

RĪGAS TEHNISKĀ UNIVERSITĀTE

Inženierekonomikas fakultātes
Ražošanas un uzņēmējdarbības organizēšanas katedra

RAIVO SABULIS

(doktoranta apliecība Nr. 011R1D002)

**UZŅĒMUMA VĒRTĪBAS NOTEIKŠANA
MAINĪGAS EKONOMISKĀS VIDES APSTĀKĻOS**

Promocijas darba kopsavilkums

Darba zinātniskais vadītājs

JĀNIS ZVANĪTĀJS

Assoc.prof.Dr.oec.

Nozare: *Vadībzinātne*

Apakšnozare: *Uzņēmējdarbības vadība*

RTU Izdevniecība

Rīga - 2005

DARBA VISPĀRĒJS RAKSTUROJUMS

Tēmas aktualitāte

Latvija, pēc neatkarības atjaunošanas, ir izgājusi sarežģītu politiskās, sociālās un ekonomiskās attīstības periodu, pārejot no totalitāra politiski ekonomiskā režīma uz demokrātisku valsti. Šajā laikā, veicot ekonomiskās reformas, Latvija ir izvirzījusi vadošajās pozīcijās Austrumeiropas reģionā un strauji pietuvojas Eiropas attīstīto valstu rādītājiem. Tas Latvijai ir ļāvis kļūt par tirgus ekonomikas valsti ar labvēlīgu un drošu makroekonomisko vidi, kas ir stimulējoša tautsaimniecības attīstību un investīcijas.

Investīcijas ir viens no svarīgākajiem valsts ekonomikas attīstības faktoriem, kam pašreiz īpašu uzmanību veltī Latvijas Republikas valdība. Tiek veikta investīciju veicināšana, uzlabota valsts fiskālā un monetārā politika. Valsts mikroekonomiskie un nozaru rādītāji liecina par mūsu valsts uzņēmumu sekmīgu attīstību.

Tirgus ekonomikas un privatīpašuma pastāvēšana rada nepieciešamību pēc īpašuma vērtēšanas. Vērtēšana ir īpašuma objekta vērtības noteikšana konkrētos tirgus apstākļos, noteiktā laikā.

Vērtēšana ir nepieciešama:

- Investīciju veikšanā, lai noskaidrotu investīciju objekta vērtību un varētu veikt investīciju efektivitātes aprēķinus.
- Kapitāla daļu pirkšanas un pārdošanas darījumos, lai aprēķinātu kapitāladaļu vērtību.
- Uzņēmumu saplūšanas un dalīšanās gadījumos.
- Likvidējot uzņēmumus.
- Privatizācijas procesā, lai aprēķinātu privatizējamā objekta vērtību.
- Izsolēs, objekta sākuma cenas noteikšanai u. t. l.

Uzņēmuma vērtēšanu var veikt no trīs pieejām: ienākumu, izdevumu un salīdzinošās. Katra no šīm pieejām ļauj uzsvērt kādu noteiktu šim objektam raksturīgu īpašību. Piemēram, vērtējot no ienākumu pieejas viedokļa, svarīgākais faktors, kas nosaka objekta vērtību, ir ienākumi. Jo lielāki ir vērtēšanas objekta radītie ienākumi, jo lielāka ir tā tirgus vērtība, ja pārējie rādītāji ir vienlīdzīgi. Svarīgs ir iespējamo ienākumu gūšanas ilgums un ar šo procesu saistīto risku pakāpe un veids. Īpaši svarīgi tas ir mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, ar palielinātu riska pakāpi.

Mūsdienās aizvien biežāk uzņēmumu stratēģijās ir sastopami tādi jēdzieni kā "uz vērtību balstīta pieeja uzņēmumu vadībā", "vērtības vadītāji", "vērtības virzītāji" un ekonomiskā pievienotā vērtība. Visiem šiem jēdzieniem ir viens kopējs mērķis - uzņēmuma vērtības noteikšana un tās tālāka palielināšana. Daudzās ekonomiski attīstītajās valstīs (piem. ASV, Lielbritānijā un Vācijā), akcionāru ietekme uz uzņēmuma vērtību ir samazinājusies, un tā pārsvarā atrodas uzņēmumu vadības rokās. Lai akcionāri varētu uzzināt par ieguldītā kapitāla darbības efektivitāti, šādos apstākļos ir nepieciešama biežāka uzņēmuma vērtēšana.

Attīstītos tirgos (piem. Rietumeiropa, ASV un Japāna) uzņēmumu vērtēšana ir labi izstrādāts un noslīpēts process. Amerikas Savienotajās Valstīs, kas ir augsti attīstīta un efektīva finanšu tirgus etalons, pazīstamo uzņēmuma vērtēšanas metožu (piem. Diskontētās naudas plūsmas metodes), izmantošana ir pierasta lieta praktiķiem. Starp akadēmiķiem un praktiķiem nepastāv nekādas neskaidrības attiecībā uz daudziem vērtēšanas jautājumiem - piemēram, tādiem kā izvēlēties attiecīgā tirgus riska uzcenojumu, vai arī cik precīza ir finanšu rādītāju metode salīdzinājumā ar diskontētās naudas plūsmas analīzi. Šīs problēmas kļūst aktuālas mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, pie kādiem ir pieskaitāmi arī pašreizējie Latvijas ekonomiskie apstākļi. Tirgus, kam raksturīgas svārstības, novērtēšanas uzdevumu sarežģī vēl vairāk, jo trūkst ticamas

finanšu informācijas par attiecīgo tirgu, ir mainīgs šī tirgus investīciju *bez riska* rādītājs, un mazais vērtspapīru darījumu apjoms neļauj pienācīgi izvērtēt vērtēšanas rezultātus.

Topošos un no jauna veidojošos tirgos, pie kuriem var pieskaitīt Baltijas valstis, ir mainīga ekonomiskā vide. Par to liecina šo reģionu makroekonomiskie un mikroekonomiskie rādītāji, kas pierāda, ka šeit ir pievilcīga darbības vieta gan investoriem, gan vadītājiem, gan uzņēmējiem, radot jaunas attīstības iespējas. 20.gs. šīs tautsaimniecības uzsāka pievērsties ārējai tirdzniecībai un investīcijām. Pēdējo gadu laikā Austrumeiropas reģionam ir bijis ievērojams tiešo investīciju pieplūdums. Šīs tautsaimniecības ir liberalizējušas, noregulējušas un nostiprinājušas savu finanšu tirgu, kā arī pārstrukturējušas savus uzņēmumus. Uzņēmumu saplūšanu, pārņemšanu, kopuzņēmumu un stratēģisko apvienību skaits šajos tirgos ir ievērojami audzis. Šie faktori ir pastiprinājuši pieprasījumu pēc uzņēmumu novērtēšanas metodēm, kas ir pielāgotas jaunajiem apstākļiem. Jaunveidojamās tautsaimniecības investoriem piedāvā daudz iespēju. Pēdējo piecu gadu statistika liecina, ka šie tirgi atveras starptautiskajai tirdzniecībai un investīcijām, tie piedzīvo ekonomikas pārmaiņas:

- Rūpniecības nozaru struktūra radikāli mainās.
- Pieprasījums strauji aug.
- Ekonomiku pieplūdina ārzemju un pašmāju investīcijas.
- Notiek līdzekļu otrreizēja pārdale. Uzņēmuma aktīvi pāriet pie prasmīgākiem vadītājiem, kas spēj gūt lielāku peļņu mainīgā ekonomiskā vidē.
- Palielinās uzņēmumu saplūšanu un pārņemšanu skaits, sniedzot enerģiju akciju tirgiem.

Tirgū, kuram raksturīgas svārstības, tā starptautiskais raksturs novērtēšanas uzdevumu sarežģī vēl vairāk, jo:

- 1) Trūkst uzticamas finanšu informācijas par attiecīgo topošo tirgu.
- 2) Ir grūti nosakāms tirgus *bez riska* rādītājs.
- 3) Vērtēšanas modelī ir jāiekļauj arī valsts risks.
- 4) Ir jānosaka tirgus riska uzcenojums.
- 5) Ir grūti noteikt kapitāla vērtību valstī, kurā nav akciju tirgus.
- 6) Nav pieejama nekāda nesistemātiskā riska un darījumu statistika.

Uz šiem jautājumiem ir jāatrod atbildes, jo topošie tirgi, pie kuriem var pieskaitīt Baltijas valstis, ir ārkārtīgi pievilcīga darbības vieta gan investoriem, gan vadītājiem, gan uzņēmējiem. 20.gs. beigās šīs tautsaimniecības atvēra savas durvis ārējai tirdzniecībai un investīcijām, un tā kā ārējās tiešās investīcijas ir pārpludinājušas uzņēmējdarbības vidi, šīs tautsaimniecības ir liberalizējušas, noregulējušas un nostiprinājušas savu finanšu tirgu, pārstrukturējušas savus uzņēmumus. Uzņēmumu saplūšanu, pārņemšanu, kopuzņēmumu un stratēģisko apvienību skaits šajos tirgos ir ievērojami audzis. Minētie faktori ir pastiprinājuši pieprasījumu pēc uzņēmumu novērtēšanas metodēm, kas ir pielāgotas šiem tirgus apstākļiem.

Veicot šīs darbības, uzņēmumi un investīciju projekti ir spiesti iesaistīties aktīvā pieprasījuma un piedāvājuma spēlē. Ļoti ievērojami aug uzņēmumu saplūšanu un pārņemšanu skaits, sniedzot enerģiju akciju tirgiem. Minētajos apstākļos ir svarīgi veiksmīgi izveidot mehānismu uzņēmumu un to aktīvu novērtēšanai: uzņēmējiem, vadītājiem, investoriem un bankām- visiem, kas iesaistījušies dažādos darījumos.

Topošā tautsaimniecībā ir svarīgi, lai būtu pieejamas atbilstošās vērtēšanas metodes. Tā kā topošie tirgi nav tik nobrieduši (tie finansiālā perspektīvā mazāk efektīvi nekā attīstītie tirgi) tradicionālo vērtēšanas metožu (kas galvenokārt ir radītas attīstītām valstīm) izmantošana ir ierobežota.

Šajos apstākļos svarīgi ir veiksmīgi izveidot mehānismu uzņēmumu un to aktīvu novērtēšanai: uzņēmējiem, vadītājiem, investoriem un bankām - visiem, kas iesaistījušies dažādos darījumos, nepieciešams šāds mehānisms. Tautsaimniecībā ir

svarīgi, lai tās rīcībā būtu atbilstošas vērtēšanas metodes, kas pielāgotas to specifiskajiem apstākļiem. Tā kā topošie tirgi nav tik nobrieduši (tie finansiālā perspektīvā mazāk efektīvi nekā attīstītie tirgi), tradicionālo vērtēšanas metožu (kas galvenokārt ir radītas attīstītām valstīm) izmantošana ir ierobežota.

Pēdējo piecu gadu laikā pasaules ekonomikā un politikā ir notikušas straujas izmaiņas, kādas vēsturiski vēl nav pieredzētas. Internacionalizācijas un globalizācijas ietekmē ekonomiska vide un telpa ir kļuvusi šaurāka, dinamiskāka, mainīgāka, nedrošāka un savstarpēji integrētāka. Tas ļauj apgalvot, ka, izmantojot vēl tikai desmit gadus vecu vērtēšanas metodi un vērtības izpratni, pastāv vērā ņemama iespēja kļūdīties mūsdienīga uzņēmuma vērtības noteikšanā. Promocijas darbā ir dots plašs mūsdienu vērtības kategoriju un vērtības izpratnes atspoguļojums, kas pamatots ar praktiskiem piemēriem, priekšlikumiem un secinājumiem.

Promocijas darbā ir analizēti svarīgākie uzņēmuma vērtības rašanās avoti, aplūkoti uzņēmuma novērtēšanas un vērtības palielināšanas aspekti un izteikti priekšlikumi "*vērtīga uzņēmuma*" radīšanai mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.

Izmantojot integrētus informācijas avotus un personisko pieredzi, izveidots modificēts uzņēmumu vērtības noteikšanas metožu kopums, kas analītiski izvērtēts un pielāgots mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem, kā arī izstrādāti priekšlikumi uzņēmumu vērtības palielināšanai mainīgas ekonomiskās vides apstākļos. Veikts pētījums, kas atspoguļo Latvijas uzņēmumu ekonomiskās darbības īpatnības un to ietekmi uz vērtību.

Veicot promocijas darba izstrādi, nācās secināt, ka Latvijā nav publicēti pētījumi par uzņēmumu novērtēšanas metožu piemērošanu mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem un par to kā palielināt uzņēmumu vērtību, strādājot šādos apstākļos.

Darba mērķis un uzdevumi

Promocijas darba mērķis ir definēt mainīgas ekonomiskās vides jēdzienu, izstrādāt uzņēmumu vērtēšanas metodiku un vadlīnijas, kas piemērotas pielietošanai mainīgas ekonomiskās vides apstākļos. Pamatojoties uz izstrādāto metodiku, izstrādāt priekšlikumus uzņēmumu vērtības palielināšanai mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.

Izstrādātā mērķa sasniegšanai tika noteikti šādi uzdevumi:

- 1) Noteikt mainīgas ekonomiskās vides pazīmes;
- 2) Noskaidrot vērtību ietekmējošos faktorus mainīgas ekonomiskās vides apstākļos un veikt to analīzi;
- 3) Izpētīt mainīgas ekonomiskās vides raksturu un grūtības, ar kurām saskaras finanšu speciālisti nosakot uzņēmuma vērtību šajos apstākļos;
- 4) Veikt pašreizējo pasaules pieredzes izpēti uzņēmumu vērtības noteikšanā un palielināšanā.
- 5) Apkopot, klasificēt un izanalizēt pašreizējā pasaules praksē pielietotās uzņēmumu vērtēšanas metodes un to piemērotību mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem.
- 6) Izstrādāt jaunu uzņēmumu vērtēšanas metodi, kas būtu piemērota pielietošanai mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.
- 7) Izpētīt "Mainīgas vides modeļa" vērtēšanas metodes struktūru un dot priekšlikumus metodes tālākai pilnveidošanai un uzņēmumu vērtības palielināšanai.
- 8) Veikt pētījumu, kas atspoguļotu Latvijas uzņēmumu ekonomiskās darbības īpatnības un to ietekmi uz vērtību.

Pētījumu metodes

Promocijas darba izstrādāšanā ir izmantotas vispārpieņemtās ekonomikas zinātnes pētījumu kvantitatīvās un kvalitatīvās metodes. Zinātniskā darba izstrādē ir izmantoti Latvijas un ārvalstu statistikas dati, dažādu valsts un sabiedrisko institūciju npublicētie informācijas avoti, zinātnisko konferenču un semināru materiāli un tajās gūtās atziņas, kā arī autora pieredze uzņēmumu vērtēšanā un to vērtības palielināšanā. Darbā ir pielietotas sintezēs un analīzes, loģiski konstruktīvās, kā arī matemātiskās statistiskās un hierarhiju analīzes metodes. Vērtējot rezultātus ir pielietotas subjektīvās vērtēšanas un matemātiskās vērtēšanas metodes.

Promocijas darba zinātniskā novitāte

- 1) Pamatojoties uz jaunāko pasaules pieredzi uzņēmumu vērtēšanā, ir izstrādāta uzņēmumu vērtēšanas metodika mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem, kas sevī ietver papildus risku un specifisku naudas plūsmu korekciju iekļaušanu aprēķinos.
- 2) Definēts mainīgas ekonomiskās vides jēdziens un formulēti to ietekmējošie faktori, no kuriem nozīmīgākie ir:
 - pieprasījums;
 - vērtējamā uzņēmuma pašreizējā un nākotnes peļņa;
 - analogisku uzņēmumu izveidošanas izmaksas;
 - analogisku objektu pieprasījuma un piedāvājuma attiecība;
 - ar ienākumu gūšanu saistītais risks;
 - uzņēmuma darbības kontroles iespējas un aktīvu likviditātes līmenis;
 - uzņēmuma darbības vide.
- 3) Izstrādāta un ekonomiski pamatota nenoteiktības un riska faktoru analīze un tās ietekme uz uzņēmuma vērtību, kā arī veikta šo faktoru mērījumu pielāgošana mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem.
- 4) Veikts esošo uzņēmumu vērtēšanas metožu novērtējums un klasifikācija, kas ļauj atklāt esošo vērtēšanas metožu nepilnības un paver iespējas jaunu uzlabojumu veikšanai, kas pielāgoti to pielietošanai mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.
- 5) Izstrādāti uzņēmuma vērtēšanas pamatprincipi mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem, kas iedalāmi trīs grupās:
 - principi, kas pamatojas uz īpašnieka priekšstatiem par vērtību,
 - ar īpašuma ekspluatāciju saistītie principi;
 - tirgus vides darbības noteiktie principi.
- 6) Izstrādāti priekšlikumi uzņēmuma vērtības palielināšanai mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.
- 7) Veikta uzņēmuma vērtību ietekmējošo faktoru atlase un klasifikācija.
- 8) Veikts pētījums par Latvijas uzņēmumu ekonomiskās darbības īpatnībām un to ietekmi uz vērtību.
- 9) Izveidota vērtēšanas praksē biežāk pielietoto terminu skaidrojošā vārdnīca.

Darba praktiskais pielietojums

Zinātniskā pētījuma atziņas ir devušas iespēju investoriem (SA Impel), akcionāriem (SIA Hali Holdings, SIA Serviks Rīga, SIA Laipa Serviss), uzņēmumu vadītājiem un vērtēšanas ekspertiem (SIA BDO Invest Rīga) kvalitatīvāk un precīzāk noteikt uzņēmuma vērtību nenoteiktas un mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.

