



VILNIAUS GEDIMINO TECHNIKOS UNIVERSITETAS

VERSLO VADYBOS FAKULTETAS

FINANSŲ INŽINERIJOS KATEDRA

Aušra Michejeva

**BIRŽINIŲ ĮMONIŲ DARNAUS VYSTYMOSI POVEIKIO ĮMONĖS VERTEI  
TYRIMAS**

**RESEARCH ON IMPACT OF LISTED COMPANIES SUSTAINABLE  
DEVELOPMENT ON COMPANY'S VALUE**

Baigiamasis magistro darbas

Finansų inžinerijos studijų programa, valstybinis kodas 621N30007

Vertės inžinerijos specializacija

Finansų studijų kryptis

Vilnius, 2017

VILNIAUS GEDIMINO TECHNIKOS UNIVERSITETAS

VERSLO VADYBOS FAKULTETAS

FINANSŲ INŽINERIJOS KATEDRA

TVIRTINU  
Katedros vedėjas

(Parašas)

doc. dr. Algita Miečinskienė

(Vardas, pavardė)

(Data)

Aušra Michejeva

**BIRŽINIŲ ĮMONIŲ DARNAUS VYSTYMOSI POVEIKIO ĮMONĖS VERTEI  
TYRIMAS**

**RESEARCH ON IMPACT OF LISTED COMPANIES SUSTAINABLE  
DEVELOPMENT ON COMPANY'S VALUE**

Baigiamasis magistro darbas

Finansų inžinerijos studijų programa, valstybinis kodas 621N30007

Vertės inžinerijos specializacija

Finansų studijų kryptis

**Vadovas**

\_\_\_\_\_  
(Moksl. laipsnis/pedag. vardas, vardas, pavardė)

\_\_\_\_\_  
(Parašas)

\_\_\_\_\_  
(Data)

**Lietuvių kalbos konsultantas**

\_\_\_\_\_  
(Moksl. laipsnis/pedag. vardas, vardas, pavardė)

\_\_\_\_\_  
(Parašas)

\_\_\_\_\_  
(Data)

Vilnius, 2017

Vilniaus Gedimino technikos universitetas

**Verslo vadybos** fakultetas

**Finansų inžinerijos** katedra

ISBN     ISSN

Egz. sk. ...1.....

Data 2016-12-21

Antrosios pakopos studijų **Finansų inžinerijos** programos magistro baigiamasis darbas

Pavadinimas            **Biržinių įmonių darnaus vystymosi poveikio įmonės vertei tyrimas**

Autorius                **Aušra Michejeva**

Vadovas                 **Indrė Lapinskaitė**

**Kalba:** lietuvių

### **Anotacija**

Šiame darbe, remiantis teorinių šaltinių ir empirinių duomenų tyrimų analize nagrinėjamas darnus vystymasis ir jo poveikis biržinių įmonių kuriamai vertei. Tikėtina, jog įmonės vystančios darnų vystymąsi padidins įmonės vertę, gerindamos įmonės veiklos efektyvumą, gebėdamos konkuruoti tiek Lietuvos, tiek tarptautinėse rinkose ir prisidedant prie gyventojų gyvenimo kokybės gerinimo. Pagrindinis šio darbo tikslas – įvertinti, kokį poveikį darnus vystymasis daro biržinių įmonių vertei. Teorinėje darbo dalyje nagrinėjami biržinių įmonių darnaus vystymosi poveikio įmonės vertei teoriniai aspektai, analizuojamas darnaus vystymosi ir vertės kūrimo sąryšis. Pagal gautus rezultatus išsikeliamos hipotezės. Metodinėje darbo dalyje nagrinėjami EVA, įmonės vertės ir EBITDA santykis, rinkos kapitalizacijos ir ROE rodiklių teoriniai aspektai. Praktinėje darbo dalyje vertinamos NASDAQ OMX BALTIC biržoje esančios darnaus vystymosi įmonės, kurios yra prisijungusios prie JT Pasaulinio susitarimo organizacijos. Yra atliekama analizė, kokį poveikį darnus vystymasis daro biržinių įmonių vertei 2011–2015 m. laikotarpiu. Gauti rezultatai interpretuojami, apibendrinami ir pateikiamos išvados ir pasiūlymai. Darbą sudaro: įvadas; trys pagrindinės dalys: Biržinių įmonių darnaus vystymosi poveikis įmonės vertei teoriniu aspektu, Darnaus vystymosi kuriamos vertės nustatymo metodologija, Biržinių įmonių darnaus vystymosi daromo poveikio įmonės vertei tyrimas; išvados ir pasiūlymai; literatūros ir kitų šaltinių sąrašas; priedai. Darbo apimtis – 70 p. be teksto priedų, 31 iliustracija, 13 lentelių, 76 bibliografiniai šaltiniai. Atskirai pridedami darbo priedai.

