

FINANSIŠKAI IŠSEKUSIOS ĮMONĖS TIKROSIOS VERTĖS NUSTATYMO METODAI: TEORINIS TYRIMAS IR PRAKTINIS PRITAIKOMUMAS

Giedrė BAREIKYTĖ, Vytauto Didžiojo universitetas, Žemės ūkio akademijos, Bioekonomikos plėtros fakultetas, el. paštas: giedre.bareikyte@vdu.lt

Santrauka

Įmonės tikrosios vertės metodų taikymo klausimus nagrinėjantys mokslininkai nuolat stengiasi tobulinti vertės matavimo metodus, kadangi dauguma metodų yra pritaikyti „sveikoms“, teigiamą finansinį rezultatą generuojančioms, įmonėms. Vis dar pasigendama finansiškai išsekusių įmonių vertinimo metodikos. Atlikus mokslinės literatūros analizę ir sintezę parengta finansiškai išsekusios įmonės tikrosios vertės nustatymo metodika UAB „Y“ pavyzdžiu. Pasitelktas diskontuotų pinigų srautų metodas, kurį taikant tikroji vertė nustatoma atsižvelgiant į stabiliai veikiančių įmonių tikrąją vertę, pakoregavus ją finansinio išsekimo tikimybe.

Reikšminiai žodžiai: bankrutuojanti įmonė, finansiškai išsekusi įmonė, tikroji vertė.

Įvadas

Ekonomikos recesija ir iš to kylančios problemos gali lemti įmonių finansinį išsekimą. Šiandien, visame pasaulyje vyraujant politinei ir ekonominei suirutei bei karinei agresijai, finansiškai išsekusios įmonės tikrosios vertės nustatymas tapo ypač svarbus. Finansiškai išsekusios įmonės vertinimas yra sudėtingas procesas. Nors literatūroje randama daug metodų ir būdų, tačiau, pasak Buttignon (2020), Gupta (2019), Hrdý ir Šimek (2012), daugelis jų analizuojami teoriniu požiūriu ir yra sunkiai pritaikomi realioje situacijoje.

Analizuojant anksčiau atliktus tyrimus pasigendama informacijos, kaip teisingai prognozuoti pinigų srautus, kuriuos ateityje generuos nuostolingai veikianti įmonė. Skaiciavimus ir prognozes dar labiau apsunkina nenusipėjamos rizikos, kylančios iš neefektyvių rinkų ir pandemijos sukeltų ekonominių pokyčių. Kita vertus, įmonių tikrosios vertės nustatymas yra ganėtinai komplikuoatas dar ir dėl to, kad egzistuoja keletas skirtingų tikrosios vertės nustatymo metodų (Gupta, 2019; Hrdý ir Šimek, 2012; Damodaran, 2009). Dėl šios priežasties tikroji vertė gali būti tik apytikslė, o kartais netgi ginčytina, nes taikant skirtingus metodus yra tikimybė gauti skirtingus rezultatus (Jacobson, Korczyk ir Peil, 2020; Damodaran, 2009). Taigi, kyla praktinė problema: kaip išvengti rizikos sumokėti už finansiškai išsekusios įmonės įsigijimą daugiau nei jos tikroji vertė? Įvardintos problemos sąlygoja tai, kad finansiškai išsekusios įmonės tikrosios vertės nustatymo metodo pasirinkimas turi būti kruopštus ir išsamus, reikalaujantis atsižvelgti į jos patiriamų finansinių sunkumų lygį ir gyvavimo ciklą.

Tyrimo tikslas – parengti finansiškai išsekusios įmonės tikrosios vertės nustatymo metodiką.

Tiksliui pasiekti sprendžiami šie **uždaviniai**:

1. Pateikti finansiškai išsekusios įmonės vertinimo procesą iki tikrosios vertės nustatymo metodo pasirinkimo;
2. Išanalizuoti ir apibendrinti finansiškai išsekusios įmonės tikrosios vertės nustatymo metodus;
3. Parengti finansiškai išsekusios įmonės tikrosios vertės nustatymo metodiką UAB „Y“ pavyzdžiu.

Tyrimų objektas ir metodai

Tyrimo objektas – finansiškai išsekusios uždarnosios akcinės bendrovės (toliau UAB) „Y“ tikroji vertė.