Pamatojoties uz pētījuma rezultātiem, autors ir izstrādājis mūsdienīgu uzņēmuma novērtēšanas metodiku, kas laika posmā no 2000.gada līdz 2004.gadam ir veiksmīgi

pielietota investīciju kompānijas SIA "Hali Holdings" darbībā. Šajā laika posmā, pielietojot "Mainīgas vides modeļa" metodi, ir notikusi vairāku investīciju projektu izvērtēšana un realizācija gan Latvijā, gan ārvalstīs (Polijā, Ukrainā, Baltkrievijā un Ķīnā). No tiem kā veiksmīgākos var uzskatīt SIA „Hali Holdings” meitas uzņēmumu:

- SIA "Uzņēmumu vadības ekspertu birojs"(Latvija),
- SIA "Mertext Industries" (Latvija) un
- Sp.zo.o. "Matadoor" (Polija) dibināšanu, kā arī uzņēmumu:
- SIA "Serviks Rīga ",
- SIA "Laipa Serviss" un

• SIA "Karaļavotu avoti" iegādi, vērtības palielināšanas procesu un pārdošanu, kā rezultātā SIA "Hali Holdings" īsā laika posmā, izmantojot intelektuālo kapitālu un mūsdienīgākās vadības tehnoloģijas, ir spējis saviem akcionāriem nodrošināt investētā kapitāla atdevi, kas ievērojami pārsniedz nozares vidējos rādītājus. Darba gaitā iegūtās zinātniskās atziņas ir izmantotas izstrādājot "Stratēģisko vadības programmu" un "Personāla vadības un motivācijas programmu" uzņēmumos: A/S "Emblēmu Paklāju Serviss", SIA "Betons TT", SIA "Kalna Rauduvītes", SIA "Trības Nams" u.c.

Zinātniskās publikācijas un referāti konferencēs

Vispāratzītie zinātniskie raksti, kas publicēti dažādos zinātniskos izdevumos:

- 1) *Sabulis R.* Uzņēmumu stratēģiskās vadīšanas attīstības tendences mūsdienās. RTU Zinātniskie raksti. Ekonomika un uzņēmējdarbība. Tautsaimniecība: teorija un prakse. 3.sērija, 4.sējums, Izdevniecība "RTU", Rīga, 2001., 112.-120. lpp.
- 2) *Sabulis R.* Uz vērtību balstīta pieeja lauksaimniecības uzņēmumu attīstībā. LLU Starptautiskās zinātniskās konferences rakstu krājums. Lauku attīstības iespējas un risinājumi XXI g. s. sākumā. Izdevniecība "LLU" Jelgava, 2002., 368.-374. lpp.
- 3) *Sabulis R., Zvanītājs J.* Uzņēmējdarbība un tās tiesiskā vide. Starptautiskās zinātniskās konferences referāti. Ekonomikas globalizācijas aktuālās problēmas. Izdevniecība "LU", Rīga 2002., 226.-279. lpp.
- 4) *Sabulis R.* Uzņēmumu vērtības noteikšanas īpatnības Latvijā. Starptautiskās zinātniskās konferences rakstu krājums. Uzņēmējdarbība un tās tiesiskā vide: procesi, tendences, rezultāti. "Biznesa augstskola Turība", Rīga, 2002., 242.-249. lpp.
- 5) *Sabulis R., Zvanītājs J.* Uzņēmumu vērtības palielināšana, izmantojot „uz vērtību balstītu pieeju vadībā”. RTU Zinātniskie raksti. Ekonomika un uzņēmējdarbība. Uzņēmējdarbība un vadīšana. 3.sērija, 5.sējums, Izdevniecība „RTU”, Rīga, 2002., 95.-105. lpp.
- 6) *Sabulis R.* Latvijas uzņēmumu novērtēšanas nozīme un problēmas topošā tirgus apstākļos. RTU Zinātniskie raksti. Ekonomika un uzņēmējdarbība. Uzņēmējdarbība un vadīšana. 3.sērija, 8.sējums, Izdevniecība „RTU”, Rīga, 2004., 88.-96. lpp.

Uzstāšanās zinātniskās konferencēs

- 1) *Sabulis R., Zvanītājs J.* Uzņēmumu vērtības palielināšana izmantojot "uz vērtību balstītu pieeju vadīšanā". RTU 43.Starptautiskās zinātniskās

konferences (apakšsekcijas „Inženierekonomika un tautsaimniecības attīstība”) referātu tēzes. Izdevniecība „RTU”, Rīga, 2002.gada, oktobris, 17. lpp.

- 2) *Sabulis R., Zvanītājs J.* Uzņēmumu vērtības palielināšana izmantojot "uz vērtību balstītu pieeju vadīšanā". RTU Starptautiskās zinātniskās konferences veltītas Inženierekonomikas fakultātes 35.gadu jubilejai referātu tēzes. Tautsaimniecības un izglītības problēmas mūsdienu periodā. Izdevniecība „RTU”, Rīga, 2002.gada, 17..maijs, 50.lpp.

Kopumā autors par promocijas darba galvenajiem rezultātiem ir uzstājies trīs starptautiskajās konferencēs:

- 1) *Sabulis R.* Uz vērtību balstīta pieeja lauksaimniecības uzņēmumu attīstībā. LLU Starptautiskā zinātniskā konference. Lauku attīstības iespējas un risinājumi XXI g. s. sākumā. 2002. gada 18.-19. aprīlis, LLU, Jelgava, Latvija.
- 2) *Sabulis R.* Uzņēmumu vērtības noteikšanas īpatnības Latvijā. „Biznesa augstskolas Turība” Starptautiskā zinātniskā konference. Uzņēmējdarbība un tās tiesiskā vide: procesi, tendences, rezultāti. 2002. gada 12. aprīlis, "Biznesa augstskola Turība", Rīga, Latvija.
- 3) *Sabulis R.* Latvijas uzņēmumu novērtēšanas nozīme un problēmas topošā tirgus apstākļos. RTU Starptautiskā zinātniskā konference. Ekonomika un uzņēmējdarbība. Uzņēmējdarbība un vadīšana. RTU, Rīga, 2004. gads.

Darba struktūra un apjoms

Doktora disertācija sastāv no 4 nodaļām un 23 apakšnodaļām. Darbs izpildīts uz 196 lappusēm datorsalikuma teksta, neskaitot pielikumus. Pētījums sevī ietver 50 tabulas, 18 attēlus, 2 shēmas, 6 piemērus un 15 pielikumus, kas paskaidro un ilustrē darba saturu.

Zinātniskā darba izstrādē izmantoti vairāk nekā 110 dažādi informācijas avoti, kas parādīti bibliogrāfijas sarakstā. Promocijas darbam ir šāda struktūra:

I.MAINĪGAS EKONOMISKĀS VIDES (MEV) JĒDZIENA DEFINĒŠANA UN VĒTRĪBAS JĒDZIENA IZVĒRTĒJUMS

- 1.1.Mainīgas ekonomiskās vides jēdziena definēšana.
- 1.2.Uzņēmuma vērtēšanas jēdziena definēšana un vērtēšanas objektu noteikšana.
- 1.3.Vērtības rašanās nosacījumi mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.
- 1.4.Vērtību ietekmējošo faktoru atlase un klasifikācija.
- 1.5.Uzņēmuma vērtēšanas mērķu formulēšana mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.
- 1.6.Uzņēmuma vērtēšanas pamatprincipi un to pielietojums mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.
- 1.7.Uzņēmumu novērtēšanas īpatnības mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.

II.UZŅĒMUMA VĒRTĪBAS NOTEIKŠANAS METOŽU ANALĪZE UN TO PIELIETOŠANAS IESPĒJAS MAINĪGAS EKONOMISKĀS VIDES APSTĀKĻOS

- 2.1.Mūsdienās izmantoto vērtēšanas metožu klasifikācija un pielietojums.
- 2.2.Vērtēšanas ienākumu pieejas pielietošanas iespējas uzņēmuma vērtēšanā

- mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.
- 2.3. Vērtēšanas salīdzinošās pieejas pielietošanas iespējas uzņēmuma vērtēšanā mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.
- 2.4. Vērtēšanas izmaksu pieejas pielietošanas iespējas uzņēmuma vērtēšanā mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.
- 2.5. Atsevišķu uzņēmuma daļu vērtēšana mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.
- 2.6. Vērtēšanas pamatmetodes izvēle mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.
- 2.7. Vērtēšanas pieejas izvēle mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.

III. UZŅĒMUMA VĒRTĪBAS NOTEIKŠANAS "MAINĪGAS VIDES MODEĻA"

(MVM) METODE

- 3.1. *Pirmais posms.* Naudas plūsmas iespējamo variantu noteikšana.
- 3.2. *Otrais posms.* Naudas plūsmu prognozēšana prognozes periodam un beigu periodam.
- 3.3. *Trešais posms.* Naudas plūsmu koriģēšana atbilstoši MEV īpatnībām.
- 3.4. *Ceturtais posms.* Pašu kapitāla cenas noteikšana.
- 3.5. *Piektais posms.* Diskonta likmes noteikšana.
- 3.6. *Sestais posms.* Uzņēmuma gala vērtības noteikšana.

IV. "MAINĪGAS VIDES MODEĻA" (MVM) METODES PIELIETOŠANA UZŅĒMUMA VĒRTĪBAS NOTEIKŠANĀ

- 4.1. "Mainīgas vides modeļa" metodes pielietojums nosakot SIA SERVIKS RĪGA vērtību.
- 4.2. "Mainīgas vides modeļa" metodes tālākas pilnveidošanas iespējas.
- 4.3. Latvijas uzņēmumu ekonomiskās darbības īpatnības un to ietekme uz vērtību.

Darba ievadā ir izklāstīta tēmas aktualitāte, definēti darba mērķi un uzdevumi, aprakstīta pētījuma metodika, atklāta zinātniskā novitāte un sniegts darba praktiskā pielietojuma apraksts. Darba nobeigumu veido vērtēšanā izmantoto terminu vārdnīca, secinājumi un priekšlikumi, izmantotās literatūras saraksts un pielikumi.

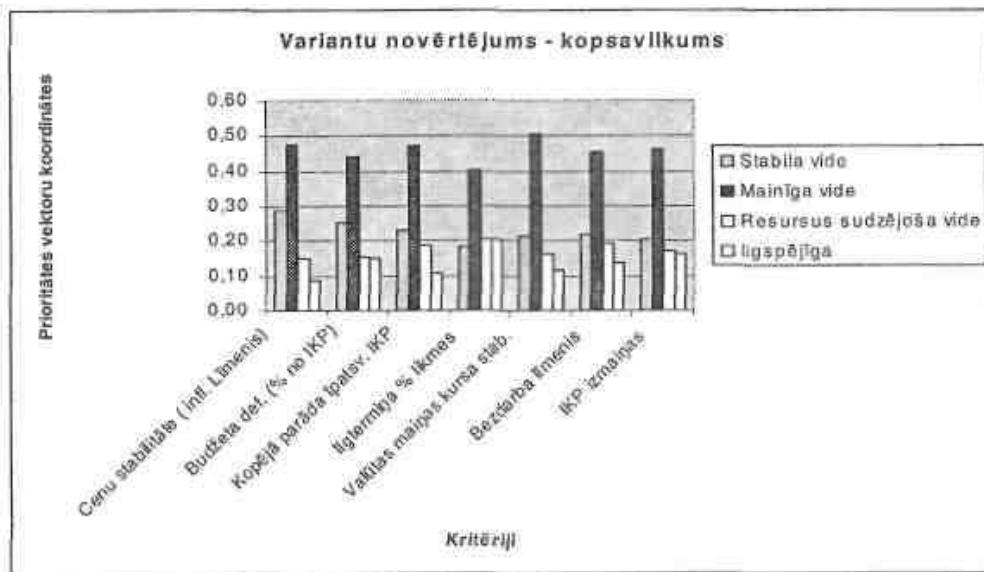
Darba galvenās zinātniskās izstrādes

Pamatojoties uz jaunāko pasaules pieredzi uzņēmumu vērtēšanā, promocijas darbā tika izstrādāta uzņēmumu vērtēšanas metodika mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem un definēts mainīgas ekonomiskās vides jēdziens. Pētījumā tika izstrādāta riska faktoru analīze un to ietekme uz uzņēmuma vērtību, kā arī veikta šo faktoru mērījumu pielāgošana mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem. Tiem ir liela nozīme uzņēmumu vērtēšanā nestabilas un mainīgas ekonomiskās vides apstākļos. Promocijas darba gaitā tika izstrādāti uzņēmuma vērtēšanas pamatprincipi mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem, kam ir liela praktiskā nozīme uzņēmumu vērtēšanā.

Darba izstrādes gaitā iegūtās teorētiskās atziņas ir pielietotas praksē, izvērtējot dažādus investīciju projektus un novērtējot uzņēmumus. Darba galvenās zinātniskās izstrādes ir:

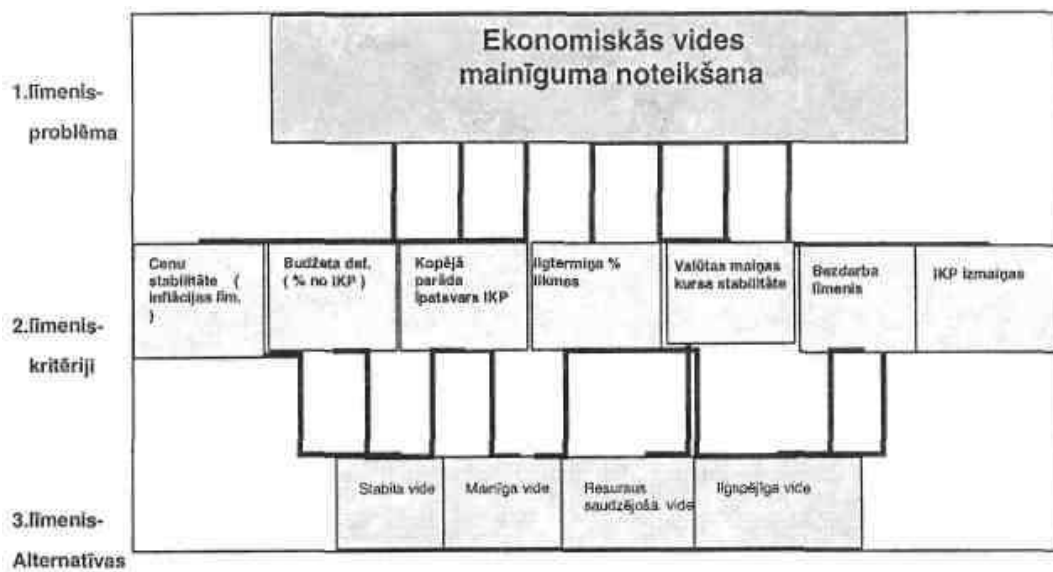
1. Lai noteiktu mainīgas ekonomiskās vides pazīmes un definētu mainīgas vides jēdzienu darbā tika veikts pētījums, izmantojot *Hierarhiju analīzes metodi*. Pētījuma galvenie rezultāti ir atspoguļoti 1. un 2. tabulā, kā arī 1. un 2. attēlā.

1. attēls



Ekonomiskās vides vērtēšanas kritēriju hierarhija

2. attēls



**PROMOCIJAS DARBA
MAINĪGAS EKONOMISKĀS VIDES (MEV) PĒTĪJUMA EKSPERTU
MEV DEFINĪCIJAS**

3.tabula

N.p.k. Eksperts	Definīcija
1. Jānis Ozoliņš Mag.oec.	MEV ir ekonomiskā vide, kuru raksturojošie rādītāji salīdzināšanas perioda ietvaros izmainās vairāk kā 5% robežās no bāzes rādītāja. Šai videi ir raksturīga pastāvīga nenoteiktība un risks un tā raksturojas ar ekonomisko sociālo un politisko procesu dinamiku.
2. Andris Dēmiņš Dr.oec.	MEV ir ekonomisko procesu nenoteiktība, ko nosaka nestabilas ekonomiskās attiecības ražošanas un patēriņa sfērā. Tā var kalpot par vidi zināmu tautsaimniecības mērķu sasniegšanā, restrukturizējot īpašuma attiecības ražošanas līdzekļiem, izmainot proporcijas ražošanas un patēriņa sfērā un nodrošinot efektīvu vai optimālu resursu izmantošanu.
3. Raita Karnīte Dr.oec.	MEV ir robežšķirtnē, kur ekonomisko faktoru kombinācijām sākas ietekme. Mainīga ekonomiskā vide ir to raksturojošo kritēriju izmaiņas (vairāk kā 5-7 % no salīdzināmā rādītāja), kas pārsniedz stabīlu vidi raksturojošu kritēriju vērtības. To raksturo inovāciju klātbūtne un augsts risks īpatsvars ekonomiskajos procesos.
4. Uldis Osis Dr.oec. Prof	Tā ir vide, kurā nevar pieņemt kvalitatīvus ilgtermiņa lēmumus un to raksturo dinamiskas pārmaiņas inovācijās, sociālajās un politiskajās aprisēs, investīciju un tehnoloģiju sfērā.
5. Baiba Rivža Dr.oec. Akad.	MEV ir vide, kurai piemīt nestabilitāte, neprognozētība un palielināti riska draudi.
6. Pēteris Rivža PhD. Prof.	Mainīgu vidi, neatkarīgi no tā kādā zinātnes nozarē tā tiek apskatīta, raksturo kritēriji, kuri parasti ir izsakāmi skaitliskā izteiksmē. Jebkurš matemātiskais lielums ir uzskatāms par mainīgu, ja tas pārsniedz kļūdas robežu. Statistiskā kļūda nevar būt lielāka kā 3-5 % no izejas datu lieluma.

Mainīgu ekonomisko vidi raksturojošie rādītāji Latvijā.

4.tabula

Rādītājs / goda	1996		1997		1998		1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005		Vkl. Izmēģināts gadā
	abs. vērt.	%	abs. vērt.	%	abs. vērt.	%	abs. vērt.	%	abs. vērt.	%	abs. vērt.	%	abs. vērt.	%	abs. vērt.	%	abs. vērt.	%	abs. vērt.	%	
Vidējais kurss LV/EUR	0,56		0,59	0	0,58	0	0,58	0	0,576	-3,4	0,586	-1,73	0,56	2,11	0,53	13,1	0,671	6,5	0,702	4,92	3,16
Izjukum. % plūsmas	6,7		6,7	0	6,7	0	6,7	0	6,7	0	6,9	2,985	5,08	28,4	4,36	13,8	4,45	1,598	3,73	-16	6,77
Intitācija	22,2	0	11,4	50,9	6,3	44,7	2,6	-69	3,1	19,23	1,3	-46,1	3,5	1,69	1,4	60	3,6	173,0	6,6	69,2	67,44

5.tabula

Attīstītās un topošās tautsaimniecības

Grupējums līmeņa gadā	pēc ienākumu	Tautsaimniecī bu skaits	IKP (miljardos \$)	Iedzīvotāju skaits (miljonos)	IKP uz vienu iedzīvotāju (\$)
Topošās tautsaimniecības		155	6243	5010	1246
Zems ienākumu līmenis (\$760 vai mazāk)		63	1842	3536	520
Vidēji – zems ienākumu līmenis (\$761 - \$3030)		57	1541	886	1740
Vidēji – augsts ienākumu līmenis (\$3031 - \$9360)		35	2860	588	4864
Augsts ienākumu līmenis (\$9361 vai vairāk)					
Pasaule		206	28 835	5897	4890

2. Ņemot vērā dažādu autoru piedāvātās *mainīgas ekonomiskās vides* definīcijas (skatīt 2.tabulu) un ekonomiskās vides rakstura noteikšanas pētījuma rezultātus autors ir izstrādājis savu definīciju un konstatē, ka *mainīga ekonomiskā vide* ir ekonomisko parādību kopums, kas nav pastāvīgs un mainās ekonomiskās attīstības procesa gaitā. Tā ir robežšķirtnē, kur ekonomisko faktoru kombinācijām sākas ietekme uz ekonomisko procesu, kas nosaka nestabilas ekonomiskās attiecības ražošanas un patēriņa sfērā.

