

## **VERSLO VERTINIMO PRINCIPAI - TEORIJA IR PRAKTIKA**

Vertė, panašiai kaip grožis, yra žiūrovo nuomonė. Tuomet nenuostabu, kad yra tiek daug diskusijų dėl kriterijų, kuriais yra nustatoma verslo vertė. Cituojant jaunos kartos populiarią frazę, “tai priklauso nuo to, iš kur tu atėjęs”.

Prieš tai, kai vertinimo procesas gali būti pradėtas bet koku reikšmingu būdu, būtina nustatyti vertės apibrėžimą, kuris būtų tinkamas vertinimo tikslui, kadangi skirtingi vertės apibrėžimai gali būti taikomi skirtingiems tikslams. Turto atstatymo išlaidos ar nudėvėtoji atstatymo išlaidų vertė yra modelis naudojamas paprastai draudimo tikslams. Likvidavimo vertė gali būti tinkama, jei buvo apsvaistyta likvidavimo perspektyva. Tačiau dauguma verslo vertinimo tikslų yra tinkamiausi siekiant “tęsimosios įmonės vertės”, tai yra darant prielaidą, kad verslas tęsis be jokių reikšmingų sustojimų.

Taip pat yra skirtingų įstatymais nustatytų vertės apibrėžimų. Federaliniai nutarimai yra aiškūs formuluodami, kad verslo vertė dovanojimo ir turto apmokestinimo tikslais yra “bešališka rinkos vertė”. Bešališkos rinkos apibrėžimas iš esmės yra visuotinai pripažintas kaip “kaina, kuria pasikeis naudomis tikėtinas pirkėjas ir tikėtinas pardavėjas, abiem esant pakankamai informuotiems apie svarbius faktus ir nesant bet kokiai prievartai pirkti ar parduoti.” Nors statuteose nėra specifiškai parašyta, yra visuotinis sutarimas į užuominą, kad šalis taip pat privalo turėti sugebėjimą bei pasiryžimą pirkti ar parduoti. Dauguma valstybinių paveldėjimo mokesčių įstatų laikosi bešališkos rinkos vertės apibrėžimo.

Tačiau tam tikri kiti įstatai, ypatingai valstybiniai įstatai, apibrėžiantys akcininkų teisių nesutarimus, yra daug mažiau aiškūs, tipiškai naudodami “bešališkos vertės” terminą vietoj “bešališkos rinkos vertės”. Nėra visuotinai pripažinto “bešališkos vertės” apibrėžimo, kaip yra “bešališkai rinkos vertei”. Šio neaiškumo efektas yra tas, kad priešingų šalių vertės išvadų skirtumai yra netgi didesni, kur įstatymu nustatytas standartas yra “bešališka vertė”, nei atvejais, kur “bešališkos rinkos vertės” standartas yra suprantamai taikomas.

Apskritai, knygos diduma yra nagrinėjama prieinant “bešališką rinkos vertę” įmonės tęstinumo bazėje. Kur nukrypimai nuo šio vertės standarto yra taikomi, aš manau, kad jie bus aiškūs.

### **VISUOTINAI PRIPAŽINTA TEORIJA**

Yra visuotinai pripažinta teorinė struktūra, sudaranti pagrindą verslo interesų vertinimo procesui. Teorijoje interesų versle vertė priklauso nuo būsimosios naudos, kuri atiteks tiems interesams, bei būsimosios naudos vertę diskontuojant į dabartinę vertę, esant tam tikrai tinkamai diskonto (kapitalizavimo) normai. Taigi, teoriškai teisingas modelis yra projektuoti būsimąją naudą (paprastai, pilną, pinigų srautus ar dividendus) ir diskontuoti planuojamą srautą į dabartinę vertę.

Tačiau, nepaisant to, kad yra visuotinis teorinės schemos verslo vertinimui pripažinimas, jos interpretavimas praktikoje esant nepastoviam pasauliui yra vienas sudėtingiausių ekonomikos ir finansų teorijos bei praktikos iššūkių.

Tačiau nukrypimai nuo teoriškai teisingo modelio iki verslo įvertinimo, nebūtinai, ar netgi, paprastai, prieštarauja esančiai teorijai.

Kadangi verslo interesų vertė priklauso nuo jos būsimosios naudos, teisingo teorinio modelio tiesioginis įdiegimas į vertinimą, reikalauja naudos, laikomos svarbia tuo atveju, - pelno, pinigų srautų arba dividendų - kiekybinės prognozės. Diskontuotos būsimosios naudos modelis taikytinas praktikoje tik tuomet, kai naudotini projektai ir prielaidos yra priimtini sprendimų priėmėjui, kuriam yra rengiamas verslo vertinimas.

Sudaryti tokius projektus gali būti sunku - ir dar sunkiau gauti dviejų ar daugiau šalių, turinčių skirtingus ekonominius ir verslo lūkesčius, pritarimą jiems. Dėl to verslo vertinimo praktikai išvystė įvairių modelių, kuriems panaudojami istoriniai, o ne planuojami duomenys, pasiekti vertinime. Tam tikrais atvejais modeliai, naudojantys istorinius duomenis, gali būti konservatyvesni nei diskontuotos būsimosios naudos modelis dėl potencialaus būsimosio augimo atspindėjimo. Tačiau, apskritai,

modeliai, naudojantys tinkamai įvykdytus istorinius duomenis, duotų rezultata, kuris yra pakenčiamai suderinamas su tuo, kurį gautų gerai atlikus diskontuotos būsimosios naudos modelį.

## **ISTORINIAI IR PROJEKTUOJAMI DUOMENYS. KURIAIS PASIKLIAUTI?**

Realiam verslo vertinimo praktikos pasaulyje situacijos, su kuriomis šiuo metu betarpiškai susiduria teorinio diskontuotos būsimosios naudos modelio panaudojimas gaunant vertę, yra susijungimų rinkoje ir, mažesniu mastu, viešai prekiaujančių vertybinių popierių rinkose.

Taikant diskontuotos būsimosios naudos modelį, kas nors turi padaryti būsimosios naudos įvertinimus, kurie būtų pakankamai patikimi, kad kas nors norėtų dėl jos imtis priemonių. Verslininkai yra išmokę ir patyrę rengiant ir vertinant verslo bei ekonomines prognozes, ir naudojant jas kaip pagrindą kasdieniniam sprendimų priėmimui. Todėl dauguma susijungimo ir akcijų sandorių sprendimų yra priimami šiuo būdu.

Tačiau praktiškai dėl projektų ir prielaidų, priimtinių visoms šalims, nustatytų trūkumų, dauguma verslo vertinimų užbaigiami pasikliaujant istoriniais duomenimis, kuriais yra įvertinama, kad atspindėti priimtina perspektyvą dėl numatomų būsimų pokyčių.

Žinoma, nėra visiškai neprotinga daugumoje atvejų pabaigti vertinimą remiantis projektuojamais duomenimis, o taip pat daryti vertinimą remiantis istoriniais duomenimis. Pasirinkimas, kuriuo pasikliauti, arba kuriam yra nustatyta santykinė reikšmė siekiant galutinės vertinimo išvados, priklausys nuo konkretaus atvejo aplinkybių ir vertintojo nuomonės.

Bet kuriame verslo vertinime, apimančiame bylinėjimąsi ar potencialų bylinėjimąsi, teismai privalo pasitikėti parodymais. Istoriniai faktai, paprastai, padaro patikimesnius parodymus teismo akyse, negu kad išankstinis kažkieno nuomonės dėl to kas nutiks projektavimas.

Taigi, dėmesio centras daugumoje verslo vertinimų sandorių tikslais (susijungimai, išpardavimai, viešosios rinkos ir pan.) krypsta į būsimus projektavimus. Kuomet reikalingi teisiniai parodymai, dėmesys krypsta į praeities dokumentus, reguliuojamus bet koku parodymu, kuris gali būti gerai sustiprintas apie numatomus būsimus pokyčius, kurie gali parodyti, kad praeities dokumentai yra netinkami suteikti pagrindą šiam vertinimui.

Laipsnis, kuriuo teismas pasikliaus projektavimais kaip parodymais vertinimo byloje, matomai yra teismo pasitikėjimo laipsnio šių projektų pagrįstumu funkcija arba, mažiausiai, projektavimo bendras priimtumas vertinimo datai. Nėra visiškai neprotinga, kad susijungimo situacijoje būsimas pirkėjas, kuris gali turėti gerų žinių iš sudėtingos pramonės, gali lengviau padaryti sprendimą dėl bendrovės projektavimo pagrįstumo, nei daro teisėjas teisme.

Yra viena pagrindinė išimtinė kategorija prieš istorinį numatantį pagrindą teisėjų vertinimo sprendimams. Teismai, paprastai, pasitiki numatomo būsimosios pelno kapitalizacija verslo vertinimuose ryšium su reorganizavimo procedūra pagal bankroto įstatymą<sup>6</sup>. Atrodytų beveik būtina taip daryti, nebent jei tai buvo apgalvotas tikėjimas, kad ateitis būtų labiau ekonomiškai atlygintina nei praeitis, reorganizavimas pasirodytų būsiantis bevaise pastanga.