Tyrimo metodai. Finansiškai išsekusios įmonės tikrosios vertės nustatymo metodų tyrimas atliktas pasitelkiant mokslinės literatūros bei Lietuvos Respublikos teisės aktų analizę ir sintezę, grupavimo ir palyginimo metodus. Metodika parengta taikant mokslinės literatūros analizės ir sintezės bei palyginimo metodus.

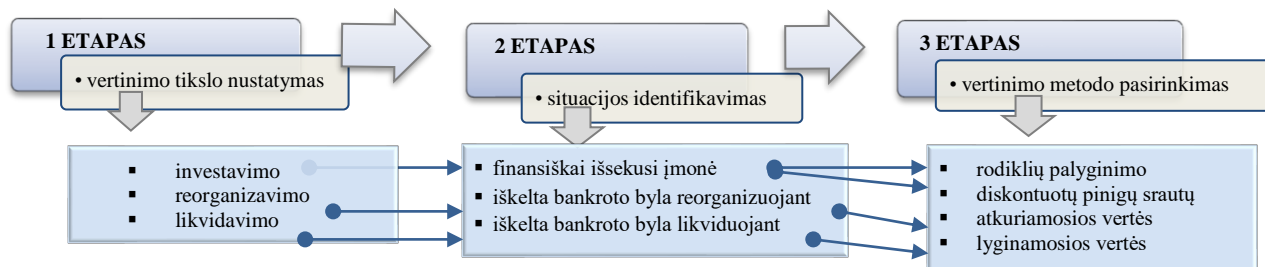
Tyrimų rezultatai ir jų aptarimas

Finansinis įmonių išsekimas – gana dažnas reiškinys pasaulio ekonomikoje. Pasak Baleženčio ir Vijeikio (2010), finansinis išsekimas yra nesuvaldytos įmonės krizinės situacijos pasekmė. Januševičiūtė ir Jurevičienė (2009) teigia, kad krizė atsiranda dėl įmonės mokumo sumažėjimo ir nepajėgumo grąžinti visus reikiamus kreditus. Šių mokslininkų teigimu, dauguma tokių įmonių krizių dažniausiai perauga į finansinę krizę.

Finansiškai išsekusia įmonė pripažįstama tada, kai įmonei sunku vykdyti finansinius įsipareigojimus, yra nemoki arba yra reali tikimybė, kad taps nemoki per artimiausius tris mėnesius (Gupta, 2019; Hrdý ir Šimek, 2012; LR juridinių

asmenų nemokumo įstatymas, 2020). Pagrindiniai tokios įmonės požymiai yra nelikvidus turtas ir didelės susikaupusios skolos (Damodaran, 2009; Gupta, 2020; Hrdy ir Šimek, 2012), didelės pastoviosios sąnaudos (Gupta, 2019); stagnuojančios ar mažėjančios pajamos (Damodaran, 2006). Kaip teigia autoriai, su finansiniu išsekimu tiesiogiai susijęs ir įmonės bankrotas (Hrdy ir Šimek, 2012), kadangi įmonė yra priversta nutraukti veiklą ir likviduoti turtą, kad padengtų skolas (Buttignon, 2020; Gupta, 2019). Remiantis mokslininkų išsakytais nuomonėmis, galima teigti, kad įmonės bankrotas yra finansinio išsekimo, kurio įmonės vadovybei nepavyko išspręsti ir pašalinti, padarinys.

Finansiškai išsekusios įmonės vertinimo procesą iki tinkamo metodo pasirinkimo galima grupuoti į 3 pagrindinius etapus (1 pav.): vertinimo tikslo nustatymas, įmonės esamos situacijos identifikavimas ir tinkamo vertinimo metodo pasirinkimas. Remiantis tarptautiniais vertinimo standartais (2012), verslo vertinimo metodo pasirinkimas ir vertės pagrindimas priklauso nuo įmonės vertinimo tikslo, kadangi nėra nė vieno metodo, tinkamo visoms galimoms situacijoms. Išskiriami trys pagrindiniai finansiškai išsekusių įmonių vertinimo tikslai (1 pav.): investavimo, reorganizavimo ar likvidavimo.



1 pav. Finansiškai išsekusios įmonės vertinimo procesas iki metodo pasirinkimo

Šaltinis: sudaryta remiantis Gupta (2019); Hrdy ir Šimek (2012); TVS (2012); Damodaran (2009).

Fig. 1. The process of valuing a financially distressed company before choosing a method.