Mainīga ekonomiskā vide raksturojas ar nenoteiktību, risku, ekonomisko, sociālo un politisko procesu dinamiku, kā arī ar inovāciju klātbūtni procesos. Mainīgu ekonomisko vidi raksturo rādītāji (kritēriji), kas salīdzināšanas perioda ietvaros izmainās vairāk kā 5% robežās no bāzes rādītāja

3. Promocijas darbā tika pierādīts, ka Latvija ir pieskaitāma pie topošas ekonomikas valstīm ar mainīgu ekonomisko vidi un uz Latviju attiecas arī visas tās uzņēmumu vērtēšanas un attīstības īpatnības, kuras ir kopīgas šiem reģioniem.

Pasaules Banka valsts ekonomiku sauc par topošu, ja tās labklājības līmenis, ko mēra iekšzemes kopproduktā uz vienu iedzīvotāju (IKP/iedz.), ir zemāks par attīstīto tautsaimniecību līmeni. Definējot mainīgas ekonomiskās vides jēdzienu tika noskaidrots, ka šāda vide ir sastopama Latvijā. Kā redzams 4.tabulā galvenie mainīgu ekonomisko vidi raksturojošie kritēriji („Cenu stabilitāte" un „Ilgtermiņa % likmes") pārsniedz stabilitātes robežu, jo tie vidēji mainās vairāk, kā 5% gadā.

Izmantojot IKP kritēriju, 5. tabulā redzams, ka Pasaules Banka no visas pasaules 206 valstīm 51 uzskata par attīstītām, pārējās 155 valstis tiek uzskatītas par topošu ekonomiku .

Šo Pasaules Bankas grupējumu sarežģī fakts, ka valstis, kas uzskatāmas par topoša tirgus valstīm, ievērojami atšķiras pēc attīstības līmeņa: 23% pieder pie vidēji augstu ienākumu līmeņa; 37% - pie vidēji zemu ienākumu līmeņa, bet pārējie 40% veido visnabadzīgāko pasaules valstu grupu. Kā redzams 6. tabulā, atšķirības pastāv arī starp valstīm, kas pieder pie viena ģeogrāfiskā reģiona.

Ne visas topošās tautsaimniecības attīstās vienādi. Vislabāk par to var spriest, ja mēs analizējam akciju tirgu un finanšu struktūru šajos reģionos pēc mainīgas ekonomiskās vides raksturojošajiem parametriem. 6.tabulā analizēti 34 ļoti dinamiski topošie akciju tirgi, kas veido Starptautisko finanšu korporāciju jaukto globālo indeksu (Standard & Poor's International Financial Corporation Global Composite Index, S7P/IFCG). 5. un 6.tabulās ir redzams, ka Latvija pēc finanšu un akciju tirgus datiem ir līdzīga iezīmētajiem - topoša tirgus pārstāvjiem. No tā var secināt, ka Latvija ir pieskaitāma pie topošo tirgu reģioniem un uz Latviju attiecas arī visas tās uzņēmumu vērtēšanas un attīstības īpatnības, kuras ir kopīgas šiem reģioniem. Latvija ir valsts ar mainīgu ekonomisko vidi, bet topošo tirgu valstis ar mainīgu ekonomisko vidi raksturojas arī ar to, ka tās:

- cenšas sakārtot savu valstu budžetus, privatizēt valsts uzņēmumus un noregulēt ekonomisko darbību;
- stabilizē savu politisko sistēmu, pāriet no autokrātiska režīma uz liberālu, demokrātisku varu; palielina sabiedrības interesi atrisināt spiedošākās sociālās problēmas;
- strauji likvidē šķēršļus ārējai tirdzniecībai un investīcijām, līdz ar to palielina savu daļu pasaules ekonomikā;
- piesaista ārzemju kapitālu, modernās tehnoloģijas un sāk vairāk izmantot intelektuālo kapitālu.
- piedzīvo lielas pārmaiņas visās tautsaimniecības nozarēs un privāto uzņēmumu struktūrā. Šīs pārmaiņas ir balstītas uz strauji augošu produktivitāti, liekot uzņēmumiem sasniegt starptautiskus konkurētspējas standartus;

- tautsaimniecības pārskatos ziņo par pieaugošu uzņēmumu apvienošanu un pārņemšanu skaitu, kopuzņēmumu un pilnībā īpašumā esošu filiāļu izveidošanu, un liela mēroga korporatīvo tehnoloģiju pārveidošanu. Tādējādi tirgus kļūst pievilcīgs uzņēmējiem, vadītājiem, riska kapitālistiem, stratēģiskajiem investoriem un finanšu investoriem.
- Iepojas ar pieaugošu un aktīvāku akciju tirgu, kas piesaista finanšu investorus;
- palielina ietekmi uz kaimiņu valstu tautsaimniecību.

Topošie un attīstītie akciju tirgi: pamat parametri 6.tabula

Tautsaimniecība	IKP 1998.g. (milj. \$)	IKP uz vienu iedzīvotāju 1998.g. (\$)	Vidējais gada reālais pieaugums 1990. - 1998.g. (%)	Vidējais gada inflācijas līmenis 1990. - 1998.g. (%)	Kopējais ārējais parāds 1990. - 1998.g. (miljoni \$)	Peļņa no akciju tirgus 1994. - 1999.g. (%)	Akciju tirgus nepastāvība 1994. - 1999.g. (%)
Latņamerika							
Argentīna	290 261	8030	4,2	7,8	144 050	13,4	34,2
Brazīlija	767 568	4630	1,7	347,4	232 004	13,2	44,1
Čīle	73 935	4990	6,5	9,3	36 302	-1,4	25,6
Kolumbija	100 667	2470	1,7	21,5	33 263	-12,1	29,9
Meksika	368 059	3840	0,6	19,5	159 959	14,2	38,0
Peru	60 491	2440	4,0	33,7	32 397	2,3	28,5
Venecuēla	82 096	3530	-0,1	49,2	37 003	11,0	53,5
<i>Kopējais vidējais</i>	<i>1743077</i>	<i>3840</i>	<i>1,7</i>	<i>21,5</i>	<i>674 987</i>	<i>11,0</i>	<i>34,2</i>
Āzija							
Ķīna	923 560	750	9,6	9,7	154 599	21,8	34,3
Indija	427 407	440	4,3	8,9	98 232	4,6	29,8
Indonēzija	130 600	640	4,0	12,2	150 875	5,9	64,9
Koreja	398 825	8600	4,9	6,4	139 097	10,7	58,1
Malaizija	81 311	3670	4,8	5,1	44 773	-2,4	50,3
Pakistāna	61 451	470	1,5	11,1	32 229	-11,0	42,3
Filipīnas	78 938	1050	1,5	8,5	47 817	-7,9	40,2
Šrilanka	15 176	810	3,9	9,7	8526	-14,0	27,8
Taivāna	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	5,8	32,1
Taizeme	131 916	2160	4,4	4,8	86 172	-14,0	55,4
<i>Kopējais vidējais</i>	<i>925 620</i>	<i>810</i>	<i>4,3</i>	<i>8,9</i>	<i>762 320</i>	<i>1,1</i>	<i>41,2</i>
 Eiropa							
Latvija	6 088	2527	3,6	13,9	407	27,4	N/A
Čehija	53 034	5150	-0,2	13,7	25 301	-7,3	25,6
Grieķija	123 394	11740	1,2	11,0	N/A	35,2	32,7
Ungārija	45 660	4510	0,9	22,0	28 580	24,8	40,7
Polija	151 285	3910	4,4	26,9	47 708	15,1	42,4
Krievija	331 776	2260	-7,2	230,9	183 601	66,7	85,6
Slovākija	19 941	3700	1,1	11,4	9893	-35,4	25,0
Turcija	200 530	3160	2,9	79,4	102 074	47,4	63,6
<i>Kopējais vidējais</i>	<i>2249184</i>	<i>3910</i>	<i>1,1</i>	<i>22,0</i>	<i>397 187</i>	<i>24,8</i>	<i>40,7</i>
Tuvie austrumi / Āfrika							
Bahreina	4909	7640	1,5	-0,2	N/A	3,6	5,5
Ēģipte	79 185	1290	2,7	9,7	31 964	12,7	27,7
Izraēla	96 483	16180	2,2	11,0	N/A	18,4	23,8
Jordānija	5252	1150	2,1	3,3	8485	4,7	12,3
Maroka	34 421	1240	0,4	3,5	20 687	21,8	16,6
Nigērija	36 373	300	0,4	38,7	30 315	7,6	42,6
Omāna	N/A	N/A	-0,4	-2,9	3629	12,2	34,7
Saūda Arābija	143 361	6910	-2,4	1,4	N/A	3,7	19,0
Dienvidāfrika	136 868	3310	-0,1	10,6	24 712	2,2	30,7
Zimbabve	7214	620	-0,2	21,9	4716	5,9	41,9
<i>Kopējais vidējais</i>	<i>544 066</i>	<i>1290</i>	<i>0,4</i>	<i>6,6</i>	<i>124 508</i>	<i>6,7</i>	<i>25,7</i>
Attīstīto tirgu indeksi							
ASV, S&P 500						24,5	13,9
AK, FT-SE 100						17,6	11,3
Japāna, Nikkei 225						1,2	22,6
FT, EuroPac						10,9	14,1

Daudzas topošo tirgu fondu biržas ir ļoti pievilcīgas finanšu investoriem tajā ziņā, ka šajos tirgos ir lielāka investīciju atdeve nekā attīstītajos tirgos. Šāda atdeve ir arī saistīta ar papildu svārstībām un risku.

5. un 6.tabulās ir redzams, ka Latvija pēc finanšu un akciju tirgus datiem ir līdzīga iezīmētajiem - topoša tirgus pārstāvjiem. No tā var secināt, ka Latvija ir pieskaitāma pie topošo tirgu reģioniem un uz Latviju attiecas arī visas tās uzņēmumu vērtēšanas un attīstības īpatnības, kuras ir kopīgas šiem reģioniem. Latvija ir valsts ar mainīgu ekonomisko vidi, bet topošo tirgu valstis ar mainīgu ekonomisko vidi raksturojas arī ar to, ka tās:

- cenšas sakārtot savu valstu budžetus, privatizēt valsts uzņēmumus un noregulēt ekonomisko darbību;
- stabilizē savu politisko sistēmu, pāriet no autokrātiska režīma uz liberālu, demokrātisku varu; palielina sabiedrības interesi atrisināt spiedošākās sociālās problēmas;
- strauji likvidē šķēršļus ārējai tirdzniecībai un investīcijām, līdz ar to palielinot savu daļu pasaules ekonomikā;
- piesaista ārzemju kapitālu, modernās tehnoloģijas un sāk vairāk izmantot intelektuālo kapitālu.
- iedzīvo lielas pārmaiņas visās tautsaimniecības nozarēs un privāto uzņēmumu struktūrā. Šīs pārmaiņas ir balstītas uz strauji augošu produktivitāti, liekot uzņēmumiem sasniegt starptautiskus konkurētspējas standartus;
- tautsaimniecības pārskatos ziņo par pieaugošu uzņēmumu apvienošanu un pārņemšanu skaitu, kopuzņēmumu un pilnībā īpašumā esošu filiāļu izveidošanu, un liela mēroga korporatīvo tehnoloģiju pārveidošanu. Tādējādi tirgus kļūst pievilcīgs uzņēmējiem, vadītājiem, riska kapitālistiem, stratēģiskajiem investoriem un finanšu investoriem.
- lepojas ar pieaugošu un aktīvāku akciju tirgu, kas piesaista finanšu investorus;
- palielina ietekmi uz kaimiņu valstu tautsaimniecību.

Topošos tirgus var arī definēt kā tirgus, kas globalizācijas procesā ir atvēruši savas robežas starptautiskās tirdzniecības un investīciju plūsmai un jaunākajām vadības metodēm. Tā rezultātā topošais tirgus kļūst par vietu, kurā investīciju projektus un privātus uzņēmumus pircēji un pārdevēji uzskata par pievilcīgiem mērķiem lielākas produktivitātes un peļņas meklējumos. Topošie tirgi ir jutīgas, daudzsološas un mainīgas tautsaimniecības, kas no investīciju viedokļa veido vidējo slāni starp attīstītajām un mazāk aktīvām tautsaimniecībām.

4. IZANALIZĒJOT UZŅĒMĒJDARBĪBAS VIDĪ MAINĪGAS EKONOMIKAS APSTĀKĻOS TIKA KONSTATĒTS, KA NOZĪMĪGĀKIE VĒRTĪBAS RAŠANĀS NOSACĪJUMI UZŅĒMUMĀ IR:

Vērtībai piesaistīti kvantitatīvi mērķi

Lai vērtību radošo stratēģiju pārveidotu atsevišķos kvantitatīvos mērķos, vadībai jāizvirza vērtībai piesaistīti mērķi. Kā uzņēmumiem noteikt savus mērķus kopumā, ir atkarīgs no katra uzņēmuma un nozares specifikas. Nav vienas metodes, kas vadībai dotu skaidru atbildi, tomēr ir analīzes veidi, kas nodrošina informatīvo bāzi kopējo mērķu formulēšanai:

- Mērķi jākalibrē atbilstoši tam, ko *no uzņēmuma gaida akcionāri vai finanšu tirgus*.
- Nosakot mērķi, jāņem vērā *nozares konteksts*, gan lai iegūtu informatīvo bāzi par iespējām attiecīgajos tirgos, gan lai saprastu, kādas ir konkurentu izredzes.

- Labākie uzņēmumi esošajā tirgū var kļūt par *paraugiem*, gan noteikto mērķu, gan sasniegto rezultātu ziņā.

Par pamatu ņemot iepriekš minētos apsvērumus, uzņēmuma vadītājam un viņa augstākā līmeņa padotajiem jāpārskata pašu mērķi, nevilcinoties apstrīdēt jebkurus uzņēmumā pastāvošās filozofijas uzskatus, kas ierobežo attīstību. Augstākā līmeņa komandai ir jāstrukturizē ieteiktie mērķi attiecībā uz iepriekšējo uzņēmuma sniegumu, lai noskaidrotu, cik liela atšķirība jāizlīdzina. Ideālā variantā mērķiem jābūt tādiem, kuru izpilde prasīs maksimālus pūliņus, tomēr negrautu morālo noskaņojumu. Visu šo darbību esamība uzņēmumā norāda uz to, ka tur ir laba augsne vērtības radīšanai un veicot uzņēmuma vērtības noteikšanu tas pozitīvi ietekmē vērtēšanas rezultātus.

Uzņēmuma orientēšana uz vērtību

Parasti uzņēmumos vissarežģītākā problēma ir organizatoriskā struktūra (pakļautības hierarhija), lēmumu pieņemšanas tiesības (kurš drīkst pieņemt lēmumus), personālijas (t.i. cilvēki, kuri ieņem svarīgākos amatus) un koordinācijas mehānismi (kā notiek sadarbība). Viegļākās jomas ietver: uzskatus (cik liels ir tirgus potenciāls cilvēku uztverē) un vērtības (ko cilvēki uzskata par svarīgu), kā arī vadības stils.

Struktūrvienības iekšienē ir jādefinē katra indivīda un darba grupas atbildība par produktivitāti. Vērtības radīšanai ir piemērota horizontāla, decentralizēta organizācijas struktūra, tā nodrošina caurspīdīgumu un skaidru komunikāciju. Ja uzņēmums uzskata, ka atbildība un lēmumu pieņemšanas tiesības ir pietiekami skaidri noteiktas centralizētā organizācijas struktūrā, nav nepieciešams veikt formālas izmaiņas.

Uzņēmuma snieguma vadība

Kad uzņēmums ir sapratis, kā radīt vērtību katrā no virzieniem, ietekmējot vērtības nesējus, nākamais uzdevums ir vadīt katru no uzņēmējdarbības virzieniem tā, lai konsekventi noturēt rezultātus līmenī, kas atbilst nodomiem. Uzņēmējdarbības snieguma vadība ir process, kurā katrai vienībai tiek noteikti snieguma mērķi un regulāri tiek kontrolēti to sasniegšana saistībā ar virs mērķi, lai visas uzņēmuma vienības dotu savu daļu kopējā snieguma uzlabošanā. Bieži uzņēmuma snieguma vadība ir visgrūtāk atrisināmais jautājums vērtības vadībā, jo šajā brīdī vērtības mērvienības, vērtības nesēji un mērķi jāpārvērš ikdienas darbībā un lēmumu pieņemšanā.

Veiksmīga uzņēmuma snieguma vadība sastāv no vairākiem komponentiem:

Pirmkārt, katrai uzņēmuma vienībai nepieciešama skaidra vērtības radīšanas stratēģija.

Otrkārt, jāizvirza mērķi, kas ir tieši saistīti ar specifiskiem vērtības nesējiem.

Treškārt, nepieciešami noteikti pārskatu iesniegšanas termiņi, lai rezultātus varētu apspriest, salīdzinot ar vērtībai piesaistītiem uzņēmuma darbības rādītājiem.