Apibendrinant, šis skirtumas sutelkiant ar išryškinant istorinių dokumentų ir būsimos projektavimo yra padiktuotas atitinkamų sprendimų priėmėjų, norinčių jais pasikliauti, dėka. Šiuo atžvilgiu yra didelis skirtumas tarp investavimo sprendimų rinkoje ir teisinių sprendimų teisme (kitose nei bankroto bylose). Verslininkas, naudodamas savo žinias ir patirtį paskirstant išteklius, patikėtus jam verslo rizikos prisiėmimo tikslais, gali ir turi priimti apskaičiuotą riziką, būdingą sprendimų priėmimuose, pagrįstuose neapibrėžtos ateities prognozėmis. Teismas tipiškai suvokia, kad jam trūksta tokios ekspertizės ir kad jo mandatas turėtų kiek įmanoma sumažinti neapibrėžtumo ar rizikos elementus jų sprendimų priėmimo procese. Kad būtų praktiškai naudinga, pasirinkta verslo vertinimo procedūra turi reaguoti į kriterijus, priimtinus tiems, kurie galiausiai sprendžia, kokių priemonių bus imtasi dėl vertinimo proceso rezultato.

Paragrafas 4 skirtas verslo vertinimo procedūrai naudojant diskontuotos būsimosios naudos modelį. Paragrafas 5 skirtas bendroms verslo vertinimo procedūroms pasikliaujant istoriniais duomenimis.

## PAGRINDINIAI KINTAMIEJI ĮTAKOJANTYS VERTE

Ar, vis dėlto, bus bandoma padaryti ateities projektavimą, ar bandoma pasikliauti istoriniais duomenimis gaunant tam tikrus įgaliojimus apgalvotai ateities perspektyvai, yra tam tikri svarbiausi kintamieji, į kuriuos verslo vertinimas bus sutelktas. Santykinė kintamųjų svarba skirsis skirtingose situacijose. Teoretikai dar ilgai ginčysis, kurie kintamieji yra tinkamiausi ir į kuriuos susitelkti įvairiose vertinimo situacijose.

Pagrindiniai nagrinėjami finansinių ataskaitų kintamieji (nebūtinai visi kiekvienu atveju) yra:

1. pelnas;
2. pinigų srautas;
3. dividendai ar dividendų mokėjimo pajėgumas;
4. turtas (plačiai nagrinėjamas, kad turėti balanso analizę);
5. bendrosios pajamos.

Daugelyje atvejų vertės išvada gali būti sureguliuota kitų veiksnių dėka, tokių kaip:

1. paklausumas;
2. balsavimo teisės;
3. bendrovės vertybinių popierių praeities pardavimų istorija;
4. ypatinga nuosavybė ar valdymo prerogatyva.

Svarbiausias išorinis kintamasis yra kapitalo kaina.

### **Santykinė finansinių ataskaitų kintamųjų svarba**

Nėra aiškaus atsakymo, tinkamo visose situacijose, kuris kintamasis tarpe būsimosios naudos būtų vertas didžiausio dėmesio vertinime. Verslo vertinimo būdų ribose yra visuotinis sutarimas, kad pelno galia yra svarbiausias vidinis kintamasis, įtakojančias daugumos operacinių bendrovių, tokių kaip gamybinių, prekybinių ir paslaugų, vertę.

#### **Pelnas (Earnings)**

Vienas iš sunkumų, bandant nustatyti, kurį svarbiausią kintamąjį ar kintamuosius sutelkti bet kokioje situacijoje, yra faktas, kad visuotinai pripažintų apskaitos principų (GAAP) plačios kompetencijos ribose "pelno" apibrėžimas ir išmatavimas yra silpnas. Todėl, jeigu numatytas būsimasis pelnas vaidina svarbų vaidmenį vertinimo procese, yra svarbu, kad šalys, įtrauktos į analizę, turėtų gerą supratimą, kaip jos apibrėžia ir išmatuoja pelną. Jei pelnas yra apibrėžiamas tokiu būdu, kad šis kintamasis parodo tam tikrą nuosaikų priartėjimą prie padidėjusios vertės, atitenkančios verslo interesams, prieš dividendų išmokėjimą, tuomet galima sutikti su šiuo sutarimu, kad pelnas yra geriausias kintamasis, į kurį fokusuotis vertinimo tikslais.

#### **Pinigų srautas**

Susitelkimas į diskontuotą pinigų srautą turi ypatingą patrauklumą tose situacijose, kuriose pinigų srautas numato geresnį verslo vertės padidėjimo išmatavimą nei pelnas. Tai daugiausia tinkama, pavyzdžiui, bendrovėms, kurių pagrindinis verslas yra patobulinto nekilnojamojo turto, kurį jos išnuomoja ar lizinguoja, valdymas. Šiais infliacijos laikais dauguma gerai eksploatuojamų pastatų išlaiko savo vertę, arba kyla pinigine (einamojo dolerio) išraiška, ir nusidėvėjimo atskaitymai iki pelno tokioms bendrovėms iš tikrųjų nereiškia įmonės vertės sumažėjimo. Tuo būdu, vertindami tokias bendroves, kaip nekilnojamojo turto investicijų trestai (REIT), analitikai yra linkę daugiau susitelkti į piniginį pelną nei į grynąjį pelną.

Nors žymiai mažiau neapibrėžtas nei pelnas, pinigų srautas taip pat gali būti apibrėžtas keliais būdais. Terminas *pinigų srautas* nėra būtinai sinonimas *piniginiui pelnui* (cash earnings). Terminas *piniginis pelnas* paprastai reiškia *grynąjį pelną plus buhalteriniai atskaitymai, tokie kaip nusidėvėjimas ir amortizacija*. Iš kitos pusės, pinigų srautas gali būti apibrėžtas įskaitant ar pašalinant bet ką, ką analitikas svarsto esant tinkamu tikslui. Tam tikrais atvejais netgi pagrindinės kapitalo išlaidos gali būti atimtos išmatuojant pinigų srautą.

Pagrindinė aritmetika, vertinant bendrovę diskontuoto pinigų srauto metodu, yra tiksliai vienoda, kaip ir diskontuoto būsimosios naudos pelno metodu; tiesiog tai, kad yra naudojami skirtingi kintamieji, įskaitant tikslų kapitalizavimo normos, tinkamos būsimosios naudos srauto išmatavimui, parinkimą.

#### **Dividendai**

Viename iš ankstyviausių ir dažniausiai cituojamų darbų iš akcijų vertinimo teorijos buvo tvirtintas teiginys, kad pajaus vertė visiškai grindžiama jo būsimoju dividendų srautu, diskontuotu į esamąją vertę pagal tinkamą kapitalizavimo normą.<sup>7</sup> Nežiūrint John Burr Williams'o klasikinio pradininko darbo, šiuo atžvilgiu dabartinė verslo vertinimo teorija ir praktika skiria žymiai mažesnę reikšmę dividendų mokėjimo pajėgumui nei pelno galiai gaunant verslo vertę. Tas yra plačiu mastu, nes dividendų mokėjimo pajėgumas, visų pirma, kyla iš pelno pajėgumo. Kuomet pelno pajėgumas yra pasiektas, tuomet šis tampa nuožiūros sprendimu iš direktorių pusės: ar turimas fondas bus panaudotas dividendams, ar nepaskirstytam pelnui ir tolimesnei bendrovės verslo galimybių paieškai.

Dividendų srauto kapitalizavimo pabrėžimas galėtų būti nagrinėjamas kaip tinkamiausias tais atvejais, kuomet akcijų pirkėjai pažymi vertėje, visų pirma, jos dividendus. Akcijų naudingumas, tikriausiai, pramonės grupių yra prasčiausiai gerbiamas šia prasme. Taip pat dažniausiai yra pripažįstama, kad dividendai, arba jų neturėjimas, turėtų įgyti palyginti didžiausią reikšmę vertinant mažumos interesus, negu kad vertinant kontroliuojančiųjų interesus, nes mažumos savininkas neturi galios įvykdyti savo nuožiūra dividendų išmokėjimą, netgi jei yra turimas pakankamas dividendų mokėjimo pajėgumas firmoje.

Alternatyva vertinant akcijas, įvertinant jų dividendus visam laikui bei juos diskontuojant pagal tinkamą kapitalizavimo normą, yra diskontuoti numatomų dividendų per tam tikrą ribotą metų skaičių srautą, plius tam tikrą įvertintą galutinę vertę, taip pat diskontuotą į dabartinę vertę. Galutinės vertės nustatymas (kaina, už kurią interesus, matomai, galėtų būti parduotas tam tikru apibrėžtu laiku ateityje) yra akivaizdi problema šiame modelyje. Nebent, yra galimybė tam tikrų būsimų įvykių, kurie sukeltų galutinę vertę su tam tikru apibrėžtumu, kuris atrodytų man didžiuliu iššūkiu, laipsniu.