Source: according to Gupta (2019); Hrdy ir Šimek (2012); TVS (2012); Damodaran (2009).

Pasak Hrdy ir Šimek (2012), tikrosios vertės nustatymo procedūrų seka priklauso ir nuo to, kurioje finansinėje situacijoje yra įmonė (1 pav.). Autoriai išskiria tris situacijas:

- 1) įmonė yra finansiškai išsekusi, tačiau bankroto byla nepaskelbta;
- 2) įmonei iškelta bankroto byla, kuri bus nagrinėjama reorganizavimo pagrindu;
- 3) įmonei iškelta bankroto byla, kuri bus nagrinėjama likvidavimo pagrindu.

Kai bankroto byla nėra paskelbta, o tikrąją vertę siekiama nustatyti investiciniais ar įmonės įsigijimo tikslais, Damodaran (2006) siūlo naudoti diskontuotų pinigų srautų (angl. Discounted Cash Flow (DCF)) metodą, pakoreguotą finansinio išsekimo tikimybe. Tokiai nuomonei antrina ir Gupta (2019). Remiantis minėtų autorių nuomone, finansiškai išsekusios įmonės susiduria su veiklos tęstinumo ir pelno augimo tempo nustatymo problema, todėl kyla rizika pervertinti įmonę taikant įprastinius metodus. Be to, analizuojant 1 lentelėje pateiktus metodų privalumus ir trūkumus, galima daryti išvadą, kad reikalingos papildomos prielaidos dėl įsipareigojimų nevykdymo rizikos ir nuosavybės betos (Buttignon, 2020; Gupta 2019; Damodaran, 2009). UAB „Y“ tikrosios vertės nustatymo metodika parengta remiantis šia situacija.

Kai įmonei paskelbta bankroto byla siekiant ją reorganizuoti, labiau tinkamas atkuriamosios vertės (kaštų) metodas (Gupta, 2019; Hrdy ir Šimek, 2012). Atkuriamosios vertės metodu įvertinama turto dabartinė arba atkūrimo savikaina (Gupta, 2019), tačiau ji neparodo vertės, kurią įmonė generuos ateityje (Buttignon, 2020) (1 lentelė).

1 lentelė. Finansiškai išsekusių įmonių tikrosios vertės nustatymo metodų privalumai ir taikymo problematika (sudaryta darbo autorės, remiantis Buttignon (2020); Gupta (2019); Hrdy ir Šimek (2012); Damodaran (2009))

Table 1. Advantages and Application Issues of Fair Value Measurement Approaches for Financially Distressed Companies (according to Buttignon (2020); Gupta (2019); Hrdy ir Šimek (2012); Damodaran (2009)).

Metodas	Metodo privalumai	Metodo taikymo problematika
Atkuriamosios vertės (kaštų)	1. Tinkamas vertinant įmonių turtą. 2. Tinkamas vertinant įmonę reorganizavimo ir susijungimo tikslais.	1. Praktiškai sunkiau pritaikomas bankrutuojančioms įmonėms. 2. Problemiškas konkretaus turto kainos nustatymas naudojant jį kartu su kitu turtu ir verslo elementais. 3. Reikia tikslios vidinės informacijos analizuojant balansinio turto vertę. 4. Neparodo vertės, kurią įmonė generuos ateityje.
Lyginamosios vertės	1. Būtinai tikrinant ir papildant kitus naudojamus metodus. 2. Gaunama pagrįstai tiksli likvidavimo vertė.	1. Ribotas rinkos parametrų prieinamumas. 2. Naudojami neigiami įmonės veiklos rodikliai mažiau patikimai atspindi duomenis. 3. Esant neigiamiems rodikliams dažnai neįmanoma apskaičiuoti tam tikrų rodiklių.
Diskontuotų pinigų srautų metodas	1. Vertinimas grįstas laukiamais rezultatais. 2. Galima modeliuoti pasitelkiant Monte Karlo metodą.	1. Kyla daug sunkumų dėl prognozuojamų neigiamų rezultatų. 2. Neobjektyvus įmonės ateities pajamų ir išlaidų prognozavimas. 3. Kompliciuotas ir dažnai negalimas tęstinės veiklos ir pelno augimo tempo apskaičiavimas. 4. Būtina įvertinti įsipareigojimų nevykdymo riziką ir koreguoti nuosavo bei skolinto kapitalo kainas. 5. Nuosavybės beta turi būti nustatyta atsižvelgiant į esamą skolos ir nuosavybės santykį.