Regulāra uzņēmuma snieguma kontrole

Lai periodiski kontrolētu sniegumu, salīdzinot to ar izvirzītajiem mērķiem, uzņēmumā ieteicams sastādīt pārbažu veikšanas grafiku. Vēlams, lai tajā būtu noteikta periodiska sanāksmju rīkošana visa gada garumā, kad vadītāji un darbinieki novērtē, apspriež snieguma rādītājus un meklē iespējas to uzlabošanai. Būtiskākie faktori veiksmīgai kontrolei ir: informācija, kas tiek izmantota pārbažu laikā, noteiktais kalendārais grafiks un diskusiju tonis, kam dažkārt pat ir izšķiroša nozīme veiksmīga kontroles procesa nodrošināšanā.

Ja uzņēmuma snieguma vadība notiek veiksmīgi, tā nekļūst par papildus nastu vadītājiem. Tieši pretēji - tā var ietaupīt laiku un pūles, nodrošinot vadītājiem skaidrus mērķus, motivāciju un atbalstu jaunas vērtības radīšanā.

Personāla individuālā snieguma vadība

Individuālā snieguma vadībā sastopas divi vērtības radīšanas priekšnosacījumi. Viens priekšnosacījums ir likt vadītājiem domāt kā īpašniekiem, piesaistot vadītāju atbalstu darbībai, kas rada kopējo akcionāru vērtību. Otrs ir

pieaugošā uz zināšanām pamatotās ekonomikas loma, vadības talants pats par sevi ir svarīgs vērtības avots un tāpēc uzņēmumiem jāpieviline un jānotur talanti, piedāvājot spēcīgus stimulus. Uzņēmumiem nepieciešama sistēma, kas piesaista indivīda rīcību kopējās vērtības radīšanas aktivitātēm, un stimuli, kas motivētu un atalgoju spēcīgu individuālo sniegumu. Mainīgas ekonomiskās vides apstākļos talantu saglabāšana uzņēmumā ir viens no būtiskākajiem vērtības radītājiem. Mūsdienās lielāko uzņēmuma vērtības daļu sastāda tieši nemateriālo aktīvu īpatsvars tajā.

Ja darbinieku sniegums atbilst vēlamajam vai pārsniedz to, ir svarīgi sniegt tiem atbilstošu atalgojumu. Uzņēmumiem jāstiprina savas atalgojuma sistēmas, lai tās kļūtu par īstiem darbinieku motivācijas avotiem. Parasti darbinieku motivācijas sistēmu veidošanā tiek izmantoti:

- *Finansiālie stimuli*, piemēram, augsti kompensāciju procenti par risku ar prēmiju sistēmām vai akciju piedāvājumiem.
- *Iespējas*, piemēram, straujas karjeras izaugsmes iespējas, rotējot perspektīvus darbiniekus amatos ar arvien pieaugošu atbildību.
- *Vērtības un uzskati*, kas sniedz darbiniekiem gandarījumu, izjutot uzņēmuma panākumus un virzīšanos uz priekšu.

Ideālā gadījumā individuālā snieguma vadības process personalizē uzņēmuma kopējās vērtības radīšanas mērķi. Tam jālīdzsvaro īpašnieku un vadītāju intereses, jāpaaugstina ilgtermiņa sniegums uzņēmumā.

5. Veicot mainīgas ekonomiskās vides analīzi autors secina, ka galvenie faktori, kas nosaka vērtību mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, ir:

- pieprasījums;
- vērtējamā uzņēmuma pašreizējā un nākotnes peļņa;
- analogisku uzņēmumu izveidošanas izmaksas;
- analogisku objektu pieprasījuma un piedāvājuma attiecība;
- ar ienākumu gūšanu saistītais risks;
- uzņēmuma darbības kontroles iespējas un aktīvu likviditātes līmenis;
- uzņēmuma darbības vide.

Ja vērtību ietekmējošie faktori tiek apskatīti no uzņēmumu pirkšanas/pārdošanas darījumā iesaistīto pušu viedokļa, tad katrai no pusēm ir atšķirīga vērtību palielinoša vai pazeminoša izpratne:

- *īpašniekiem* ir svarīgi vai pēc darījuma tie turpina kontrolēt stāvokli uzņēmumā vai to zaudē, kā arī kādas ir to nākotnes perspektīvas. Tas var ietekmēt viņu izpratni par uzņēmuma pašreizējo vērtību.
- *vadītājiem* vērtības veidošanas svarīgākās sastāvdaļas ir:
 - darba vietas saglabāšanās pēc darījuma,
 - nākotnes karjeras un izaugsmes perspektīvas,
 - iespējas kļūt par akcionāru ,
 - uzņēmuma pašreizējā personāla liktenis u.c.
- *potenciālajam investoram* - izpratni par uzņēmuma vērtību pamatā veido uzņēmuma izredzes nākotnē: plānotā peļņa, kapitāla pieaugums, kapitāla atdeve, kontroles iespējas, spēja realizēt iegādātās akcijas (finanšu investora gadījumā).
- *valsts* par vērtīgu uzskatīs darījumu, ja tā rezultātā tiks radītas jaunas darbavietas. Tiek izveidota vai uzlabota infrastruktūra un palielinās nodokļu ieņēmumi valsts kasē.
- *sabiedrība* vērtību galvenokārt mērī ar ietekmi uz apkārtējo vidi un ekoloģiju.

6. Darbā ir veikta uzņēmuma vērtēšanas mērķu analīze, kuras galvenie rezultāti ir atspoguļoti 7. tabulā.

7.tabula

Vērtēšanas mērķu modifikācija mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.

<i>N.p.k.</i>	<i>Vērtēšanas mērķis</i>	<i>Vērtēšanā ieinteresētās puses</i>	<i>Ietekme uz vērtēšanu un vērtēšanas rezultātu</i>
1.	Paaugstināt uzņēmuma vadības efektivitāti	Akcionāri, investori	Palielinās uzņēmuma peļņa un naudas plūsmu vērtība, samazinās uzņēmuma iekšējie riski un palielinās uzņēmuma tirgus vērtība
2.	Noteikt vērtspapīru cenu uzņēmuma akciju pirkšanai un pārdošanai fondu tirgū.	Investori, pārvaldnieki, apdrošināšanas sabiedrības, akcionāri.	Padara kvalitatīvāku un ātrāku investīciju lēmumu pieņemšanu. Palīdz precīzāk piemērot valsts un nozares riska koeficientus uzņēmuma tirgus vērtības noteikšanai
3.	Noteikt uzņēmuma vērtību tā pirkšanas un pārdošanas gadījumā	Akcionāri, valsts, investori	Padara kvalitatīvāku un ātrāku investīciju lēmumu pieņemšanu.
4.	Uzņēmuma pārstrukturēšana	Pārvaldnieki, investori, akcionāri, valsts	Palielina uzņēmuma darbības efektivitāti. Palielina uzņēmuma tirgus vērtību.
5.	Uzņēmuma attīstības plāna izstrāde	Pārvaldnieki, piegādātāji, kreditori	Uzlabo vērtēšanas parametru kvalitāti, Palielina vērtēšanas metožu izvēles iespējas, samazina vērtēšana risku. Uzlabo uzņēmuma nemateriālo aktīvu novērtēšanas iespējas.
6.	Uzņēmuma kredītspējas noteikšana	Kreditori, Pārvaldnieki, apdrošināšanas sabiedrības	Uzlabo uzņēmuma darbības riska noteikšanas precizitāti un palielina uzņēmumu aktīvu vērtību, kā rezultātā palielinās uzņēmuma tirgus vērtība.
7.	Apdrošināšana	Apdrošināšanas sabiedrības	Uzlabo valsts, nozares un uzņēmuma pašriskā rādītāju noteikšanu vērtēšanas rezultāta koriģēšanai.
8.	Aplikšana ar nodokļiem	Valsts	Valsts riska rādītāja palielināšanās vai samazināšanās, kas attiecīgi samazina vai palielina uzņēmuma tirgus vērtību.
9.	Pamatotu vadības lēmumu pieņemšana	Pārvaldnieki	finanšu pārskatu datu kvalitātes uzlabošanās, kas padara precīzāku vērtēšanas rezultātu.
10.	Investīciju projektu īstenošana	Investori,	Precīzāki vērtēšanas izejas dati un precīzāks vērtēšanas rezultāts .

7. Promocijas darbā veiktie pētījumi ļauj apgalvot, ka mainīgas ekonomiskās vides tirgus apstākļi ievērojami atšķiras no attīstīto ekonomiku tirgus apstākļiem. Pēdējo gadu pētījumi rāda, ka jaunie tirgi (atšķirībā no attīstītajiem tirgiem) ir mazi, mazāk likvidi, koncentrētāki un ar tieksmi uz manipulācijām. Tādos apstākļos ir grūtāk izmantot klasiskās uzņēmumu vērtēšanas metodes. Vērtēšanu sarežģī arī tas, ka akciju tirgus informācijai ir tendence būt nepietiekamai un neuzticamai. Uzņēmumu vērtēšana mainīgas ekonomiskās vides apstākļos ir saistīta ar vairākām īpatnībām, no kurām kā raksturīgākās autors izdala:

Īpatnības, kas saistītas ar fundamentālo vērtēšanu (DNP un CAPM metode) Pie tradicionālajām vērtēšanas metodēm ir pieskaitāma diskontēto naudas plūsmu (DNP) metode, kas ir balstīta uz nākotnes naudas plūsmām un pamatlīdzekļu novērtēšanas modeli (capital asset pricing modei, CAPM). Mainīgas ekonomiskās vides apstākļos vērtēšana kļūst sarežģītāka, kad mērķis ir privāts uzņēmums. Ne informācijas caurspīdīgums, ne risku diversifikācijas spējas (kas ir attīstīta finanšu tirgus galvenie principi) nav atrodami mainīgā ekonomiskajā vidē darbojošos uzņēmumos. Par to liecina tas, ka:

Pirmkārt, lielākajā daļā uzņēmumu pirkšanas-pārdošanas darījumu galīgā cena nav caurspīdīga. Drīzāk tas ir uzņēmēju, stratēģisko investoru un riska kapitālistu, dažādu viedokļu un atšķirīgu paredzējumu par peļņu no riska, salikums. Tā rezultātā nav neviena kritērija, pēc kura noteikt 'patieso' aktīvu vērtību.

Otrkārt, uzņēmumu pirkšanas-pārdošanas darījumos kur darbojas tikai daži ieinteresēti pircēji un pārdevēji, risku diversifikācija ir nepilnīga. Tādā vidē CAPM izmantošana ir apšaubāma, jo tā nav strukturēta neizbēgamam, nesistemātiskam riskam, kas rodas nepilnīgas diversifikācijas dēļ. Šāds risks ietekmē publiski nekotētu pamatlīdzekļu vērtību, jo šo pamatlīdzekļu vērtība ir rūpīgi jāaprēķina un jāpiemēro. MEV apstākļos aprēķināšana un piemērošana ir svarīgs uzdevums, jo atšķirībā no attīstītajiem tirgiem dominējošais uzņēmumu tips topošajos tirgos ir mazi, privāti, akciju tirgos nekotēti uzņēmumi. Bez tam topošajos tirgos ir ierobežota informācija par uzņēmumu darbības nesistemātisko risku.

Īpatnības, kas saistītas ar uzņēmumu relatīvo vērtēšanu Relatīvā vērtēšana ir saistīta ar uzņēmumu vai darījumu salīdzināšanu. Līdzīgi kā uzņēmuma vērtēšanā salīdzināmo uzņēmumu finanšu informācija tiek ņemta par pamatu vērtības rādītāju aprēķināšanai. Šīs metodes pielietojanas priekšnoteikums ir problemātisks topošajos tirgos. Akciju biržas šajos tirgos parasti ir mazas un salīdzināmo uzņēmumu ir maz vai vispār nav. Dažreiz finanšu tirgū pat nav pārstāvēta vesela tautsaimniecības nozare.

Lai apietu šo problēmu, daudzi praktiķi parasti izmanto salīdzināmos rādītājus no attīstītajām tautsaimniecībām. Tieša, piemēram, ASV rādītāju izmantošana mainīgam tirgum ir kļūdaina, jo valsts riskam un investoru viedoklim ir lielāka nozīme katras tautsaimniecības uzņēmuma rādītāju noteikšanā. Nav pārsteidzoši, ka viena uzņēmuma dažādu valstu akciju tirgos kotētu akciju cena atšķiras, pat ja šī uzņēmuma kapitāls acīmredzot ir viens un tas pats. Šo valstu finanšu tirgus īpatnības izraisa atšķirības vērtības rādītājos dažādās biržās. Līdz ar to autors iesaka izstrādāt īpašas piemērošanas metodes, lai atrisinātu šo problēmu. Šādos gadījumos parasti ir lietderīgi izmantot dažāda veida koeficientus vai multiplikatorus, piemēram:

- Akciju tirgus nepastāvīguma koeficients.
- Kapitāla daļu sistemātiskā riska koeficients (*Levered beta*).
- Uzņēmuma saimniekošanas riska koeficients (*Unlevered beta*) u.c.

Īpatnības, kas saistītas ar jauno tehnoloģiju uzņēmumu vērtēšanu Mainīgas ekonomiskās vides tirgos, it īpaši Latvijas gadījumā, reizē ar investīciju pieplūdumu tautsaimniecībā strauji ienāk arī modernās tehnoloģijas. Īpaši tādās nozarēs, kā IT, banku sektors, telekomunikācijas. Jauno tehnoloģiju uzņēmumu novērtēšana ir vislielākais izaicinājums vērtētājam. Vispirms jau jaunajiem uzņēmumiem ir nestabils raksturs: to ekonomiskie parametri laika gaitā daudz mainās, līdz ar to ilgtermiņa novērtējums kļūst par gandrīz neiespējamu. Pievienojot vēl topošās nozares nenoteiktību un topošā tirgus svārstīgumu, kļūst skaidrs, ka kapitāla vērtības aprēķināšanas atbildība un kvalitāte ir vērtētāja atbildībā.

8. Veicot esošo vērtēšanas metožu novērtēšanu autors konstatē, ka, pielietojot *Diskontētās naudas plūsmas* metodi jaunu uzņēmumu, kas darbojas mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, vērtēšanā, ir jāņem vērā papildus riska faktori un jāievēro zināma piesardzība, jo peļņas retrospektīvas trūkums apgrūtina uzņēmuma nākotnes naudas plūsmu objektīvu prognozēšanu. Mainīgas ekonomiskās vides īpatnības šajā procesā ievieš vairākas korekcijas. Nozīmīgākās no tām attiecas, uz prognozējamā perioda ilguma noteikšanu, izdevumu analīzi un prognozi, diskonta likmes noteikšanu un noslēdzošo labojumu veikšanu:

Prognozējamā naudas plūsmas perioda ilguma noteikšana

Noteikt adekvātu prognozējamā perioda ilgumu mainīgas ekonomiskās vides apstākļos ir sarežģīts uzdevums. No vienas puses -jo ilgāks ir prognozējamo periods, jo lielāks ir novērojumu skaits, un līdz ar to pamatotāks no matemātiskā viedokļa ir galīgais uzņēmuma pašreizējās vērtības rādītājs. No otras puses -jo ilgāks ir prognozējamo periods, jo sarežģītāk ir prognozēt konkrēto peļņas (ieņēmumu), izdevumu, inflācijas tempu, naudas plūsmu rādītājus. Atbilstoši valstīs ar attīstītu tirgus ekonomiku pastāvošajai praksei, prognozējamo uzņēmuma vērtēšanas periods atkarībā no vērtēšanas mērķiem un konkrētās situācijas var ilgt 5 līdz 10 gadus. Valstīs ar pārejas ekonomiku, nestabilitātes apstākļos, kad adekvātas ilgtermiņa prognozes veikt ir īpaši apgrūtināši, ir lietderīgi saīsināt prognozējamo periodu līdz 3 gadiem. Lai rezultāti būtu precīzāki, prognozējamo periodu MEV apstākļos ir ieteicams sadalīt sīkākās mērvienībās: pusgados vai ceturkšņos.

Izdevumu analīze un prognoze

Galvenais attiecībā uz ražošanas izmaksām, ir saprātīga ekonomija. Ja tā sistemātiski tiek sasniegta, nekaitējot kvalitātei, tad uzņēmuma produkcija saglabā konkurētspēju. MEV apstākļos šie pasākumi ir svarīgi papildus naudas plūsmu radīšanā, kas dod vērtības pieaugumu nākotnē.

Diskonta likmes noteikšana

Diskonta likmes aprēķins ir atkarīgs no tā, uz kāda veida naudas plūsmu pamatojas vērtēšana. Pašu kapitāla naudas plūsmai tiek izmantota diskonta likme, kas vienāda ar ieguldītā kapitāla atdeves likmi, kas ir nepieciešama īpašniekam. Visa investētā kapitāla naudas plūsmai tiek lietota diskonta likme, kas vienāda ar pašu kapitāla un aizņēmuma līdzekļu izsvērtām atdeves likmēm (aizņemto līdzekļu atdeves likme ir bankas kredīta procentu likme), kur svaru lomā ir aizņēmuma un pašu līdzekļu daļas kapitāla struktūrā. Diskonta likme tiek saukta arī par vidēji svērtu kapitāla vērtību.

Saskaņā ar *kapitāla aktīvu vērtēšanas modeli* diskonta likmi aprēķina izmantojot vienādojumu:

[1]

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C + R_U,$$

kur R - investora pieprasītā ienākumu likme (pašu kapitālam);

R_f - bezriskā ienākumu likme;

β - beta koeficients (sistemātiskā riska pakāpe, kas saistīta ar valstī notiekošajiem makroekonomiskajiem un politiskajiem procesiem);

R_m - tirgus caurmēra ienesīgums kopumā (tirgus caurmēra vērtspapīru portfelim);

S_1 - prēmija mazajiem uzņēmumiem;

S_2 - prēmija par risku, kas raksturīgs atsevišķai sabiedrībai;

C - valsts risks;

R_U - komponents, kurā iekļautas ietekmes, kuras nav izskaidrotas vienādojuma iepriekšējos terminos.

Terminu $(R_m - R_f)$ sauc par *tirgus riska prēmiju*.

Vienādojuma centrālais elements ir analizējamo akciju *sistemātiskā riska prēmija*. Sistemātiskais risks tikai daļēji izskaidro uzņēmuma akciju atmaksāšanos.

Uzņēmumu atmaksāšanās mainīgas ekonomiskās vides apstākļos mainās tāpat kā visa ekonomika kopumā: tā palielinās, ja ekonomika uzplaukst, un pazeminās, ja ekonomikā iestājas panīkums. Dažos gadījumos var būt arī uzņēmumi, kuru atmaksāšanās tendences ir pretējas šiem cikliem - šādos gadījumos beta vērtība ir negatīva.

