamo verslo bruožus ir ypatybes su kitu panašiu verslu, kuris dalyvavo rinkos santykiuose. Pasak Earnst & Young ekspertų (2008), veiksniai, į kuriuos turi būti atsižvelgta sprendžiant, ar egzistuoja pakankamas pagrindas verslo palyginimui yra:

- Pakankamas investicijų kokybinių ir kiekybinių charakteristikų panašumas;
- Informacijos apimtis ir patikimumas apie panašią investiciją;
- Ar panašios investicijos pirkimo–pardavimo kaina susiformavo ,,ištiestosios rankos” principu grįstame sandoryje ar priverstinio pardavimo metu;
- Kitas svarbias aplinkybes, galėjusias turėti įtakas verslo vertinimo procesui ir jo rezulatui.

Palyginamojo vertinimo metodas arba santykinis vertinimas iš esmės remiasi santykinių rodiklių analize, t.y. įmonės dabartinė veikla arba vieno periodo prognozė yra vertinama taikant santykinius rodiklius ir juos lyginant su palyginamų įmonių santykiniais rodikliais. Įmonės vertė gali būti nustatoma tiek remiantis istoriniais duomenimis, tiek prognozuojant įmonės rodiklius (pajamas, EBITDA, pelną ir kt.) ateinantiems metams. Dažniausiai lyginimas tarpusavyje atlikamas, naudojant šiuos daugiklius:

- Pardavimo pajamas (angl. EV/Sales);
- EBITDA (angl. EV/EBITDA);
- EBIT (angl. EV/EBIT);

- Pinigų srautais prieš skolos sąnaudas (angl. EV/FCFF);
- Turtu (angl. EV/Assets);
- Investicijų į ilgalaikį materialųjį turtą buhalterine verte (angl. EV/NBV of fixed assets).

Akcijų vertė dažniausiai lyginama per tokius daugiklius:

- Pelnas prieš mokesčius (angl. Equity value/PBT);
- Grynasis pelnas (angl. Price/Earnings);
- Pinigų srautai (angl. Equity value/FCFE);
- Nuosavo kapitalo buhalterinė vertė (angl. Price/Book value arba NBV).

Tam, kad būtų galima atlikti santykinį verslo vertinimą yra būtina sudaryti palyginamų sandorių aibę (sandorių, kurie savo specifika atitinka vertinamą verslą). Palyginamų sandorių aibės sudarymas yra esminis ir daugiausiai laiko užimantis santykinio vertinimo etapas, kadangi nėra universalaus būdo, kaip tokia aibė gali (turi) būti parinkta. Paprastai yra remiamasi istorinių sandorių arba įmonių akcijų prekybos biržose informacija.

*Palyginamosios vertės metodo privalumai.*

- Metodas paprastas, lengvai suprantamas, naudojama palyginti mažai prielaidų;
- Vertinimas reikalauja santykinai mažiau laiko, informacijos ir kitų išteklių;
- Atspindi esamą rinkos nuotaiką, grindžiamas faktinėmis akcijų rinkos kainomis ar sudarytų sandorių vertėmis;
- Įmonių akcijų prekybos biržose metodo atveju lengvai prieinama detali įmonės finansinė ir akcijų kainos informacija.

*Palyginamosios vertės metodo trūkumai.*

- Istorinių sandorių metodo atveju informacija dažniausiai yra gana ribota. Gali būti sudėtinga nustatyti, ar sandorio įmonė yra palyginama su vertinama įmone (likvidumas, rizika);
- Sudėtinga vertinti įmones, kurios neturi atitikmenų rinkoje, neuždirba ar uždirba mažai pajamų, taip pat įmones, patiriančias nuostolių;
- Palyginamų įmonių (sandorių aibės) parinkimas yra subjektyvus, kadangi nėra dviejų visiškai vienodų įmonių rizikos ir augimo atžvilgiu;
- Rinkos klaidos, kadangi rinka dėl įvairių priežasčių gali neįvertinti ar pervertinti įmones.

## 3.3. VERSLO VERTINIMAS, ATSIŽVELGIANT Į NEMATERIALŲJĮ ĮMONĖS TURTĄ

A. Damodaran (2009) pateikė verslo vertinimo metodą, skirtą įmonėms, kurių veiklos pagrindą sudaro nematerialusis turtas. Ekonomikos procesams pereinant nuo gamybinės veiklos prie paslaugų, vis didesnę dalį visumoje vertinamų įmonių sudaro tos, kurių vertės pagrindas yra nematerialus turtas (nuo technologinių patentų iki žmogiškojo kapitalo). Mokslininkas savo teorijoje koncentruojasi ties keliais kintamaisiais, kurie daro įprastų gamybinių ir paslaugų įmonių vertinimą skirtingą. Mokslininko pagrindinė tezė, kuria remiasi medotas yra tai, kad apskaitoje įprastai yra klaidingai kategorizuojamos operacinės išlaidos ir kapitalinės investicijos, kuomet įmonės investuoja į nematerialųjį turtą. Todėl, pavyzdžiui, išlaidos moksliniams tyrimams ir plėtrai, kurios šiuo atveju iš esmės yra kapitalo investicijos, yra laikomos operacinėmis išlaidomis, taip iškraipant ataskaitinį pelną ir kapitalo vertę. Metodo tikslas – pasiūlyti apskaitos koregavimo būdą(-us) ir parodyti jo pasekmes verslo vertinimui.

Įmonės, turinčios daug nematerialaus turto yra skirtingos, tačiau jas jungia tokie pagrindiniai bendri bruožai:

*Prieštaringa investicijų į nematerialųjį turtą apskaita:* pagrindiniai apskaitos principai reikalauja atskirti kapitalo investicijas nuo operacinių išladų. Bet kokios išlaidos, kurios kuria naudą daugiau nei vienerius metus, yra kapitalo investicijos, o išlaidos, kuriančios naudą tik einamaisiais metais yra veiklos išlaidos. Šis atskyrimas yra lengvai įgyvendinamas gamybos įmonėse, ivesticijas į naują gamyklą, įrangą ir pastatus priskiriant kapitalo investicijoms, o medžiagas ir darbo jėgos kaštus - veiklos išlaidoms. Tačiau šis principas yra ignoruojamas „nematerialiųjų įmonių“ apskaitoje – didžiausios kapitalo investicijos technologijų, farmacijos ir pan. įmonėse yra skiriamos tyrimams ir plėtrai, vartotojų produktų įmonėse – prekės ženklo reklamai, konsultavimo įmonėse – darbuotojų mokymamas bei paieškai. Vadovaujantis argumentu, kad ilgalaikė nauda iš šių investicijų yra pernelyg neapibrėžta, šios išlaidos yra priskiriamos veiklos išlaidoms. Todėl „nematerialiosios įmonės“ apskaitoje rodoma mažos kapitalo investicijos, palyginus su jų dydžiu ir augimo potencialu.

*Paprastai mažesnis skolinimosi lygis:* daugelis „nematerialiųjų įmonių“ turi mažą įsiskolinimo lygį, palyginus su įmonėmis iš kitų sektorių su panašiomis pajamomis ir pinigų srautais. Dalis mažo finansinio sverto gali būti paaiškinta bankų polinkiu daugiau skolinti įmonėms, turinčioms materialaus turto, kita dalis gali atspindėti aukštųjų technologijų ir farmacijos įmonių buvimo augimo fazėje savo gyvavimo cikle faktą.

*Nuosavo kapitalo opcionai:* pakankamai platus nuosavo kapitalo opcionų naudojimas siejamas su žmogiškojo kapitalo išlaikymu „nematerialiosiose įmonėse“.

Visi šie aspektai turi įtakos nustatant verslo vertę tiek DCF, tiek palyginamosios vertės metodais. Nustatant vertę yra remiamasi įmonės pajamomis ir buhalterine jos verte. Turintis trūkumų apskaitos vertinimas daro abu skaičius nepatikimus, kadangi technologijų ir kt. nematerialaus turto įmonių apskaitoje matoma ne tikroji veiklos išlaidų vertė ir netiksli buhalterinė vertė, nes didelė turto dalis tiesiog yra neužfiksuota. Tai lemia klaidingą verslo vertinimą, nes šie skaičiai yra pagrindas prognozėms DCF modelyje ir yra lyginami palyginamosios vertės modelyje. Prieštaringas kapitalo investicijų ir veiklos išlaidų identifikavimas lemia kapitalo ir nuosavybės gražos rodiklių iškraipymą. Taip pat svarbu ir tai, jog įmonės, turinčios daug nematerialaus turto yra rizikingesnės, kadangi tokio turto vertė greitai kinta, ją sudėtinga sekti. Šių įmonių vertinimas turi būti atliekamas išsamiai įvertinant jų specifiką. Be to, analitikai ateities augimą dažnai prognozuoja pagal savo sprendimus, padarytus remiantis istoriniais duomenimis arba vadovybės vertinimu, todėl susidaro tendencija pervertinti įmones augimo laikotarpiu ir nepakankamai įvertinti nuosmukio metu. Analitikai, kurie naudoja palyginamosios vertės metodą, teigia, jog jų vertinimai nėra paveikti apskaitinių netikslumų, kadangi visos įmonės sektoriuje turi šiuos netikslumus. Tačiau problema kyla dėl to, kad skirtingose įmonėse net ir tame pačiame sektoriuje klaidingo kapitalo investicijų kategorizavimo lygis gali žymiai skirtis.

*Tyrimų ir plėtros išlaidų kapitalizavimas.* Mokslinių tyrimų ir plėtros išlaidos, nepaisant netikrumo apie būsimą naudą, turėtų būti kapitalizuojamos. Tam, kad būtų galima kapitalizuoti ir vertinti tyrimų turtą reikalinga prielaida, kiek ilgai vidutiniškai užtrunka tyrimus komercializuoti. Kitaip tariant, koks yra tokio turto amortizacijos laikas. Šis laikotarpis yra įvairus tarp skirtingų įmonių ir atspindi komercinį produktų, atsiradusių tyrimų dėka, gyvavimo laiką. Kai amortizacijos laikotarpis yra nustatytas, kitas žingsnis yra informacijos apie tyrimų ir plėtros išlaidas surinkimas už praėjusius metus (už laikotarpį, kuris yra lygus nagrinėjamo turto amortizacijos laikotarpiui, t.y. jei turtas turi 5 metų amortizacijos laikotarpį, tyrimų išlaidų duomenys turi būti surinkti už 5 metų laikotarpį). Daroma prielaida, kad amortizacija yra vienoda visą laikotarpį, kas leidžia įvertinti likutinę tyrimų turo vertę šiandien (A. Damodaran, 2009).

$$\text{Turto vertė} = \sum_{t=-(n-1)}^{t=0} \text{R\&}D_t \frac{(n+t)}{n} \qquad (10);$$

kur R&D – tyrimų ir plėtros išlaidos;

n – komercializavimo laikotarpis; t – periodas.

Tai padidina įmonės turto vertę ir, išplečiant taikymo sritį, nuosavybės buhalterinę vertę.

Pakoreguota nuosavo kapitlo vertė = Nuosavo kapitalo buhalterinė vertė + tyrimų turto vertė (11);

Galiausiai, veiklos išlaidos yra pakoreguojamos tam, kad būtų atspindėta tyrimų ir plėtros išlaidų kapitalizacija. Pirma, tyrimų ir plėtros išlaidos, kurios buvo išskirtos siekiant nustatyti veiklos pajamas, yra grąžinamos atgal, atspindint jų priskyrimą kapitalo investicijų kategorijai. Antra, tyrimų turto amortizacija yra traktuojama taip pat kaip nusidėvėjimas tam, kad būtų gautos pakoreguotos veiklos pajamos.

Pakoreguotos veiklos pajamos = veiklos pajamos + tyrimų išlaidos – tyrimų turto amortizacija (12);

Pakoreguotos veiklos pajamos didėja įmonėse, kurių tyrimų išlaidos laikui bėgant auga. Grynosios pajamos taip pat bus paveiktos šios korekcijos:

Pakoreguotos grynosios pajamos = Grynosios pajamos + tyrimų išlaidos – tyrimų turto amortizacija (13);

Šiuo atveju mokesčių nauda nėra vertinama.

*Kitų veiklos išlaidų kapitalizavimas.* Tyrimų ir plėtros išlaidos yra vienas ryškiausių pavyzdžių, kuomet kapitalo investicijos yra laikomos veiklos išlaidomis, tačiau yra ir kitų veiklos išlaidų, kurių dalis turėtų būti laikoma kapitalo investicijomis. Vartojimo produktų įmonėse, tokiose kaip Coca Cola ar Gillette dalis reklamos išlaidų turėtų būti laikomos kapitalo investicijomis, kadangi jos skirtos prekės ženklo vertei didinti. Konsultacijų kompanijoje, tokiose kaip KPMG arba McKinsey darbuotojų paieškos ir kvalifikacijos kėlimo išlaidos gali būti laikomos kapitalo investicijomis, kadangi konsultantai, kurie yra įmonės pagrindas, suteikia ilgametę naudą. Tačiau reikia atsargiai vertinti veiklos išlaidas prieš jas kapitalzuojant – turi būti esminių įrodymų, kad nauda iš tokių išlaidų yra gaunama ilgą laiką (keletą periodų). Šios išlaidos turėtų būti kapitalizuojamos, naudojant panašią procedūrą kaip ir tyrimų išlaidos. Reikalinga nustatyti periodą, kurį nauda iš veiklos išlaidų (tokių kaip pardavimų, bendrųjų ir administracinių) bus gaunama. Nustatyti tokio turto vertę (analogiškai kaip ir tyrimų išlaidų atveju). Gauta vertė pridedama prie kapitalo buhalterinės vertės ir naudojama kapitalo grąžai nustatyti. Veiklos išlaidos yra koreguojamos sukurto turto amortizacijai. Grynasis kapitalizacijos efektas labiausiai yra matomas reinvesticijų normoje ir kapitalo grąžos rodikliuose vertinant tokias įmones.

*Korekcijų povekis DCF metodui*. Kuomet kapitalizuojamos išlaidos, susijusios su nematerialaus turto sukūrimu, tai reiškia ir finansinių ataskaitų korekcijas, naujai formuojant

skaičius, kurie yra fundamentalūs duomenys vertinimo procese – pajamos, reinvesticijos ir grąžos matai. Korekcijų daromas poveikis yra:

1) Pajamos. Kaip veiklos išlaidų kapitalizacijos pasekmė yra veiklos ir grynųjų pajamų pokyčiai. Kadangi pritaikymas apima nagrinėjamų metų išlaidų grąžinimą ir praėjusių metų išlaidų amortizacijos atėmimą, efektas pajamoms bus neegzistuojantis jeigu išlaidos laikui bėgant nekito, ir teigiamas, jeigu išlaidos laikui bėgant augo.
2) Reinvesticija. Efektas reinvesticijai yra analogiškas efektui pajamoms, reinvesticijai didėjant ir mažėjant tiksliai tuo pačiu dydžiu kaip ir pajamos.
3) Laisvų pinigų srautas įmonei. Kadangi laisvas pinigų srautas yra skaičiuojamas iš pajamų atimant reinvesticiją, o abu šie kintamieji pakinta vienodu mastu, efekto laisvam pinigų srautui nėra.
4) Reinvesticijos norma. Jeigu pajamos ir reinvesticija išauga dėl veiklos išlaidų kapitalizavimo, reinvesticijos norma taip pat išaugs.
5) Investuotas kapitalas. Kadangi neamortizuota dalis praėjusių metų išlaidų yra laikoma turtu, ji prisideda prie investuoto kapitalo įmonėje. Didesnis efektas bus įmonėms, kurių amortizacijos laikotarpis yra didesnis.
6) Kapitalo (nuosavybės) grąža. Kadangi tiek pajamos, tiek investuotas kapitalas yra veikiami kapitalizacijos korekcijų, grynasis poveikis kapitalo (nuosavybės) grąžos rodikliui yra neprognozuojamas. Jeigu kapitalo grąžos rodiklis po kapitalizacijos išauga, galima daryti išvadą, kad grąža, gaunama iš veiklos išlaidų (tyrimų, reklamos, kt.) yra didesnė nei iš tradicinių investicijų.
7) Tikėtina augimo norma. Kadangi tikėtina augimo norma yra reinvesticijos normos ir kapitalo grąžos funkcija, o šie rodikliai kinta dėl kapitalizacijos, todėl tikėtina augimo norma taip pat kinta. Didesnė reinvesticijos norma lemia didesnę tikėtiną augimo normą, tačiau ją gali atsverti kapitalo grąžos rodiklis.