### **Turtas**

Svarbu yra išsklaidyti populiarų klaidingą supratimą, kad akcijų pajaus nuosavybė reiškia teisę į atitinkamą esančio turto, dalį. Tai visiškai netiesa. Turto reikšmė vertinimo procese priklauso nuo masto, kuriuo šis gali būti panaudotas generuoti naudą, jau aukščiau nagrinėtą, tokią kaip pelną, pinigų srautus ar dividendus arba iš eksploatavimo arba iš likvidavimo<sup>8</sup>. Kaip George Lasry tai aiškina:

Paprastųjų akcijų pajus nereiškia dalies verslo turto nuosavybėje. Jis reiškia pretenziją į pajamas, gautas iš šio turto dėka žmonių, patiketų jį valdyti.<sup>9</sup>

...paprastųjų akcijų pajus yra tiesiog dalis nuosavybės teisėje reikalauti korporacijos pajamų. Ši nuosavybės teisė apima reikalavimą į likutines pajamas, nepaskirstytąjį pelną bei pradinį kapitalą, ir tikėtinas pajamas, sukurtas korporacijos turto dėka. Tik pati korporacija turi nuosavybės teisę į visą jos turtą ir įsipareigojimus. Akcininkas tik valdo reikalavimą į pajamas, bet ne į grynosios nuosavybės dalį bendrosios nuosavybės teisėje. Ištroškęs alaus daryklos akcininkas negali vaikščioti "savo" bendrovėje ir reikalauti, kad dėžė alaus būtų įrašyta į jo asmeninę sąskaitą.<sup>10</sup>

Jei yra svarstomas likvidavimas, tuomet, žinoma, turto įverčiai įgyja pagrindinį vaidmenį vertinime. Tačiau daugelyje eksploatavimo bendrovių turto įverčiai yra laikomi paramos vaidmeniu, numatančiu būdus pratęsti pelno galią, - ir tam tikra apsauga prieš kraštutinio dydžio riziką įmonės būsimoje vertėje mažo pelno ar nuostolių laikotarpių atvejais.

Svarbiausias įmonės, kurioje turtas tipiškai taptų santykiškai populiariu, tipo pabrėžimas turėtų būti bendrovėje, kuri, visų pirma, yra holdingo bendrovė, negu kaip eksploatavimo bendrovė. Bendrovėje, kurios pagrindinis verslas yra nekilnojamojo turto arba vertybinių popierių portfelio holdingas, esančio turto įvertis, paprastai, turi didesnę reikšmę nei pelnas, dividendai ar pinigų srautas.

Tam tikros bendrovės yra mišrios, tai yra sujungimas eksploatavimo ir holdingo bendrovių. Tokiais atvejais būtų tikslinga vertinti bendrovę dviem dalim, daugiau išryškinant pelną bendrovės eksploatavimo daliai, ir daugiau išryškinant turto įverčius bendrovės ne eksploatacinei daliai.

Kartais, jeigu eksploatavimo bendrovė valdo tam tikrą ne eksploatacinį turtą, ypač jei šis yra neveikiantis turtas, kuris neprideda prie dabartinio ar numatomo pelno srauto bet kuriuo būdu, tokio turto, arba tam tikros jo dalies, likvidavimo vertė gali būti pridėta prie vertės nustatytos kitaip nei pelno kapitalizavimo pagrindu.

Paragrafas 11 skirtas balanso analizei gauti visą arba tenkančio akcijai turto vertę, kuri bus naudinga dydžiu, kuriuo turto įverčiai yra vieningos reikšmės skirtingame vertinime. Esminis dalykas, turint galvoje atitinkamą svorį kokiam nors turto įverčių modeliui vertinant verslo interesus, yra tas,

kad bendroji esmė yra tarp turto ir akcininko. Todėl po to, kai turto vertė akcijai yra nustatyta, kuri yra tinkama vertinimo tikslui čia pat, lieka kitas žingsnis prieš tai, kad skaičiavimą būtų galima panaudoti kaip dalį iš galutinio vertinimo nustatymo. Netgi kuomet yra naudojamas turto įverčių modelis, akcijų pajus gali būti vertas arba daugiau, arba mažiau negu esančio turto vertė, atmenant, kad akcininkas neturi tiesioginės pretenzijos į esantį turtą. Technika interpretavimui esamo turto verčių į šių numanomas akcijų pajaus įverčiams yra aptariama tolesniuose paragrafuose.

### **Bendrosios pajamos**

Bendrosios pajamos turėtų būti pirmaeilės vertinimo proceso centras tam tikrose situacijose, paprastai, paslaugų versle, ir ypač ryšium su išpardavimu ar susijungimu. Netgi jei pelnas mažėja ar yra nereikšmingas, arba dėl klaidingo valdymo ar dėl valdymo išlaidų bei atlyginimų politikos, dažnai pirkėjas yra pasiruošęs sumokėti tam tikrą bendrųjų pajamų kartotinį (skaičių) už pastovią rinkos dalį, o taip pat prisiimti riziką iš proceso padarymo patenkinamai pelningu.

Vertinimas pabrėžtinai dažnai krypta į bendrąsias pajamas, kuomet yra perkamos ar parduodamos įvairios komisinio tipo paslaugų agentūros, tokios kaip reklamos ar draudimo, arba profesinės praktikos, tokios kaip medicinos ar apskaitos. Kartais bendrųjų pajamų išryškimas yra pagrįstas sandoriuose leidybos srityje.

Kad ir kaip yra nepaprasta, netgi kuomet sunkus svoris tenka bendrosioms pajamoms vertinime, šis veiksnys neturi būti vienintelis vertės kriterijus. Lyginant dvi panašias paslaugų įmones, turinčias tą patį pajamų lygį, dauguma žmonių sumokėtų daugiau už tą, kurios geresnis esantis pelnas, pinigų srautas ir turto bazė.

### ***Kitų kintamųjų įtaka***

#### ***Paklausumas***

Rinka moka premiją už likvidumą arba, atvirkščiai, diskontą esant jo stokai. Dviem duotom investicijoms, identiškoms visuose kituose vertinimo kriterijuose, rinka suteiks žymią premiją tai, kuri gali būti likviduota į grynuosius pinigus staigiai, ypač be vertės netekimo rizikos, lyginant su ta, kuri negali būti taip likviduota.

Dėl šios priežasties akcijos privačioje bendrovėje, paprastai, yra vertos mažiau nei, priešingu atveju, akcijų palyginimas viešoje bendrovėje. Daugybė veiksnių įtakoja skirtingų verslo interesų santykinį paklausumą. Kai kurie yra būdingi verslo interesų prigimčiai, o kiti yra sukurti dėka specifinių sutarčių teisių ar apribojimų. Interesų dydis taip pat gali turėti aspektų. Tam tikrais atvejais mažesnį bloką turėtų būti lengviau parduoti nei didesnį, o kitais atvejais teisinga galėtų būti priešingai.

### **Balsavimo teisės**

Balsavimo teisės sudaro vieną iš sunkiausių kintamųjų apskaičiuojant įtakos vertei išraiška. Bendrai, kuo didesnė dalis, kuriai kontrolės problema yra sudėtinga, tuo didesnė balsavimo teisių svarba išreiškiant vertę. Esant labai nedideliams mažumos interesams, rinka sudera labai mažą vertę balsavimo teisėms. Kur balsavimo ar kontrolės eiga yra sudėtinga, vertės įtaka gali būti reikšminga.

### **Praeities pardavimų istorija**

Kuo didesnė dalis, kuria praeities pardavimai tikrai gali būti laikomi garbingais sandoriais tarp pilnai informuotų šalių, tuo didesnė dalis, kuria tokiems pardavimams gali būti tinkamai suderėta reikšmė, kaip veiksniai vertinime. Taip pat, kuo daugiau pardavimų, kuo jie didesni ir kuo naujesni, tuo didesnė reikšmė jiems gali būti tinkamai priskirta.

Jei akcijos yra aktyvioje viešai prekiaujamoje rinkoje, viešosios rinkos kaina, paprastai, apibrėžia vertę dovanojimo, turto ir paveldėjimo mokesčių tikslais. Uždarai laikomų akcijų vertinime, jei buvo vienas ar daugiau rūpestingai vedamų, naujausių, garbingų sandorių tarp pilnai informuotų ir daugiausia žinančių šalių, taip nustatyta kaina galėtų būti reikšmingiausiu veiksnium tam tikrose vertinimo situacijose.

## **Kitos prerogatyvos**

Žinoma, daugumoje uždarei laikomų verslų yra išlaidų sąskaitos, atlyginimai ir kiti specialūs planai, suderinti savininkų ir kitų, kam jie gali nurodyti, nesutinkamų viešose bendrovėse. Tam tikra dalimi, į šiuos specialius planus galima atsižvelgti vertinime tinkamo sureguliuavimo į pelno bazę dėka. Kitais atvejais “psichinės pajamos” iš tam tikro pasitenkinimo, susijusio su nuosavybe, gali ignoruoti vertinimą.

## **Rizikos įtaka ir kapitalo kaina**

Vertintojas turi suvokti, kad svarbūs kintamieji privalo būti nagrinėjami dviem dimensijomis, dydžiu ir rizika. Esant diskusijos tikslui šioje knygoje, apibrėšime *riziką kaip apibrėžtumo laipsnį arba apibrėžtumo stoką kai dėl ateities lūkesčių realizavimo*. Esant nustatytam ateities lūkesčių lygiui, rinka sumokės daugiau daliai, kurios šių lūkesčių realizavimas yra daugiau apibrėžtas, arba mažiau daliai, kurios lūkesčių realizavimas yra mažiau apibrėžtas. Kitais žodžiais, esant nustatytam tikėtino būsimąjo pelno (arba pinigų srauto, dividendų ir pan.) lygiui, kuo žemesnė rizika, tuo aukštesnė dabartinė vertė arba, atvirkščiai, kuo aukštesnė rizika, tuo žemesnė dabartinė vertė.

Rizikos elementas gali būti valdomas vertinimo sistemoje dvejopai. Pirma, mažėjančiai yra pakoreguojami tikėtini būsimieji srautai (pelnas, pinigų srautai, dividendai ir kt.) atspindėti neapibėžtumą. Antra, atspindėti riziką, panaudojant augančią diskonto normą tikėtinų srautų vertinime. Kartais (arba sąmoningai, arba nesąmoningai) yra panaudojama šių metodų kombinacija.