Gupta (2019) bei Hrđy ir Œimek (2012) nurodo, kad tais atvejais, kai įmonei iškelta bankroto byla siekiant ją likviduoti, jos vertė bus lygi turto verčių sumai – likvidacinei vertei, už kurią bankroto administratorius galės realizuoti įmonės turtą ir patenkinti kreditorių reikalavimus. Lyginamosios vertės metodas remiasi rinkos požiūriu, ir naudojamas tiek verslo, tiek įmonės atskirų turto dalių vertei nustatyti. Pasirinkus tinkamus lyginamuosius rinkos duomenis (lyginamuosius daugiklius) apie identiškas ar panašias įmones gaunama pakankamai tiksli tikroji įmonės vertė (1 lentelė).

Remiantis Hrđy ir Œimek (2012), finansiškai išsekusi įmonė turėtų būti vertinama prieš bankroto paskelbimą analizuojant visas galimas finansines ir organizacines priemones, skirtas finansiniam išsekimui pašalinti ir įmonei gelbėti.

Apžvelgus finansiškai išsekusių įmonių vertinimo procesą ir metodus galima daryti išvadą, kad siekiant nustatyti įmonės tikrąją vertę investiciniais tikslais, patartina naudoti daugiklių palyginimo ir / ar DCF metodus. Finansiškai išsekusios įmonės tikslesnė tikroji vertė bus gaunama diskontuojant būsimą jos vertę ir įvertinus finansinio išsekimo tikimybę.

UAB „Y“ tikrosios vertės nustatymo metodika

UAB „Y“ priskiriama mažų įmonių kategorijai. Bendrovės veikla įregistruota Molėtų r. 1993 m. Pagrindinė veikla – mėsos ir mėsos produktų gamyba, paruošimas, perdirbimas, konservavimas ir prekyba. Bendrovė produkciją realizuoja jai priklausančiose dviejose krautuvėlėse, nuolat ieško naujų užsakovų. Pastaraisiais metais bendrovė susiduria su finansiniais sunkumais, balansuoja ties bankroto riba. Siekdama užtikrinti bendrovės veiklos tęstinumą ir išsaugoti darbo vietas, jos vadovybė nusprendė parduoti bendrovės akcijas ir jos valdymą perleisti akcijas įsigyjančiai įmonei.

Siekiant nustatyti UAB „Y“ tikrąją vertę investiciniais tikslais, buvo pasirinktas diskontuotų pinigų srautų (DCF) metodas. Mokslinės literatūros analizė parodė, kad taikant DCF metodą, pakoreguotą finansinio išsekimo tikimybę, gaunama pagrįsta įmonės tikroji vertė.

Kaip teigia Buttignon (2020), taikant modifikuotą DCF metodą, daromi papildomi koregavimai dėl įsipareigojimų nevykdymo rizikos ir nuosavybės betos. Nepaisant to, Gupta (2019) ir Damodaran (2006) teigia, kad minėtų koregavimų nepakanka: būtina numatyti veiklos tęstinumo prielaidas.

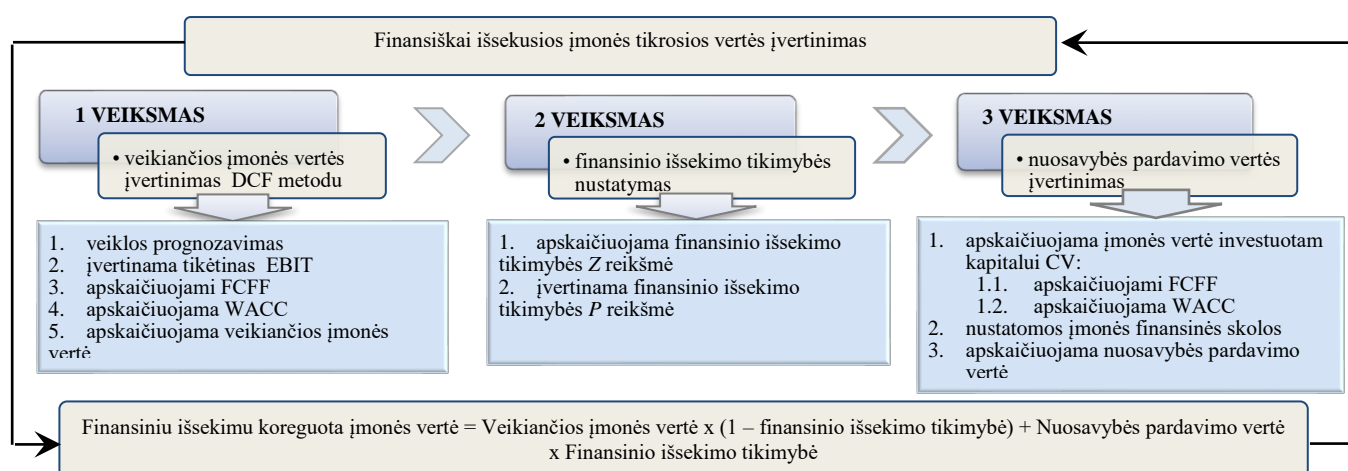
Remiantis Gupta (2019), vertinimo procesas modeliuojamas pasitelkiant tris nuoseklius veiksmus (2 pav.):