Apibendrinant, didžiausią poveikį veiklos išlaidų kapitalizacija daro kapitalo grąžos ir reinvesticijos normos rodikliams. Kadangi kapitalo kaštai lieka nepakitę, bet koks kapitalo grąžos pokytis lems įmonės grąžos rodiklio, rodančio augimo vertę, pokyčius. Taigi kapitalizacijos procesas leidžia realiau įvertinti, koks yra įmonių investicijų į turtą, skatinantį augimą, lygis ir kokia to turto kokybė, taip pat šis proceesas leidžia atstatyti vertinimo vientisumą, užtikrinantį, kad augimo normos rodikliai yra vertinami greta su reinvesticijos ir kapitalo grąžos rodikliais.

*Korekcijų povekis palyginamosios vertės metodui.* Visos technologijų, farmacijos ir pan. įmonės veikia naudodamus tuos pačius apskaitos principus – tyrimus priskirdami išlaidoms, bet ne

ivesticijoms. Tačiau tai nereiškia, kad toks traktavimas neturi pasekmių palyginamosios vertės metodo taikymui vertinant verslą. Tyrimų išlaidų kapitalizacijos efektas pajamoms ir buhalterinei vertei yra įvairus skirtingose įmonėse ir priklauso nuo:

1) Įmonės amžiaus ir jos gyvavimo ciklo fazės: efektas bus žymiai didesnis jaunesnėse įmonėse nei labiau subrendusiose. Tyrimų išlaidų kapitalizacija padidina pajamas labiau jaunose įmonėse, nes jose tyrimų išlaidos paprastai sudaro žymiai didesnę dalį visų išlaidų ir šios išlaidos turi didėjimo tendenciją laikui bėgant.
2) Amortizacijos laiko: kapitalizacijos efektas bus didesnis, jeigu pratęsime tyrimų amortizacijos laiką, ypač investuotam kapitalui. Jeigu darome prielaidą, kad visos įmonės sektoriuje turi tą patį tyrimų amortizacijos laiką, efektas bus nulinis, tačiau skirtingos įmonės, net ir vykdančios tokią pačią veiklą, tyrimus komercializuoti geba skirtingu greičiu, todėl kapitalizacijos efektas joms yra skirtingas.

Jeigu apskaitos netikslumai bus ignoruojami ir joje pateikti skaičiai (pajamos bei buhalterinės vertės) bus naudojami skaičiuojant palyginamosios vertės metodo daugiklius, pastebėsime, kad jaunesnės įmonės arba įmonės, turinčios ilgesnį tyrimų komercializacijos laiką, yra pervertintos – jų pajamos bei buhalterinė vertė bus sumažintos, dėl ko PE, EV/|EBITDA daugikliai bus didesni. Todėl siekiant tikslumo vertinimo procese, reikia kapitalizuoti išlaidas, skirtas investicijoms į nematerialųjį turtą, tačiau šis procesas yra gana imlus laikui ir informacijai. Antras būdas yra naudojant apskaitoje pateiktus duomenis, ypatingai atidžiai atsižvelgiant į anksčiau paminėtus aspektus ir kontroliuojant gaunamus rezultatus.

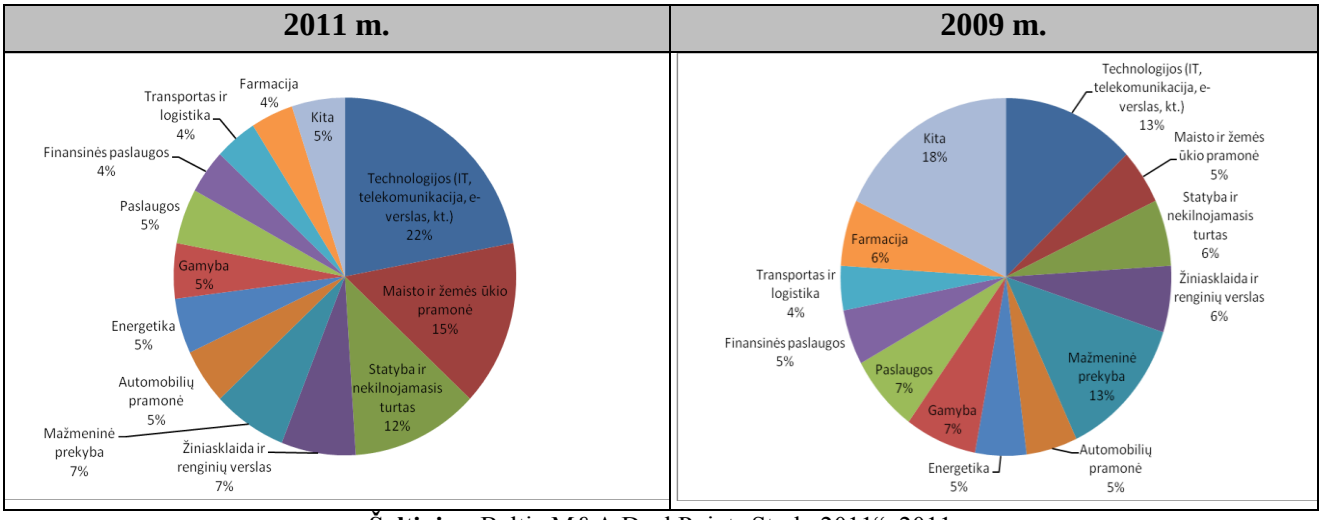
# 4. NEMATERIALUS TURTO ĮTAKOS FARMACIJOS ĮMONĖS VERTEI NUSTATYMAS

## 4.1. VERSLO ĮSIGIJIMŲ IR PARDAVIMŲ SANDORIŲ RINKOS ANALIZĖ

Kad nematerialus turto aspektas verslo vertinimui yra itin aktualus matyti atlikus verslo įsigijimų ir pardavimų sandorių rinkos apžvalgą. Pasaulio įsigijimų ir susijungimų rinkoje šių metų I – III ketv. Įvyko 9019 sandorių, 1,1 proc. daugiau nei praėjusiais metais tuo pačiu metu. Europoje per pirmus 9 2011 m. mėnesius sudarytas 3721 toks sandoris, jų vertė - 540,2 mlrd. USD. Tai yra 27,3 proc. daugiau, palyginti su tuo pačiu praėjusių metų laikotarpiu (3526 sandoriai, jų vertė 424,2 mlrd. USD) (Verslo žinios, Nr. 184, 2011-10-25).

2011 m. teisininkų įmonė „Sorainen“ pateikė studiją „Baltic M&A Deal Points Study 2011“, kurioje nagrinėjami Baltijos šalyse vykstantys įmonių įsigijimų, susijungimų ir panašūs procesai. Studijoje nagrinėjami sandoriai, apimantys akcijų, turto perdavimo ir kt. sandorius, Baltijos šalyse, t.y. sandoriai, kurių objektas veikia vienoje ar keliose Baltijos valstybėse – Estijoje, Latvijoje ir Lietuvoje. Nagrinėjamas laikotarpis: sandoriai, pabaigti 2009 m. sausio mėn. – 2011 m. birželio mėn.

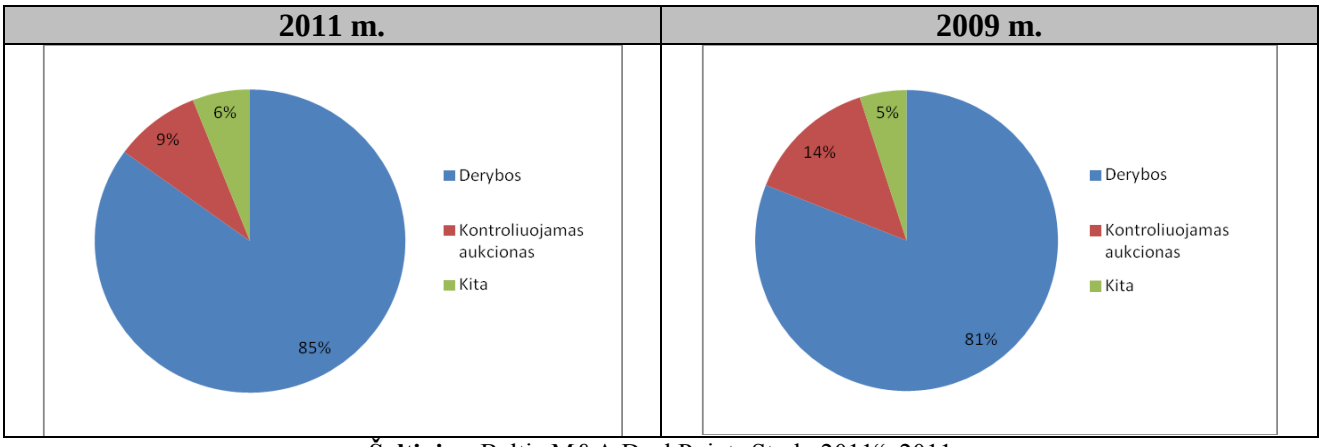
Iš 11 pav. matyti, kad didžiąją dalį sandorių sudaro įmonės, veikiančios technologijų sektoriuje (2011 m. 22 proc.). Kartu su kitais taip pat „nematerialiai intensyviais“ (farmacijos, finansinių paslaugų, dalinai paslaugų) sektoriais šių sandorių dalis sudaro apie trečdalį visų sandorių.




**Šaltinis:** „Baltic M&A Deal Points Study 2011“, 2011

**11 pav. Verslo įsigijimo/pardavimo sandoriai pagal pramonės sritis**

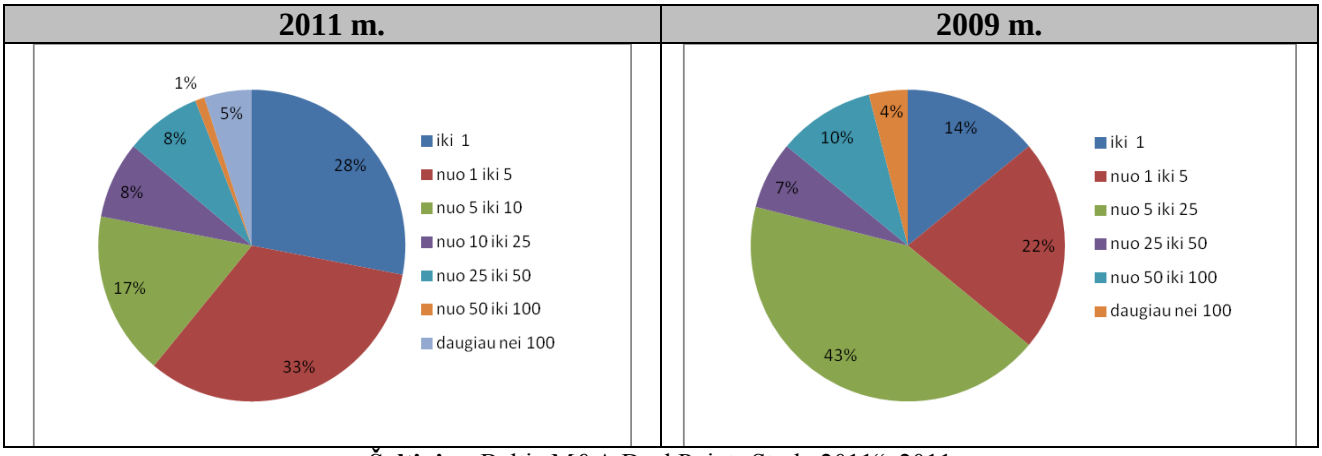
Didžioji dauguma sandorių yra vykdomi, pasitelkiant derybas. Palyginti su 2009 m. atlikta studija, tokių sandorių apimtis 2011 m. išaugo 4 proc. (žr. 12 pav.).




**Šaltinis:** „Baltic M&A Deal Points Study 2011“, 2011

**12 pav. Verslo įsigijimo/pardavimo sandorių tipas**

Baltijos šalių rinkoje dominuoja sandoriai, kurių vertė yra iki 10 mln. Eurų (žr. 13 pav.). Pagal 2011 m. studijoje pateiktą statistiką, sandoriai iki 1 mln. EUR sudarė 28 proc., sandoriai nuo 1 iki 5 mln. EUR – 33 proc., o nuo 5 iki 10 mln. EUR – 17 proc. visų sandorių.




**Šaltinis:** „Baltic M&A Deal Points Study 2011“, 2011

**13 pav. Verslo įsigijimo/pardavimo sandorių vertė (mln. EUR)**

Apibendrinant studijos rezultataus, galima daryti išvadą, kad atsižvelgiant į verslo įsigijimų ir pardavimų sandorių rinkos aktyvumą, nematerialaus turto įvertinimo aspektas tampa vis svarbesnis, kadangi vis didesnę sandorių dalį sudaro įmonės, kurių veiklos specifika yra itin stipriai susijusi su nematerialiuoju turtu. Sandorių vertės yra didelės ir didžioji jų dauguma sudaroma derybų būdu. Todėl tinkamas nematerialaus turto įvertinimas gali turėti įtakos ne tik sandorių vertei, bet taip pat yra ypatingai svarbus sustiprinant derybines pozicijas.

## 4.2. FARMACIJOS ĮMONĖS NEMATERIALAUS TURTO ĮTAKOS JOS VERTEI VERTINIMAS

Remiantis anksčiau pateikta A. Damodaran (2009) verslo vertinimo, atsižvelgiant į nematerialųjį turtą, metodologija buvo atliktas farmacijos įmonės vertinimas. *Pagrindinis analizės tikslas* – parodyti skirtingai traktuojamo nematerialaus turto daromą įtaką verslo vertinimui.

*Analizės objektas* – tarptautinė specializuota farmacijos kompanija. Įmonė savo veiklą vykdo Centrinės ir Rytų Europos bei Rusijos rinkose. Farmacijos sritis buvo pasirinkta todėl, kad tai viena iš labiausiai „nematerialiai intensyvių“ pramonės sričių, kuriose įmonių veiklos pagrindas dažniausiai yra būtent nematerialus turtas.

*Pagrindinė analizės prielaida* – farmacijos pramonės įmonėse pagrindinis nematerialus turtas (šiuo atveju vadinamasis „know – how“) yra sukuriamas tyrimų metu ir duoda įmonei ekonominę naudą kelis laikotarpius ateityje, todėl remiantis metodologija, išlaidos, skiriamos tyrimams ir plėtrai turi būti kapitalizuojamos.

Analizės etapai:

1. Farmacijos įmonės tyrimų ir plėtros išladų kapitalizacija;
2. Įmonės veiklos rezultatų ir grąžos rodiklių prieš kapitalizaciją ir po jos palyginimas;
3. Įmonės vertės prieš kapitalizaciją ir po jos palyginimas.

Analizuojamos įmonės atveju komercializuoti tyrimus vidutiniškai užtrunka penkerius metus (tyrimų turto amortizacijos laikas yra 5 metai). Šis laikotarpis naudotas, kad būtų galima kapitalizuoti ir vertinti tyrimų turtą. Toliau buvo surinkta istorinė informacija apie tyrimų ir plėtros išlaidas: už laikotarpį, kuris yra lygus tyrimų turto amortizacijos laikotarpiui, t.y. 2010 – 2005 metus. Laikomasi prielaidos, kad amortizacija yra vienoda visą laikotarpį, kas leidžia įvertinti likutinę tyrimų turo vertę šiandien. Tyrimų ir plėtros išlaidos kapitalizuojamos – apskaičiuojama tyrimų turto vertė 2010 ir 2009 metais (naudojama formulė Nr. 10). Skaičiavimų rezultatai yra pateikti lentelėse Nr. 4 – 5. Skaičiai lentelėse pateikti tūkstančiais litų, jeigu nėra nurodyta kitaip.