Bierman ir Smidt padarė įtikinamą argumentą, kad teoriškai teisingiausias kelias valdyti rizikos elementą yra pakoreguoti būsimą lūkesčių srautą į taip vadinamą “apibrėžtumo pakoreguotą ekvivalentą”. Jie pakoreguoja lūkesčius mažėjančiai tam tikrų veiksmų, atspindinčių tikimybę, kad lūkesčiai bus pasiekti, dėka. Tuomet jie pritaiko tą pačią kapitalo kainą visų alternatyvių investavimo pasirinkimų vertinimui. Jie daro gana gerą darbą, mano nuomone, išaiškinant racionalumą šiam modeliui.<sup>11</sup>

Nepaisant Bierman ir Smidt puikios prezentacijos, daug paprasčiau naudojamas modelis, atsižvelgiant į riziką vertinime, yra atspindėti ją kapitalo kainoje. Esant diskusijos šioje knygoje tikslui, mes parinksime paprasčiau naudojamą *kapitalo kainos apibrėžimą kaip pelno normos, gaunamos rinkoje iš investicijų, turinčių riziką ir kitas investavimo charakteristikas, palyginimas*. Apibrėžimas galėtų būti perfrazuotas sakant, kad kapitalo kaina yra tikėtina investitoriaus reikalaujama pelno norma, kuri paskatintų jį įsigyti svarstomą verslo interesą.

Tuo būdu, kapitalo kaina, vienas iš svarbiausių kintamųjų verslo vertinime, yra nustatoma rinkos dėka ir beveik visiškai yra už verslo įmonės savininkų kontrolės ribų. Nors kapitalo kaina auga, nustatyto srauto iš būsimų tikėtinų dolerių dabartinė vertė krenta, ir atvirkščiai.

Vienas iš dalykų, kurį savininkai gali padaryti, žinoma, kad sumažinti jų kapitalo kainą, ir tuo būdu padidinti jų įmonės vertę, yra sumažinti rizikos, susijusios su ja, laipsnį. Kuo mažesnę riziką vertintojai suvokia, tuo žemesnė bus kapitalo kaina nagrinėtina kaip tinkama vertinime, ir tuo būdu bus aukštesnė rezultatinė vertė.

## **Skirtumai vertėje skirtingiems žmonėms**

Ši baigiamoji skyriaus dalis pristatys mums pilną ciklą skyriaus įžanginiam žodžiui: “Vertė, panašiai kaip grožis, yra žiūrovo nuomonė”. Yra daug pagrįstų priežasčių, kodėl koks nors ypatingas verslo interesas gali būti suvoktas kaip turintis skirtingas vertes skirtingoms šalims.

Tarp visų vertinimo veiksmų, nagrinėjamų šiame skyriuje, gali būti žymūs skirtumai tarp skirtingų žmonių dėl tinkamos reikšmės asignuotos kokiam nors nustatytam veiksmui bet kokių atveju. Taip pat bus nuomonių skirtumai išmatuojant priimtinius lūkesčius dėl įvairių veiksmų, kaip antai pelno ar turto įverčių, priklausančių nuo skirtingų žmonių žinojimo lygio ir jų optimizmo ar pesimizmo dėl požiūrio į ekonomiką, pramonę ir bendrovės sugebėjimą tinkamai konkuruoti.

Kaip aukščiau išnagrinėta, vienas investitorius gali panaudoti aukštesnę kapitalo kainą, kas įtakos mažesnę įvertinimą, nes jis pastebi aukštą rizikos laipsnį; tuo metu, kai kitas investitorius, su

aukštesniu pasitikėjimo laipsniu bendrovės ateityje, įvertina ją remdamasis žemesne kapitalo kaina. Kapitalo kaina, naudojama skirtingų žmonių vertinimo analizėje, gali įvairuoti dėl kitų priežasčių nei rizika, būdinga pačioje įmonėje. Verslas, esantis vienas, gali būti labai rizikingas ir reikalauti aukštos kapitalo kainos, kuomet yra nagrinėjamas nepriklausomai. Iš kitos pusės, didelė bendrovė, ketinanti ją įsigyti, gali turėti daug žemesnę kapitalo kainą, ir gali naudoti jos savą kapitalo kainą vertinime, manydama, kad individualaus verslo vieneto rizika bus žymiai sumažinta tiek kaip rezultatas dėl požiūrio į ją, tiek kaip dalis arba integralinė dalis didesnės bendrovės.

Verslas gali teikti sinergetinę vertę kažkokiam pirkėjui, kurios jis neteiktų kitam pirkėjui. Verslas gali teikti bendrovei svarbią horizontalią integraciją, kaip antai įėjimą į šakinę rinkos zoną.

Tačiau yra pastebėta, kad dauguma valstybinių įstatymų dėl mažumos akcininkų, nesutariančių dėl įstatymu nustatyto susijungimo, teisių vertinimo, tiksliai apibrėžia, kad vertinimas turi remtis pačios bendrovės tikrąja padėtimi. Į bet kokią specialią ekonominę vertę, kylančią iš kombinacijos įsigyjant bendrovę, neturėtų būti atsižvelgiama, kad nustatyti kiek turi teisę būti sumokėta nesutariantiems akcininkams pagal atskalūnų vertinimo statutus.

Uždarnosios akcinės bendrovės mažumos akcijos gali būti suprastos dėka kontroliuojančios šeimos narių ar bendrovės tarnautojų, turėti didesnę vertę nei pašalietis iš plačiosios investuojančios visuomenės suprastų tokias akcijas turėti. Paveldėjimo mokesčių atveju, anksčiau negu Oregon Supreme Court, teismas nusprendė, kad uždarnosios investicinės bendrovės mažumos akcijos turėtų būti vertinamos apytikriai 66% diskontu nuo jų turimos grynosios turto vertės, panaudojant bešališkos rinkos vertės standartą, tą patį standartą kuris yra taikomas federalinių dovanojimo ir turto mokesčių vertinimams. Teismas užbaigia savo nuomonę šiuo konstatavimu:

Gali būti gerai, kad nuosavybė, prileidžiant paveldėjimo mokesčių, yra verta daugiau paveldėtojams nei ją pristatytų rinkoje tarp norinčio pirkėjo ir norinčio pardavėjo. Taip pat gali būti teisinga, kad šie uždaru investicinių bendrovių tipai sudaro prieglobstį nuo paveldėjimo ir dovanojimo mokesčių. Tačiau įstatymų leidybos organas nustatė, kad tai yra paveldėtos nuosavybės, kuri yra kontroliuojama, rinkos vertė, ir šis teismas turi pastoviai sekti įstatymu nustatytą įsakymą. Tai yra įstatymų leidybos organo veikimo sfera, ne teismo, pakeisti šį standartą, jeigu tai neteisinga.<sup>12</sup>

## **“DISKONTUOTO BŪSIMOJO PELNO” VERTINIMO METODAS**

**Veikiančio verslo vertinimas yra dabartinė būsimųjų pajamų srauto vertė.<sup>1</sup>**

Kuomet kažkas perka bendrovę, ką iš tikrųjų jis perka? Valdymą? Rinkas? Technologinius įgūdžius? Produktus? Nors kiekvienas iš jų gali būti įtrauktas, kas faktiškai nupirkta yra būsimųjų pajamų srautas. Tuo būdu, problema vertinant verslą įsigijimo tikslais tampa problema pranašaujant pelną ir diskontuojant jį į dabartinę vertę. Sito patvirtinimas yra pabrėžimo nuo balanso į pajamų ataskaitą apskaitoje perkėlimas, atspindint didėjančią pelno galios pripažinimą kaip esminį kintamąjį versle.

Panašus modelis yra apskaičiuoti numatomos įgyjamos firmos būsimus pinigų srautus – techniką, žinomą kaip diskontuotas pinigų srautas (DCF). Abu veiks, bet čia mes nauduosime pelną, nes tiek akcijų rinka, tiek ir susijungimų rinka siekia verčiau žiūrėti į pelną negu į pinigų srautą. Skyrius fokusuojasi į diskontuoto būsimąjo pelno (DFE) modelį susijungimams ir įsigijimams, nes tai yra kontekstas, kuriame jis dažniausiai yra naudojamas. Tačiau modelis gali būti vienodai teisingas kitiems tikslams.

### **Diskontuoto būsimąjo pelno modelis**

Atmenate Miss Grundy, ketvirtos klasės mokytoją? “Įdėk 1\$ esant 6% palūkanoms, ir tai bus 2\$ po 12.4 metų”. Tuo būdu, ji pasėjo sudėtinių palūkanų idėją tau ir man ir visiems mums.

Apgailėtina, ji užmiršo išdėstyti išvadą: kad 2\$ išmokėti 12.4 metais nuo dabar yra verti šiandien tik 1\$. Tai yra *diskontavimas*, kaip priešpastatymas sumavimui, ir Jones *Fourth Grade Arithmetic Reader* niekuomet teisingai neapėmė šio klausimo.

Betgi, susijungimo priėmėjui diskontavimas yra taip pat svarbus kaip sumavimas – gal būt netgi svarbesnis. Bet koks įsigijimas, ar bus mokama akcijomis, ar grynaisiais, ar skolon, yra investicija, kuri simbolizuoja mokėjimą *šiandien* už būsimąjo pelno srautą. Tuo būdu, tas pats diskontavimo modelis, kuris daugelį metų buvo naudojamas vertinant įrengimų pirkimą, gamyklos padidėjimą, marketingo programas ir kitus kapitalo investavimo projektus, yra vienodai tinkamas perkant bendrovę.