Ru faktors rodas no tā saucamā nesistemātiskā riska (Ru neatbilstības) un ietver sevī visu mainīgo lielumu ietekmi, kuri iespaido akciju vērtību un *nemainās* tādā pašā virzienā kā tirgus. Tie ir specifiski nosacījumi, tādi kā vadības un darbinieku attiecības vai piedāvāto produktu kvalitāte, kas var paaugstināt vai pazemināt atmaksāšanos neatkarīgi no ekonomikas tendencēm, t.i., nesistemātiski.

CAPM plašo popularitāti vērtētāju vidū var izskaidrot ar tā vienkāršību. Analītiķim, kurš to pielieto, tas izraisa kontroles, precizitātes un pārliecības apziņu.

Kapitāla aktīvu vērtēšanas modelis (CAPM - vispārpieņemts saīsinājums angļu valodā) balstās uz fondu tirgus informācijas analīzi, konkrēti - uz brīvas apgrozības akciju ienesīguma izmaiņām. Kā bez riska ienākumu likme pasaules praksē parasti tiek lietota valsts ilgtermiņa parādsaistību (obligācijas vai vekseli) ienākuma likme; tiek uzskatīts, ka valsts ir pats uzticamākais savu saistību garants (tās bankrota varbūtība ir praktiski neiespējama). Tomēr, kā rāda prakse, Krievijas apstākļos valsts izlaistie vērtspapīri netiek uzskatīti par bez riska vērtspapīriem. Lai noteiktu diskonta likmi, kā bez riska likme var tikt pieņemta tā ieguldījumu likme, kurai raksturīgs vismazākais risks (valūtas depozītu likme Krājbankā vai citās uzticamās bankās). Var balstīties arī uz rietumu kompāniju bez riska likmi, bet šajā gadījumā obligāti jāpievieno valsts risks, ņemot vērā reālos vietējos (piemēram, Latvijas) investēšanas apstākļus. Investoriem tā ir alternatīva ienākumu likme, kurai raksturīgs tas, ka risks praktiski nepastāv, kā arī augsta likviditātes pakāpe. Bez riska likmi autors iesaka izmantot kā atskaites punktu, kam piesaistīta dažādu risku veidu novērtēšana, un balstoties uz to veidojas vajadzīgā ienākumu likme.

Beta koeficients ir riska pakāpe. Fondu tirgū tiek izdalīti divi risku veidi: konkrēta uzņēmuma specifiskais risks, saukts arī par *nesistemātisko risku* (to nosaka mikroekonomiskie faktori), un caurmēra risks tirgū, saukts arī par *sistemātisko risku* (to nosaka makroekonomiskie faktori). Kapitāla aktīvu vērtēšanas modelī ar beta koeficienta palīdzību tiek noteikts sistemātiskā riska lielums. Beta koeficients tiek aprēķināts, izejot no konkrētā uzņēmuma kopējās akciju ienesīguma svārstību amplitūdas salīdzinājumā ar kopējo fondu tirgus ienesīgumu kopumā.

Investīcijas uzņēmumā, kura akciju kursam ir lielas svārstības, ir visriskantākās, un pretēji. Beta koeficients tirgum kopumā ir 1. Tātad, ja kādam uzņēmumam beta koeficients ir 1, tas nozīmē, ka tā kopējā ienesīguma svārstības ir korelācijā ar ienesīguma svārstībām tirgū kopumā, tā sistemātiskais risks līdzinās tirgus caurmēra riskam. Uzņēmuma, kura beta koeficients ir 1,5, kopējais ienesīgums mainīsies par 50% ātrāk nekā tirgus ienesīgums. Piemēram, ja akciju tirgus caurmēra ienesīgums pazemināsies par 10%, šīs kompānijas kopējā ienesīgums samazināsies par 15%.

9. Veicot vērtēšanas izmaksu un salīdzinošās metodes pielietošanas iespēju analīzi, autors secina, ka uzņēmuma vērtēšanas salīdzinošās pieejas īpatnība ir galīgā vērtības lieluma orientācija uz līdzīgiem uzņēmumiem piederošu akciju pirkšanas -pārdošanas tirgus cenām no vienas puses un uz faktiski sasniegtajiem finanšu rezultātiem no otras puses.

Vērtējot uzņēmumus mainīgas ekonomiskās vides apstākļos īpašu uzmanību ir lietderīgi pievērst:

- pieejamo datu ticamības novērtēšanai;
- līdzīgo uzņēmumu atlases kritērijiem;
- svarīgāko cenu multiplikatoru raksturojumam un to izmantošanas specifikai vērtēšanas praksē mainīgas ekonomiskās vides apstākļos;
- galīgā vērtības lieluma veidošanās pamatojumam;
- multiplikatoru lielumu izvēlei, galveno starprezultātu izvērtēšanai un labojumu izdarīšanai.

Nozīmīgākās īpatnības, kas jāņem vērā veicot uzņēmumu vērtēšanu mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, izmantojot izmaksu pieeju, attiecās uz nekustamā īpašuma un nemateriālo aktīvu vērtēšanas posmu.

Uzņēmuma nemateriālais īpašums mūsdienās tiek uzskatīts par svarīgāko uzņēmuma vērtību ietekmējošo un palielinošo faktoru. Aizvien mazāka nozīme uzņēmuma vērtības struktūrā ir iekārtu un ēku daudzumam. Mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, pieaugot ātrumam un moderno informācijas tehnoloģiju īpatsvaram uzņēmējdarbības stratēģijās, kā noteicošie sāk dominēt tādi uzņēmuma nemateriālie aktīvi, kā patenti, programmnodrošinājums un personāls ar specifiskām zināšanām.

Pēdējo desmit gadu laikā uzņēmumu pirkšanas un saplūšanas rezultātā nemateriālo īpašumu īpatsvars uzņēmumu aktīvos ir palielinājies līdz 70 % no visu aktīvu vērtības. Ir vajadzīga aizvien lielāka intelektuālā kapitāla daļa investīcijās, lai veiksmīgi attīstītu uzņēmumu nākotnē. Ir pierādīts, ka intelektuālais kapitāls pārvērsts naudas izteiksmē, rada daudz lielāku virsvērtību nekā materiālie aktīvi.

Uzņēmuma darbībā mainīgas ekonomiskās vides apstākļos bieži rodas nemateriālo aktīvu novērtēšanas problēma. Tas notiek sakarā ar:

- Tiesību uz intelektuālā īpašuma objektu pārdošanu;
- Intelektuālā īpašuma objektu izmantošanas licenču brīvprātīgu pārdošanu;
- Piespiedu licencēšanu un zaudējumu noteikšanu, kas radušies intelektuālā īpašuma tiesību pārkāpuma rezultātā;
- Veicot ieguldījumus statūtkapitālā;
- Uzņēmējdarbības vērtēšanu;
- Pārveidošanu akciju sabiedrībā, privatizāciju un apvienošanu.
- Uzņēmuma nemateriālo aktīvu vērtēšanu, kura tiek veikta ar mērķi ieviest izmaiņas finanšu atskaitēs.

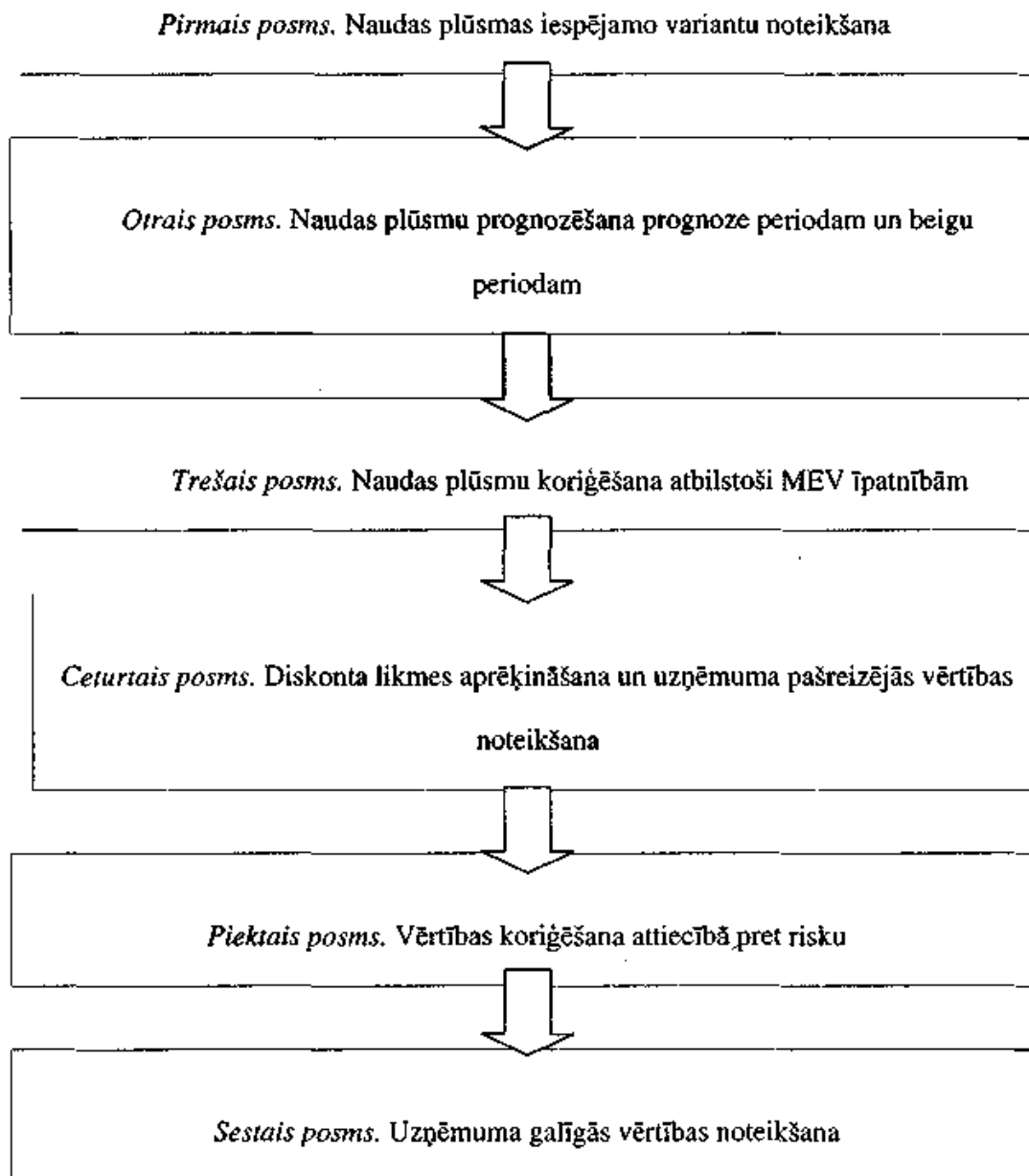
Pie intelektuālā īpašuma vērtēšanas īpatnībām mainīgas ekonomiskās vides apstākļos var pieskaitīt vērtības atkarību no:

- nododamo tiesību apjoma;
- nesankcionētas izmantošanas iespējas;
- gatavības to komerciāli izmantot.

10. Pamatojoties uz promocijas darbā veikto pētījumu rezultātiem autors ir izstrādājis jaunu uzņēmumu novērtēšanas metodiku piemērotu mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem. Uzņēmuma vērtības noteikšanas process ir komplicēts un sastāv no vairākām sastāvdaļām. Uzņēmumu novērtēšanai ir izstrādātas vairākas metodes un modeļi, kas liek pielietoti praksē, tomēr šie paņēmieni novērtē uzņēmumu virspusēji un var būt kļūdaini gadījumos, ja uzņēmums darbojās mainīgas ekonomiskās vides (MEV) apstākļos. Lai iegūtu precīzāku un objektīvāku rezultātu, nepieliek tikai ar kādas klasiskās metodes izvēli un pielietojumu. Vērtējot uzņēmumu MEV apstākļos ir nepieciešama plašāka izpratne par vērtējamo uzņēmumu, kas sevī ietver vērtību definēšanu un vērtību ietekmējošo faktoru plašāku analīzi. Šajā procesā lielāka uzmanība tiek pievērsta vērtību radošo nosacījumu izvērtēšanai, lai noskaidrotu to ietekmi uz uzņēmuma galīgo vērtību. Uzņēmuma gala vērtība tiek koriģēta arī atkarībā no tā nākotnes izredzēm, riska un mainīgo faktoru īpatsvara uzņēmuma vērtēšanas brīdī.

Pamatojoties uz minētajām mainīgas ekonomiskās vides īpatnībām un to raksturojošajiem apstākļiem ir izstrādāta jauna uzņēmumu vērtēšanas metode pielietošanai mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, kas sastāv no sešiem posmiem.

Metodes struktūra un pielietošanas secība tiek atspoguļota 3.attēlā.



3. attēls. Uzņēmumu vērtības noteikšanas process izmantojot "mainīgas vides modeļa" (MVM) metodi

Pirmais posms

Naudas plūsmas iespējamo variantu noteikšana

Kā tika noskaidrots promocijas darba 2. nodaļas pētījumā autors atzīst, ka vispiemērotākā vērtēšanas pamatmetode mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem ir *Diskontētās naudas plūsmas* metode, kas veido „Mainīgas vides modeļa” metodes teorētisko bāzi. Citiem vārdiem sakot - „Mainīgas vides modeļa” (MVM) metode ir DNP metodes modelis, kas pielāgots mainīgas ekonomiskās vides īpatnībām.

Lai praktiski varētu pielietot šo metodi vispirms ir nepieciešams noteikt vērtējamā uzņēmuma nākotnes naudas plūsmu. Mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, kas raksturojas ar naudas plūsmu nenoteiktību un palielinātu risku ir lietderīgi piemērot divu veidu stratēģiju naudas plūsmu noteikšanu :

- Viena notikumu scenārija naudas plūsmas noteikšana;
- Vairāku scenāriju naudas plūsmu noteikšana.

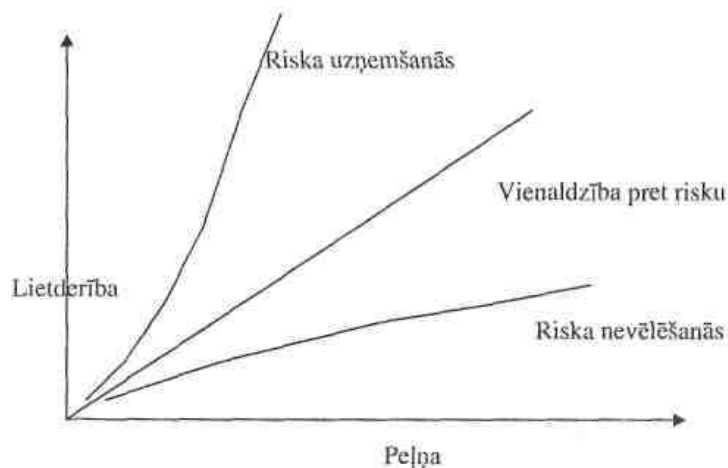
Viena scenārija naudas plūsmu ir ieteicams veikt tiem uzņēmumiem, kuriem ir vismaz 3-5 gadu darbības pieredze, kuras laikā ir izveidojusies pietiekama finanšu un operatīvās darbības rādītāju datu bāze, kas ļauj analītiski izvērtēt uzņēmuma līdzšinējo darbību un noskaidrot pastāvošās likumsakarības un tendences. Pamatojoties uz šo analīzi tiek veikta nākotnes naudas plūsmu modelēšana. Viena scenārija naudas plūsmas noteikšanas stratēģijas trūkums ir tas, ka ar šo paņēmieni nav iespējams kvalitatīvi prognozēt uzņēmuma darbības rezultātus ilgākam laika posmam kā 3 - 4 gadi, jo mainīgas ekonomiskās vides apstākļos ilgāka laika perioda prognozes traucē lielā nenoteiktība un augstāka riska pakāpe, ko izsaka variācijas koeficienta veidā. Tāpēc šādos gadījumos ir lietderīgi pielietot vairāku scenāriju naudas plūsmu noteikšanas stratēģiju.

Vairāku scenāriju naudas plūsmas ir lietderīgi pielietot uzņēmumiem ar īsu darbības vēsturi vai jaunajiem uzņēmējdarbības projektiem. Tas parasti ir saistīts ar lielāku neziņu par iespējamām nākotnes naudas plūsmām un tāpēc ir nepieciešams izstrādāt vairākus notikumu attīstības scenārijus, kā rezultātā tiek ģenerētas atšķirīgas naudas plūsmas. Izstrādājot dažādus scenārijus ir ieteicams tos sadalīt pēc iespējamās varbūtības :

- optimistiskajā naudas plūsmas scenārijā;
- optimālajā naudas plūsmas scenārijā un
- pesimistiskajā naudas plūsmas scenārijā.

Bez tā paralēli ir ieteicams attīstīt arī dažādu investīciju projektu radīto naudas plūsmu scenārijus. Uzņēmumu akcionāri ieguldot līdzekļus kādā noteiktā investīciju programmā vēlas, lai katra noteikta kapitāla atmaksāšanās būtu saistīta ar mazāku, nevis lielāku risku. Var apgalvot, ka uzņēmuma īpašnieks iegūst mazāku lietderību, nopelnot papildu 1000 latus, nekā atsakoties zaudēt 1000 latus. Tā pamatā ir marginālās lietderības jēdziens, kas nosaka, ka, palielinoties bagātībai, marginālā lietderība arvien straujāk samazinās. Tāpēc lietderības funkcija investoriem, kuri nevēlas risku, ir līkne, kā redzams 4. attēlā. Ja var noteikt lēmumu pieņemēja lietderības funkciju, šo metodi ir lietderīgi izmantot lēmumu pieņemšanā un risku izvērtēšanā mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.

4.attēls. Riska mērīšana viena perioda naudas plūsmām



Aprēķināt nenoteiktu prognožu rezultātu varbūtību ir grūti, grūti ir arī precīzi noteikt riska līmeni. Izmantojot esošo informāciju par uzņēmuma nākotni un pielietojot iepriekšējo pieredzi apvienojumā ar projekta un tā apstākļu vēsturisko analīzi, var izveidot projekta finansiālo rezultātu varbūtības sadalījumu. To var izmantot, lai dažādos veidos izmērītu ar projekta naudas plūsmām saistītos riskus. Ja pieņem, ka lēmuma iespējamo seku diapazons ir sadalīts ap gaidāmo vērtību, investori, kuri nevēlas risku, var noteikt projekta risku, izmantojot gaidāmo vērtību un standarta novirzi. Šo procesu vislabāk raksturo trīs statistikas mērvienības: standarta novirze, daļēja neatbilstība un variācijas koeficients viena perioda naudas plūsmām.