- 1 veiksmas: įmonė įvertinama taikant įprastą DCF metodą remiantis veiklos tęstinumo prielaida;
- 2 veiksmas: įvertinama finansinio išsekimo tikimybė;
- 3 veiksmas: įvertinama nuosavybės pardavimo vertė.

Finansiškai išsekusių įmonių tikroji vertė, taikant modifikuotą DCF metodą, apskaičiuojama pagal 1 formulę (Gupta, 2019; Damodaran, 2006).

$$\text{Finansiniu išsekimu koreguota įmonės vertė} = \text{Veikiančios įmonės vertė} \times (1 - \text{finansinio išsekimo tikimybė}) + \text{Nuosavybės pardavimo vertė} \times \text{Finansinio išsekimo tikimybė} \quad (1)$$

Pagal 1 formulę finansiškai išsekusios įmonės tikroji vertė nustatoma atsižvelgiant į stabilios įmonės vertę, o tada nustatoma jos finansinio išsekimo tikimybė. Damodaran (2006) teigia, kad šis metodas yra tinkamiausias, kai vertinama finansiškai išsekusi įmonė sektoriuje, kuriame yra daugiausiai stabilių įmonių.



2 pav. Finansiškai išsekusios įmonės tikrosios vertės vertinimo proceso modelis

Šaltinis: sudaryta remiantis Gupta (2019); Butkus, Žakarė ir Cibulskienė (2014); Aleknevičienė, Stončiuvienė ir Zinkevičienė (2013); Damodaran (2012); Damodaran (2006).

Fig. 2. The scheme of the financially distressed company valuation model.

Source: according to Gupta (2019); Butkus, Žakarė ir Cibulskienė (2014); Aleknevičienė, Stončiuvienė ir Zinkevičienė (2013); Damodaran (2012); Damodaran (2006).

Toliau detalizuojamas finansiniu išsekimu koreguotos tikrosios įmonės vertės apskaičiavimo procesas, pavaizduotas 2 pav.

1 veiksmas. Apskaičiuojama veikiančios įmonės vertė. Šį veiksma sudaro 5 žingsniai.

1 žingsnis. Sudaromos įmonės veiklos rezultatų prognozės remiantis veiklos tęstinumo prielaida.

Kaip pažymi Buttignon (2020), prognozavimas remiasi istoriniais įmonės veiklos rezultatais (patartina naudoti praėjusių penkerių metų finansinius rezultatus), taip pat pramonės šakos ar panašių įmonių veiklos prognozėmis.

Remiantis Buttignon (2020), Damodaran (2006) ir Fernandez (2002), prognozuojami tokie metiniai rodikliai: pardavimo pajamos, pelnas iki atskaitant palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITDA), apyvartinis kapitalas kaip procentinė dalis nuo pardavimo pajamų pokyčio, investicijų į ilgalaikį turtą suma bei nusidėvėjimas ir amortizacija. Ateinančių metų prognozei sudaryti ir analizei atlikti dažniausiai pasitelkiami regresinės analizės ir duomenų sekos metodai. Taikant paprastą tiesinį regresinės analizės metodą įmonės finansiniai rodikliai prognozuojami proporcingai pardavimo pajamoms (Aleksnevičienė, 2009). Įmonės trumpalaikis turtas prognozuojamas taikant procentinę dalį nuo pardavimo pajamų, o trumpalaikiai įsipareigojimai apskaičiuojami remiantis prielaida, kad egzistuoja priklausomybė nuo trumpalaikio turto (Damodaran, 2006).