Šis skyrius demonstruoja diskontuojamo tikėtino būsimąjo pelno techniką į dabartinę vertę bendrovės įvertinimui. Šios technikos tikrasis supratimas ir pritaikymas gali būti vertas milijonus dolerių susijungimo sprendimuose.

Kad paversti diskontavimo procesą konkrečiais skaičiais, būtina apskaičiuoti du dalykus: (1) tikėtino būsimąjo pelno srauto sumą; ir (2) tinkamą diskonto normą.

Kuo didesnis tikėtino būsimąjo pelno srautas, tuo didesnė dabartinė vertė. Iš kitos pusės, kuo didesnė diskonto norma (nustatyta, visų pirma, kapitalo kainos dėka), tuo mažesnė dabartinė vertė.

Dabartinės vertės apskaičiavimo aritmetika yra parodyta Exhibit 4-1...

Exhibit 4-2 parodo kaip pritaikyti Exhibit 4-1 aritmetiką uždaviniams su spėjamais atvejais.

Exhibit 4-2. Firmos dabartinės vertės analizė 1981 m. sausio 1 d. diskontuoto būsimąjo pelno modeliu

Tarkime, kad mes turime rūpestingai suprojektuotą susijungimo kandidato pelną kiekvienais pirmiesiems penkeriems metams. Be to, mes turime tariamą metinę sudėtinę pelno augimo normą 6% per metus nuo šeštųjų iki vienuoliktųjų metų, ir nuo to laiko nebebus būsimąjo pelno augimo. Taip gautas projektuojamas pelnas yra išdėstytas žemiau:

	\$
1981	20 000
1982	40 000
1983	70 000
1984	90 000
1985	100 000
1986	106000(100000×1.06) <sup>1</sup>
1987	112000(100 000×1.06) <sup>2</sup>
1988	119000(100 000×1.06) <sup>3</sup>
1989	126000(100 000×1.06) <sup>4</sup>
1990	134000(100 000×1.06) <sup>5</sup>
1991 ir kiti	142000(100 000×1.06) <sup>6</sup> per metus.

Pradedant vienuoliktaisiais metais, mes turime, kas iš tikrųjų yra, grynąjį anuiteto lygį visam laikui. Tokio anuiteto vertė gali būti apskaičiuota tiesiog padalinant metinę sumą iš kapitalizavimo normos. Imkime, pavyzdžiui, patikimą aukšto reitingo privilegijuotąją akciją su 5\$ dividendais. Jeigu tokio vertybinio popieriaus einamoji rinkos pelno norma yra 8%, dabartinė vertė yra surandama tiesiog padalinant 5\$ sumą iš 0.08 normos, ir duotoji dabartinė vertė yra 62.50\$. Ankstesniame uždavinyje tokia pati vertinimo procedūra yra taikoma tariamam anuitetui visam laikui pradedant nuo vienuoliktųjų metų. Dalinant 142 000\$ iš tariamos reikalaujamos 20% pelno normos, arba 0.20, mes vertiname šį anuitetą nuo vienuoliktųjų metų pradžios 710 000\$ (142 000\$ / 0.20 = 710 000\$). Bet pastebime, kad tai yra vertė dešimtųjų metų pabaigai, ir mes dar turime diskontuoti šią vertę dešimčia metų atgal, tam kad gautume jo dabartinę vertę.

$$\text{Dabartinė vertė} = \sum [ E_i / (1 + r)^i ]$$

čia:

$E_i$  - pelnas  $i$ -taisiais metais ateityje;

$i$  - metai ateityje, kuriais pelnas bus pasiektas;

$r$  - diskonto norma arba reikalaujama pelno norma, pagal kurią būsimasis pelnas yra kapitalizuojamas.



Tuo būdu, įstačius tariamus skaičius į mūsų dabartinės vertės formulę, lygtis atrodys kaip žemiau išdėstyta:

$$\begin{aligned} PV = & 20\,000/(1+20)^1 + 40\,000/(1+20)^2 + 70\,000/(1+20)^3 \\ & + 90\,000/(1+20)^4 + 100\,000/(1+20)^5 + 106\,000/(1+20)^6 \\ & + 112\,000/(1+20)^7 + 119\,000/(1+20)^8 + 126\,000/(1+20)^9 \\ & + 134\,000/(1+20)^{10} + (142\,000/20)/(1+20)^{10} \end{aligned}$$

Panaudojant dabartinės vertės lenteles ar bet kokį patogų kišeninį finansinį kalkuliatorių, šis matomai sudėtingas uždavinys yra lengvai išsprendžiamas:

$$\begin{aligned} PV = & 16666.67 + 27777.78 + 40509.26 + 43402.78 + 40187.76 \\ & + 35499.19 + 31257.14 + 27675.60 + 24419.64 + 21641.75 \\ & + 114668.96 = \underline{423706.53} \end{aligned}$$

Pastaba: Kol kasmetinis procentinis tariamo pelno augimas yra didesnis už diskonto normą, kiekvieno paskesnio metinio priaugimo dabartinė vertė didėja, bet kuomet metinė augimo norma yra mažesnė už diskonto normą, kiekvienų papildomų metų priaugimo dabartinė vertė mažėja.

Naudojant tą pačią procedūrą ir keičiant taikomą diskonto normą nuo 14% iki 26% su 2% priaugimais, mūsų susijungimo kandidato projektuojamo būsimąjo pelno dabartinės vertės diapazonas būtų kaip žemiau išdėstyta:

Kapitalizavimo norma	Dabartinė vertė \$
14%	684 049
16%	573 250
18%	489 050
20%	423 707
22%	371 432
24%	328 946
26%	293 872

Tipiškai, analitikas galėtų “surišti” tinkamą diskonto normą daug siauresnio diapazono ribose, negu kaip aukščiau parodyta, pasibaigiančio daug siauresniu tinkamų įverčių diapazonu. Platesnis diapazonas yra aukščiau pademonstruotas, kad pailiustruoti kintančios diskonto normos efekto dydį.

Source: Reprinted with permission from Mergers & Acquisitions [Winter 1980], 1980 Information for Industry, Inc., 229 S. 18<sup>th</sup> Street, Philadelphia, Pennsylvania 19103. All rights reserved.

## BŪSIMOJO PELNO PROGNOZAVIMAS

Pelno prognozė yra viso vertinimo proceso širdis ir reikalauja nuodugnaus kompleksinių veiksmų, įtakančių investavimo užmačią, žinojimo. Kaip paruošiamasis žingsnis, kiekviena nagrinėjama pirkimui bendrovė turėtų turėti mažiausiai penkerių metų veiklos planą, netgi jeigu reikėtų pasamdyti išorinį konsultantą jo parengimui. Susijungimo analizėje pagrįstai patikimų prognozių gavimo metodas iš dalies priklauso nuo tiriamos bendrovės veiklos tipo. Jeigu jos veikla yra glaudžiai susijusi su perkančiosios bendrovės, pirkėjas akivaizdžiai yra daug geresnėje padėtyje sudarant arba įvertinant prognozes analizuojamai bendrovei.

Netgi esant geriausioms aplinkybėms, galimo būsimąjo pelno investicijai diapazono prognozavimas yra vienas iš sunkiausių DFE modelio aspektų. Tačiau procesas yra neįvertinamas, nes šis priverčia perkančiąją bendrovę atsizvelgti į daugybę kintamųjų, kurie įtakos įgyjamo koncerno pelną, taip palengvinant išmintingesnį investavimo sprendimą. Įvairių sudėtingų elementų - pardavimų apimčių, didmeninės ir mažmeninės prekybos kainų, medžiagų savikainos, veiklos išlaidų, konkurencijos jėgos, - įvertinimas turi būti pradėtas tų pareigūnų, kurie geriausiai pasirėngę padaryti šitai, kas paprastai reiškia, kad pardavimų žmonės įvertina pardavimus, produkcijos žmonės pateikia produkcijos skaičius ir t. t. Finansų analitiko vaidmuo yra, visų pirma, inicijuoti ir koordinuoti įvairius analizės segmentus.

Vis tiek, kiek rūpestingai yra priimama pateikiant pelno prognozę, ši niekuomet negali būti daugiau nei įvertinimas. Kaip Edward G. Bennion konstatavo savo straipsnyje "Capital Budgeting and Game Theory":

*Neįmanoma sudaryti ekonominę prognozę, kurioje visiškas pasitikėjimas gali būti realizuotas. Nors nieko nepaisant technikos tobulinime yra dirbama, vis dėlto čia pasilieka bent keletas egzogeninių kintamųjų. Tuo būdu, netgi su apibrėžtumu negalima pasakyti kiek panašiai mūsų prognozė yra teisinga. Mes turime būti pakankamai įžūlūs priskiriant prognozę kaip "labiausiai tikėtina", bet šitai reiškia sugebėjimą, iš mūsų pusės, pririšti apytikrą tikimybės koeficientą prie prognozės: 1.0 jeigu yra tikrasis apibrėžtumas, 0.0 jeigu yra kaip negalimas ar kažkoks kitas koeficientas tarp šių kraštutinių. Bet, vėl gi, kadangi mes turime netikslų mūsų egzogeninių kintamųjų, veikiančių kaip mes manėme juos padaryti, tikimybės išmatavimo būdą, nėra užtikrinimo, kad įvertintas tikimybės koeficientas mūsų prognozei yra kuo nors panašus į 100% tikslumą.<sup>2</sup>*

Sprendimų priėmėjas, apsiginklavęs tikrai su vienintele "labiausiai tikėtina" prognoze, nėra geroje pozicijoje priimti išmintingą investavimo sprendimą, nebent jo prognozė yra 100% teisinga, kas neįmanoma be visažinio krištolinio kamuolio. Paaiškinant faktą, kad prognozės tam tikram laikotarpiui gali būti neįgyvendintos, kaip buvo numatyta, jis turėtų taikyti galimų rezultatų diapazoną.