8. tabulā ir informācija par diviem uzņēmuma projektiem.

8. tabula

Uzņēmuma investīciju projektu dati

Naudas plūsmas scenārijs	Rezultāta varbūtība	Naudas plūsma (latos)	
		Investīciju Projekts A	Investīciju Projekts B
Optimistiskais	0,2	700	550
Optimālais	0,5	400	400
Pesimistiskais	0,3	200	300

Pēc dotās informācijas ir redzams, ka gaidāmajā vērtībā netiek ņemta vērā svarīga informācija par rezultātu izkliedi (jeb risku). Ir zināms arī tas, ka dažādi investori riskantās situācijās izturas atšķirīgi (skatīt 5. attēlu). Attēlā redzams „tīrās pašreizējās vērtības” (NPV) sadalījums projektiem A un B. Abiem projektiem ir viena un tā pati gaidāmā NPV, ko apzīmē ar M, bet projektam A ir lielāka izkliede. Uzņēmuma vadītājs, kurš nevēlas risku, izvēlēsies B variantu, jo vēlas līdz minimumam samazināt risku. Vadītājs, kurš uzņemas risku, izvēlēsies A variantu, jo projekta A NPV ir izredzes (W) būt augstākai par X (ko projekts B nevar piedāvāt), tomēr tam ir arī izredzes, ka šī vērtība (L) būs zemāka par Y. Turpmākam skaidrojumam ir lietderīgi izdarīt pieņēmumu, ka vairums investoru nevēlas risku.

Standarta novirze ir iespējamo rezultātu izkļedes mērvienība: jo plašāka ir izkliede, jo augstāka ir standarta novirze.

Naudas plūsmu gaidāmā vērtība tiek izteikta ar vienādojumu:

$$\bar{X} = \sum_{i=1}^N p_i X_i \quad [2]$$

kur p - varbūtība

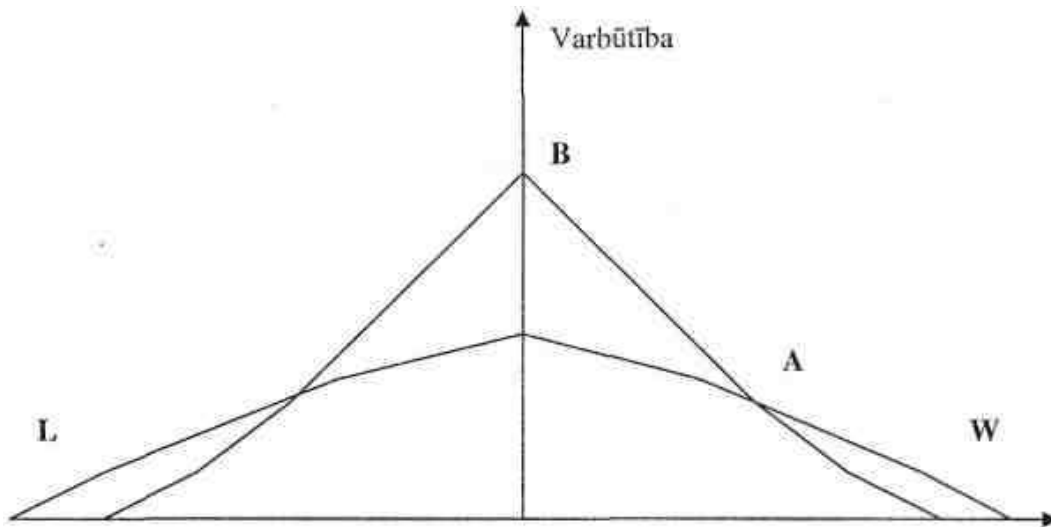
X - naudas plūsma vērtība

Naudas plūsmu standarta novirze tiek izteikta ar vienādojumu:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^N p_i (X_i - \bar{X})^2} \quad [3]$$

9.tabulā ir parādīti investīciju projektu A un B riska aprēķinu rezultāti dažādiem naudas plūsmu attīstības scenārijiem.

5.attēls. Investīciju projektu A un B rezultātu varbūtība



9. tabula

Investīciju projektu A un B risku aprēķins

Ekonomiskais Stāvoklis	Varbūtība (a)	Rezultāts (b)	Sagaidāmā vērtība (c=a*b)	Novirze (d=b-X)	Kvadrāt novirze e=d ²	Dispersija (f=a*e)
Projekts A						
Stiprs	0.2	700	140	300	90000	18000
Normāls	0.5	400	200	0	0	0
Vājš	0.3	200	60	-200	40000	12000
		$\bar{X}_a =$	400		Dispersija= $\sigma^2 = 30000,0$	
					Standarta novirze = $\sigma = 173,2$	
Projekts B						
Stiprs	0.2	550	110	150	22500	4500
Normāls	0.5	400	200	0	0	0
Vājš	0.3	300	90	-100	10000	3000
		$\bar{X}_b =$	400		Dispersija= $\sigma^2 = 7500,0$	
					Standarta novirze = $\sigma = 86,6$	

Alternatīvi:

$$\bar{X}_a = 700(0.2) + 400(0.5) + 200(0.3) = 400$$

$$\sigma = \sqrt{[0.2(550 - 400)_2 + 0.5(400 - 400)_2 + 0.3(300 - 400)_2]} = 173,2$$

$$\bar{X}_b = 550(0.2) + 400(0.5) + 300(0.3) = 400$$

$$\sigma_b = \sqrt{[0.2(550 - 400)_2 + 0.5(400 - 400)_2 + 0.3(300 - 400)_2]} = 86,6$$

Aprēķinos tika iegūsta gaidāmā naudas plūsma 400 latu gan A, gan B projektam. Ja investora attieksme pret risku ir neitrāla, viņš abus šos projektus uztvers vienlīdz nelabvēlīgi. Bet, tā kā investors, visticamāk, nevēlēsies risku, ir ieteicams izpētīt šo divu varbūtību izkļiedējumu standarta novirzes. Šeit redzams, ka projekta A standarta novirze ir divreiz lielāka nekā projektam B un tāpēc tas ir riskantāks un mazāk pievilcīgs. To varētu secināt, arī vienkārši novērojot rezultātu izkļiedi un ievērojot, ka abiem projektiem ir vienādas varbūtības. Taču novērojumā nevar noteikt, cik lielā mērā viens projekts ir riskantāks par otru.

Lai gan investori var labvēlīgi novērtēt novirzi virs vidējā lieluma, tomēr lēmumu pieņemšanas procesā galvenokārt tiek ņemts vērā "negatīvais risks" (t.i.,

novirze zem gaidāmajiem rezultātiem). Negatīvo risku mēra ar daļējās neatbilstības palīdzību, kas ir neatbilstības īpašs gadījums. To iegūst ar šādu vienādojumu:

[4]

$$SV = \sum_{j=1}^K p_j (X_j - \bar{X})^2$$

kur SV - daļējā neatbilstība,
 j - katra rezultātu vērtība, kas ir zemāka par gaidīto,
 K - iznākumu skaits, kas ir zemāki par gaidīto vērtību.

Pielietojot daļējo neatbilstību 9. tabulā minētajiem piemēriem, negatīvais risks attiecas vienīgi uz "vājo" ekonomikas stāvokli:

$$SV_A = 0,3 (200 - 400)^2 = 12\,000 \text{ lati}$$

$$SV_B = 0,3 (300 - 400)^2 = 3\,000 \text{ lati}$$

Arī šoreiz projektam B ir daudz zemāka riska pakāpe. Abos gadījumos daļējā neatbilstība sastāda 40 procentus no projekta neatbilstības.

Ja projekti atšķiras pēc mēroga, ticamāka salīdzināšana ir iespējama, pielietojot relatīva riska mērvienību, piemēram, variācijas koeficientu (CV). Jo zemāks ir CV, jo zemāka ir relatīvā riska pakāpe. To aprēķina, dalot standarta novirzi ar tīro naudas plūsmu gaidāmo vērtību, kā redzams šajā izteiksmē:

[5]

$$CV = \sigma / X$$

10.tabula

Variācijas koeficienta aprēķināšanas rezultāti

	Standarta novirze (1)	Gaidāmā vērtība (2) (LvL)	Variācijas koeficients (1 + 2)
Investīciju projekts A	173,2	400	0,43
Investīciju projekts B	86,6	400	0,22

Abiem projektiem ir vienāda gaidāmā vērtība, bet projektam B ir ievērojami zemāka riska pakāpe, par ko liecina zemāks variācijas koeficients.

No augstākminētā autors secina, ka *Vairāku scenāriju* naudas plūsmas noteikšanas gadījumā ir iespējams vairāk pielāgoties konkrētajai uzņēmuma vērtēšanas situācijai, vairāk ņemot vērā konkrētā vērtēšanas mērķa nosacījumus. "Mainīgas vides modeļa" metodes pirmā posma galvenais uzdevums ir radīt pēc iespējas ticamāku uzņēmuma naudas plūsmu, kas vēlāk kalpos par pamatu uzņēmuma galīgās vērtības noteikšanai mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.

Otrais posms

Naudas plūsmu prognozēšana plānošanas periodam un visam periodam

Ikvienu uzņēmuma attīstību balstās uz finanšu darbības plānošanu, kas ir cieši saistīta ar uzņēmuma stratēģiskajiem plāniem, finanšu plānošanas procesam ir nozīmīga loma arī uzņēmuma vērtības noteikšanā, kad tiek izmantota diskontētās naudas plūsmas metode. Izmantojot MVM metodi finanšu plānošanai pamatā tiek izmantoti finanšu pārskati (bilance, peļņas un zaudējumu aprēķins un naudas plūsma), ar kuru palīdzību tiek prognozēta naudas plūsma nākamajiem 3-4 gadiem.

MVM metodes pielietošanai ir lietderīgi izmantot "Procenti no apgrozījuma" naudas plūsmas prognozēšanas metodi. Tās pamatā ir ieņēmumu (apgrozījuma) prognoze nepieciešamajam laika periodam, izmantojot pagājušo periodu rādītāju dinamiku un uzņēmuma stratēģiju un pēc tam jau noteiktajam apgrozījumam pielīdzinot finanšu pārskatu posteņus, izsakot tos procentuāli no apgrozījuma. Nosakot diskontēto naudas plūsmu ar MVM metodi, pastāv divi izaicinājumi:

- Ticamas nākotnes naudas plūsmas prognozēšana.
- Ticamas kapitāla vērtības, ko izmantos par diskonta likmi, noteikšana (tiks apskatīts MVM Ceturtajā posmā).

MEM metodes *Otrā posma* galvenais uzdevums ir palīdzēt noteikt ticamas uzņēmuma nākotnes naudas plūsmas piemērojot atbilstošu prognozēšanas periodu.

Trešais posms

Naudas plūsmas koriģēšana atbilstoši MEV īpatnībām

Kā apliecina promocijas darba pētījuma rezultāti visvairāk ekonomiskās vides mainīgumu ietekmē inflācijas līmenis un valūtas maiņas kursa stabilitāte. Tāpēc, ņemot vērā šo faktoru ietekmi uz uzņēmuma ekonomiskās vides mainīgumu, kas atstāj tiešu ietekmi uz gaidāmajām naudas plūsmām, ir lietderīgi veikt naudas plūsmu korekciju. Kā arī pamatojoties uz promocijas darba 4.3. apakšnodaļā atspoguļotā pētījuma par „Latvijas uzņēmumu ekonomiskās darbības īpatnībām” rezultātiem, kuros tika atklāts, ka uzņēmumos ar pašmāju kapitālu tiek apzināti sagrozītas finanšu atskaites, mazinot peļņu un iekļaujot naudas plūsmās ar uzņēmuma pamatdarbību nesaistītus izdevumus, autors atzīst, ka „Mainīgas vides modeļa” metodē ir lietderīgi iekļaut trīs veida naudas plūsmas korekcijas:

- Valūtu korekcijas: maiņas risks un inflācija,
- Pārmērīgas kompensācijas korekcija: algas pret dividendēm,
- Pārmērīgu izdevumu korekcijas: personiskie izdevumi pret korporatīvajiem.

Ceturtais posms

Pašu kapitāla cenas noteikšanas

Kapitāla cenas noteikšana ir vissvarīgākais elements MVM metodes struktūrā, jo no tās ir atkarīga diskonta likme, kas ievērojami ietekmē vērtēšanas rezultātu MEV apstākļos. Kapitāla cenas pārvērtēšana var novest pie perspektīvu investīciju iespēju noraidīšanas, kas nākotnē varētu kalpot par īsto uzņēmuma vērtības avotu. No otras puses, ja investors pārāk zemu novērtēs kapitāla cenu, tad viņš neapzināti iesaistās uzņēmuma vērtību iznīcināšanā.

Kā tiek noskaidrots promocijas darba 2.nodaļā, kapitāla cenas noteikšanas metodēm ir vairāki trūkumi, kas tās liedz piemērot MEV apstākļos. Kapitāla cena MEV apstākļos lielā mērā ir atkarīga no nepastāvības (t.i., valsts riska uzcenojuma un tirgus riska uzcenojuma). Lai kapitāla cenas aprēķināšanā ievērtētu MEV risku autors piedāvā izmantot vairākus parametrus, kas atspoguļoti 6. vienādojumā:

$$C_E = R_{fG} + R_C + B_{LL} \times (R_{ML} - R_{fL}) \times (1 - R_i^2) \quad [6]$$

- Kur
- C_E - Pašu kapitāla cena
 - R_{fG} - Pasaulē globālā ieguldījumu bez riska likme
 - R_C - Valsts riska prēmija
 - B_{LL} - Vietējā uzņēmuma *beta*, kas aprēķināma izmantojot vietējā tirgus indeksu
 - R_{ML} - Vietējā tirgus atmaksāšanās likme
 - R_{fL} - Vietējā valsts ieguldījumu bez riska likme
 - R_i^2 - Vērtējamā uzņēmuma pašu kapitāla nepastāvības mainīguma

(variance) apmērs, ko var izskaidrot ar valsts risku f
($1 - R_i^2$) - Vērtējamā uzņēmuma nesistemātiskais risks

Piektais posms
Diskonta likmes noteikšana

Diskonta likmes noteikšana ir svarīgs posms MVM metodes pielietošanā. Mazas izmaiņas diskonta likmē var radīt milzīgas atšķirības vērtējamā uzņēmuma vērtībā. Par diskonta likmi MVM metodē ir lietderīgi izmantot *Svērto vidējo kapitāla cenu (SVKC)*, kas tiek izmantota aprēķinātās naudas plūsmas (skatīt MVM metodes 1-3 posms) diskontēšanai. SVKC norāda *gan* pašu kapitāla, *gan* parādu vērtības. Svērtā vidējā kapitāla vērtība (SVKC) ietver akciju kapitāla un parādu izmaksas, novērtējot tos ar katra daļu uzņēmuma finanšu struktūrā.

Sestais posms
Uzņēmuma gala vērtības noteikšana

Lai gala vērtība iekļautu sevī visus uzņēmuma darbības aspektus, tās noteikšanai MEV apstākļos bez *Mainīgas vides modēja* metodes, ir lietderīgi izmantot vairākas vērtēšanas metodes. Dažādu metožu pielietošana ģenerē dažādas alternatīvās vērtības vienam un tam pašam uzņēmumam. Analītikim, no šīs vērtību kopas ir lietderīgi izvēlēties vienu, unikālu jeb sintētisku uzņēmuma vērtību.

Sintētiskās vērtības noteikšanai ir lietderīgi izmantot divus paņēmienus :

- *Netiešās izsvēršanas paņēmiens* . Šajā variantā analītiķis vienkārši izsaka savu viedokli par to, cik vērts ir uzņēmums, neizskaidrojot spriedumus, kas ir šīs sintēzes pamatā. Tieši tāpēc šis nav ieteicams variants, jo atstāj neziņā gan investoru, gan uzņēmuma vadītāju un jebkuru citu, kurš mēģina izprast, kā un kāpēc analītiķis noteicis tieši šādu vērtību .

- *Izsvēršana saskaņā ar metodoloģisko derīgumu*. Izmantojot šo variantu, analītiķis izsver vērtību atbilstoši savam uzskatam par katras pielietotās vērtēšanas metodes piemērotības pakāpi konkrētajam uzņēmumam un ekonomiskās vides mainīgumam. Izsvēršanu ir lietderīgi veikt katrai izmantotajai metodei piešķirot svaru % - tos. Tādejādi tiek iegūtas katras metodes iegūto rezultātu izsvērtās vērtības, kuru summa rezultātā veido uzņēmuma sintētisko, jeb gala vērtību.

11. Promocijas darbā veiktā uzņēmumu vērtēšanas analīze atklāja vairākus vērtību ietekmējošus faktoros, vērtības rašanās nosacījumus un pamatprincipus, kas paver labas iespējas MVM metodes tālākai attīstībai un priekšlikumu izstrādei vērtības palielināšanā. Promocijas darbā tiek atklāts, ka veiksmīga uz *vērtību balstītas vadības* (VBV) ieviešana un uzturēšana uzņēmumā mūsdienās ir būtiska uzņēmuma vērtības palielināšanā un ilgtermiņa stratēģiju īstenošanas procesā. Tāpēc, attīstot šo jauno vadības pieeju, ir lietderīgi ņemt vērā vairākus nosacījumus:

Pirmkārt

Ir jāizvēlas pareizie uzņēmuma ekonomiskā snieguma rādītāji. Pareizo ekonomiskā snieguma rādītāju izvēle ir saistīta ar uzņēmuma finanšu darbību. Lai finanšu rādītājus izmantotu uzņēmuma un akcionāru vērtības palielināšanas procesā, vispirms ir jāveic pagātnes finansiālo rādītāju analīze. Pagātnes rādītāji arī kalpo par pamatu finanšu nākotnes prognozēšanai, kas ir neatņemama uzņēmumu vērtēšanas sastāvdaļa. Pamatojoties uz uzņēmuma finansiālā stāvokļa analīzi, kā arī apspriežot vēlamos finanšu rezultātus, uzņēmuma akcionāri nosaka savus finansiālos nosacījumus, bet uzņēmuma vadība - finansiālos mērķus. Atkarībā no tā, cik lielu atšķirību no nospraustajiem mērķiem un faktiskajiem rādītājiem uzņēmums ir uzrādījis, var spriest par tā finansiālo stabilitāti un vērtību. Finansiālo analīzi parasti veic izmantojot finanšu pārskatus: bilanci, peļņas un zaudējumu aprēķinu, naudas

plūsmas. Par uzņēmuma ekonomiskā sniegums rādītājiem var izmantot kādu no tradicionālajiem finanšu analītiskajiem rādītājiem. Piemēram, 'ienākumi uz akciju' vai 'bruto ienākumi uz akciju'. Izmantojot tikai šos datus, tiek ignorēta informācija par bilances vadību. Attiecīgi, uzņēmumi, kas koncentrējas uz ienākumiem, ir relatīvi neefektīvi bilances datu izmantošanā. Pie šīs pieejas pastāv iespēja nepamanīt, vai tiek radīts viens lats peļņas no kapitālieguldījuma daļas viena lata vērtībā, vai viens lats peļņas pie 50% kapitālieguldījumu izmantošanas.