**4 lentelė. Farmacijos įmonės tyrimų ir plėtros išlaidų kapitalizacija 2010 m.**

| *Metai* | *Tyrimų ir plėtros išlaidos (tūkst. Lt)* | *Neamortizuota dalis* | | *Amortizacija šiais metais* |
|---|---|---|---|---|
| 2006 | 0,00 | *0,20* | 0,00 | 0 |
| 2007 | 2.301,00 | *0,40* | 920,40 | 460,2 |
| 2008 | 2.726,00 | *0,60* | 1.635,60 | 545,2 |
| 2009 | 1.901,00 | *0,80* | 1.520,80 | 380,2 |
| 2010 | 1.958,00 | *1,00* | 1.958,00 | 391,6 |
| | | | ***6.034,80*** | ***1.777,20*** |

2010 metais farmacijos įmonės tyrimų turtas yra lygus 6.034,8 tūkst. Lt, jo amortizacija – 1.777,2 tūkst. Lt. Tam, kad būtų galima įvertinti įmonės rodiklių pokyčius, reikalinga kapitalizuoti ir 2009 metų įmonės tyrimų ir plėtros turtą.

**5 lentelė. Farmacijos įmonės tyrimų ir plėtros išlaidų kapitalizacija 2009 m.**

| *Metai* | *Tyrimų ir plėtros išlaidos (tūkst. Lt)* | *Neamortizuota dalis* | | *Amortizacija šiais metais* |
|---|---|---|---|---|
| 2005 | 0,00 | *0,20* | 0,00 | 0 |
| 2006 | 0,00 | *0,40* | 0,00 | 0 |
| 2007 | 2.301,00 | *0,60* | 1.380,60 | 460,2 |
| 2008 | 2.726,00 | *0,80* | 2.180,80 | 545,2 |
| 2009 | 1.901,00 | *1,00* | 1.901,00 | 380,2 |
| | | | ***5.462,40*** | ***1.385,60*** |

2009 m. įmonės tyrimų turto vertė yra 5.462,4 tūkst. Lt, jo amortizacijos išlaidos - 1.385,6 tūkst. Lt. Atitinkamai pagal pakoreguotas tyrimų turto vertes yra pakoreguojami įmonės veiklos rezultatai – pardavimų pajamos bei grynasis pelnas. Tyrimų ir plėtros išlaidos yra pridedamos prie veiklos išlaidų, taip atspindint jų priskyrimą kapitalo investicijų kategorijai, o amortizacija yra traktuojama kaip nusidėvėjimas (naudojamos 12 ir 13 formulės). Įmonės veiklos rezultatai prieš ir po korekcijų pateikti lentelėje toliau.

**6 lentelė. Farmacijos įmonės veiklos rezultatai po korekcijų**

| Rodiklis | | Prieš korekcijas | Po korekcijų |
|---|---|---|---|
| ***2010 m.*** | | | |
| Pardavimų pajamos | | 342.975,00 | 343.155,80 |
| Grynasis pelnas | | 53.314,00 | 53.494,80 |
| ***2009 m.*** | | | |
| Pardavimų pajamos | | 22.825,00 | 23.340,40 |
| Grynasis pelnas | | 17.844,00 | 18.359,40 |
| Nuosavybė | | 318.079,00 | 323.541,40 |
| Kapitalas | | 279.192,00 | 284.654,40 |

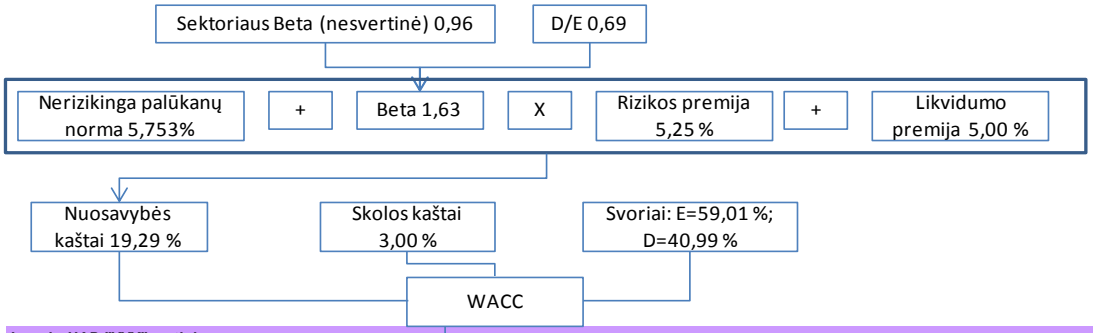
Naudojant pakoreguotus įmonės veiklos rezultatus, gaunami pagrindiniai jos grąžos rodikliai (skaičiavimams naudotos 2010 m. ir 2009 m. veiklos rezultatų reikšmės).

**7 lentelė. Farmacijos įmonės rodikliai**

| Rodiklis | | Prieš korekcijas | Po korekcijų |
|---|---|---|---|
| Nuosavybės grąža (ROE) | | 16,76% | 16,53% |
| Kapitalo grąža (ROC) | | 19,10% | 18,73% |

Atlikus perskaičiavimus pagal metodiką, matyti, kad įmonės kapitalo ir nuosavybės grąžos rodikliai po korekcijų nežymiai, tačiau sumažėjo. Vadinasi, išlaidų tyrimams ir plėtrai priskyrimas konkrečiai kategorijai – turtui ar sąnaudoms – daro įtaką įmonės vertinimui naudojamiems rodikliams. Kadangi tokių išlaidų, generuojančių nematerialųjį turtą „nematerialiai intensyviose“ įmonėse paparastai yra (gai būti) gana daug, galima daryti išvadą, kad atlikus nuoseklų šių išlaidų vertinimą ir korekcijas, rodiklių pokytis gali būti žymus, todėl reikšmingas priimamiems investavimo ar kitiems vertinimo sprendimams.

Toliau buvo atliktas farmacijos įmonės vertinimas, siekiant identifikuoti, kokią įtaką įmonės vertei daro apskaitoje užfiksuotų nematerialaus turto verčių koregavimas. Verslo vertinimas atliktas, naudojant doskontuotų laisvųjų pinigų srautų metodą. Įmonės vertinimo modelio prielaidos buvo supaprastintos, kadangi pagrindinis modelio tikslas buvo parodyti išlaidų tyrimams ir plėtrai kaip nematerialaus turto traktavimo efektą įmonės vertei. Vertinimo rezultatai pateikti paveiksle žemiau.




***Įmonės UAB "XXX" vertinimas***

| | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Augimo procentas | 3,00% | | | | | | | | |
| Diskonto koeficientas | 12,61% | 12,61% | 12,61% | 12,61% | 12,61% | 12,61% | 12,61% | 12,61% | 12,61% |
| Pinigų srautas, kLt | | 1.966 | (44.213) | (41.367) | 251.509 | 133.598 | 143.729 | 151.103 | 155.617 |
| **Diskontuotas pinigų srautas, kLt** | | **1.966** | **(39.261)** | **(32.620)** | **176.113** | **83.071** | **79.360** | **74.088** | **67.755** |
| Dabartinė vertė, kLt | 447.768 | | | | | | | | |
| Dabartinė perpetuity vertė, kLt | 725.988 | | | | | | | | |
| **Viso dabartinė vertė, kLt** | **1.173.756** | | | | | | | | |

**Nepiniginio apyvartinio kapitalo pokytis**

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Pinigai ir ne veiklos turtas** | | | | | | | | |
| Kitas trumpalaikis turtas | 5.793 | 3.285 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pinigai ir pinigų ekvivalentai | 1.966 | 3.417 | 2.475 | 253.984 | 387.583 | 531.311 | 682.414 | 838.031 |
| **Viso** | **7.759** | **6.702** | **2.475** | **253.984** | **387.583** | **531.311** | **682.414** | **838.031** |
| **Skolos** | | | | | | | | |
| Po vienerių metų mokėtinos sumos | 95.657 | 219.785 | 142.123 | 142.123 | 142.123 | 142.123 | 142.123 | 142.123 |
| Per vienerius metus mokėtinos sumos | 358.189 | 158.697 | 120.786 | 211.907 | 222.502 | 233.628 | 245.309 | 257.574 |
| **Total debt** | 453.846 | 378.482 | 262.909 | 354.030 | 364.625 | 375.751 | 387.432 | 399.697 |
| **Grynoji skola** | **446.087** | **371.780** | **260.434** | **100.046** | **(22.957)** | **(155.561)** | **(294.982)** | **(438.334)** |
| Įmonės akcijų vertė 2010.12.31 | 913.322 | | | | | | | |

**14 pav. Farmacijos įmonės vertinimas**

Atlikus įmonės vertinimą su apskaitoje pateiktomis ir su pakoreguotomis veiklos rezultatų reikšmėmis gauta skirtinga įmonės akcijos vertė. Kaip matyti iš pateiktos lentelės (žr. 8 lent.), kapitalizavus tyrimų ir plėtros išlaidas įmonės akcijos vertė yra didesnė nei naudojant apskaitoje pateiktas reikšmes. Akivaizdu, kad kapitalizacija turi reikšmę įmonės vertinimui ir ši reikšmė bei jos dydis skirsis skirtingose įmonėse. Bendrai vertinant, neigiamas efektas bus įmonėms, investuojančioms dideles sumas į tyrimus ir plėtrą, tačiau to neatspindinčioms pajamose ir pinigų srautuose tolesniuose laikotarpiuose. Teigiamas efektas bus tų įmonių, kurių reinvesticijos į tyrimus ir plėtrą yra didelės ir jas atspindi didelis pajamų augimas tolimesniuose laikotarpiuose.

**8 lentelė. Farmacijos įmonės akcijų vertė**

| Rodiklis | | Prieš korekcijas | Po korekcijų |
|---|---|---|---|
| Akcijos vertė (Lt) | | 29,30 | 29,36 |

Apibendrinant vertinimo rezultatus, galima daryt išvadą, kad verslo vertinimo procese, kuomet vertinamos įmonės, turinčios daug nematerialaus turto (arba savo vertę generuojančios

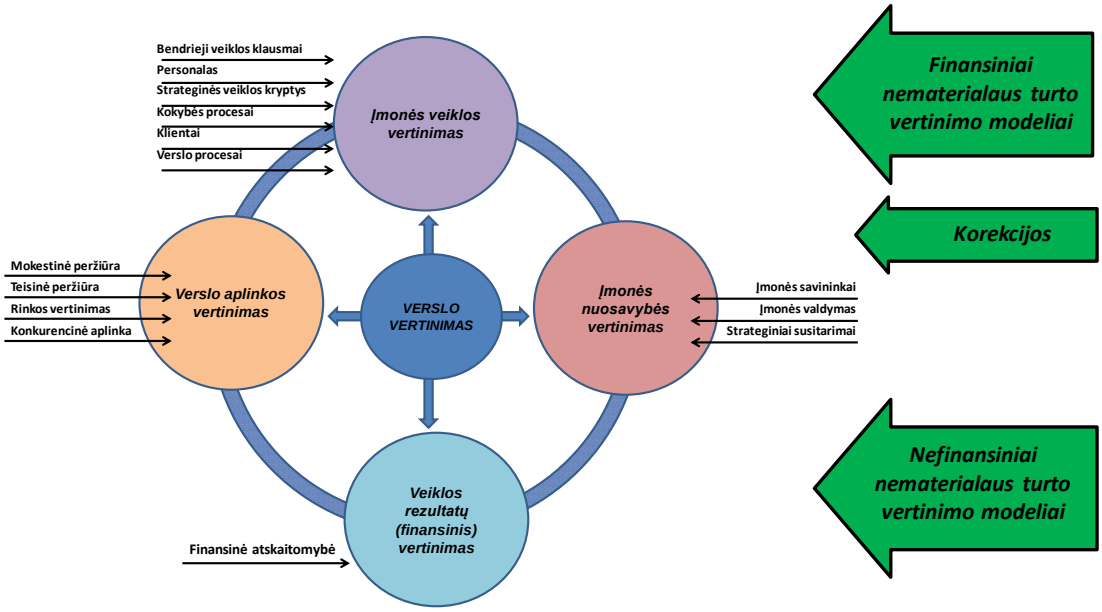
nematerialaus turto pagrindu) naudojant tik apskaitoje pateiktas įmonės veiklos rezultatų reikšmes, gaunama vertė nėra tiksli, todėl atsižvelgiant į įmonės veiklos specifiką apskaitiniai įvertinimai turi būti koreguojami, pavyzdžiui, kapitalizuojant nematerialųjį turtą kuriančias išlaidas (tyrimams ir plėtrai, personalui, prekės ženklui ir kt.).

## 4.3. VERSLO VERTINIMAS, ATSIŽVELGIANT Į NEMATERIALŲJĮ TURTĄ

Atsižvelgiant į ankstesniame skyriuje pateiktus įmonės vertinimo rezultatus galima daryti išvadą, kad įmonių, kurių veiklos pagrindą sudaro nematerialus turtas, vertei nustatyti nepakanka tradicinių įprastų metodų taikymo, kadangi taip nėra atspindima jų tikroji vertė. Nematerialaus turto specifika daro šias įmones ypatingomis, todėl jų vertinimui turi būti atliekamos korekcijos bei pasitelkiami kompleksiniai metodai.

Nematerialusis turtas yra specifinis vertės šaltinis, kurio generuojamą naudą (o kartu ir vertę) nustatyti yra sudėtinga, kadangi jis neturi fizinės išraiškos. Atitinkamai nematerialaus turto vertinimas taip pat yra sudėtingas procesas, neturintis vienos visuotinai patvirtintos ir pripažįstamos metodologijos. Nematerialus turtas ir jo vertinimas yra gana plačiai nagrinėjami užsienio mokslininkų jau maždaug nuo dešimto dešimtmečio, jų pasiūlyti vertinimo modeliai tam tikru lygiu pritaikyti verslo įmonėse. Tačiau, nors ir esama pakankamai daug mokslinių tyrimų nematerialaus turto tematika, verslo srityje nematerialus turtas yra dažniausiai pripažįstamas bei vertinamas tik pagal verslo apskaitos standartų reikalavimus, kas sudaro tik labai mažą viso nematerialaus turto dalį. Vertinimas taip pat dažniausiai neatspindi tikrosios šio turto vertės, kadangi atliekamas kaštų metodu. Likęs turtas yra nepripažįstamas ir nevertinamas, o jeigu ir vertinamas, tai daroma nenuosekliai, fragmentiškai, neturint bendros vertinimo schemos.

Dėl šių priežasčių verslo, kurio pagrindą sudaro nematerialusis turtas, vertinimo procesas turėtų skirtis nuo įprasto vertinimo – nematerialaus turto vertinimo specifika daro jį ilgesnį bei didesnį savo apimtimi, kadangi toks vertinimas turi apimti ne tik įprastus metodus, skirtus verslui vertinti, bet ir papildomas vertinimo priemones bei modelius, skirtus nematerialiam turtui įvertinti. Tokio „nematerialiai intensyvaus verslo“ vertinimo proceso modelis pateiktas 15 pav.




**15 pav. Nematerialiai intensyvaus verslo vertinimo procesas**

15 paveiksle pateiktas verslo, kurio vertės pagrindas yra nematerialusis turtas, vertinimo modelis apima tradicines verslo vertinimo proceso sritis – įmonės veiklos rezultatų, arba kitaip finansinių ataskaitų (informacijos), vertinimą, verslo aplinkos, įmonės veiklos bei įmonės nuosavybės (jos savininkų, valdymo, strateginių krypčių) analizę ir vertinimą – bei kartu, atsižvelgiant į nematerialaus turto specifiką, į vertinimo procesą įtraukia korekcijas, finansinių ir nefinansinių nematerialaus turto vertinimo modelių naudojimą.

Galimos finansinėse ataskaitose pateiktų duomenų korekcijos buvo aptartos ankstesniame skyriuje. Šios korekcijos leidžia tiksliau įvertinti įmonės nematerialaus turto vertę bei pakoreguoti verslo vertinimo procese naudojamus duomenis, todėl gaunama verslo vertė, artimesnė tikrajai verslo vertei. Pagrindinis korekcijų trūkumas – jos gali būti atliekamos netiksliai, nes sudėtinga nustatyti, kurios išlaidos tikrai duos įmonei naudą ateityje kelis laikotarpius ir turėtų būti kapitalizuotos, todėl tikėtina, kad dalis išlaidų liks nekapitalizuotos arba bus kapitalizuotos netinkamos išlaidos. Atitinkamai, galima daryti išvadą apie korekcijų tikslumo priklausomybę nuo vertintojo.