Vienas gana nesudėtingas modelis, kuriuo atsižvelgiama į pelno prognozių diapazoną bet kuriems būsimiems metams, yra paskolintas iš PERT (Program Evaluation and Review Technique) modelio, įvertinančio laiką, būtiną darbų užbaigimui. Naudojant šį metodą, prognozuotojas pateikia savo optimistiškiausią įvertinimą (šiuo atveju, jo manymu, bendrovė galės uždirbti daugiausia esant palankiausioms aplinkybėms), savo labiausiai tikėtina įvertinimą (pelno suma, kuri, jo manymu, turi aukščiausią įvykimo tikimybę) ir savo pesimistiškiausią įvertinimą (kiek, jo manymu, turėtų uždirbti arba prarasti esant blogiausioms aplinkybėms, kurias jis gali įžvelgti).

Drauge su šiais įvertinimais, jis tuomet gali apskaičiuoti vidutinį svertinį tikėtina pelną kiekvieniems metams, naudodamas vieną iš sekančių formulių. Pirmoje lygtyje visiems galimiems rezultatams yra priskiriama skaitmeninė tikimybė:

	Tikimybė	×	Rezultatas (\$)	=	Tikėtina vertė (\$)
Maža	0.25		800 000		200 000
Tikėtina	0.50		1 000 000		500 000
Didelė	<u>0.25</u>		1 400 000		<u>350 000</u>
Svertinis vidurkis	1.00				1 050 000

Alternatyva įvertinto svertinio pelno skaičiaus apskaičiavimui yra ši:

$$E = (a + 4m + b) / 6;$$

čia:

- E - įvertintas pelnas (svertinis);
- a - optimistiškiausias įvertinimas;
- m - labiausiai tikėtinas įvertinimas;
- b - pesimistiškiausias įvertinimas.

Naudojant tą patį pavyzdį kaip ir aukščiau, formulė būtų išspręsta kaip:

$$(800\,000 + 4(1\,000\,000) + 1\,400\,000) / 6 = 1\,033\,333 \$.$$

Vienos ir kitos suteiktos reikšmės yra sutartinės, ir gali būti per daug suprastintos daugeliui situacijų. Išsamesnis temos iš pelno prognozių sudarymo ir įvertinimo apdorojimas gali būti surastas bibliografijoje.

Yra įprasta bandyti specifines prognozes penkeriems metams, tariamą procentinę augimo normą virš penkerių metų, ir vienodą pelno srautą neribotam laikui po dešimties metų. Kai kurie žmonės nujaučia, kad realistiška tikrai parengti specifines pelno prognozes trejiems

metams, o po to panaudoti procentinę augimo komponentę. Procentinio augimo prielaida neturi būti ta pati visiems metams. Nepaisant to, kad, matomai, realistiškiau yra atlikti keletą augimo projektavimų 15-kai arba 20-čiai metų vietoj 10-ties, skirtumo efektas yra santykinai mažas, kuomet yra naudojamos didelės diskonto normos, tinkamos nuosavo kapitalo analizei, ir projektuojamos daugelį metų į ateitį.

## **RIZIKOS ELEMENTO TRAKTAVIMAS**

Diskontuoto būsimojo pelno (DFE) analizėje, *rizika* gali būti apibrėžta kaip *įvertintas neapibrėžtumo laipsnis dėl tikėtino būsimojo pelno realizavimo*. Rizika, vadinasi, reiškiasi savininko nuomone. Kas atrodo labai rizikinga vienam asmeniui, gali atrodyti mažiau rizikinga kitam, priklausomai nuo jo pasitikėjimo pranašystėmis ir jo požiūrio į riziką-antipatiją. Tai visiškai būdinga DFE analizėje susijungimo ir išigijimo tikslais, ir baigiasi, kad vertintojai su mažesniu apibrėžtumu nustato mažesnę dabartinę vertę bendrovei nei tie, kurie žiūri į tos pačios bendrovės ateitį su didesniu apibrėžtumu laipsniu.

Tikėtina, kad šis labai pageidaujamas tendencingumas paskatins įsigytojus būti palankiems toms bendrovėms, kurių verslą jie žino bei supranta geriausiai, ir nepasitikėti tomis, kurios yra toliau už jų ekspertizės sritis. Apskritai kalbant, kuo platesnis tikėtino būsimojo pelno diapazonas apie "geriausią įvertinimą", tuo rizikingesnė bendrovė.

Yra du pagrindiniai būdai (kiekvienas su daugybe variantų) valdyti riziką DFE analizėje. Vienas yra sumažinti tikėtiną būsimojo pelno vertę į "pasitikėjimo - pakoreguotą ekvivalentą" ("confidence-adjusted equivalent") panaudojant didesnę redukcijos daugiklį parodyti didesnę riziką. Kitas pagrindinis metodas yra keisti normą, kuria tikėtino būsimojo pelno srutas yra diskontuojamas, panaudojant didesnę diskonto normą atspindėti didesnę riziką.

Iš viso yra daugybė būdų pakoreguoti geriausius būsimojo pelno įvertinimus į pasitikėjimo - pakoreguotus ekvivalentus. Vienas paprastas metodas yra padauginti kiekvieną geriausią įvertinimą iš jo gavimo tikimybės. Pavyzdžiui, jeigu geriausias pelno įvertinimas 1985 metams buvo 500 000 \$, ir buvo jaučiama, kad yra 80% jo pasiekimo galimybė (4 galimybės iš 5), mes turėtume dauginti 500 000 \$ iš 0.8, kas duotų mums 400 000 \$ kaip tikėtino pelno pasitikėjimu - pakoreguoto ekvivalento skaičių 1985 metams. Jeigu mes turėjome tik 60% pasitikėjimo gaunant mūsų įvertintą pelną (3 galimybės iš 5), mes turėtume dauginti 500 000 \$ geriausią įvertinimą iš 0.6, kas duotų mums 300 000 \$ pasitikėjimu - pakoreguotą ekvivalentą.

Kitas tradicinis būdas atsižvelgti į riziką keičiant diskonto daugiklį yra nagrinėjamas sekančioje dalyje.

Koks bebūtų metodas, svarbiausia esmė rizikos analizėje yra ta, kad bendrovė, kurios nustatytas tikėtino pelno lygis yra labai neapibrėžtas, turi mažesnę dabartinę vertę, negu bendrovė su tokiu pat tikėtino pelno lygiu, kuris yra daugiau apibrėžtas. Rizikos analizės ir įvertinimo tikslas yra apskaičiuoti šį skirtingumą.

## **DISKONTO NORMOS NUSTATYMAS**

"Neskaičiuokite savo būsimojo pelno iki jo diskontavimo" yra seno posakio parafrazė. Išskyla klausimas, kokia norma būsimojo pelnas turėtų būti diskontuotas? Didelis kiekis medžiagos yra parašytas šiai temai, ir kol kas dar yra sunku apibendrinti.

Bendrai kalbant, diskonto norma turėtų būti tikėtina pelno norma, gaunama iš alternatyvinių investavimo galimybių, esant sulyginamai rizikai. Kitais žodžiais, tinkama diskonto norma yra "galimybių" kaštų, kurie yra pelno norma, gaunama iš kitų sulyginamų investavimo būdų, prigimtyje. Tai būtų norma, kuriai esant investuotojai tikėtusi turėti investicinį uždarbį iš nuosavybės ir paskatintų juos daryti investavimą. Jeigu kapitalo rinkos veikia efektyviai, šie galimybių kaštai nustato kapitalo kainą.

Nagrinėjant šią temą, mes tarsime, kad tai, kas yra vertinama, yra bendrovės paprastosios akcijos, ir kad kapitalo kaina, su kuria mes turime ryšį, yra paprastųjų akcijų kapitalo kaina. Paprastųjų akcijų kapitalo kainos minimizavimas sako, kad bendrovė turi optimalią kapitalo struktūrą. Kas yra optimalu, tai kita ginčytina tema bet kuriai bendrovei, ir skirsis iš pramonės į pramonę ir laikas nuo laiko kaip santykiai tarp skirtingų kapitalo rinkų pokyčio segmentų. Diskusija dėl optimalios kapitalo struktūros yra ne šios knygos kompetencijoje.

Studijos parodė, kad NYSE registruotų paprastųjų akcijų ilgalaikė vidutinė pelno, uždirbto investuotojų, norma yra tiesiog mažiau 10%. Kadangi tokios bendrovės siekia būti didžiausiomis ir stabiliausiomis šalyje, tas skaitmuo gali pasitarnauti kaip žemiausia riba kuomet yra nustatinėjama tinkama diskonto norma arba tikėtina pelno norma iš nuosavybės. Tačiau 10% skaitmuo buvo gautas esant dideliems nuostoliams didžiosios Depresijos metu. Be to, palūkanų normos ir kapitalo kaina, apskritai, smarkiai išaugo paskutiniaisiais metais, kartu su infliacija, taigi 14% gali būti realistiškesnė žemutinė riba pelno iš nuosavybės lūkesčiams numatomi ateičiai. Šis skaitmuo tuomet gali svyruoti į viršų, priklausomai nuo rizikingumo ir kitų investicijų nagrinėjamų charakteristikų.