Kā vienu no rādītājiem var izmantot ieguldītā kapitāla atdevi, vai aktīvu atdevi, vai atdevi no neto aktīviem; šim jēdzienam ir dažādas definīcijas. Minētie rādītāji ir labāki, jo informācija par ienākumiem ir skaitītājs, un ieguldītais kapitāls ir saucējs. Šie ir bilances dati, kas atspoguļo ienākumu pieaugumu.

Vislabāk VBV snieguma novērtējumā izmantot trīs vērtējuma līmeņus. Korporatīvo jeb uzņēmuma līmeni, struktūrvienību līmeni un ražošanas līmeni.

Vērtējot ekonomiskās darbības sniegumu *uzņēmuma* un *struktūrvienību* līmenī, nepieciešams izpētīt vērtības rašanās avotus, ko vislabāk atspoguļo augstākminētie finanšu pārskati. VBV gadījumā vērtības radīšanas līmeni kādā noteiktā stratēģijā konkrētāk nosaka "vērtības virzītāji". Tie ir faktori, kas nosaka uzņēmuma spēju radīt brīvās naudas plūsmas. Ar šo faktoru palīdzību iespējams aprēķināt esošo akcionāru vērtību un arī optimālās stratēģijas akcionāra vērtību. Par "finansiālās vērtības virzītājiem" uzskata septiņus faktorus. Tie ir: apgrozījuma pieaugums, EBITDA (*bruto peļņa*), investīcijas rīcības kapitālā, investīcijas pamatlīdzekļos, konkurētspējas priekšrocības ilgums, kapitāla izmaksas un efektīvas nodokļu likmes.

Ražotāja līmenī, kur nav pieejami ienākumu aprēķini un bilances, "*vērtības virzītāji*" ietver brāķa procentu uz saražoto vai piegādes laika precizitātes rādītāju, vai banku jomā galvenās grāmatas kredītpēju.

Otrkārt

Uz *vērtību balstītas vadības* ieviešanā ir jāveicina pozitīva attieksme uzņēmuma vadītāju komandā un personālā. Uzņēmuma augstākā vadība ir pieskaitāma pie "aģentiem", ar kā starpniecību akcionāri realizē ieceres palielināt ieguldītā kapitāla vērtību. Ja aģentu darbs ir neefektīvs vai nekvalitatīvs, var izveidoties "vērtības plaisai", kas ļauj uzskatīt uzņēmumu par maksātnespējīgu. "Vērtības plaisa" rodas arī gadījumos, ja informācija, kas ir pieejama potenciālajiem investoriem un akcionāriem par uzņēmumu, būtiski atšķiras no tās informācijas, kas ir vadības rīcībā. Šādi veidojās „aģentu problēma”, ko var pārvarēt:

- ar labu komunikāciju,
- veicot uzlabojumus uzņēmuma darbības rādītājos - gan stratēģiskajā, gan operatīvajā līmenī,
- optimizējot uzņēmuma kapitāla un riska struktūru, izmantojot zināšanas korporatīvo finanšu un *naudas plūsmas* pārvaldes jomā,
- salīdzinot uzņēmuma pašreizējo tirgus vērtību ar tā vērtību pēc analīzes,
- veicot nepieciešamos pasākumus, lai maksimāli uzlabotu uzņēmuma tirgus vērtību un līdz ar to arī akcionāru vērtību.

Attīstot pozitīvu attieksmi pret VBV ieviešanu uzņēmumā vērā ņemamas ir psiholoģiskas problēmas. Izplatīts gadījums ir, kad augstākajā vadības līmenī visi ir entuziasma pilni, bet zemākā līmeņa vadītāji nesaprot, kāpēc pārmaiņas jāievieš dzīvē, un kāpēc par to jā rūpējas. Lai izmainītu attieksmi visā uzņēmumā, ir nepieciešams augstākā vadības līmeņa atbalsts, un ir nepieciešama apmācība, kas palīdzētu pieņemt pareizus lēmumus un labāk izprast uzņēmumā notiekošos procesus (specializēti apmācības kursi

un informatīvās apspriedes), kā arī ir jāmaina algu aprēķināšanas sistēma tā, lai katra indivīda stimulēšana būtu ciešāk piesaistīta uzņēmuma vērtības palielināšanai. Uz to pamatā ir vērsta "uz vērtību balstītas vadības" koncepcija. Šiem mērķiem jau šobrīd arī Latvijā atsevišķos uzņēmumos tiek izstrādātas speciālas "Stratēģiskās vadības programmas" un "Personāla motivācijas programmas", kas skaidri definē katra "komandas" locekļa ieguldījuma īstermiņa un ilgtermiņa atlīdzību.

Treškārt

Ir lietderīgi īstenot efektīvu sistēmu, kas dotu vajadzīgo rezultātu. Par pamatu šādu sistēmu izstrādei un ieviešanai uzņēmumā varētu kalpot stratēģiskajā vadībā bieži pielietotās "Izpildvaras atbalsta sistēmas", kuras sastāv no:

- Pārvaldes informatīvās sistēmas,
- Lēmumu atbalsta sistēmas,
- Vadības atbalsta sistēmas.

Minētās sistēmas pilnībā aptver visas uzņēmuma pārvaldes pamatfunkcijas (t.i. plānošana, organizācija, kontrole, komunikācija, motivācija un informācijas apmaiņa) un ir datorizētas. Tas dod iespēju garantēt ātru un kvalitatīvu palīdzību izpildvarai svarīgu lēmumu pieņemšanā. Bez šādu sistēmu esamības uzņēmumā nav iespējams attīstīt "uz vērtību balstītu vadības sistēmu", jo mūsdienās informācijas apjoms, pieejamība, kvalitāte un ātrums ir izšķirošs jebkura uzņēmuma konkurētspējas nodrošināšanā, kā arī ievērojami ietekmē tā vērtību.

Ceturtkārt

Lai uzsāktu VBV ieviešanu uzņēmumā vispirms ir jāpanāk esošo resursu efektīva izmantošana un jārada pozitīvas naudas plūsmas, kas turpmāk kalpos vērtības palielināšanai nākotnē. Metodes būtība ir nepieļaut pārāk strauju izaugsmi, lai neiekļūtu grūtībās ar operatīvo naudas plūsmu. Kamēr biznesa rezultāts ir negatīvs, izaugsme nav iespējama un ir pat jāsamazina investētais kapitāls, jo citādi nav iespējams segt biznesa rezultātu deficītu. VBV sākas ar to, ka tiek stingri kontrolētas ražošanas jaudas un panākta to efektīva izmantošana. Vilinoša iespēja ir investēt līdzekļus, lai parādītu, kādas ir uzņēmuma iespējas, tomēr ir jābūt kādai rezervei. Ja uzņēmums aug pārāk ātri ar pārāk mazu rezervi, rezultāts būs neveiksmīgs.

Attīstot "uz vērtību balstītu vadību" ikvienā uzņēmumā visi četri minētie nosacījumi ir jāpielieto kompleksi, neizvirzot kādu prioritārā statusā, vai izmantojot tikai daļu no tiem.

Izmantojot minētos faktorus, un iekļaujot tos uzņēmuma vērtības noteikšana modelī ir iespējams uzlabot MVM metodes struktūru un iegūtā rezultāta kvalitāti. Tas rada labus priekšnosacījumus metodes tālākai attīstīšanai un uzlabošanai.

11. Analizējot Latvijas uzņēmumu ekonomiskās darbības īpatnības un finanšu darbības atšķirības pa nozarēm, autors atklāj vairākus faktus, kas ietekmē uzņēmumu vērtību un ir ņemami vērā novērtējot uzņēmumus mainīgas ekonomiskās vides apstākļos:

• Salīdzinot pašmāju uzņēmumus un ārzemju sabiedrības var secināt, ka pašmāju privātajos uzņēmumos:

- a) kredītu atmaksas periods ir ievērojami garāks;
- b) bruto segums ir ievērojami zemāks;
- c) skaidra nauda kasē ir daudz mazāk;
- d) finanšu rādītāji ir zemāki (nedaudz) un
- e) peļņa no pašu kapitāla ir lielāka (nedaudz),

no kā var secināt, ka tie no investoru viedokļa ir mazāk vērtīgi nekā ārzemju

sabiedrības.

- Iemesls, kāpēc ārzemju īpašnieku uzņēmumiem izdodas ātrāk samaksāt saviem piegādātājiem nekā pašmāju firmām, var būt privātas intereses trūkums tirgoties par izdevīgākiem kredīta atmaksas termiņiem. Ārzemju īpašnieku uzņēmumos vadītāji parasti ir vietējie iedzīvotāji bez dalības tiesībām, līdz ar to viņi nav finansiāli ieinteresēti un viņiem ir lielākas iespējas naudas plūsmas pārvaldīšanā. No tā var secināt, ka uzņēmums ir efektīvāks un vērtīgāks tad, ja vadītājiem pieder uzņēmuma akcijas.

- Lielāku bruto segumu ārzemju īpašnieku uzņēmumos var izskaidrot ar mazāku peļņas slēpšanu, jo ārzemju īpašnieki, iespējams, mazāk sagroza grāmatvedības datus, kā arī finanšu uzskaiti un kontrole notiek izmantojot speciālas (iepriekš pielāgotas) datorprogrammas.

- Fakts, ka ārzemju īpašnieku uzņēmumiem ir vairāk skaidras naudas kasē attiecībā pret aktīviem, apstiprina viedokli, ka šiem uzņēmumiem ir lielākas finansiālās iespējas un finansiālais atbalsts no mātes uzņēmuma, kas no vērtības viedokļa uzņēmumu padara mazāk efektīvu.

- Latvijā lielāko daļu uzņēmējdarbības lēmumu (pat ikdienas) pieņem īpašnieki, ne vadītāji. Pat ja īpašnieks neveda uzņēmumu, daudzus lēmumus jāapstiprina viņam. Vadītājiem, kas ir arī īpašnieki un kuriem ir tiesības pieņemt ikdienas lēmumus, iespējams, vairāk var uzticēties no biznesa partneru un piegādātāju viedokļa, un līdz ar to viņi saņem izdevīgākus kredīta noteikumus. Lēmumu pieņemšanas ātrums arī ir potenciāli lielāks „iekšējās kontroles” uzņēmumos. Mainīgas ekonomiskās vides apstākļos tas ir izšķirošs faktors konkurentsējas nodrošināšanā. Šādos apstākļos spēja ātri apstrādāt unikālu informāciju un pieņemt ātru, kvalitatīvu lēmumu var nodrošināt uzņēmumam īstermiņa monopolu, kādā šaurā darbības nišā. Jo vairāk šādus īstermiņa *monopolstāvokļu* spēj sasniegt uzņēmums, jo lielāku pievienoto vērtību akcionāriem tas spēj dot.

- Pētījumā rezultāti liecina par to, ka uzņēmumos ar pašmāju kapitālu iespējams notiek finanšu datu sagrozīšana (it sevišķi peļņas slēpšana) visos ar peļņu saistītos finanšu rādītājos. Piemēram, bruto peļņa procentuāli no kopējās realizācijas Latvijā ir daudz mazāka nekā Vācijā vai ASV, lai gan visi tiešo izmaksu nesēji (darbaspēks, energoresursi, izejmateriāli) Latvijā ir lētāki.

- No pētījuma var secināt, ka bruto peļņas attiecība pret realizāciju ir ievērojami augstāka ārzemju īpašnieku uzņēmumos, kas liek domāt, ka vietējie uzņēmumi sagroza grāmatvedības datus.

- Latvijas kompāniju finanšu rādītāji ir salīdzināti ar ASV un Vācijas datiem, un rezultāti rāda, ka Latvijas uzņēmumiem ir daudz zemāks bruto segums (bruto peļņa attiecībā pret kopējo realizāciju), nedaudz zemāka *likviditāte* (apgrozāmie līdzekļi attiecībā pret visiem aktīviem), sliktākas *finanšu iespējas* un lielāks *realizācijas pieaugums* (realizācijas pieaugums ir vienu no nozīmīgākajiem vērtību palielinošiem faktoriem un tas ir labs priekšnosacījums Latvijas uzņēmumiem).

- Pētījums parādīja augstu īpašumtiesību koncentrāciju - vislielākajam īpašniekam Latvijā vidēji pieder 74% kapitāla. Iegūtie rezultāti rāda, ka pastāv būtiskas atšķirības finanšu darbībā atkarībā no īpašumtiesību struktūras, piemēram, vietējām privātfirmām ir zemāks bruto segums, garāks kredīta atmaksas periods (t.i. ilgāks laiks atmaksai piegādātājiem) un mazāk skaidras naudas kasē salīdzinājumā ar ārvalstu īpašnieku īpašumā esošām firmām. Uzņēmumi, kuru lielākā daļa akciju ir to vadības īpašumā (vairāk nekā 50% īpašnieku ar paraksta tiesībām), ir labākās tirgošanās pozīcijās, norunājot noteikumus kredītam, t.i., šīs firmas parāodus piegādātājiem atdod vēlāk, kas liecina par efektīvāku finanšu resursu pārvaldīšanu.

Secinājumi un priekšlikumi

Pamatojoties uz jaunāko pasaules pieredzi uzņēmumu vērtēšanā, promocijas darbā tika izstrādāta uzņēmumu vērtēšanas metodika mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem un definēts mainīgas ekonomiskās vides jēdziens. Pētījumā tika izstrādāta riska faktoru analīze un to ietekme uz uzņēmuma vērtību, kā arī veikta šo faktoru mērījumu pielāgošana mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem. Tiem ir liela nozīme uzņēmumu vērtēšanā nestabilas un mainīgas ekonomiskās vides apstākļos. Promocijas darba gaitā tika izstrādāti uzņēmuma vērtēšanas pamatprincipi mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem, kam ir liela praktiskā nozīme uzņēmumu vērtēšanā.

Darba izstrādes gaitā iegūtās teorētiskās atziņas ir pielietotas praksē, izvērtējot dažādus investīciju projektus un novērtējot uzņēmumus. Promocijas darba rezultāti devuši iespēju izdarīt šādus svarīgākos secinājumus:

Secinājumi

1. Pamatojoties uz promocijas darbā izmantotās *Hierarhiju analīzes metodes* pētījuma rezultātiem var izdarīt šādus svarīgākos secinājumus:

- Ekonomisko mainīgumu vislabāk atspoguļo „Mainīga ekonomiskā vide”
- Mainīgu ekonomisko vidi visprecīzāk raksturo četri kritēriji:
 1. Valūtas maiņas kursa stabilitāte.
 2. Ilgtermiņa % likmes.
 3. Cenu stabilitāte (inflācijas līmenis).
 4. Budžeta deficīts (% no IKP).
- Visvairāk ekonomiskās vides mainīgumu ietekmē - Inflācijas līmenis, valūtas maiņas kursa stabilitāte un Ilgtermiņa % likmes.

2. Ņemot vērā dažādu autoru piedāvātās *mainīgas ekonomiskās vides* definīcijas

autors ir izstrādājis savu definīciju un konstatē, ka *mainīga ekonomiskā vide* ir ekonomisko parādību kopums, kas nav pastāvīgs un mainās ekonomiskās attīstības procesa gaitā. Tā ir robežšķirtne, kur ekonomisko faktoru kombinācijām sākas ietekme uz ekonomisko procesu, kas nosaka nestabilas ekonomiskās attiecības ražošanas un patēriņa sfērā.

3. Mainīga ekonomiskā vide raksturojas ar nenoteiktību, risku, ekonomisko, sociālo un politisko procesu dinamiku, kā arī ar inovāciju klātbūtni procesos.

4. Mainīgu ekonomisko vidi raksturo ekonomiskie rādītāji (kritēriji), kas salīdzināšanas perioda ietvaros izmainās vairāk kā 5% robežās no bāzes rādītāja.

5. Pētījuma gaitā tika pierādīts, ka Latvija ir pieskaitāma pie topošas ekonomikas valstīm ar mainīgu ekonomisko vidi un uz Latviju attiecas arī visas tās uzņēmumu vērtēšanas un attīstības īpatnības, kuras ir kopīgas šiem reģioniem.

6. Izanalizējot svarīgākos vērtības rašanās nosacījumus tika konstatēts, ka nozīmīgākie vērtības rašanās nosacījumi uzņēmumā ir :

- Augstākās vadības apņemšanās, lai darbinieki saprot, ka tā nav vienkārša sekošana jaunākajai modei, bet gan pūles izmainīt pamatvērtības un rīcību.
- Uzņēmuma vienību vadītāju plaša iesaistīšanās, īpaši vērtību nesēju analīzē, gan lai iegūtu viņu vērtējumu, gan lai panāktu, ka viņos ir īpašnieku attieksme

pret savu uzņēmumu.

- Uzņēmuma vērtības palielināšanas sasaiste ar esošajiem procesiem, lai nodrošinātu, ka centieni radīt vērtību atstāj iespaidu uz stratēģisko plānošanu, kapitāla piesaistīšanu, lēmumiem par darbinieku paaugstināšanu un atalgojumu.
- Pragmatiska, un uz rīcību orientēta pieeja vadībai, kas padara radošu vērtības radīšanas procesu.