2 žingsnis. Remiantis prognozavimo prielaidomis įvertinamas tikėtinas veiklos rezultatas iki atskaitant mokesčius. Dažniausiai prognozavimui pasirenkamas 5–7 metų laikotarpis.

3 žingsnis. Apskaičiuojami laisvieji pinigų srautai (FCFF) (2 formulė):

$$FCFF = EBIT(1-T) + DP - CAPEX - AWC, \quad (2)$$

čia EBIT – pelnas iki atskaitant palūkanas ir mokesčius;

T – pelno mokesčio tarifas;

DP – nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos;

CAPEX – investicijos į ilgalaikį turtą;

AWC – papildomas apyvartinis kapitalas.

FCFF apskaičiuoti naudojama pelno (nuostolių) ir balanso ataskaitų informacija, papildomas apyvartinis kapitalas apskaičiuojamas kaip trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų (už kurias nemokamos palūkanos) skirtumas.

4 žingsnis. Apskaičiuojama diskonto norma (WACC).

Įmonių investicijos dažnai būna finansuojamos tiek nuosavu, tiek skolintu kapitalu, todėl svarbu įvertinti kiekvienos kapitalo rūšies kainą ir nustatyti vidutinę svertinę kapitalo kainą (WACC), kuri kitaip apibūdinama kaip diskonto norma (Aleksnevičienė, 2009). Esant prielaidai, kad kapitalo struktūra per neterminuotą laiką bus rebalansuota, WACC turi būti apskaičiuojama taikant formulę (Aleksnevičienė ir kt., 2013) (3 formulė):

$$WACC = r - Lr_d T [(1+r)/(1+r_d)], \quad (3)$$

čia r – finansinio svarto neturinčios įmonės kapitalo kaina;

L – tikslinė kapitalo struktūra;

r_d – palūkanų norma.

Įmonės, kurios savo akcijomis neprekiuoja vertybinių popierių biržoje, prisiima tik bendrąją riziką, kurią matuoja gražos standartinis nuokrypis. Atsižvelgiant į tai, nuosavo kapitalo kaina nustatoma remiantis McConaughy (2009) modifikuotu CAMP (4 formulė):

$$r_e = r_f + (STDEV_y / STDEV_m) \times (r_m - r_f), \quad (4)$$

čia r_f – rinkos portfelio graža;

r_m – nerizikinga palūkanų norma;

STDEV_m – rinkos portfelio gražų standartinis nuokrypis;

STDEV_y – nuosavybės gražų standartinis nuokrypis.

Nerizikinga palūkanų norma, reikalinga skaičiuojant nuosavo kapitalo kainą, nustatoma remiantis investicijų į vyriausybės vertybinių popierių, tokių kaip išdo vekseliai arba vyriausybės obligacijos, pelningumą (Damodaran, 2006).

Įvertinant rinkos portfelio ir nuosavybės gražų standartinius nuokrypius, pasirenkamas tinkamas gražos rodiklis: nuosavo kapitalo graža (ROE) arba turto graža (ROA) (Aleksnevičienė ir kt., 2013).

5 žingsnis. Apskaičiuojama veikiančios įmonės vertė pagal formulę (5 formulė):

$$Veikiančios \text{ įmonės vertė} = \frac{FCFF_n}{WACC - g}, \quad (5)$$

čia g – augimo tempas;

FCFF_n – laisvieji pinigų srautai paskutiniais prognozuojamais metais;

WACC – vidutinė svertinė kapitalo kaina.

Augimo tempas g priklauso nuo reinvesticijų (RI) ir investuoto kapitalo pelningumo (ROIC).

2 veiksmas (2 pav.). Finansinio išsekimo tikimybės apskaičiavimas.

Pramonės šakoje veikiančių įmonių finansinio išsekimo tikimybė gali būti apskaičiuojama taikant logistinės regresijos lygtį (Butkus, Žakarė ir Cibulskienė, 2014). Finansinio išsekimo tikimybė apskaičiuojama pagal 6 formulę.

$$Z = -3,062 - 3,448X_1 - 1,234X_2 + 8,954X_3, \quad (6)$$

čia Z – finansinio išsekimo tikimybė;
 X_1 – grynojo apyvartinio kapitalo ir turto santykis;
 X_2 – bendrojo trumpalaikio mokumo koeficientas;
 X_3 – pastovaus mokumo koeficientas.
Gautą Z reikšmę įrašome į 7 formulę:

$$P(Y=1) = \frac{e^z}{1+e^z}, \quad (7)$$

čia $(Y=1)$ – tikimybė, kad įmonė nebankrutuos. P reikšmės vertinimo skalė pateikiama žemiau.