Finansinių ir nefinansinių nematerialaus turto modelių apžvalga yra pateikta 2 ir 3 prieduose. Finansiniai nematerialaus turto vetinimo modeliai dažniausiai yra gana paprastai pritaikomi įmonės veikloje, gana nesudėtingai naudojami ir suprantami. Jie leidžia įvertinti bendrą nematerialaus turto vertę (kai kurie net atskiras nematerialaus turto rūšis), tačiau yra lengvai paveikiami rinkos pokyčių ir spekuliacijų, kadangi daugeliu atveju vertinimo pagrindą sudaro įmonės tikroji rinkos vertė.

Nefinansiniai modeliai negali pateikti piniginės nematerialaus turto vertės išraiškos, tačiau atspindi vertės kūrimo procesą įmonėje, svarbius pokyčius ir leidžia priimti pagrįstus sprendimus įmonės veiklos efektyvumui gerinti. Tačiau šie modeliai dažniausiai yra labai individualūs, savyje turintys daugybę skirtingų rodiklių, reikalaujantys daug adaptacijų, labai priklausomi nuo informacijos kokybės, įmonės darbuotojų noro bendradarbiauti, todėl gana sunkiai pritaikomi įmonėje. Taip pat atsiranda palyginamumo tarp įmonių problema, kadangi kiekviena įmonė, pasirinkdama atskirus rodiklius, gali modelį padaryti labai specifišką.

Išanalizavus mokslininkų siūlomus finansinius ir nefinansinius nematerialaus turto modelius matyti, jog visi jie yra vertingi ir inovatyvūs, kadangi jie sudaro prielaidas perjimui iš pramonės amžiaus (angl. Industrial Age), kuriame pagrindinis vaidmuo buvo skirtas materialiam turtui ir materialiems ištekliams, į žinių amžių (angl. Knowledge Age), kurio pagrindą sudaro nematerialioji ekonomika (C. Chareonsuk, C. Chansa-ngavej, 2008). Tačiau nepaisant šių privalumų, modeliai gali būti kritikuojami dėl nuoseklumo trūkumo, jų nepakankamo patikimumo, subjektyvumo, kuomet kiekvienai įmonei modelis yra individualizuojamas, nuodugnumo, nes modeliai nėra pajėgūs atlikti visapusiško nematerialaus turto vertinimo. Tokie veiksniai kaip didelis subjektyvumas pasirenkant įmonės veiklai tinkamus ir ją geriausiai atspindinčius rodiklius, labai didelis rodiklių specifiškumas neleidžia atlikti objektyvaus nematerialaus turto įvertinimo ir sudaro galimybę atsirasti įmonių tarpusavio nepalyginamumui, nes kiekviena įmonė (net ir veikianti toje pačioje srityje ar rinkoje bei turinti panašų veiklos pobūdį) tą patį modelį naudoja labai specifiškai, todėl skiriasi ir nematerialaus turto vertinimo metodika, skirtingai atspindima jo vertė. Tačiau individulaus verslo vertinimui toks nematerialaus turto įvertinimas gali būti pakankamas. Taigi, nors modelius galima gana paparastai ir efektyviai pritaikyti kiekvienos įmonės veikloje, tačiau dėl individualumo jie praranda universalumą, kas yra vienas didžiausių trūkumų.

Akivaizdu, jog darbartinė ekonomika jau yra trečiosios pakopos[3] ekonomika, kurios pagrindą sudaro nematerialūs ištekliai, turtas bei veiksniai, sąlygojantys inovacijų ir technologijų, verslo procesų tobulinimą, plėtrą ir kitus pokyčius. O tai reiškia, kad auganti nematerialaus turto svarba sąlygoja naujus vertės kūrimo būdus, bei naujas ekonominės veiklos organizacijų formas, kuriuos privalu vertinti, taip pat, pagal S. K. Mehlman et. al., 2010, yra „bendradarbiavimo santykių pagrindas kuriant inovacijas“. Todėl naujų tipų ir kokybės informacija yra būtina, nes nematerialaus turto neįvertinimas arba netinkamas, klaidingas vertinimas kuria įmonėms didelius kaštus bei reiškia pozicijų rinkoje praradimą.

[3] 1 pakopa – ekonomika, paremta žemės ūkiu; 2 pakopa – pramone paremta ekonomika; 3 pakopa – paslaugomis, inovacijomis bei technologijų plėtra paremta ekonomika

Verslo vertinimui nematerialus turtas taip pat daro didelę įtaką, kadangi įprasti metodai nėra pajėgūs tinkamai nustatyti tokio verslo vertės. Geresnis nematerialaus turto vertinimas yra pagrindas gereniam verslo vertinimui ir yra itin svarbus tiek mikro (įmonės), tiek makro lygmenyse, o tinkami metodai mikro lygyje leidžia sukurti geresnius rodiklius ir makro lygyje. Esami nematerialaus turto vertinimo modeliai aprėpia įvairius nematerialaus turto vertinimo aspektus, todėl visas dėmesys turėtų būti kreipiamas į modelių trūkumų šalinimą ir jų tobulinimą.

Įmonių, kurių vertės pagrindą sudaro nematerialaus turto generuojama nauda, vertė dėl jų specifikos gali būti nustatoma tik pritaikant kompleksinį vertinimo modelį, jungiantį kelis vertinimo metodus. Verslo vertinimo proceso papildymas nematerialaus turto vertinimo modeliais daro jį išsamesnį, tikslesnį, objektyvesnį ir patikimesnį, tačiau pats procesas tampa labai individualus, kadangi nematerialaus turto vertinimo modeliai (ypatingai nefinansiniai) dažniausiai yra individualizuoti atskiroms įmonėms (naudojami adaptuoti rodikliai), todėl atsiranda įmonių verčių palyginamumo problema. Taip pat svarbu ir tai, jog naudojant skirtingus modelius, vertinimo rezultatai taip pat skirsis, kadangi skirtingų modelių patikimumas bei pritaikymo galimybės yra ne vienodos.

Bendras vertinimo standartas vis dėlto turėtų būti įmanomas tam tikru lygiu, nors ir itin sudėtingai įgyvendinamas, kadangi nematerialus turtas yra labai specifiškas kiekvienoje įmonėje tam, kad būtų vertinamas visiškai vienodai. Svarbu yra tai, kad kuo labiau verslo sistema yra pagrįsta nematerialiu turtu, tuo stipresnė ji yra, nes nematerialus turtas yra vienas svarbiausių augimo ir vertės kūrimo veiksnių, tačiau tuo pat metu, kuo labiau sistema yra pagrįsta nematerialiu turtu, tuo labiau pažeidžiama ji tampa. Tai – vienas svarbiausių veiksnių, į kurį turėtų būti atsižvelgiama tiriant bei tobulinant nematerialaus turto vertinimo metodologiją, o kartu ir verslo vertinimo procesą.

# IŠVADOS

1. Nematerialaus turto samprata nėra vienareikšmiškai suvokiama – nėra universalios sąvokos šiai ekonominei kategorijai apibrėžti, mokslininkai akcentuoja skirtingas nematerialaus turto savybes ir, nors ir galima išskirti bendrus apibrėžimų sąlyčio taškus, kurie pačią sąvoką leidžia iš dalies standartizuoti, tačiau apibrėžimuose vistiek išlieka daug skirtingų kriterijų, kuriais remiantis yra analizuojamas nematerialus turtas, kas jo sampratos koncepciją daro gana komplikuotą ir yra vertinimo problematikos pagrindas.

2. Nematerialaus turto vertinimo procesas yra itin sudėtingas dėl išskirtinių jo savybių, todėl įmonėse nematerialus turtas paprastai vertinamas tik tiek, kiek reikalauja verslo apskaitos standartai - dažniausiai pripažįstamas kaip laikotarpio sąnaudos, vertinamas kaštų ar pervertintų kaštų būdu, bet ne tikrąją verte. Toks nematerialaus turto vertinimas yra neefektyvus, nes patenka tarsi į uždarą ratą: jis yra nepripažįstamas dėl nesančių patikimų vertinimo kriterijų, todėl nėra vertinamas, ir dėl nesant patikimos galimybės nustatyti turto vertę, jis juo nepripažįstamas.

3. Verslo vertės koncepcija taip pat suvokiama ir naudojama nevienareikšmiškai, kadangi verslas yra sudėtinga kompleksinė veikla, apimanti tiek materialius, tiek nematerialius išteklius, o vertei yra būdingas subjektyvumas, t.y. itin didelė priklausomybė nuo vertintojo, aplinkybių, situacijos ir kitų veiksnių. Kadangi verslas dažnai yra sandorių objektas, iškyla vertės ir kainos skirtumų, objektyvios vertės nustatymo problematika, verslo įvertinimas yra svarbus ir jo savininkams, kuriems naudinga žinoti, ar vykdoma veikla yra efektyvi, priimant sprendimus, nustatant strategines kryptis, taip pat palyginti jos vertę su konkurentais, todėl verslo vertinimo procesas ir jo metu taikomi medotai yra itin reikšmingi rinkoje priimamiems sprendimams.

4. Nematerialus turtas, sudarantis didžiąją dalį verslo vertės, daro jai didžiausią poveikį. Jeigu įmonė turi daug nematerialaus turto ir (arba) tas turtas turi didelę vertę, tuomet ir pačios įmonės vertė bus didelė ir atvirkščiai. Tačiau įmonės, turinčios daug nematerialaus turto, pasižymi didesne rizika, kadangi egzistuoja didesnis netikrumas dėl tokio turto, kuris gali būti prarandamas „per vieną naktį“. Kuo labiau verslo sistema yra pagrįsta nematerialiu turtu, tuo stipresnė ji yra, nes nematerialus turtas yra vienas svarbiausių augimo ir vertės kūrimo veiksnių, tačiau tuo pat metu, kuo labiau sistema yra pagrįsta nematerialiu turtu, tuo labiau pažeidžiama ji tampa.

5. Ekonomikos procesams pereinant nuo gamybinės veiklos prie paslaugų, vis didesnę dalį visumoje vertinamų įmonių sudaro tos, kurių vertės pagrindas yra nematerialus. Dėl nematerialus turto specifikos įprasti vertinimo metodai nėra pajėgūs objektyviai atspindėti tokio verslo vertės, kadangi didelė dalis nematerialus turto apskaitoje yra neužfiksuota arba dėl klaidingo klasifikavimo: investuojant į nematerialųjį turtą, apskaitoje įprastai yra klaidingai kategorizuojamos operacinės išlaidos ir kapitalinės investicijos - kapitalo investicijos yra laikomos operacinėmis išlaidomis, taip iškraipant ataskaitinį pelną ir kapitalo vertę, naudojamus verslo vertinimo metoduose, todėl gaunami netikslūs vertinimo rezultatai bei iškraipomi kapitalo ir nuosavybės gražos rodikliai.

6. Verslo, kurio pagrindą sudaro nematerialusis turtas, vertinimo proceso metu atliekamos apskaitoje pateiktų reikšmių korekcijos – investicijų į nematerialųjį turtą, priskirtų veiklos išlaidoms, kapitalizavimas – daro įtaką vertinimo rezultatams: tiek įmonės vertei, tiek jos veiklos rodikliams. Tai leidžia tiksliau nustatyti verslo vertę, atsižvelgiant į įmonėje esančio nematerialus turto pobūdį ir specifiką.

7. Nematerialaus turto vertinimo specifika daro įprastą verslo vertinimo procesą ilgesnį bei didesnį savo apimtimi, kadangi toks vertinimas turi apimti ne tik įprastus metodus, skirtus verslui vertinti, bet ir papildomas vertinimo priemones (pvz., investicijų kapitalizavimą) bei modelius, skirtus nematerialiam turtui įvertinti. Mokslininkų siūlomi finansiniai ir nefinansiniai nematerialaus turto vertinimo modeliai aprėpia įvairius nematerialaus turto vertinimo aspektus yra vertingi ir inovatyvūs, leidžiantys struktūrizuoti vertinimo procesą, tačiau turintys ir daug trūkumų: nuoseklumo trūkumas, nepakankamas patikimumas, subjektyvumas, kuomet kiekvienai įmonei modelis yra individualizuojamas, nuodugnumo stoka, nes modeliai nėra pajėgūs atlikti visapusiško nematerialaus turto vertinimo. Didelis subjektyvumas pasirenkant įmonės veiklą geriausiai atspindinčius rodiklius, jų specifiškumas neleidžia atlikti objektyvaus nematerialaus turto įvertinimo, kas sąlygoja įmonių tarpusavio nepalyginamumo atsiradimą. Toks verslo vertinimo proceso papildymas sudaro sąlygas objektyvesniam, išsamesniam bei labiau pagrįstam vertės nustatymui.

# PASIŪLYMAI

1. Reikalinga suformuoti bendrą nematerialaus turto koncepciją;
2. Plėtoti informacijos apie nematerialųjį turtą surinkimo galimybes (plėsti galimybę surinkti šią informaciją sistemiškai ir nuosekliai);
3. Skatinti įmones vertinti nematerialųjį turtą, atlikti korekcijas apskaitoje, taip pat atskleisti tą informaciją ir naudoti ją sprendimams priimti bei verslo vertei nustatyti;
4. Apibrėžti ir nustatyti bendrą minimalų universalių rodiklių rinkinį nematerialiam turtui įvertinti, kuris būtų naudojamas verslo vertinimo procese;
5. Išvengti vertinimo gairių, modelių ir sistemų nereikalingo gausėjimo ir dubliavimosi, todėl turėtų būti skiriamas ypatingas dėmesys universitetų mokslinių tyrimų ir verslo įmonių tarpusavio ryšiui dėl nematerialaus turto vertinimo modelių bei verslo vertinimo metodų tobulinimo skatinti;
6. Skatinti geriausios praktikos vertinant verslą, paremtą nematerialiuoju turtu, rinkoje sklaidą.

*Trumpuoju laikotarpiu* – suformuoti išsamesnį mikroekonominių ir makroekonominių rodiklių, metodų ir modelių rinkinį, pajėgų įvertinti visas nematerialaus turto savybes.

*Ilguoju laikotarpiu* – nustatyti atskaitomybės standartus ir sukurti visuotinę bendrų standartų sistemą, skirtą verslui, kurio pagrindą sudaro nematerialusis turtas, efektyviai įvertinti.