7. Izanalizējot vērtību ietekmējošos faktoros tika konstatēts, ka galvenie faktori, kas nosaka vērtību mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, ir:

- pieprasījums;
- vērtējamā uzņēmuma pašreizējā un nākotnes peļņa;
- analoģisku uzņēmumu izveidošanas izmaksas;
- analoģisku objektu pieprasījuma un piedāvājuma attiecība;
- ar ienākumu gūšanu saistītais risks;
- uzņēmuma darbības kontroles iespējas un aktīvu likviditātes līmenis;
- uzņēmuma darbības vide.

8. Izanalizējot mainīgu ekonomisko vidi ietekmējošos faktoros var secināt, ka uzņēmumu vērtēšana šajos apstākļos ir saistīta ar vairākām īpatnībām no kurām raksturīgākās ir:

- ierobežota vai vispār nepieejama informācija,
- vērtējums balstās uz daudziem pieņēmumiem,
- maza uzņēmumu vērtēšanas darījumu prakse,
- vērtējums saistīts ar vairāku papildus risku izvērtēšanu un iekļaušanu aprēķinos,
- vērtēšanas rezultātu izšķir vērtētāja pieredze un profesionalitāte.

No tā var secināt, ka uzņēmumu vērtēšana MEV apstākļos ir *zinātne*, kas sniedz daudz iespējamo atbilžu uz jautājumu par uzņēmuma vērtību. Vērtēšanu mainīgas ekonomikas apstākļos ir zinātnes un mākslas apvienojumu, kur zinātnei ir precīza kvantitatīvu vērtējumu forma, bet mākslai pieredze un saprātīgums no vērtētāja puses. Neskatoties uz pielietoto vērtēšanas metodi, uzņēmuma vērtību MEV apstākļos spēcīgi ietekmē investora uztvere un motivācija, jo riskējot ar savu kapitālu ikviens investors izvērtē alternatīvas, ko spēj sniegt ieguldījumi stabilos ekonomiskos apstākļos.

9. Pielietojot *Diskontētās naudas plūsmas* metodi jaunu uzņēmumu, kas darbojas mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, vērtēšanā, ir jāņem vērā papildus riska faktori un jāievēro zināma piesardzība, jo peļņas retrospektīvas trūkums apgrūtina uzņēmuma nākotnes naudas plūsmu objektīvu prognozēšanu.

10. Veicot plaši izmantotā CAMP vērtēšanas modeļa analīzi, tika atklāti vairāki trūkumi, kas apgrūtina tā pielietošanu mainīgas ekonomiskās vides apstākļos. No tiem kā nozīmīgākos var atzīmēt:

- Nepilnīgu investīciju diversifikāciju, kas rada nesistemātisku risku. Tradicionālais CAPM nav strukturēts šādiem nosacījumiem. Empīriskie dati liecina, ka nesistemātiskais risks spēcīgi ietekmē tādu reālo aktīvu vērtību, kas netiek publiski kotēti vērtspapīru biržā. Šāds risks ir īpaši svarīgs mainīgos un jaunos tirgos, kur dominējošais uzņēmumu veids ir tieši sīki, nekotēti uzņēmumi, kuriem vairums pirkšanas-pārdošanas darījumu atbilst pašu aktīvu vērtībai.

- Mainīgos un neattīstītos tirgos atklātības prasības nav tik stingras. Tā rezultātā uzskaites informācija tiek retāk papildināta. Atskaitīšanās sistēmas nav tik detalizētas, apgrūtinot konsekventu salīdzināšanu. Trūkst arī kvalitatīvu empīrisku pētījumu par pašu kapitāla cenām, atšķirībā no Āzijas, Kanādas, Eiropas un ASV. Inflācija, biržas risks, nestabilas valdības, mainīgi likumi, vājas centrālās bankas, kapitāla ieplūšanas un izplūšanas ierobežojumi, korupcija valsts un privātajā sektorā - visi šie faktori rada haosu datu uzticamībā.

11. Veicot vērtēšanas metožu piemērotības analīzi var secināt, ka salīdzinošajai pieejai, pēc autora domām, ir daudz trūkumu, kas ierobežo tās izmantošanu vērtēšanas praksē mainīgas ekonomiskās vides apstākļos. Svarīgākie no tiem ir :

Pirmkārt, aprēķinu pamatā ir iepriekš sasniegtie finanšu rezultāti. Līdz ar to metode ignorē uzņēmuma attīstības perspektīvas nākotnē.

Otrkārt, salīdzinošā pieeja ir iespējama tikai tad, ja ir pieejama daudzpusīga finanšu informācija ne tikai par vērtējamo uzņēmumu, bet arī par lielu skaitu līdzīgu firmu, kuras vērtētājs ir izvēlējis kā analogus. Papildus informācijas iegūšana no analogiskajiem uzņēmumiem ir diezgan sarežģīts process.

Treškārt, vērtētājam ir jāveic sarežģītas korekcijas, jāizdara labojumi galīgajā lielumā un starp aprēķinos, kam ir nepieciešams nopietns pamatojums. Tas saistīts ar to, ka praktiski nav vienādu uzņēmumu. Tādēļ vērtētājam ir jāatrod atšķirības un jānosaka to samazināšanas ceļi vērtības galīgā lieluma noteikšanas procesā.

12. Pamatojoties uz uzņēmumu vērtības noteikšanas metožu izvērtējumu atbilstoši to piemērotībai pielietot mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, var secināt, ka mūsdienās esošās uzņēmumu vērtēšanas metodes nespēj pilnībā apmierināt visas mainīgas vides īpatnības. Tā rezultātā, vērtēšanas procesa attīstības gaitā, ir veikti dažādi uzlabojumi un prakses ieteiktas korekcijas. Pētījumā ir konstatēts, ka esošās metodes ir nepieciešams attīstīt un modificēt, lai adekvāti varētu pielietot mainīgas ekonomiskās vides apstākļos.

13. Pamatojoties uzņēmumu vērtēšanas metožu analīzi var secināt, ka izvēloties pamatmetodi uzņēmuma vērtēšanai mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, noteicošais ir:

- Rūpīga visu uzņēmumu konkrēto apstākļu izpēte un analīze.
- Potenciālo risku analīze.(SVID analīze).
- Konkrēto ieinteresēto pušu nodomu un priekšstatu izpratne.
- Vērtību izpratne par uzņēmuma nākotnes iespējām.

14. Ņemot vērā promocijas darba pētījuma rezultātus autors atzīst, ka vispiemērotākā vērtēšanas pamatmetode mainīgas ekonomiskās vides apstākļiem ir *Diskontētās naudas plūsmas* metode, kas veido „Mainīgas vides modeļa” metodes teorētisko bāzi. Citiem vārdiem sakot - „Mainīgas vides modeļa” (MVM) metode ir DNP metodes modelis, kas pielāgots mainīgas ekonomiskās vides īpatnībām.

15. Pielietojot izstrādāto *Mainīgas vides modeļa* metodi, autors secina, ka mainīgas ekonomiskās vides apstākļos, kas raksturojas ar naudas plūsmu nenoteiktību un palielinātu risku ir lietderīgi piemērot divu veidu stratēģiju naudas plūsmu noteikšanā:

- Viena notikumu scenārija naudas plūsmas noteikšana;
 - Vairāku scenāriju naudas plūsmu noteikšana.
16. Kā apliecina promocijas darba pētījuma rezultāti visvairāk ekonomiskās vides mainīgumu ietekmē inflācijas līmenis un valūtas maiņas kursa stabilitāte. Tāpēc, ņemot vērā šo faktoru ietekmi uz uzņēmuma ekonomiskās vides mainīgumu, *Mainīgas vides modeļa* metodes ietvaros, ir lietderīgi veikt naudas plūsmu korekciju. Kā arī, pamatojoties uz promocijas darba pētījuma par „Latvijas uzņēmumu ekonomiskās darbības īpatnībām” rezultātiem, kuros tika atklāts, ka uzņēmumos ar pašmāju kapitālu tiek apzināti sagrozītas finanšu atskaites, mazinot peļņu un iekļaujot naudas plūsmās ar uzņēmuma pamatdarbību nesaistītus izdevumus, autors atzīst, ka „Mainīgas vides modeļa” metodē ir lietderīgi iekļaut trīs veida naudas plūsmas korekcijas:
- Valūtu korekcijas: maiņas risks un inflācija,
 - Pārmērīgas kompensācijas korekcija: algas pret dividendēm,
 - Pārmērīgu izdevumu korekcijas: personiskie izdevumi pret korporatīvajiem.
17. Promocijas darba pētījumā tika noskaidrots, ka kapitāla cenas noteikšanas metodēm ir vairāki trūkumi, kas tās liedz piemērot MEV apstākļos. Kapitāla cena MEV apstākļos lielā mērā ir atkarīga no nepastāvības (t.i., valsts riska uzcenojuma un tirgus riska uzcenojuma). Lai kapitāla cenas aprēķināšanā ievērtētu risku autors piedāvā izmantot vairākus parametrus, kas iekļauti *Mainīgas vides modeļa* metodē.
18. *Mainīgas vides modeļa* metodes pielietojums, pārdodot SIA SERVIKS RĪGA kapitāla daļas, pierādīja to, ka jaunā metode ir efektīvi pielietojama praksē.
19. Nepietiekama apjoma un kvalitātes informācija par mainīgas ekonomikas tirgiem ir viens no galvenajiem pētījumu ierobežojošiem faktoriem, kas pierāda to, ka nākotnē vēl ir veicams liels zinātniskā darba apjoms informācijas datu bāzu uzlabošanā.
20. Pētījumā veiktā vērtības rašanās nosacījumu un faktoru analīze ļauj secināt, ka mūsdienās, mainīgu ekonomisko apstākļu vidē, kur visu nosaka pieejamās informācijas daudzums un kustības ātrums, par vērtīgākām tiek uzskatītas to uzņēmumu akcijas, kuri ir spējuši tirgum piedāvāt kaut ko nebijušu, jaunu, pievienot jaunajai idejai kvalitatīvu pakalpojumu un, izmantojot IT, to izplatījuši pasaulē. Tas parasti aizņem laiku no gada līdz trīs gadiem, atkarībā no produkta vai pakalpojuma veida. Šādi uzņēmumi savu maksimālo vērtību saglabā tik ilgi, kamēr viņu rīcībā ir jaunā produkta *know-how*. Mūsdienās parasti tas nav ilgāk kā trīs gadi, jo ar pasaulē pašreiz pieejamo tehnoloģiju palīdzību konkurenti bez grūtībām jauno iedēju padara par viegli aizvietojamu vai plaši pieejamu lielākai daļai tirgus.
21. Analizējot vērtēšanas metožu pilnveidošanas iespējas, var secināt, ka mūsdienīga uzņēmuma vērtība ir spējā ģenerēt kaut ko jaunu un nebijušu (cilvēka faktors), saglabāt to un kaut neilgu laiku noturēt monopolstāvoklī attiecīgajā tirgū, un visbeidzot ātri izplatīt. Pēc tam, lai maksimizētu uzņēmuma vērtību, atliek divas iespējas - vai pārdot uzņēmuma akcijas par visizdevīgāko cenu, vai meklēt citu jaunu produktu radīšanas iespējas.

- Viena notikumu scenārija naudas plūsmas noteikšana;
 - Vairāku scenāriju naudas plūsmu noteikšana.
16. Kā apliecina promocijas darba pētījuma rezultāti visvairāk ekonomiskās vides mainīgumu ietekmē inflācijas līmenis un valūtas maiņas kursa stabilitāte. Tāpēc, ņemot vērā šo faktoru ietekmi uz uzņēmuma ekonomiskās vides mainīgumu, *Mainīgas vides modeļa* metodes ietvaros, ir lietderīgi veikt naudas plūsmu korekciju. Kā arī, pamatojoties uz promocijas darba pētījuma par „Latvijas uzņēmumu ekonomiskās darbības īpatnībām” rezultātiem, kuros tika atklāts, ka uzņēmumos ar pašmāju kapitālu tiek apzināti sagrozītas finanšu atskaites, mazinot peļņu un iekļaujot naudas plūsmās ar uzņēmuma pamatdarbību nesaistītus izdevumus, autors atzīst, ka „Mainīgas vides modeļa” metodē ir lietderīgi iekļaut trīs veida naudas plūsmas korekcijas:
- Valūtu korekcijas: maiņas risks un inflācija,
 - Pārmērīgas kompensācijas korekcija: algas pret dividendēm,
 - Pārmērīgu izdevumu korekcijas: personiskie izdevumi pret korporatīvajiem.
17. Promocijas darba pētījumā tika noskaidrots, ka kapitāla cenas noteikšanas metodēm ir vairāki trūkumi, kas tās liedz piemērot MEV apstākļos. Kapitāla cena MEV apstākļos lielā mērā ir atkarīga no nepastāvības (t.i., valsts riska uzcenojuma un tirgus riska uzcenojuma). Lai kapitāla cenas aprēķināšanā ievērtētu risku autors piedāvā izmantot vairākus parametrus, kas iekļauti *Mainīgas vides modeļa* metodē.
18. *Mainīgas vides modeļa* metodes pielietojums, pārdodot SIA SERVIKS RĪGA kapitāla daļas, pierādīja to, ka jaunā metode ir efektīvi pielietojama praksē.
19. Nepietiekama apjoma un kvalitātes informācija par mainīgas ekonomikas tirgiem ir viens no galvenajiem pētījumu ierobežojošiem faktoriem, kas pierāda to, ka nākotnē vēl ir veicams liels zinātniskā darba apjoms informācijas datu bāzu uzlabošanā.
20. Pētījumā veiktā vērtības rašanās nosacījumu un faktoru analīze ļauj secināt, ka mūsdienās, mainīgu ekonomisko apstākļu vidē, kur visu nosaka pieejamās informācijas daudzums un kustības ātrums, par vērtīgākām tiek uzskatītas to uzņēmumu akcijas, kuri ir spējusi tirgum piedāvāt kaut ko nebijušu, jaunu, pievienot jaunajai idejai kvalitatīvu pakalpojumu un, izmantojot IT, to izplatījuši pasaulē. Tas parasti aizņem laiku no gada līdz trīs gadiem, atkarībā no produkta vai pakalpojuma veida. Šādi uzņēmumi savu maksimālo vērtību saglabā tik ilgi, kamēr viņu rīcībā ir jaunā produkta *know-how*. Mūsdienās parasti tas nav ilgāk kā trīs gadi, jo ar pasaulē pašreiz pieejamo tehnoloģiju palīdzību konkurenti bez grūtībām jauno ideju padara par viegli aizvietojamu vai plaši pieejamu lielākai daļai tirgus.
21. Analizējot vērtēšanas metožu pilnveidošanas iespējas, var secināt, ka mūsdienīga uzņēmuma vērtība ir spējā ģenerēt kaut ko jaunu un nebijušu (cilvēka faktors), saglabāt to un kaut neilgu laiku noturēt monopolstāvokli attiecīgajā tirgū, un visbeidzot ātri izplatīt. Pēc tam, lai maksimizētu uzņēmuma vērtību, atliek divas iespējas - vai pārdot uzņēmuma akcijas par visizdevīgāko cenu, vai meklēt citu jaunu produktu radīšanas iespējas.

Priekšlikumi

Promocijas darbā iegūtās teorētiskās atziņas, veiktie pētījumi un izstrādātā uzņēmumu novērtēšanas *Mainīgas vides modeļa* metode, dod iespēju izteikt šādus priekšlikumus:

1. Valstīs ar pārejas ekonomiku, nestabilitātes apstākļos, kad adekvātas ilgtermiņa prognozes veikt ir īpaši apgrūtinoši, ir lietderīgi saīsināt prognozējamo periodu līdz 3 gadiem. Lai rezultāti būtu precīzāki, prognozējamo periodu MEV apstākļos ir ieteicams sadalīt sīkākās mērvienībās: pusgados vai ceturkšņos.
2. Lai mainīgas ekonomiskās vides apstākļos radītu papildus naudas plūsmas, kas dod papildus vērtības pieaugumu, ir svarīgi:
 - ņemt vērā savstarpējās atkarības un tendences;
 - izpētīt izdevumu struktūru, īpaši pastāvīgo un mainīgo izmaksu attiecības;
 - novērtēt katras izmaksu kategorijas iespējamo inflāciju;
 - izpētīt vienreizējos un ārpuskārtas izdevumus, kuri var parādīties finanšu atskaitēs par iepriekšējiem gadiem, bet turpmāk var arī nebūt;
 - noteikt amortizācijas atskaitījumus, vadoties no pašreizējā aktīvu stāvokļa un no to pieauguma vai samazināšanās nākotnē;
 - aprēķināt izmaksas par procentu apmaksu, pamatojoties uz prognozējamā aizņēmumu līmeņa;
 - salīdzināt prognozējamos izdevumus ar atbilstošiem konkurējošo uzņēmumu vai analoģu, tās pašas nozares vidējā līmeņa uzņēmumu, rādītājiem.
3. Pētījumā veiktā vērtēšanas metožu analīze ļauj apgalvot, ka salīdzinot diskontētās naudas plūsmas novērtējumu ar uzņēmuma reālo tirgus cenu, korelācijas pakāpe starp šiem lielumiem sasniedz pat 80% un vairāk. Tāpēc izstrādājot jaunus uzņēmuma vērtēšanas modeļus DNP metodi ir lietderīgi izmantot kā teorētisko bāzi.
4. Pēc pētījumā veiktās vērtēšanas metožu analīzes var secināt, ka vērtējot uzņēmumus mainīgas ekonomiskās vides apstākļos īpašu uzmanību ir ieteicams pievērst:
 - pieejamo datu ticamības novērtēšanai;
 - līdzīgo uzņēmumu atlases kritērijiem;
 - svarīgāko cenu multiplikatoru raksturojumam un to izmantošanas specifikai vērtēšanas praksē mainīgas ekonomiskās vides apstākļos;
 - galīgā vērtības lieluma veidošanās pamatojumam;
 - multiplikatoru lielumu izvēlei, galveno starprezultātu izvērtēšanai un labojumu izdarīšanai.
5. Lai palielinātu uzņēmuma vērtību, vadītājiem ir nepieciešams uzņēmumu pārvaldīšanā ieviest jaunu - *Uz vērtību balstītu vadības* (VBV) pieeju. Veiksmīga VBV ieviešana un uzturēšana uzņēmumā mūsdienās ir būtiska ne tikai uzņēmuma vērtības palielināšanā, bet arī ilgtermiņa stratēģiju īstenošanas procesā.