Jei $P < 0,25$, tikėtina labai didelė įmonės bankroto tikimybė.

Jei $0,25 \leq P < 0,5$, tikėtina didelė įmonės bankroto tikimybė.

Jei $0,5 \leq P < 0,75$, tikėtina maža įmonės bankroto tikimybė.

Jei $P \geq 0,75$, įmonei bankrotas negresia.

Pritaikius pateiktą bankroto tikimybės nustatymo metodiką, pramonės šakoje veikiančių įmonių bankroto tikimybė nustatoma 96 proc. tikslumu (Butkus ir kt., 2014).

3 veiksmas (2 pav.). Nuosavybės pardavimo vertės apskaičiavimas.

Nuosavybės pardavimo vertė apskaičiuojama iš įmonės vertės investuotam kapitalui apibrėžto laikotarpio pabaigoje atimant turimas finansines skolas ir pridėdant turimus pinigus ir trumpalaikius pinigų rinkos instrumentus (Damodaran, 2006) (8 formulė):

$$\text{Nuosavybės pardavimo vertė} = CV - \text{finansinės skolos} + \text{pinigai} + \text{trumpalaikiai pinigų rinkos instrumentai}. \quad (8)$$

Pažymėtina tai, kad nuosavybės pardavimo vertė bus lygi nuliui tada, kai įmonės skola bus didesnė už įmonės vertės (CV), turimų pinigų ir pinigų rinkos instrumentų sumą.

Įmonės vertė investuotam kapitalui (CV) apskaičiuojama juos diskontuojant WACC (Aleksnevičienė, 2009; Damodaran, 2012) (9 formulė):

$$CV = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n} + \frac{TV_{n+1}}{(1+WACC)^n}, \quad (9)$$

čia CV – įmonės vertė;

FCF – laisvieji pinigų srautai;

$WACC$ – vidutinė svertinė kapitalo kaina;

TV – tęstinė vertė;

1, 2... n – metai.

Laisvieji pinigų srautai (FCF) apskaičiuojami naudojant 2 formulę, o vidutinė svertinė kapitalo kaina (WACC) nustatoma pagal 3 formulę.

Tęstinė vertė, kai nenumatomas įmonės augimas, lygi laisvųjų pinigų srautų (FCF) po apibrėžto laikotarpio ir vidutinės svertinės kapitalo kainos (WACC) santykiui.

Apibendrinant galima teigti, kad rengiant finansiškai išsekusios įmonės vertinimo metodiką reikia integruoti įvairias prielaidas, vertinimo požiūrius ir metodus. Ši metodika, pritaikyta UAB „Y“ pavyzdžiu ir parengta taikant modifikuotą DCF metodą, pakoreguotą finansinio išsekimo tikimybė, yra tinkama vertinant ir kitas finansiškai išsekusias uždaršias akcines bendroves. Taikant šį metodą rekomenduotina daugiau dėmesio skirti įmonės augimo ir pelno generavimo galimybių pagrįstumui, taip pat prognozuojamiems laisvųjų pinigų srautams ir diskonto normai.

Išvados

1. Finansiškai išsekusios įmonės vertinimo procesą iki metodo parinkimo sudaro du etapai. Pirmasis – vertinimo tikslo nustatymas teoriniu požiūriu. Išskiriami trys tikslai: investavimo, reorganizavimo ir likvidavimo. Antrasis etapas – įmonės situacijos identifikavimas: ar įmonė yra finansiškai išsekusi, ar teismine tvarka reorganizuojama, ar teismine tvarka likviduojama.

2. Išskiriami trys pagrindiniai finansiškai išsekusios įmonės tikrosios vertės nustatymo metodai. Atkuriamosios vertės metodas tinkamas vertinant reorganizuojamas įmones. Lyginamosios vertės metodu patartina vertinti likviduojamą įmonę ar atskiras likviduojamos įmonės turto dalis. Diskontuotų pinigų srautų metodas tinkamas vertinti finansiškai išsekusias įmones investiciniais tikslais.