Kitas būdas įvertinti žemutinę akcinio kapitalo kainos ribą bet kuriuo nustatytu laiku yra tyrinėti komunalinės įmonės akcijas (utility stocks). Komunalinės įmonės paprastai turi kontroliuojamąją rinką ir yra monopolinėje padėtyje pateikiant reikiamą paslaugą, taigi jų akcinio kapitalo kaina būtų mažesnė už vidurkį bendrovėms. Komunalinės įmonės įgalotiniai 50-yje valstijų leidžia komunalinėms įmonėms prašyti kainą, kuria apsirūpina, kas tariama ir bus tikra pelno norma akcininkams. 1980-aisiais dauguma leistinų pelno normų svyravo nuo 13 iki 16%, vidurkis apie 14%. Tačiau tuomet dauguma komunalinių įmonių akcijų buvo parduodamos žemiau buhalterinės vertės, kas parodo, kad rinka negalvoja, jog leistina pelno norma yra adekvati.

Jeigu vidutinės komunalinės įmonės akcijos buvo parduotos už 85% buhalterinės vertės, o vidutinė leistina pelno norma iš nuosavybės buvo 14%, numanoma vidutinė nuosavo kapitalo rinkos kaina komunalinėms įmonėms būtų  $0.14 / 0.85 = 0.1647$  arba apie 16.5%.<sup>4</sup> [Aš manau, kad čia turėtų būti sutarimas tarp studentų dėl komunalinės įmonės akcijų, kurių pelno norma iš nuosavybės yra tiesiog pakankamai aukšta rinkai, įkainoti tokias akcijas buhalterine verte nebūtų adekvatu, nes komunalinės įmonės akcijas parduotų ganėtinai brangiau, negu buhalterinė vertė.] Tai būtų prideramo lygio pažyma (bench mark) nustatant minimaliąją vyraujančią nuosavo kapitalo kainą, parodant tuos santykius.

Kita lygio pažyma, kurios dėka išmatuojama nuosavo kapitalo kaina, yra pasiremiant pelnu (yields), gaunamu iš ilgalaikių obligacijų ir privilegijuotųjų akcijų. Kadangi paprastųjų akcijų kapitalas yra žemesnis už šias, yra daugiau rizikingas, ir todėl reikalauja didesnio tikėtino pelno. Daug skirtumų tarp pelno iš ilgalaikių aukštesnių vertybinių popierių ir tikėtino pelno iš nuosavybės buvo pasiūlyta, bet čia atrodo yra tam tikras konsensusas, kad turėtų būti 300 – 400 skiriamųjų išėities taškų aukšto reitingo bendrovėms ir šiek tiek daugiau žemesnio reitingo bendrovėms. Todėl, jeigu vidutinis pelnas yra 13% iš ilgalaikių AAA obligacijų arba AAA privilegijuotųjų akcijų<sup>5</sup>, vadinasi šitai reikštų 16 - 17% minimalųjį reikalaujamą pelną iš nuosavo kapitalo kainos AAA įvertintoms bendrovėms.

<sup>5</sup> Kadangi privilegijuotosios akcijos yra žemesnės už obligacijas, kas nors tikėtusi tam tikro žymiai didesnio pelno iš privilegijuotųjų akcijų nei iš to paties reitingo obligacijų. Priežastis, kad taip nėra, yra dėl "tarpkorporacinių dividendų išskyrimo" mokesčių pranašumu korporacinių akcijų savininkui. Tikrai 15% dividendų, gautų iš kitos korporacijos, yra apmokestinami gavėjui. Todėl, esant korporacijai 46% mokesčių laipteliams, efektyvioji mokesčių norma gaunamiems dividendams yra tikrai 6.9% ( $0.15 * 0.46$ ). Tai yra dėl tos ypatybės, kad privilegijuotosios akcijos nenusileidžia reikšmingai daugiau nei sulyginamo rango obligacijos.

Exhibit 4-3 pateikia būdingą pelningumą, gaunamą ankstyvaisiais 1980 iš įvairių Standard & Poor's privilegijuotųjų akcijų rangų. Nagrinėjant tipišku uždarųjų akcinių bendrovių riziką ir kitas investavimo kliūtis, palyginus su viešai prekiaujančiomis bendrovėmis, pademonstruotomis kaip pavyzdžiai Exhibit 4-3, akivaizdžiai atrodo, kad nuosavo kapitalo kaina daugumai uždarųjų akcinių bendrovių yra virš 20% kaip mes įrašėme 1980. Exhibit 4-3. Privilegijuotosios akcijos, dividendų pelningumo santrauka.

Pratt. 48 p.

Jeigu į riziką jau buvo atsižvelgta, sumažinant tikėtiną būsimąjį pelną į pasitikėjimu – pakoreguotą ekvivalentą, kaip svarstėme ankstesnėje dalyje, diskonto norma nereikalinga kompensuoti riziką. Tačiau yra paprasčiau naudoti geriausiąjį būsimąjo pelno srauto įvertinimą be rizikos pakoregavimo, ir atsižvelgti į riziką keičiant naudojamą diskonto normą – kuo didesnė rizika, tuo didesnė diskonto norma. Nėra neprotinga pritaikyti 30% ar daugiau diskonto normą įvertintiems būsimąjo pelno srautams, kurie yra ypatingai neapibrėžti.

Vertinant verslą diskonto norma gali būti nustatoma pagal bankų palūkanų normą ir pastovios infliacijos dydį. Naudojantis tokia formule  $R = (1 + r) / (1 + i) - 1$ , apskaičiuojame realiąją palūkanų normą, kuri naudojama kaip diskonto norma (čia  $r$  - nominalioji palūkanų norma,  $i$  - infliacijos dydis). Pavyzdžiui, esant palūkanų normai 15%, pastoviai infliacijai 10%, tai  $R = (1 + 0.15) / (1 + 0.10) - 1 = 4.5\%$

## DFE ANALIZĖS PRITAIKYMO MODELIS

Tarkime, kad korporacinis didelio gamybos koncerno projektuotojas yra atsakingas už DFE analizės užbaigimą ryšium su galimu mažos gamybos bendrove, kuri gamina apribotą specialių daiktų liniją, įsigijimu.

Kaip analizės koordinatorius, jo pirmasis žingsnis būtų instrukuoti kitus pareigūnus jo bendrovėje, atsakingus už tokias sritis kaip marketingas, produkcija ir finansai, parengiant prognozes kandidatėms bendrovėms.

Prekybininkas patiektų prognozes iš būsimųjų tikėtinų pardavimo apimčių, kainų, reklamos dydžio ir pardavimo išlaidų. Produkcijos pareigūnai naudotų šias pardavimų prognozes įvertinant būsimuosius gamyklos poreikius ir papildomus produkcijos kaštus. Kas nors iš finansų įtrauktų įvertinimus iš įvairių skyrių į projektuojamas pelno ataskaitas už būsimuosius metus. (Jeigu kandidato bendrovė jau turi parengtą ataskaitų struktūrą, komanda, atliekanti analizę už įsigytoją, matomai, verčiau įvertintų turimus projektavimus, negu kurtų savus atsitiktinai.)

Tuomet analitikas turi nustatyti diskonto normą, kurią bendrovė naudotų, atsižvelgdamas į įsigyjamą bendrovės kapitalo kainą, plius bet kokią sumą, kuri turėtų būti pridėta esant tam tikrai susietai rizikai individualiame įsigijime.

Kadangi visas diskontuoto būsimąjo pelno modelis yra pagrįstas būsimųjų įvykių, kurie, geriausiu atveju, yra neapibrėžti, vertinimu, analitikas verčiau panorės turėti priimtinių įverčių diapazoną kiekvienai įvertinamai bendrovei, nei vienintelę vertę. Kuo didesnis neapibrėžtumas dėl ateities lūkesčių, tuo platesnis bus šis diapazonas, ir priešingai. Pesimistiškesni būsimąjo pelno įvertinimai pasibaigs žemesnėmis dabartinėmis vertėmis dėl didesnės diskonto normos pritaikymo. Todėl žemiausia priimtina vertė, mokama už bendrovę, bus nustatyta pritaikius santykinai didelę diskonto normą santykinai atsargiam būsimąjo pelno įvertinimui. Atvirkščiai, bus mokama didžiausia kaina, kuri apskaičiuota pritaikant žemiausią priimtina diskonto normą optimistiniams pelno projektavimams.

Tikroji vertė DFE analizėje yra ta, kuri atskleidžia bet kokią tvirtinimą dėl bendrovės būsimąjo pelno srauto ir galimybių gaunant pranašaujama pelno, konvertuojamo į dolerinę kainą, lygi. "Aš galvoju, kad mes turime velniškai gerą galimybę padaryti 1 milijoną dolerių po mokesčių per 2 metus"

gali būti paverstas priimtinos kainos įvertinimu, kuomet “velniškai gera galimybė” yra konvertuojama į “80%”.