# LITERATŪRA


1. **„Accountants want to start measuring intangible asstets and new economy „value drivers“. They are unlikely to be any good at it“** – The Economist, 2001
2. **„Study on the Measurement of Intangible Assets and Associated Reporting Practises“** - European Commission - University of Ferrara – Italy; Stern School of Business, NYU – U.S.A.; University of Melbourne – Australia Presentation at the DG Enterprise Workshop on “The Intangible Economy” - Brussels, 23 July 2003
3. **„Summaries of International Financial Reporting Standards: IAS 38“** - URL: http://www.iasplus.com/standard/ias38.htm
4. **„The Stern Stewart Approach“** - The Antidote Issue 3, Management Theory. - 1996
5. **Alexander D. et. al.** “International Financial Reporting and Analysis” - 3rd Edition, 2007. - ISBN:978-1-84480-668-3
6. **Balanced Scorecard Institute** internetinis tinklapis – URL: http://www. balancedscorecard.org
7. **Barkauskas V.** „Intelektualaus kapitalo įtaka įmonių konkurencingumui“ - Kauno technologijos universitetas, Lietuva - Ekonomika ir vadyba, 2009. - p. 223 – 228
8. **Bose R.** „Knowledge management metrics“ - Anderson School of Management, University of New Mexico, Albuquerque, New Mexico, USA - Industrial Management & Data Systems, Vol. 104, No 6, 2004. - p. 457-468. – URL: www.emeraldinsight.com/0263-5577.htm
9. **Cezair J. A.** „Intellectual capital, Hiding in Plain View“ - Fayetteville State University, 2008. – EBSCO Business Database
10. **Chareonsuk C., Chansa-ngavej C.** „Intangible asset management framework for long-term financial performance“ - School of Management, SIU International University, Bangkok, Thailand - Journal of Industrial Management & Data Systems, Vol. 108 No. 6, 2008. - p. 812-828 – URL: www.emeraldinsight.com/0263-5577.htm
11. **Choong K. K.** „Intellectual capital: definitions, categorization and reporting models“ - Department of Accounting, School of Business, La Trobe University, Melbourne, Australia - Journal of Intellectual Capital, Vol. 9 No. 4, 2008. - p. 609-638 – URL: www.emeraldinsight.com/1469-1930.htm
12. **Daum J.** „How accounting gets more radical in measuring what really matters to investors” - The New Economy Analyst Report – July 26, 2001. – URL: http://www.juergendaum.com/news/07_26_2001.htm
13. **Davydov M. et. al.** “Strategy and Management Accounting for Intangible Assets” - 2007

14. **Drury C.** "Management Accounting for Business" - 3rd Edition, 2005. - ISBN-13:978-1-84480-152-7
15. **Financial Accounting Standards Board** internetinė svetainė – URL: http://www.fasb.org
16. **Green** „Knowledge Valuation: Intangible assets in plain business language" - Keane Federal Systems, Alexandria, Virginia, USA - The journal of information and knowledge management systems, Vol. 37 No. 3, 2007. - p. 238-248 – URL: www.emeraldinsight.com/0305-5728.htm
17. **Hagg C., Scheutz C.** „Property brands, human capital and Tobin's q" - School of Business, Stockholm University, Stockholm, Sweden - Journal of Human Resource Costing & Accounting, Vol. 10 No. 1 - Emerald database - 2006
18. **Hall B. H.** „The value of Intangible Corporate Assets: An Empirical Study of the Components of Tobin's Q" - Department of Economics, University of California at Berkeley 94720 - Working Paper No. 93 – 207 - 1993
19. **Kannan G., Aulbur W. G.** „Intellectual capital: Measurement effectiveness" - DaimlerChrysler Research and Technology India, Bangalore, Karnataka, India - DaimlerChrysler AG, Stuttgart, Germany - Journal of Intellectual Capital, Vol. 5 No. 3, 2004. - p. 389-413 – URL: www.emeraldinsight.com/1469-1930.htm
20. **Karalevičienė J., Matuzevičiūtė K.** „Organizacijos intelektinio kapitalo lygio tyrimas mūsų šalies pramonės įmonėse" - Šiaulių universitetas, Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos, 2008. - 3 (12) - p. 133–140 - ISSN1648-9098
21. **Karp T.** „Is Intellectual Capitalism the Future Wealth of Organisations?" - Senior Partner with Preview A.S., Oslo, Norway - MCB UP Limited, 2003. - p. 20 – 27
22. **Kemežys T.** „Nematerialiojo turto jėga išmatuojama pinigais" - TMI Lietuva – URL: www.vz.lt, 2007 01 30
23. **Klaila D., Hall L.** „Using intellectual assets as a success strategy" - Celemi Inc., Connenticut, USA - MCB University Press, Journal of Inntellectual Capital, Vol. 1, No. 1, 2000. - p. 47 – 53
24. **Kostagiolas P. A., Asonitis S.** „Intangible assets for academic Libraries: Definitions, categorization and an exploration of management issues" - Department of Archive and Library Science, Ionian University, Corfu, Greece - Library Management Vol. 30 No. 6/7, 2009. - p. 419-429 – URL: www.emeraldinsight.com/0143-5124.htm
25. **Letza S. R.** „The design and implementation of the balanced business scorecard: An analysis of three companies in practice" - University of Bradford Management Centre, Bradford, UK - Business Process Re-engineering & Management Journal, Vol. 2 No. 3, 1996. - p. 54-76
26. **Lev B.** „Grey Matters: CFO's Third Annual Knowledge Capital Scorecard" - CFO Magazine, 2001. – URL: http://www.cfo.com/article.cfm/2992913

27. **Livson B.** „Knowledge Capital Valuation“ - BAL Consulting P/L™. - 1978 – 2009
28. **Markham M.** „The transfer pricing of Intangibles“ - Achieving an Arm‘s length Analysis of Intangibles, 2005. - p. 66 – 69. - ISBN 90 – 411 – 2368 – 7
29. **Marr B. et. al**. „Intellectual capital – defining key performance indicators for organizational knowledge assets“ - DAPIT – Facolta´ di Ingegneria, Potenza, Italy - Centre for Business Performance, Cranfield School of Management,Cranfield, Bedfordshire, UK - Business Process Management Journal, Vol. 10 No. 5, 2004. - p. 551-569 – URL: www.emeraldinsight.com/1463-7154.htm
30. **Marr B., Adams C.** „The balanced scorecard and intangible assets: similar ideas, unaligned concepts“ - Measuring Business Excelence, Vol. 8, No. 3, 2004. - p. 18 – 27;
31. **Martin W. J.** „Demonstrating knowledge value: a broader perspective on metrics“ - School of Business IT, RMIT University, Melbourne, Australia - Journal of Intellectual Capital, Vol. 5 No. 1, 2004. - p. 77-91 – URL: www.emeraldinsight.com/1469-1930.htm
32. **Mehlman S. K.** „Better Practices for Managing Intellectual Assets in Collaborations“ – Industrial Research Institute, 2010. – EBSCO Business Database
33. **Mouritsen J.** „Driving growth:economic value added versus intellectual capital“ - 1998
34. **Ortiz M.** „Intellectual Capital (Intangible Assets) Valuation Considering The Context“ - Universidad Anáhuac México Sur, Mexico - Journal of Business & Economics Research, Vol. 4, No. 9, 2006
35. **Palumickaitė J., Matuzevičiūtė K.** „Intelektinis kapitalas ir vertė kūrimas: teorinis aspektas“ - Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos - Šiaulių universitetas, 2007
36. **Reilly R. F., Schweis R. P.** „Valuing Intangible Assets“ - Chicago, Illinois, USA – 1999. - ISBN:0786310650
37. **Reilly R. F.** „Intangible Asset Valuation, Damages, and Transfer Prices Analyses in the Health Care Industry“ – Health Care Finance, 2010. – p. 24 - 33
38. **Rodov I., Leliaert P.** „FiMIAM: financial method of intangible assets measurement“ - Areopa bvba, Maasticht School of Management, Maastricht, The Netherlands and Zellik, Belgium - Journal of Intellectual Capital, Vol. 3 No. 3, 2002. - p. 323-336
39. **Roy S. „**Managing Intellectual Capital: The Work with the Navigator in the Skandia Group“ - School of Business, Stockholm University - Journal of Human Resource Costing and Accounting, Vol.4 , No. 1, 1999. - p. 59-67
40. **Roslender R.** „The prospects for satisfactorily measuring and reporting intangibles: Time to embrace a new model of (ac)counting?“ - School of Management and Languages, Heriot-Watt

University, Edinburgh, UK - Journal of Human Resource Costing & Accounting, Vol. 13 No. 4, 2009. - p. 338-359 – URL: www.emeraldinsight.com/1401-338X.htm

41. **Rumizen M. C.** „The Complete Idiot‘s Guide to Knowledge Management“ – 2002. - ISBN: 0028641779
42. **Saaty T. L., Sagir M.** „Extending the Measurement of Tangibles to Intangibles“ – University of Pittsburg, USA, Eskisehir Osmangazi University, Turkey – International Journal of Information Technology and Decision Making, Vol. 8, No. 1, 2009.
43. **Seetharaman A. et. al.** „Intellectual Capital Accounting and Reporting in the knowledge economy“ - Faculty of Management, Multimedia University - Cyber Jaya, Malaysia, 2002 - Journal of Intellectual Capital, Vol. 3, No. 2 - p. 128-148
44. **Sveiby K.** „Knowledge management“ - 15 May 1996. - updated 20 December 1997. – URL: http://www.sveiby.com/articles/IntangAss/CompanyMonitor.html
45. **Sveiby K.** „The Intangible Assets Monitor“ - Journal of Human Resource Costing and Accounting, Vol. 2 , No. 1, 1997. - p. 73-97
46. **Sveiby K.** „Creating Value with the Intangible Assets Monitor“ - 1996, 1997, 2001, 2003. – URL: http://www.sveiby.com/articles/CompanyMonitor.html
47. **Tarptautiniai verslo apskaitos standartai** (International accounting standards (IAS)): 38 – asis
48. **Urbonavičius S.** „Marketingo valdymas“ - prezentacija, 2007
49. **Užienė L., Staliūnienė J. D.** „Intelektinio kapitalo auditas: samprata, uždaviniai ir realios galimybės“ - Kauno technologijos universitetas, Lietuva, Ekonomika ir vadyba, 2009. - p. 123 – 131 - ISSN 1822 – 6515
50. **Verslo apskaitos standartai** (VAS): 13- asis
51. **Villalonga B.** „Intangible resources, Tobin’s q, and sustainability of performance differences“ - Harvard Business School, Soldiers Field, Boston, MA 02163, USA - Journal of Economic Behavior & Organization, Vol. 54, 2003 (2004). - p. 205–230
52. **Zeghal D., Maaloul A.** „Analysing value added as an indicator of intellectual capital and its consequences on company performance“ - CGA – Accounting Research Centre, Telfer School of Management, University of Ottawa, Ottawa, Canada - Journal of Intellectual Capital, Vol. 11 No. 1, 2010. - p. 39-60 – URL: www.emeraldinsight.com/1469-1930.htm
53. **Damodaran A**. „Valuing Companies with intangible assets“ - Stern School of Business, 2009
54. **Mortensen L.** „Finansų valdymas ne finansų specialistams“ – Prezentacija, 2007
55. **Lietuvos Respublikos turto ir verslo vertinimo pagrindų įstatymas** - 1999 m. gegužės 25 d. Nr. VIII-1202, Vilnius - Žin., 1999, Nr. 52-1672

56. **Verslo vertė –** Konsultacijos vadovui, žinynas - SEB Enskilda, Earnst & Young, LAWIN, 2009
57. **Verslo pardavimas ir įsigijimas –** Metodinis vadovas – Lietuvos ekonominės plėtros agentūra, 2008
58. **Žukauskas V.** „BVP tikime, tik ar žinome?“ – Lietuvos laisvosios rinkos institutas, Eksperto komentaras, 2010
59. **Dubnikovas M.** Finansinių investicijų valdymas – Dalomoji medžiaga, Mykolo Romerio universitetas, 2011
60. **“Verslo vertinimas ir finansinis bei mokestinis patikrinimas. Verslo pirkimas / pardavimas: pasirengimas, vertinimas“** – Earnst & Young, 2008
61. **Damodaran A**. „Investment valuation“ – Second Edition, University with Investment Set, 2002
62. **„Baltic M&A Deal Points Study 2011“** – Sorainen, 2011
63. **Kancerevyčius G**. „Finansai ir investicijos“ - ISBN: 9955-551-40-2 – Smaltija, 2004;
64. **Feldman, S.J.** „Principles of private firm valuation“ – John Wiley & Sons, Inc., 2005.

**Savickaitė Ž.** Įmonės nematerialaus turto įtakos verslo vertei nustatymas / Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas. Vadovė prof. dr. I. Mačerinskienė. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2011. - 85 p.

# ANOTACIJA

Magistro baigiamajame darbe išanalizuotos nematerialaus turto ir verslo vertės teorijos, aptartos verslo, kurio pagrindą sudaro nematerialusis turtas, vertinimo problemos bei pateikti pasiūlymai tokio verslo vertinimui tobulinti. Pirmame skyriuje yra pateikta ir susisteminta nematerialaus turto samprata, jo klasifikavimas, palygintas Lietuvos ir užsienio mokslininkų pažiūris į nematerialųjį turtą bei aptarti jo požymiai. Antrame skyriuje pateikta verslo vertės samprata. Joje išanalizuota vertės koncepcija, aptarti vertės veiksniai, vertės ir kainos bei verslo gyvavimo ciklo santykis. Trečias skyrius yra skirtas verslo vertinimo metodologijai parengti - atlikta pagrindinių metodų, taikomų verslo vertinimui analizė, išskirti jų privalumai bei trūkumai, taip pat pateiktas verslo vertinimo, atsižvelgiant į nematerialųjį turtą, vertinimo metodas. Ketvirtame skyriuje yra nagrinėjama konkreti situacija - pateikiamas konkrečios farmacijos įmonės vertinimas, atliekant korekcijas pagal jos nematerialųjį turtą, įvertinus rezultatus yra pateikiamas „nematerialiai intensyvaus“ verslo vertinimo proceso modelis ir pasiūlymai vertinimui tobulinti.

**Pagrindiniai žodžiai:** nematerialus turtas, verslo vertinimo procesas, nematerialaus turto vertinimas, nematerialaus turto vertinimo modeliai.

**Savickaitė Ž.** The evaluation of influence of Company‘s Intangible Assets‘ for business value / Master Thesis in Financial Management. Supervisor prof. dr. I. Mačerinskienė. - Vilnius: Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2011. – 85 p.

## ANNOTATION

Intangible assets‘ theory and business value theory are analysed, problems of intangible intensive business measurement are described and suggestions for improvement of measurement are stated in the Master final thesis. In the first part of the thesis the conception and classification of intangible assets are given and it‘s features are described. Comparision of lithuanian and foreign scientists view of intangible assets are made. Measurement of business value theory is given in the second part of the thesis. Value elements, the relation between value and price and business life cycle are also analysed in this part. The third part of the thesis is the analysis of the valuation of business methodology – comparative analysis of the main methods used for business valuation are done, advantages and disadvantages of it are excluded and summing-up is made. Also method for intangible intensive business is stated. In the fourth, the last, part of the thesis particular case is analyzed. Measurement of particular pharmaceutical company‘s business value using adjustments for inteangible assets is made and methods used are described. Also suggestions for improvement of measurement are made and the model of intangible intensive business valuation is introduced in the end.

**Key words:** intangible assets, business valuation process, measurement of intangible assets, intangible assets measurement models.

**Savickaitė Ž.** Įmonės nematerialaus turto įtakos verslo vertei nustatymas / Finansų valdymo magistro baigiamasis darbas. Vadovė prof. dr. I. Mačerinskienė. – Vilnius: Mykolo Romerio universitetas, Ekonomikos ir finansų valdymo fakultetas, 2011. - 85 p.

## SANTRAUKA

Šiuolaikinės ekonomikos pagrindą sudaro ir ekonominės veiklos efektyvumą lemia ne materialūs ištekliai, o nematerialus turtas, sąlygojantis inovacijų ir technologijų kūrimą ir plėtrą, verslo procesų tobulinimą, efektyvumo didinimą bei suteikiantis įmonei konkurencinį pranašumą rinkoje. Nematerialaus turto neįvertinimas arba netinkamas jo vertinimas sukuria įmonėms ne tik didelius kaštus, bet ir reiškia pozicijų rinkoje bei konkurencingumo praradimą. Nematerialaus turto vertinimo problematika atsispindi ir verslo vertinimo procesuose. Įprasti vertinimo metodai nėra pajėgūs tinkamai ir patikimai nustatyti nematerialiu turtu pagrįsto verslo vertės dėl šio turto specifikos. Todėl verslo vertinimo proceso koregavimas, paverčiant jį kompleksiniu ir įtraukiant į jį nematerialaus turto vertinimo metodus yra kritinis procesas, leidžiantis ne tik prisitaikyti prie rinkos pokyčių, nustatyti tikslesnę įmonių vertę, bet ir sąlygojantis didesnį verslo valdymo efektyvumą ir kokybę. Magistro darbo tyrimo problema**:** kokią įtaką nematerialus turtas turi verslo vertinimui? Tyrimo objektas nematerialiu turtu pagrįsto verslo vertinimo procesas. Tyrimo tikslas - išanalizuoti nematerialaus turto įtaką verslo vertinimui (remiantis farmacijos įmonės analize) ir parengti verslo vertinimo, atsižvelgiant į nematerialųjį turtą, modelį. Tyrimui buvo iškelti tokie uždaviniai: pateikti nematerialaus turto teoriją; pateikti verslo vertės teoriją; išanalizuoti verslo vertinimo metodologiją; išnagrinėti nematerialaus turto įtaką verslo vertinimui farmacijos įmonės atveju; pateikti pasiūlymus verslo vertinimo, atsižvelgiant į nematerialųjį turtą, modeliams tobulinti. Tyrimo metu taikyta mokslinės literatūros analizė; situacijos analizė; lyginimo, apibendrinimo, vertinimo ir modeliavimo metodai; įmonės vertinimas.