3. Tikrosios vertės nustatymo metodikai UAB „Y“ pavyzdžiu parengti buvo pasirinktas diskontuotų pinigų srautų metodas, pakoreguotas finansinio išsekimo tikimybė. Vertinimo procesą sudaro trys veiksmi: nustatoma veikiančios įmonės vertė darant prielaidą, kad ji yra stabili, ir numatomas pelno augimo tempas; apskaičiuojama finansinio išsekimo tikimybė; nustatoma nuosavybės pardavimo vertė. Parengta metodika yra tinkama vertinant ir kitas finansiškai išsekusias uždaršias akcines bendroves.

Literatūra

1. Aleknevičienė, V. 2009. Įmonės finansų valdymas. Kaunas: Spalvų kraitė.
2. Aleknevičienė, V., Stončiuvienė, N., Zinkevičienė, D. 2013. Determination of the fair value of a multifunctional family farm: a case study. *Studies in Agricultural Economics*, Vol. 115(3), p. 124–133.
3. Baležentis, A., ir Vijeikis, J. (2010). Krizės valdymo veiksniai ir priemonės Lietuvos įmonėse. *Vadybos mokslas ir studijos-kaimo verslų ir jų infrastruktūros plėtrai*, Vol. 4, p. 25–33.
4. Buttignon, F. 2020. Distressed Firm Valuation: A Scenario Discounted Cash Flow Approach. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 15(1).
5. Butkus, M., Žakarė, S., ir Cibulskienė, D. 2014. Bankroto diagnostikos modelis ir jo pritaikymas bankroto tikimybei Lietuvos įmonėse prognozuoti. *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai*, 8(1), 111–132.
6. Damodaran, A. 2006. Damodaran on valuation (2nd ed.). *New York, NY: John Wiley and Sons Inc.*
7. Damodaran, A. 2009. Valuing distressed and declining companies. *Stern School of Business*.
8. Damodaran, A. 2012. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (Vol. 666). John Wiley & Sons.
9. Fernandez, P. 2002. Valuation methods and shareholder value creation. *Academic Press*.
10. Gupta, S. K. 2019. Distressed Companies: An Exploratory Study of Considerations, Approaches and Methods of Valuation. *The Management Accountant Journal*, Vol. 54(4), p. 59–63.
11. Hrdy, M., Šimek, B. 2012. Valuation of the company in financial distress. *Finance*, 121–133. Prieiga per internetą: https://otik.uk.zcu.cz/bitstream/11025/17477/1/2012_04%20Valuation%20of%20the%20Company%20in%20Financial%20Distress.pdf
12. Jacobson, C., Korczyk, D., Peil, R. 2020 The Valuation Paradigm of COVID-19: Using the Discounted Cash Flow Method After an Economic Crisis. *Business Valuation Update*, Vol. 26(5), p. 1–6.
13. Januševičiūtė, A., Jurevičienė, D. 2009. Bankroto esmė: teorija ir praktika. *Mokslas–Lietuvos ateitis*, Vol. 1(3), p. 30–33.
14. Lietuvos Respublikos juridinių asmenų nemokumo įstatymas. TAR, 2019-06-27, Nr. 10324. (Lietuvos Respublikos Seimas 2020).
15. McConaughy, D. L. 2009. The cost of capital for the closely-held, family-controlled firm. *USASBE proceedings*, p. 1–13.
16. Tarptautinė vertinimo standartų taryba. 2012. ISBN 978-0-9569313-4-4. Prieiga per internetą: <http://www.avnt.lt/assets/Teisine-informacija/Vertinimas/TID1-galutine-versija1.pdf>

METHODS FOR DETERMINING THE FAIR VALUE OF DISTRESSED COMPANY: THEORETICAL APPROACH AND PRACTICAL APPLICABILITY

Summary

Researchers focusing on the application of a company's fair value determination methods constantly strive to improve them. However, the methods of valuation mostly are applied to "healthy" companies that generate a positive financial result. So, there is still a lack of a methodology for valuing financially distressed companies. After the analysis and synthesis of the scientific literature on the topic of determining the fair value of financially distressed companies, the methodology for determining the fair value of distressed company was prepared on the example of UAB "Y". It is based on the discounted cash flow model assuming the value of a company as a going concern and the probability of distress.

Keywords: financially distressed company, bankrupt company, fair value.