Exhibit 4-4 pademonstruoja, kaip gali būti palyginti įvairūs įverčiai, kuomet yra naudojamos skirtingos diskonto normos ir jos pritaikomos “pesimistinėms”, “labiausiai tikėtinioms” ir “optimistinėms” pelno prognozėms. Pažymėsime, kad šiuo atveju pelno įvertinimai yra parodyti 10-čiai metų, ir paprastai tariama, kad čia bus vienodas pelno srautas neribotam laikui nuo 10-ųjų metų pabaigos į priekį. Pesimistinis projektavimas rodo bendrovės pelną esant 75 000\$ 5-aisiais metais ir prisiima apie 7% kasmetinį augimą sekantiems 5-iems metams. Labiausiai tikėtinas projektavimas duoda bendrovei iki 90 000\$ pelno 5-aisiais metais ir prisiima apie 10% augimą sekantiems 5-iems metams. Optimistinėje prognozėje bendrovė turi 95 000\$ 5-aisiais metais ir tuomet prisiima apie 15% kasmetinį augimą sekantiems 5-iems metams.

Exhibit 4-4. Ace Widget Company dabartinė vertė (diskontuoto būsimojo pelno metodu)  
Pratt 50 p.

Exhibit 4-4 siūlo, kad atvejis Ace Widget Company įkainojimui gali sudaryti kažkur nuo 224 000\$ iki 512 000\$, priklausomai nuo būsimojo pelno lūkesčių ir tinkamos diskonto normos pasirinkimo. Nepaisant to, kad šitai gali atrodyti panašu į platų diapazoną, jis realizuoja tam tikras viršutines ir žemutines ribas, kurioms esant gali būti nagrinėjama nuosaiki, kartu ir tinkama išvada dėl kiekvieno prielaidų nustatymo.

Pažymėsime fenomeną, kad kiekvienas kasmetinis pelno priaugimas padidina vertę dydžiu, kuriuo jo augimo norma per ankstesnius metus viršija diskonto normą, ir mažina dydžiu, kuriuo jis neviršija. Pažvelgus į labiausiai tikėtiną prognozę 20% diskonto normos stulpelyje, dabartinė kiekvienų metų pelno vertė didėja per 4-rius metus, kadangi augimo norma kiekvienais metais yra didesnė nei pritaikyta 20% diskonto norma. Dabartinė 5-ųjų metų pelno vertė yra būtent ta pati kaip ir dabartinė 4-ųjų metų pelno vertė, kadangi kiekvienų metų augimas yra kaip tik 20% (nuo 75 000\$ iki 90 000\$), būtent tas pats kaip ir diskonto norma. Nuo 6-ųjų metų į priekį dabartinė kiekvienų metų pelno vertė mažėja, kadangi tariamas 10% augimas per metus yra mažesnis nei 20% diskonto norma. Persikeliant į 28% diskonto normos stulpelį labiausiai tikėtinoje prognozėje, mes matome, kad dabartinė kiekvienų metų pelno vertė yra mažesnė negu ankstesniaisiais metais, kadangi čia nėra metų, kuriais būtų tariama, kad procentinė augimo norma bus taip pat didelė kaip ir pritaikyta 28% diskonto norma.

Kitas vertas pastebėjimo fenomenas yra dydis, iki kurio diskonto normos pasirinkimas didina vertės išvadą, kadangi būsimasis pelnas, kuris yra diskontuojamas, yra toliau už laiko. Vėl pažvelgę į labiausiai tikėtiną prognozę, dabartinė pelno vertė 6-aisiais metais yra 33 155\$, diskontuota 20%, arba 22 510\$, diskontuota 28%, nedidelis skirtumas yra mažesnis negu trečdalis. Bet pelnas už 11-sius metus, diskontuotas 20%, turi 117 092\$ dabartinę vertę, palyginus tik su 43 864\$, diskontuotu 28%, arba 62% mažiau esant didesnei diskonto normai. Šitai demonstruoja kritišką skirtumą, kurį gali sudaryti diskonto normos pasirinkimas diskontuoto būsimojo pelno modelio taikyme vertinimo praktikoje.

## ATSKIEDIMO MITAS

Beveik bet kas, kas buvo įtrauktas į susijungimus, turėjo girdėti (ar kalbėti), “Mes negalime mokėti už įsigijimą didesnio kainos/pelno (price/earnings) daugiklio negu yra mūsų parduodamų nuosavų akcijų P/E daugiklis, kadangi tas atskies mūsų pelną akcijai.” Šis mitas tapo daugelio potencialių teisingų susijungimo derybų aklaviete.

Įsigyjančioji bendrovė gali mokėti didesnę daugiklį už įsigijimą negu jos valdomos nuosavos akcijos ir vis dar pasirodyti priešakyje ilgame laikotarpyje – numatoma, kad įsigyjama bendrovė turi didesnę tikėtiną būsimąją augimo normą negu įsigytoja. Kadangi yra teisinga, kad tam tikras pelno atskiedimas įvyks trumpame laikotarpyje, šitai gali būti daugiau negu nugalėti labai trumpame laikotarpyje, jeigu skiriamoji pelno augime tarp dviejų bendrovių yra esminė. Premijinė kaina, sumokėta didesnio kainos/pelno daugiklio išraiška, turėtų būti laikoma kaip investicija, kuri apsimokės

ilgainiui ir, panašiai kaip bet kurios kitos investicijos, kaštų ir naudos palyginimas nustatys, ar tai pasitvirtina.

Vienas kelias, analizuojant kokio dydžio premija yra pateisinama, yra specifiškai pritaikyti DFE techniką tikėtino pelno augimo *skirtumams* tarp dviejų bendrovių. Šitai pateiks dabartinę vertę tik tos tikėtino pelno dalies, kuri yra virš įsigyjamos bendrovės pelno, kuris turėtų augti ta pačia norma kaip to įsigytojo.

Exhibit 4-5 parodo įsigyjamo koncerno tikėtino būsimojo pelno augimo komponentų dabartinės vertės apskaičiavimą ir iliustruoja, kaip greitai pirminis atskiedimas gali būti įveiktas, kuomet augimo skiriamoji yra esminė. Net jeigu bendrovė A, kuri parduodama už 10 kartų pelno, moka 13 kartų bendrovės B pelno, „atskiedimas” yra visiškai įveikiamas 3-aisiais metais. Nuo šio meto viršpelnis yra gaunamas iš investicijų didinimo ar dividendų išmokėjimo.

Exhibit 4-5. Atskiedimo mitas  
Pratt. 52 p.

Atvejuje, parodytame exhibit, yra tariama, kad kainos/pelno santykis įsigytojui išlieka konstanta. Tačiau dėl padidėjusios pelno augimo normos, kylančios iš įsigijimo, kas nors pagrįstai manytų, jog įsigytojas turi vilčių dėl tolimesnės naudos turėjimo iš jo valdomo P/E santykio tam tikro padidėjimo.

## **NEREIKALINGA MEDŽIAGA (GARBAGE IN: GARBAGE OUT)**

Panašiai, kaip visi matematiniai modeliai, diskontuoto būsimojo pelno modelyje yra tikrai patikimi įvedimai į jį; jis pateiks tikslų atsakymą bet kokiam įvedimo tipui. Vadinasi, svarbus klausimas yra ne kiek tikslus yra rezultatinis atsakymas, bet kiek tikslus buvo duomenų, kuriais generuotas atsakymas, įvedimas? Kai dėl investavimo sprendimų, apimančių didelius kapitalinius įdėjimus, yra žymiai geriau būti apytikriai teisiu, negu tiksliai neteisiu. Ir jeigu naudojamas neteisingai, diskontuoto būsimojo pelno modelis generuos kaip tik tai: tikslų atsakymą, kuris yra visiškai neteisingas.

## **PINIGŲ DARYMAS DFE MODELIU**

Kainuoja pinigus padaryti DFE analizę ar turėti ją padarytą. Iš tikrųjų, ji yra brangi. Tai yra sunkus darbas. Gali būti reikalingi išoriniai konsultantai, kadangi praktinis patyrimas padaryti ją tinkamai nėra išaiškintas kiekvienoje bendrovėje. (Taip pat išoriniai konsultantai gali būti daugiau objektyvūs.) Ji taip pat reikalauja darbo su skaičiais bei šių skaičių įstatymo į formules, ką (procesą) dauguma verslininkų pripažįsta trikdančiu. Kai kurie iš geriausių pareigūnų patiria nuo simbolių šoką, kuomet susitinka su algebros formulėmis.

Bet diskontuoto būsimojo pelno metodas yra teisingiausias ir tiksliausias modelis, kuris tinkamas vertinant bendrovę daugumoje susijungimo situacijų. Ceremonija aiškiai nustato pagrįstų kainų diapazoną, kurį derybos gali apriboti. Esant situacijoms, kuriose nesuvaldomas entuziazmas ir optimizmas dėl pasiūlyto įsigijimo kitais atžvilgiais gali nustelbti logišką sprendimą dėl jo vertės, darbo disciplina ceremonijos dėka pirkėjui gali sutaupyti pinigų.

Kai dėl pardavėjo, geras supažindinimas panaudojant logišką DFE analizę galėtų lengvai sudaryti 20% skirtumą kainoje, už kurią bendrovė parduodama. Bendrovei, kuriai kitais atžvilgiais galėtų atnešti 5\$ milijonus, yra gerai 1\$ milijonas!

Nėra verslo sprendimo, svarbesnio nei šis baigiamasis sprendimas – kaina, už kurią bendrovė yra parduodama. Statoma suma yra aukšta. Truputis išlaidų galėtų būti daugiau vertos nei tos neišvengiamos, gaunant tinkamai jos įvertinimą.