Atlikus išsamią verslo, paremto nematerialiu turtu, vertinimo analizę padarytos išvados, jog yra būtini tolimesni moksliniai tyrimai nematerialios vertės šaltinių, verslo vertinimo ir nematerialaus turto vertinimo metodų, modelių kūrimo srityse. Taip pat turėtų būti skiriamas ypatingas dėmesys universitetų mokslinių tyrimų ir verslo įmonių tarpusavio ryšiui gerinti, vengiama vertinimo gairių, modelių ir sistemų nereikalingo dubliavimosi, šalinami jų trūkumai siekiant sukurti visuotinę sistemą, skirtą verslui, kurio pagrindą sudaro nematerialusis turtas, efektyviai įvertinti.

Darbą sudaro įvadas, keturi skyriai, 6 priedai, jis yra paremtas 64 literatūros šaltiniais. Darbas yra naudingas tolesniems moksliniams tyrimams tęsti.

**Savickaitė Ž.** The evaluation of influence of Company‘s Intangible Assets‘ for business value / Master Thesis in Financial Management. Supervisor prof. dr. I. Mačerinskienė. - Vilnius: Faculty of Economics and Finance Management, Mykolas Romeris University, 2011. – 85 p.

## SUMMARY

Nowadays economy is based not on material resources, but on intangible assets, which determine effectiveness of economic activity and also establishment and development of innovations and technologies, business processes. It ensures competitive advantage for a company as well. Misjudgement or mismeasurement of intangible assets results in high costs for company and loss of it‘s position in the market and loss of it‘s competitiveness. Intangible asset valuation issues are reflected in the business valuation process. Conventional evaluation methods are not able to identify reliably intangible intensive business value because of such assets specificity. Therefore, the business assessment process adjustment, making it a comprehensive and including the intangible asset valuation methods is a critical process that allows to evaluate companies better and increases business management efficiency and quality. The problem of the Master thesis analysis: how intangible assets are affecting business valuation? The object of the analysis is intangible intensive business valuation process. The aim of the analysis is to analyse the impact of intangible assets‘ to business valuation (using pharmaceutical company‘s case) and prepare valuation model for business based on intangible assets. For the analysis such tasks were formulated: to give and to discuss concept of intangible assets; to give and to discuss concept of business value; to analyse the business valuation mothodology; is to analyse the impact of intangible assets‘ to business valuation in the pharmaceutical company; to give suggestions for improvement of business based on intangible assets valuation models. During the research the analysis of scientific literature, statistical data, case study, valuation and simulation were used.

After the comprehensive business based on intangible assets valuation analysis conclusions were made that stated the importance of further scientific research in the areas of the intangible value resources, creation of business valuation, intangible assets valuation methods and models. Also special attention should be given to the strenghtening of the cooperation of scientific research and business. Its important to avoid a repeat of guidelines, methods, models and systems of intangible assets‘ measurement and business valuation methods and to eliminate it‘s disadvantages in order to create and establish universal system for effective intangible intensive business valuation.

Master thesis is composed of introduction, four chapters and 6 appendixes. It is based on 64 literature sources. Research paper is useful for further scientific analysis on this topic.

# PRIEDAI

Priedas Nr. 1

**Pavyzdinė tikslinės verslo peržiūros schema**

*Verslo veiklos sritys, susijusios su nematerialiuoju turtu, yra paryškintos.*

**FINANSINĖ PERŽIŪRA**

**FINANSINĖ ATSKAITOMYBĖ**

1. Tikrinamojo periodo finansinių ataskaitų, parengtų pagal Lietuvos apskaitos principus, bei paaiškinamųjų raštų prie šių finansinių ataskaitų, jeigu tokie buvo paruošti, kopijos.
2. Audituotų finansinių ataskaitų ir laiškų vadovybei kopijos.
3. Įmonės auditorių pasiūlytų finansinės atskaitomybės pertvarkymo pataisymų suvestinė, nurodant įtaką atskiriems finansinės atskaitomybės straipsniams, bei trumpas jų apibūdinimas.
4. Naujausių įmonės įstatų ir registravimo pažymėjimo kopija.
5. Šiuo metu naudojamo sąskaitų plano kopija arba įmonės bandomasis balansas, kuriame matytųsi sąskaitų numeriai ir pavadinimai.

**PINIGAI**

6. Pinigų straipsnio balanse detalizavimas, išskiriant likučius kasoje ir banke pagal atskiras sąskaitas, bankus ir valiutas.
7. Informacija apie „užšaldytas“ lėšas ar pinigus, kurių panaudojimas apribotas vienokių ar kitokių įmonės sutarčių pagrindu su kitomis šalimis

**GAUTINOS SUMOS**

8. Prekybos ir kitų gautinų sumų detalizacija pagal skolininkus ir senatį, suderintas su didžiąja knyga (likučių žiniaraščiu).
9. Realizacinės vertės sumažėjimo įvertinimo pagrindinės prielaidos ir principai.
10. Abejotinų ir blogų gautinų sumų sąrašas bei jų įvertinimas.

**ATSARGOS**

11. Atsargų straipsnio balanse detalizacija vertine ir kiekine išraiška, nurodant atsargų pavadinimus (rūšis) ir jų saugojimo vietą (jei skirtingos) bei pateikiant informaciją apie jų įsigijimo datą.
12. Naudojami atsargų apskaitos principai (FIFO, svertinio vidurkio, LIFO), realizacinės vertės sumažėjimų įvertinimo pagrindinės prielaidos ir principai.
13. Netinkamų naudoti atsargų sąrašas (jei tokių yra), suderintas su likučių žiniaraščiu. Sąrašas turėtų apimti metus ar ilgiau nejudėjusias ir / arba lėtai judėjusias atsargas.

14. Gamybos savikainos apskaičiavimas išskiriant pagrindines medžiagas, pagrindinį darbo užmokestį ir socialinį draudimą, energetiką, pagalbines medžiagas, pagalbinį darbo užmokestį ir kitas sudedamąsias dalis.

**IŠANKSTINIAI APMOKĖJIMAI IR KITAS TRUMPALAIKIS TURTAS**

15. Išankstinių apmokėjimų balansinės sąskaitos detalizacija pagal tiekėjus.

16. Kito trumpalaikio turto detalizacija.

17. Sukauptų pajamų ir ateinančio laikotarpio sąnaudų detalizacija.

**ILGALAIKIS MATERIALUSIS IR NEMATERIALUSIS TURTAS**

**18.** ***Ilgalaikio materialiojo ir nematerialiojo turto judėjimo detalizacija pagal atskiras turto grupes, nurodant pradinį metų (periodo) likutį, įsigijimus, pardavimus / nurašymus ir priskaičiuotą nusidėvėjimą bei galutinį metų (periodo) likutį. Per periodą priskaičiuotas nusidėvėjimas turi atitikti pelno (nuostolių) ataskaitos duomenis.***

***19. Viso materialiojo ir nematerialiojo ilgalaikio turto detalus sąrašas pagal atskiras turto grupes. Ilgalaikio turto kapitalizavimo limitai.***

***20. Visų materialiojo ir nematerialiojo ilgalaikio turto įsigijimų detalaus sąrašo kopija pagal atskiras turto grupes.***

***21. Nusidėvėjimo normų, taikytų visoms materialiojo ir nematerialiojo ilgalaikio turto grupėms, sąrašas.***

22. Jei buvo atliktas ilgalaikio materialiojo turto pervertinimas, prašoma pateikti vertinimo ataskaitos kopiją, jo poveikį savikainai ir sukauptam nusidėvėjimui.

***23. Nenaudojamo ilgalaikio materialiojo ir nematerialiojo turto sąrašas (jei tokio turto yra) pagal atskiras turto grupes, nurodant įsigijimo vertę, sukauptą nusidėvėjimą ir likutinę vertę.***

24. Balansinės sąskaitos „Nebaigta statyba ir išankstiniai apmokėjimai“ detalizacija ir judėjimas, vykdomų projektų sąmatinės vertės ir planuojami užbaigimo terminai. Išskirti „užšaldytos“ statybos vertę (jei tokia yra).

**ILGALAIKIS FINANSINIS TURTAS**

25. Ilgalaikių gautinų sumų sąrašas pagal debitorių, nurodant senatį ir sutarties objektą.

26. Ilgalaikio finansinio turto sąrašas, nurodant investicijos objektą, įsigijimo kainą ir datą, nominaliąją vertę, dalį kapitale (jei nuosavybės vertybiniai popieriai) ir kitą aktualią informaciją.

**FINANSINĖS SKOLOS**

27. Balanso straipsnio „Finansinės skolos“ (tiek ilgalaikės, tiek ir trumpalaikės) detalizacija, nurodant atskirai mokėtinų paskolų (lizingo, faktoringo ir kt.) likučius bei susikaupusias palūkanas pagal kiekvieną paskolą.

28. Finansinių įsipareigojimų sutarčių kopijos ir detalus jų sąrašas, nurodant finansuotoją, paskolos (lizingo, faktoringo ir kt.) gavimo datą, pradinę sumą, valiutą, paskolos (lizingo, faktoringo ir kt.) grąžinimo bei palūkanų mokėjimo grafiką.

29. Subsidijų ir / arba dotacijų (jei tokių buvo) detalizacija, parodant judėjimą, bei susijusių dokumentų kopijos.

**MOKĖTINOS SUMOS**

30. Prekybos ir kitų mokėtinų sumų detalizacija pagal tiekėjus, suderinta su didžiąja Knyga (likučių žiniaraščių), nurodant prekybos skolų senatį arba atsiradimo datą.

31. Gautų avansinių apmokėjimų, jei jie apskaitomi viename balansiniame straipsnyje, su prekybos skolomis išskyrimas ir detalizacija.

**MOKESČIAI**

32. Mokestinių įsipareigojimų ir socialinio draudimo bei kitų įsipareigojimų biudžetui detalizacija, nurodant laikotarpį, už kurį skola neapmokėta.

33. Judėjimas visų mokesčių sąskaitose nurodant: likutį periodo pradžiai, priskaičiavimus ir sumokėjimus per periodą ir likutį periodo pabaigoje.

**SUKAUPTI IR KITI ĮSIPAREIGOJIMAI**

34. Kitų sukauptų įsipareigojimų detalizacija kartu su paaiškinimais ir / arba sukauptų sumų apskaičiavimais, suderintais su likučių žiniaraščiu.

35. Atostogų apmokėjimo rezervo apskaičiavimas. Jei tokio rezervo apskaičiavimas neatliekamas, reikia pateikti apytikslį metų atostogų fondo paskaičiavimą.

36. Sąskaitų, gautų ir išrašytų už sandorius, susijusius su tiriamuoju laikotarpiu, bet apskaitytų vėlesnių laikotarpių atskaitomybėje, sąrašas.

37. Kitų trumpalaikių ir ilgalaikių įsipareigojimų iššifravimas kartu su paaiškinimais.

**AKCININKŲ NUOSAVYBĖ**

38. Akcininkų nuosavybės pokyčių ataskaita.

39. Akcinio kapitalo struktūra: akcininkų, valdančių daugiau kaip 5 proc. įmonės kapitalo, sąrašas, nurodant akcininko pavadinimą / vardą ir pavardę, turimų akcijų kiekį, tipą ir vertę.

**PARDAVIMAI / PARDUOTOS PRODUKCIJOS IR PASLAUGŲ SAVIKAINA**

40. Pajamų detalizacija pagal produkcijos / paslaugų rūšis, nurodant pardavimų apimtis (kiekine, vertine išraiška) ir bendrąjį pelningumą. Bendra suma turi sutapti su pelno (nuostolių) ataskaita.

41. Pajamų detalizacija pagal pirkėjus, nurodant pardavimų apimtis (kiekine, vertine išraiška) ir bendrąjį pelningumą. Bendra suma turi sutapti su pelno (nuostolių) ataskaita.

42. Didžiausių tiekėjų sąrašas pagal atliktus pirkimus, nurodant per metus / periodą įsigytų prekių (paslaugų) apibūdinimą ir kiekinę bei vertinę pirkimų apimtį. Bendra suma turi sutapti su pelno (nuostolių) ataskaita.

43. Pardavimų savikainos detalizacija pagal sąnaudų straipsnius. Bendra suma turi sutapti su pelno (nuostolių) ataskaita.

44. Galimybė susipažinti su didžiausių tiekėjų ir didžiausių pirkėjų sutartimis.

**VEIKLOS SĄNAUDOS**

45. Veiklos sąnaudų detalizavimas. Bendra suma turi sutapti su pelno (nuostolių) ataskaita.

**KITOS VEIKLOS PAJAMOS / SĄNAUDOS**

46. Kitos veiklos pajamų ir sąnaudų detalizavimas ir apibūdinimas pagal pajamų / sąnaudų grupes.

**FINANSINĖS VEIKLOS PAJAMOS / SĄNAUDOS**

47. Finansinės veiklos pajamų ir sąnaudų detalizavimas bei apibūdinimas pagal pajamų / sąnaudų grupes.

**PAGAUTĖ / NETEKIMAI**

48. Pagautės ir netekimų detalizavimas bei apibūdinimas.

**VEIKLOS PERŽIŪRA**

**NEAPIBRĖŽTUMAI**

1. Gautų ir trečiosioms šalims suteiktų neapibrėžtų įsipareigojimų, tokių kaip užstatai, išleistos garantijos ir t. t., detalizacija.

2. Visų vykstančių ar numatomų teisminių procesų sąrašas su trumpu paaiškinimu.

**SANDORIAI SU SUSIJUSIOMIS ŠALIMIS**

3. Sandorių su susijusiomis šalimis detalizavimas, nurodant pardavimų / pirkimų apimtis (kiekine, vertine išraiška) ir bendrąjį pelningumą.

4. Sandorių su susijusiomis šalimis sutartys.

**BENDRIEJI VEIKLOS KLAUSIMAI**

***5. Galiojančios organizacinės įmonės struktūros kopija ir pareigybių sąrašas.***

***6. Esamų darbuotojų sąrašai, nurodant vidutinius atlyginimus bei privilegijas*** (mašinos, telefonai ir kt.). Informacija apie tiriamojo laikotarpio atlyginimų priskaitymus kas mėnesį pagal kiekvieną darbuotoją.

7. Vidutinis darbuotojų skaičius kiekviename skyriuje / padalinyje ir darbuotojų skaičius.

8. Detali informacija apie numatomus darbuotojų atleidimus, įskaitant informaciją apie su tokiais atleidimais susijusias išlaidas.

***9. Pagrindinis vadovybės personalas, jų CV kopijos.***

***10. Įmonės IT struktūra ir programinė įranga, legalumo užtikrinimo procedūros.***

11. Galiojančios apskaitos politikos ir procedūros (jei tokių yra).

***12. Kokybės užtikrinimo ir vidaus kontrolės sistemos: procedūros ir politikos.***

***13. Planavimo ir biudžetavimo procedūrų detalizacija.***

14. Verslo planų ir biudžetų kopijos (jei tokių yra).

***15. Prekių / paslaugų pardavimo kanalai.***

16. Galiojanti nuolaidų klientams suteikimo tvarka.

***17. Rinkodara - esama situacija ir vadovybės planai.***

***18. Verslo procesų aptarimas ir aprašymas: tiekimas, gamyba, jos automatizavimas, pardavimai ir marketingas.***

19. Verslo rizikų aptarimas ir aprašymas (pavyzdžiui, turto apsauga, draudimas, inventorizavimas ir pan.).

20. Esami gamybiniai pajėgumai, jų faktinis išnaudojimas. ***Gamybos efektyvumo veiksniai: prastovos, priežiūros ir taisymo išlaidos, pamainų skaičius ir kt.***

21. Galimybė peržiūrėti valdybos ir visuotinių akcininkų susirinkimų protokolų kopijas.

**MOKESTINĖ PERŽIŪRA**

1. Tiriamojo laikotarpio Mokesčių inspekcijos atliktų patikrinimų ataskaitų kopijos.

2. Tiriamojo laikotarpio išlaidų iš pelno iššifravimas.

3. Tiriamojo laikotarpio juridinių asmenų pelno mokesčio apyskaitų, pateiktų Mokesčių inspekcijai, kopijos.

4. Galimybė susipažinti su tiriamojo laikotarpio periodinėmis apyskaitomis / deklaracijomis / ataskaitomis, pateiktomis Mokesčių inspekcijai ir „Sodrai“ (PVM, kelių, nekilnojamojo turto, žemės nuomos, GPM, „Sodros“ ir kt.).

5. Į kitus metus perkeliamų mokestinių nuostolių detalizacija (jei tokių yra).

6. Gauti atleidimai nuo mokesčių ar jų sumažinimas. Pakomentuoti.

7. Informacija apie kitus įsipareigojimus biudžetui, sukauptus bei atidėtus mokesčius.

**TEISINĖ PERŽIŪRA**

**BENDROVĖS DOKUMENTAI**

1. Bendrovės vidinės organizacinės struktūros grafinis atvaizdavimas bei grupės, kuriai priklauso bendrovė, scheminis atvaizdavimas.

2. Bendrovės antrinių įmonių, patronuojančių ir susijusių bendrovių sąrašas, nuosavybės dalys jose, jurisdikcijos, kuriose bendrovė vykdo arba turi teisę vykdyti veiklą; filialai, atstovybės ir kiti padaliniai.

3. Visų bendrovės buveinių ar kitų objektų buvimo vietų sąrašas.

4. Bendrovės steigimo dokumentai, jų pakeitimai ir priedai, įskaitant:

4.1. bendrovės steigimo aktą ar steigimo sutartį;

4.2. steigiamojo susirinkimo protokolą;

4.3. bendrovės registracijos pažymėjimą;

4.4. įstatus (įregistruotus ir planuojamus įregistruoti).

5. Pilną išrašą (ne vėliau kaip 1 savaitė iki šio dokumento datos) iš Juridinių asmenų registro apie bendrovės registracijos duomenis.

6. Žemiau išvardytų dokumentų ir jų priedų kopijos (įskaitant pranešimus, darbotvarkes bei kitą rašytinę medžiagą (tarp jų biudžetus, sąmatas / prognozes ir finansinę informaciją, gautą / pateiktą bendrovės valdybos ir / ar stebėtojų tarybos bei visuotinio akcininkų susirinkimo, susijusią su jų susirinkimais / posėdžiais):

6.1. visų visuotinių akcininkų susirinkimų, įvykusių po [ ] m. [ ]d., protokolų; pranešimų apie sušauktus visuotinius akcininkų susirinkimus ir jų darbotvarkes;

6.2. visų valdybos ir / ar stebėtojų tarybos posėdžių, įvykusių po [ ] m.[ ] d., protokolų.

7. Žemiau išvardytų dokumentų kopijos, jų pakeitimai bei priedai:

7.1. visų bendrovės antrinių įmonių bei susijusių įmonių / filialų steigimo, registracijos pažymėjimų bei įstatų (įskaitant dokumentus, analogiškus dokumentams, nurodytiems 4 ir 5 punktuose), taip pat antrinių įmonių visuotinių akcininkų susirinkimų, įvykusių nuo [ ] m. [ ] d., protokolų;

7.2. bendrovės antrinių ir susijusių įmonių organų, kurių nariai yra pati bendrovė ar jos personalas, nutarimų ir sprendimų nuo [ ] m. [ ] d.

8. Bendrovės reorganizavimo ir pertvarkymo (jei tokie vyko ar vyksta) visų dokumentų kopijos.

9. Visų dabar galiojančių įgaliojimų kopijos, išduotos bendrovės arba bendrovei.

**AKCIJOS. AKCINIS KAPITALAS. VERTYBINIAI POPIERIAI**

10. Akcininkų registras (pilnai patikslintas), jei yra.

11. Išrašai iš bendrovės akcininkų vertybinių popierių sąskaitų.

12. Visi dokumentai, susiję su bendrovės įstatiniu kapitalu, jo apmokėjimu, didinimu / mažinimu (įregistruotu ar planuojamu įregistruoti).

13. Informacija ir dokumentų kopijos, susijusios su bendrovės ar jos antrinių įmonių akcijomis, įskaitant:

13.1. visus susitarimus, susijusius su:

• akcijų emisija / platinimu / perleidimu / pardavimu (įskaitant, bet neapsiribojant dokumentus, patvirtinančius akcijų apmokėjimą; dokumentus, susijusius su bendrovės / antrinių įmonių ir bet kurių jos steigėjų ar akcininkų sandoriais, sudarytais laikotarpiu nuo bendrovės / antrinės įmonės įsteigimo dienos; susitarimus, informacinius memorandumus, ketinimo protokolus, rašytinius

pasiūlymus ar kitų žodinių pasiūlymų memorandumus dėl disponavimo bendrovės / antrinių įmonių akcijomis, jų įsigijimo ar paskirstymo dokumentus);

• kitų apyvartinių dokumentų / vertybinių popierių išleidimu / platinimu / perleidimu / pardavimu.

13.2. bendrovės / antrinių įmonių sandorius su akcininkais;

13.3. susitarimus dėl balsavimo; akcininkų sutartis;

13.4. susitarimus, suvaržančius / apsunkinančius bendrovės / antrinių įmonių akcijas įkeitimu ar kitais būdais;

13.5. susitarimus ir kitus dokumentus, užtikrinančius įsipareigojimų vykdymą, kuriais suteikiama teisė įsigyti bendrovės / antrinių įmonių vertybinius popierius ar dalį turto;

13.6. pažymas apie nepilnai apmokėtas akcijas;

13.7. opcionų ar teisių parduoti bendrovės / antrinių įmonių akcijas apibūdinimas;

13.8. informacija apie bendrovės išleistas arba įsigytas konvertuojamąsias obligacijas arba kitus vertybinius popierius, kurie gali būti konvertuoti į akcijas.

**FINANSINIAI SUSITARIMAI**

14. Visų finansinių sutarčių ir sandorių kopijos, įskaitant:

14.1. paskolos sutartis;

14.2. kredito ir / ar einamosios sąskaitos sutartis su bankais, tiekėjais, klientais ir / ar kt.;

14.3. susitarimus dėl mokėjimo atidėjimo, įsiskolinimo grąžinimo ir kt. (susijusius tiek su bendrovės, tiek su kitų šalių įsipareigojimais);

14.4. banko garantijas;

14.5. garantijų ar laidavimo sutartis, bet kokius kitokius sandorius, kuriais tretieji asmenys įsipareigoja užtikrinti bendrovės esamas ar būsimas prievoles arba kuriais bendrovė įsipareigoja užtikrinti esamas ar būsimas trečiųjų asmenų prievoles;

14.6. sandorius dėl subsidiarios ar solidarios atsakomybės prisiėmimo;

14.7. prievolių užtikrinimo įsipareigojimus dėl bendrovei ar tretiesiems asmenims teikiamo finansavimo;

14.8. bet kokias sutartis ar susitarimus, kuriais tretiesiems asmenims suteikiama teisė debeto pavedimu ar ne ginčo tvarka vienašališkai nurašyti lėšas iš bendrovės sąskaitų;

14.9. informaciją apie bendrovės išleistus arba įsigytus skolos vertybinius popierius, įskaitant (bet neapsiribojant) obligacijas, vekselius ir kt.

**BENDROVĖS VEIKLA**

***15. Reikiami leidimai ir licencijos, jei bendrovė užsiima veikla, kuriai reikalingos atitinkamos licencijos ar leidimai, taip pat ir atitinkamų valdžios įstaigų, išduodančių leidimus bei licencijas,***

***pranešimai apie tokių licencijų ar leidimų galiojimo termino pasibaigimą ar nutraukimą /suspendavimą.***

16. Atitinkamų valdžios įstaigų leidimai / sutikimai / kvotos / atleidimai, būtini bendrovės vykdomos veiklos sąlygoms įteisinti (įskaitant, bet neapsiribojant, higienos pasus / leidimus).

17. Visa informaciją apie bet kokius bendrovės veiklą reglamentuojančių teisės aktų pažeidimus, esančius šiuo metu arba įvykusius per paskutinius [ ] metus (nepriklausomai nuo to, ar buvo už juos paskirta sankcija, ar ne).

18. Informaciją apie bet kokias aplinkybes, dėl kurių galėtų būti panaikinti, atšaukti, apriboti ar pakeisti bendrovei išduoti leidimai, licencijos, sutikimai ir kiti administraciniai leidimai.

**SUTARTYS**

19. Reikia trumpai apibūdinti pagrindines bendrovės produktų / paslaugų kategorijas, tokių ***produktų / paslaugų platinimo kanalus ir tinklą.***

20. Bendrovėje galiojančios prekių, paslaugų ir darbų pirkimo ir pardavimo tvarkos, įskaitant (bet neapsiribojant) pirkimo ir pardavimo taisyklėmis, nuolaidų teikimą ar kitų specialių sąlygų taikymą nustatančias tvarkas.

***21. Bendrovės sutarčių registracijos knyga / žurnalas / registras. Bendrovės naudojamos tipinių sutarčių formos.***

***22. 10 (dešimties) didžiausių bendrovės klientų (remiantis kiekvienu prekių / paslaugų teikimo sutarčių tipu (atskirai išskiriant produktų platinimo kanalus (pavyzdžiui, didmeninė, mažmeninė prekyba ir t. t.)) sąrašas. Visos sutartys su minėtais klientais, kurios galioja šiuo metu arba kurios buvo sudarytos po [ ] m. [ ] d.__***

**Finansiniai nematerialaus turto vertinimo modeliai**

| Modelis | Rinkos – buhalterinės vertės santykis | Tobino Q rodiklis | Ekonominės pridėtinės vertės modelis (EVA) | Žinių kapitalo vertė |
|---|---|---|---|---|
| ***Apibrėžimas*** | Modelis, lyginantis rinkos kapitalizaciją ir kapitalo, investuoto į kompaniją dydį. | Modelis, nurodantis, kad bendra įmonės rinkos vertė turėtų būti beveik lygi (artima) jos pakeitimo kaštams. | EVA - ekonominis pelnas arba suma, kuria pajamos viršija ar nesiekia minimalios grąžos normos, reikalaujamos akcininkų ar kreditorių, kurie ją galėtų gauti investuodami į kitus vertybinius popierius su panašiu rizikos lygiu. | Metodas, nematerialų turtą vertinantis iš makro perspektyvos, t.y. iš pradžių žiūrima į bendrus įmonės rezultatus – pajamas – ir tada analizuojama giliau – identifikuojama, koks turtas sukuria tas pajamas[4]. |
| ***Skaičiavimas*** | $\frac{\text{rinkos kapitalizacija}}{\text{buhalterinė įmonės vertė}}$ | $\frac{\text{Įdarbinto kapitalo rinkos vertė}}{\text{Kapitalo pakeitimo kaštai}}$ | $EVA = (r - c)\ x\ K$ | $\frac{\text{normalizuotos pajamos – pajamos iš materialaus ir finansinio turto}}{\text{žinių kapitalo grąžos norma}}$ |
| ***Reikšmė*** | Santykis, mažesnis už 1, rodo, kad tikėtina, jog analizuojama įmonė yra nepakankamai įvertinta. Santykis, didesnis už 1, rodo, kad įmonė gali būti pervertinta. | Jei rinkos vertę atspindi tik įmonės fiksuotas turtas, tuomet Q rodiklis bus lygus 1. Jei Q rodiklis yra didesnis nei 1, tuomet rinkos vertė yra didesnė nei įmonės buhalterijoje fiksuoto turto vertė, t.y. rinkos vertė atspindi neįvertintą ir neužfiksuotą įmonės turimą turtą, ( nematerialųjį turtą). Aukšta Q vertė skatina įmones labiau investuoti į kapitalą, nes jos yra vertos daugiau nei kaina, kuri būtų už jas mokama. Jei Tobino Q rodiklis yra mažesnis už 1, įmonės rinkos vertė yra mažesnė nei fiksuota įmonės turto vertė - rinka | $r = \frac{\text{NOPAT}}{\text{K}}$<br>NOPAT - Grynasis veiklos pelnas po mokesčių (angl. Net Operating Profit After Taxes);<br>*c* - svertiniai vidutiniai kapitalo kaštai (angl. Weighted Average Cost of Capital);<br>*K* - „dirbantis“ kapitalas (angl. capital employed).<br><br>Akcininkai gaus teigiamą EVA vertę, kai „dirbančio“ kapitalo grąža verslo operacijose yra didesnė nei šio kapitalo kaštai. | Normalizuotos pajamos - trejų metų istorinių pagrindinių pajamų vidurkio ir trejų metų „IBES International” analitikų prognoziuojamų pajamų vidurkio vidurkis;<br>Žinių kapitalo grąžos norma – 10,5.<br>Daromos prielaidos, jog skirtingų turto rūšių grąža procentais yra:<br>• Finansinio turto - 4,5 % (pagal 10 metų Jungtinių Amerikos valstijų (JAV) iždo obligacijas);<br>• Fizinio turto – 7 % (Turto grąžos rodiklio (ROE) pagrindu);<br>• Nematerialaus turto - 10, 5 % (pagal biotechnologijų ir programinės įrangos kompanijas). |

[4] J. Daum, 2001

| Modelis | Rinkos – buhalterinės vertės santykis | Tobino Q rodiklis | Ekonominės pridėtinės vertės modelis (EVA) | Žinių kapitalo vertė |
|---|---|---|---|---|
| | | gali būt nepakankamai įvertinusi kompaniją. | | |
| ***Privalumai*** | Aiškus ir pakankamai paprastas naudoti, duomenys modeliui gana lengvai gaunami, modelį galima greitai pritaikyti įmonės veikloje. | Aiškus ir nesudėtingai pritaikomas nematerialaus turto vertinimo modelis, leidžia įvertinti tiek bendrą įmonės nematerialaus turto vertę, tiek atskirų jo rūšių vertę, gera priemonė investiciniams sprendimams priimti. | Pakankamai paprastas ir lengvai išaiškinamas. EVA gali būti skaičiuojama ne tik visai kompanijai, tačiau ir vienam jos padaliniui, gamybos linijai ar kitokiam smulkesniam kompanijos vienetui. Modelis įtraukia į skaičiavimus kapitalo kaštus[5], skatina geresnius investavimo sprendimus, leidžia identifikuoti veiklos tobulinimo galimybes, leidžia įvertinti vadovybės sprendimų efektyvumą, nematerialus turtas nėra nurašomas į išlaidas, daromos korekcijos buhalterijoje iškraipytiems duomenims. | Vertinimas yra orientuotas į ateitį, turi prognozavimo galimybių[6], skaičiavimams naudojamos pagal nematerialaus turto specifiką pakoreguotos rodiklių reikšmės, modelis nėra paremtas tik praeities rezultatais. |
| ***Trūkumai*** | Modelis parodo nematerialaus turto kaip visumos vertę, tačiau neleidžia įvertinti atskirų jo dalių, duomenų netikslumo rizika (turto bei įsipareigojimų vertė balanse, neatitinkanti realios vertės), modelis nepajėgus visiškai atskleisti tikrosios įmonės nematerialaus turto vertės dėl | Ne visuomet pritaikomas, nes didelės infliacijos periodais, įmonės turto buhalterinė vertė neatspindi jo pakeitimo kaštų (infliacinių kainų), paveikiamas išorės veiksnių – įvairių spekuliacijų bei rinkos sąlygojamų vertės pokyčių. | Sudėtingumas, nes modelis reikalauja 164 pritaikymų, kad būtų galima jį naudoti, naudojami istoriniai balanso duomenys, kurie neatspindi dabartinės rinkos vertės ar pakeitimo kaštų, nematerialiam turtui nenaudojami jokie specifinės įvertinimo priemonės, todėl įmonės vadovybės suvokimas apie nematerialius įmonės resursus nepagerėja[7], sudėtinga labai tiksliai nustatyti „įdarbinto kapitalo“ | Subjektyvus modelis, nes daugelis jo sudėtinių dalių yra priklausomis nuo išorinių veiksnių, tokių kaip palūkanų norma, normalizuotos pajamos yra paremtos subjektyviomis prognozėmis, todėl tai apsunkina skirtingų įmonių palyginimo galimybę tiek toje pačioje pramonės srityje, tiek skirtingose pramonėse[9], nematerialus turtas yra vertinamas kaip visuma, modelis neleidžia |

[5] R. Palliam, 2006
[6] B. Livson, 2009
[7] I. Rodov ir P. Leliaert, 2002

| Modelis | Rinkos – buhalterinės vertės santykis | Tobino Q rodiklis | Ekonominės pridėtinės vertės modelis (EVA) | Žinių kapitalo vertė |
|---|---|---|---|---|
| | rinkoje vykstančių procesų, kurie gali iškreipti tikrąją įmonės vertę. | | įmonėje apimtį, EVA yra nestandartinis modelis, jį sunku naudoti įmonių palyginimui[8]. | įvertinti atskirų nematerialaus turto rūšių. |

[9] A. Seetharaman et. al., 2002, p. 136 - 137
[8] G. Kannan, W. G. Aulbur, 2004

Priedas Nr. 3

**Nefinansiniai nematerialaus turto vertinimo modeliai**

| Modelis | Skandia Navigatorius | Nematerialaus turto monitorius | Subalansuotų Rodiklių sistema | Vertės grandinės rezultatų „švieslentė“ |
|---|---|---|---|---|
| ***Apibrėžimas*** | Modelis, skirtas vizualizuoti ir sukonkretinti įmonės turtą, kuris lemia veiklos efektyvumą, bei tuo remiantis sudaryti prielaidas ilgalaikiam konkurencingumui užtikrinti. | Modelis fiksuoja turto panaudojimo efektyvumą, taip pat materialias ir nematerialias investicijas[10]. | Strateginio valdymo sistema, transformuojanti įmonės strategiją į kasdienius veiksmus ir kontroliuojanti tos strategijos įgyvendinimą. | Nuolatinė įmonės veiklos efektyvumo stebėsena bei nematerialaus turto vertinimo metodas, kuris papildo apskaitos sistemą „nauja kalba“, kurioje rodikliai koreliuoja su turto plėtra ar augimu, taip pat su jo atsinaujinimo tempu, naudojimo efektyvumu ir praradimo rizika[11]. |
| ***Struktūra*** | 5 dėmesio sferos:<br>- Finansai;<br>- Žmonės;<br>- Klientai;<br>- Procesai;<br>- Atsinaujinimas ir plėtra. | Nematerialus turtas yra priskiriamas trims kategorijoms:<br>1. Vidinė struktūra;<br>2. Išorinė struktūra;<br>3. Kompetencija<br>Analizė atliekama per vertės kūrimo sritis:<br>- Augimo lygis/apimtis;<br>- Inovacijos/Atsinaujinimas;<br>- Efektyvus panaudojimas;<br>- Rizikos minimizavimas. | Kiekvienos įmonės veikla (jos vizija ir strategija) vertinama atsižvelgiant į keturias perspektyvas: finansinę, santykių su klientais, vidinius verslo procesus, personalo apmokymą, tobulinimą ir inovacijas. | 3 x 3 dydžio matrica, struktūrizuota pagal trijų lygių vertės grandinės modelį:<br>1. Atradimai ir mokymasis;<br>2. Įgyvendinimas;<br>3. Komercializacija. |
| ***Reikšmė*** | Modelis nepriskiria intelektiniam kapitalui (įmonės nematerialiam turtui) piniginės vertės, tačiau naudoja matavimo priemones, galinčias sekti pridėtinės vertės kitimo įmonėje | Skirtas pabrėžti nematerialaus turto rezultatus ir kaip įrankis ilgalaikėms žinių valdymo įmonėje strategijoms plėtoti ir stebėti. Modelis gali būti integruotas į vadybos informacines sistemas. Jis neturėtų viršyti vieno lapo | Sistema išsaugo tradicinius finansinius rodiklius, retrospektyviai atspindinčius jau įvykusius įvykius, tačiau papildo šiuos rodiklius perspektyvos vertinimo sistema. Sistemos tikslas | Vertės grandinės rezultatų „švieslentė“ yra informacijos sistema, kuri pirmiausia akcentuoja nematerialaus turto įmonėje sukurtą ekonominę vertę. Vienas pagrindinių modelio tikslų – standartizuoti informaciją, susijusią su nematerialiuoju |

[10] D. Klaila, L. Hall, 2000
[11] M. Markham, 2005

| Modelis | Skandia Navigatorius | Nematerialaus turto monitorius | Subalansuotų Rodiklių sistema | Vertės grandinės rezultatų „švieslentė“ |
|---|---|---|---|---|
| | tendencijas. Jis yra kaip įrankis įvertinti netiksliai išreikštą įmonės turtą ir kartu kaip valdymo ataskaitų sistema, kuri padeda vadybininkams vizualizuoti ir sukurti matavimo priemones, kurios galetų atspindėti nematerialųjį turtą bei leistų identifikuoti ateities veiklos gaires[12]. Modelio pagrindu vadovybė gali formuoti strategines veiklos kryptis konkurencingumui didinti. | ir turėtų būti pateiktas kartu su paaiškinimais. Svarbiausios sritys, kurios turėtų būti atskleistos naudojant modelį yra augimas/atsinaujinimas, efektyvumas ir stabilumas. Gali būti naudojamas ir atliekant auditą. | yra įmonės misiją perkelti į konkrečius, suvokiamus uždavinius ir rodiklius. Tai kartu ir valdymo sistema, kuri suteikia galimybę gauti reikiamą informaciją iš vidinių įmonėje vykstančių procesų ir įvertinti išorinius įmonės veiklos rezultatus. Rodiklių sistema suteikia įmonės vadovybei greitą, bet išsamų bendrą verslo vaizdą. | įmonės turtu. |
| ***Privalumai*** | Modelis yra įrankis įvertinti nematerialųjį įmonės turtą ir kartu valdymo ataskaitų sistema, jis leidžia identifikuoti įmonės veiklos sritis, kurios sukuria didžiausią pridėtinę vertę, taip užsitikrinant ilgalaikį konkurencinį pranašumą. Modelyje yra pateikiama vertės suvokimo schema, kuri nurodo pagrindinius vertę kuriančius nematerialus turto šaltinius. | Modelis fiksuoja nematerialaus turto panaudojimo efektyvumą, taip pat materialias ir nematerialias investicijas, parodo nematerialius srautus ir pokyčius, kurie yra įmonės vertės kūrimo šaltiniai, leidžia identifikuoti nematerialiu turtu paremtos veiklos rezultatus bei formuoti ilgalaikes žinių valdymo startegijas, skatina komunikaciją įmonės viduje. | Modelis leidžia identifikuoti nematerialųjį turtą kaip įmonės veiklos rezultatyvumo ir efektyvumo veiksnį ir stebėti jo pokyčius, taip pat suteikia galimybę įmonės vadovybei remiantis turima visapusiška informacija priimti reikiamus sprendimus veiklai ir jos efektyvumui pagerinti, modelyje nurodoma, jog įmonės nematerialusis turtas yra vienas svarbiausių veiksnių, lemiančių jos finansinius rezultatus ateityje. | Modelis yra pajėgus pateikti gana išsamią informaciją apie nematerialaus turto pokyčius ir jo naudojimo efektyvumą įmonėje pasitelkiant sukurtos vertės pokyčius, nesudėtingas ir lengvai pritaikomas įmonės veikloje, apima ir tą nematerialųjį turtą, kuris yra generuojamas įmonės viduje, nematerialaus turto vertinimas yra įtraukiamas į valdymo, strateginius ir kontrolės procesus, taip pat į investuotojų atliekamą analizę. |

[12] R. Bose (2004)

| Modelis | Skandia Navigatorius | Nematerialaus turto monitorius | Subalansuotų Rodiklių sistema | Vertės grandinės rezultatų „švieslentė“ |
|---|---|---|---|---|
| | | | Vienoje ataskaitoje atsispindi įmonės konkurencinis pranašumas: orientuotumas į klientus, kokybės gerinimas, naujų produktų kūrimo laikas ir panašiai; modelyje naudojami rodikliai yra pasirenkami pagal atskiros įmonės strategiją ir tikslus. | |
| ***Trūkumai*** | Modelis nenurodo jokio skaitinio nematerialaus turto įvertinimo, jo sliūlomos veiklos matavimo priemonės yra labai individualios kiekvienai įmonei ir jų skaičius yra gana didelis, o praktinis modelio pritaikymas įmonėje yra labai priklausomas nuo darbuotojų noro bendradarbiauti ir fiksuoti informaciją bei darbo rezultatus. Modelio veikimui užtikrinti įmonėje privalo būti efektyvi informacinių technologijų infrastruktūra. | Įmonės darbuotojai turi būti visapusiškai aprūpinti reikiama informacija ir turėti galimybes perduoti informaciją, susijusią su nematrialiuoju turtu, tarpusavyje, kas ne visada yra lengvai įgyvendinama. Nėra iki galo aišku, kaip integruoti Nematerialaus turo monitorių į kitas bent kiek platesnes veiklos vertinimo sistemas tam, kad sukurti ryšį tarp nematerialių veiklos efektyvumo šaltinių ir veiklos rezultatų[13] . Nepateikiama nematerialaus turto skaitinio vertinimo bei yra labai specifinis kiekvienai įmonei pagal rodiklių pasirinkimą. | Keturios modelio perspektyvos apima tik investuotojų ir klientų norus bei poreikius, tačiau neįtraukia į analizę darbuotojų, tiekėjų, verslo partnerių, vietinių bendruomenių ir kitų interesų grupių, mokymų ir inovacijų perspektyva yra įvardijama kaip nepakankamai aiški, todėl dažnai neįtraukiama įmonėms diegiant modelį savo veikloje, todėl galima daryti prielaidą, jog nematerialus įmonės turtas gali būti įvertintas nepatikimai[14]; naudojami rodikliai individualūs kiekvienai įmonei. | Neleidžia įvertinti visų atskirų nematerialaus turto komponentų, nepajėgus nematerialųjį turtą įvertinti kiekybiškai, nėra itin tikslus, nes vertės pokyčius ne visuomet nulemia tik nematerialus turto naudojimo efektyvumas. |

[13] B. Marr et. al., 2004
[14] B. Marr, C. Adams, 2004

Priedas Nr. 4

## Farmacijos įmonės pelno (nuostolių) ataskaita

| *Įmonės UAB "XXX" vertinimas*<br><br>**Pelno (nuostolio), balanso ir pinigų srautų ataskaita** | **2008** | **2009** | **2010** |
|---|---|---|---|
| **1. Pelno (nuostolio) ataskaita** | | | |
| Pardavimų pajamos | 382.512 | 322.749 | 339.372 |
| Pardavimų savikaina | (171.404) | (153.962) | (149.425) |
| **Bendrasis pelnas** | **211.108** | **168.787** | **189.947** |
| Kitos pajamos | 5.442 | 4.981 | 3.603 |
| Pardavimų ir paskirstymo sąnaudos | (96.619) | (80.455) | (82.310) |
| Registravimo sąnaudos | (14.607) | (11.106) | (11.227) |
| Tyrimų ir plėtros sąnaudos | (2.726) | (1.901) | (1.958) |
| Administracinės sąnaudos | (49.703) | (35.954) | (29.292) |
| Kitos sąnaudos | (2.921) | (3.729) | (2.459) |
| **Tipinės veiklos pelnas (nuostoliai)** | **49.974** | **40.623** | **66.304** |
| Finansinės pajamos | 13.088 | 7.835 | 20.984 |
| Finansinės sąnaudos | (73.125) | (30.705) | (24.289) |
| Pelnas (nuostoliai) prieš apmokestinimą | (10.063) | 17.753 | 62.999 |
| Pelno mokesčio nauda (sąnaudos) | 8.179 | 91 | (9.685) |
| **Grynasis pelnas (nuostoliai)** | **(1.884)** | **17.844** | **53.314** |
| **Bendrosios pajamos (sąnaudos) iš viso, atskaičius mokesčius** | **(49.967)** | **19.561** | **60.373** |

Priedas Nr. 5

## Farmacijos įmonės balansas

| *Įmonės UAB "XXX" vertinimas*<br><br>**Pelno (nuostolio), balanso ir pinigų srautų ataskaita** | **2008** | **2009** | **2010** |
|---|---|---|---|
| **2. Balanso ataskaita** | | | |
| | | | |
| Ilgalaikis materialusis turtas | 282.774 | 258.290 | 215.249 |
| Ilgalaikis nematerialusis turtas | 294.342 | 292.831 | 304.199 |
| Kitas ilgalaikis finansinis turtas | 5.223 | 21 | 17 |
| Atidėtojo pelno mokesčio turtas | 31.014 | 27.851 | 23.548 |
| | | | |
| **Ilgalaikio turto iš viso** | **613.353** | **578.993** | **543.013** |
| | | | |
| Atsargos | 42.753 | 42.242 | 35.609 |
| Iš anksto sumokėtas pelno mokestis | 2.067 | 128 | 170 |
| Iš pirkėjų gautinos sumos | 80.991 | 61.454 | 55.372 |
| Kitos gautinos sumos | 1.581 | 4.689 | 2.492 |
| Išankstiniai apmokėjimai ir būsimų laikotarpių sąnaudos | 3.860 | 2.353 | 2.230 |
| Kitas trumpalaikis finansinis turtas | 5.793 | 3.285 | - |
| Pinigai ir pinigų ekvivalentai | 1.966 | 3.417 | 2.475 |
| | | | |
| **Trumpalaikio turto iš viso** | **139.011** | **117.568** | **98.348** |
| | | | |
| **Turto iš viso** | **752.364** | **696.561** | **641.361** |
| | | | |
| | | | |
| Įstatinis kapitalas | 31.106 | 31.106 | 31.106 |
| Akcijų priedai | 248.086 | 248.086 | 248.086 |
| Įstatymų numatyti rezervai | 3.111 | 3.111 | 3.111 |
| Tikrosios vertės rezervas | (9.672) | (8.662) | (3.557) |
| Užsienio valiutos perskaičiavimo rezervas | (6.031) | (5.324) | (3.370) |
| Nepaskirstytasis pelnas | 31.918 | 49.762 | 103.076 |
| | | | |
| **Nuosavybės iš viso** | **298.518** | **318.079** | **378.452** |
| | | | |
| | | | |
| Po vienerių metų mokėtinų įsipareigojimų iš viso | 95.657 | 219.785 | 142.123 |
| Per vienerius metus mokėtini įsipareigojimai | 358.189 | 158.697 | 120.786 |
| | | | |
| **Nuosavybės ir įsipareigojimų iš viso** | **752.364** | **696.561** | **641.361** |

Priedas Nr. 6

## Farmacijos įmonės pinigų srautų ataskaita

***Įmonės UAB "XXX" vertinimas***

**Pelno (nuostolio), balanso ir pinigų srautų ataskaita**

| | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|---|---|---|
| **3. Pinigų srautų ataskaita** | | | |
| Grynasis pelnas | (1.884) | 17.844 | 53.314 |
| Nusidėvėjimas ir amortizacija | 40.375 | 33.693 | 32.417 |
| Gautinų sumų pokytis | | (16.429) | (8.279) |
| Mokėtinų sumų pokytis | | (75.364) | (115.573) |
| Atsargų ir mokėtinų sumų pokytis | | (3.957) | (6.714) |
| Viso pinigų srautų iš pagrindinės veiklos | 38.491 | (44.213) | (44.835) |
| Investicijos | | | 1.697 |
| Likutis laikotarpio pradžiai | | 1.966 | 3.417 |
| Pokytis per laikotarpį | | (44.213) | (43.138) |
| Likutis laikotarpio pabaigai | 1.966 | 3.417 | 2.475 |