**Prasminiai žodžiai:** darnus vystymasis, vertė, įmonių kuriama vertė, EVA metodas, rinkos kapitalizacija rodiklis, ROE rodiklis, EV/EBITDA rodiklis.

Vilnius Gediminas Technical University  
Faculty of Business Management  
Department of Finance Engineering

ISBN    ISSN  
Copies. No. ...1.....  
Date 2016-12-21

Master Degree Studies **Finance Engineering** study programme Master Graduation Thesis  
Title **Research on Impact of Listed Companies Sustainable Development on Company's Value**

Author                                      **Aušra Michejeva**  
Academic supervisor                **Indrė Lapinskaitė**

Thesis language: Lithuanian

### **Annotation**

In the thesis, based on theoretical sources and empirical research data analysis, was studied sustainable development and its impact on the value created of listed companies. It is likely that the companies involved in sustainable development will increase the company's value by improving operating efficiency, competing in both Lithuanian and international markets and contributing to improving people's quality of life.

Main purpose of this paper is to evaluate what impact sustainable development has to the value of listed companies. Thesis theoretical part analyses listed companies' sustainable development impact for enterprises value theoretic aspects, investigates sustainable development and value-creating relations. According to analysis results, hypotheses were raised.

Methodological paper part analyses EVA, company value and EBITDA ratio, market capitalization and ROE rate theoretical aspects. The practical part evaluates sustainable development companies which are in listed NASDAQ OMX BALTIC stock exchange and joined UN Global Compact organization.

Analysis covers what impact sustainable development has to the value of listed companies in 2011-2015 period.

The results are interpreted, summarized and conclusions with recommendations are presented. This paperwork is consists of: introduction, three main parts: Listed companies' sustainable development impact for enterprises value theoretic aspects, Sustainable development's created value evaluation methodology, Analysis of impact of sustainable development to companies value; conclusions and recommendations; references and other sources list; annexes. The volume of the work – 70 p. without annexes, 31 figures, 13 tables, 76 bibliographical references. Annexes are added separately.

**Keywords:** sustainable development, value, value created by companies, EVA method, market capitalization rate, ROE rate, EV/EBITDA rate.

## TURINYS

|                                                                                           |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>IVADAS</b> .....                                                                       | 9  |
| <b>1. BIRŽINIŲ ĮMONIŲ DARNAUS VYSTYMOŠI POVEIKIS ĮMONĖS VERTEI TEORINIŲ ASPEKTU</b> ..... | 11 |
| 1.1. Darnus verslo vystymasis .....                                                       | 11 |
| 1.1.1. Jungtinių Tautų organizacija ir standartai .....                                   | 14 |
| 1.1.2. Biržinių įmonių apibrėžtis .....                                                   | 17 |
| 1.1.3. Darnaus vystymosi sąsaja su įmonės vertės kūrimu.....                              | 18 |
| 1.2. Vertės kūrimo apibrėžtis.....                                                        | 20 |
| 1.2.1. Biržinių įmonių kuriamos vertės vertinimas .....                                   | 21 |
| 1.2.2. Akcijų vertę lemiantys veiksniai .....                                             | 22 |
| 1.2.3. Biržinių įmonių vertės nustatymas .....                                            | 25 |
| 1.3. Tinkamų vertinimo metodų parinkimas biržinių įmonių vertei nustatyti.....            | 28 |
| <b>2. DARNAUS VYSTYMOŠI KURIAMOS VERTĖS NUSTATYMO METODOLOGIJA</b> .....                  | 30 |
| 2.1. EVA metodas.....                                                                     | 30 |
| 2.1.1. WACC ir CAPM metodai, kaip EVA sudedamosios dalys .....                            | 32 |
| 2.1.2. Darnaus vystymosi kuriamos vertės ir EVA rodiklio sąryšis.....                     | 35 |
| 2.2. ROE metodas ir jo sąryšis su darnaus vystymosi kuriama verte.....                    | 36 |
| 2.3. EV/EBITDA metodas ir jo sąryšis su darnaus vystymosi kuriama verte.....              | 38 |
| <b>3. BIRŽINIŲ ĮMONIŲ DARNAUS VYSTYMOŠI DAROMO POVEIKIO ĮMONĖS VERTEI TYRIMAS</b> .....   | 41 |
| 3.1. Darnaus vystymosi daromo poveikio biržinių įmonių vertei tyrimas .....               | 41 |
| 3.1.1. AB TEO LT veiklos apžvalga .....                                                   | 44 |
| 3.1.2. AB Šiaulių banko veiklos apžvalga.....                                             | 45 |
| 3.1.3. AB „Lietuvos energijos gamybos“ veiklos apžvalga .....                             | 46 |
| 3.2. Išsikeltų hipotezių tikrinimas .....                                                 | 46 |
| <b>IŠVADOS IR PASIŪLYMAI</b> .....                                                        | 62 |
| <b>LITERATŪRA IR KITI ŠALTINIAI</b> .....                                                 | 63 |
| <b>PRIEDAI</b> .....                                                                      | 68 |

## PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

|                                                                                                                                                                               |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>1.1 pav.</b> Darnus vystymasis. (sudaryta remiantis Moon (2002)) .....                                                                                                     | 12 |
| <b>1.2 pav.</b> Galimų veiksmų kryptys diegiant darnų vystymąsi įmonėse (sudaryta autorės remiantis Jakulevičiene (2012)) .....                                               | 13 |
| <b>1.3 pav.</b> Standarto reikalavimų sritys (sudaryta autorės remiantis United Nations Global Compact 2016).....                                                             | 16 |
| <b>1.4 pav.</b> Įmonių dalyvavimo biržose privalumai bei trūkumai. (sudaryta autorės remiantis NASDAQ OMX BALTIC (2016); Tamošiūniene et al. (2016)) .....                    | 17 |
| <b>1.5 pav.</b> Įmonės darnaus vystymosi ir įmonės kuriamos vertės sąsaja (sudaryta autorės remiantis United Nations Industrial...(2015); Jonikas (2015); Nassos (2014))..... | 19 |
| <b>1.6 pav.</b> Akcijų vertei darantys poveikį vidiniai ir išoriniai veiksniai (sudaryta autorės remiantis Chu (2012); Li, Zhao (2011); Madura (2008)).....                   | 23 |
| <b>1.7 pav.</b> Vidinių veiksnių įtaka akcijų vertei (sudaryta autorės remiantis Li ir Zhao (2011), Madura (2008), Sinevičienė (2007)).....                                   | 24 |
| <b>1.8 pav.</b> Išorinių veiksnių įtaka akcijų vertei (sudaryta autorės remiantis Li ir Zhao (2011), Madura (2008), Sinevičienė (2007)).....                                  | 25 |
| <b>1.9 pav.</b> Darnaus vystymosi sąsaja su biržinių įmonių kuriama verte (sudaryta autorės) .....                                                                            | 29 |
| <b>2.1 pav.</b> EVA koncepciją taikančių įmonių kategorijos. (sudaryta autorės remiantis Sinevičienė (2007), Juozapavičienė, Burksaitienė (2008)).....                        | 31 |
| <b>2.2 pav.</b> EVA sąryšis su darnaus vystymosi kuriama verte įmonei (sudaryta autorės) .....                                                                                | 35 |
| <b>2.3 pav.</b> ROE rodiklio sąryšis su darnaus vystymosi kuriama verte įmonei (sudaryta autorės) .....                                                                       | 37 |
| <b>2.4 pav.</b> EV/EBITDA rodiklio sąryšis su darnaus vystymosi kuriama verte įmonei (sudaryta autorės) .....                                                                 | 39 |
| <b>3.1 pav.</b> Į vertybinių popierių biržos prekybos sąrašus 2016 m. įtrauktų įmonių skaičius (sudaryta autorės remiantis NASDAQ OMX BALTIC (2016) duomenimis).....          | 41 |
| <b>3.2 pav.</b> JT priklausančių organizacijų skaičius (sudaryta autorės remiantis JT (2016) ir NASDAQ OMX BALTIC (2016) duomenimis).....                                     | 42 |
| <b>3.3 pav.</b> AB TEO LT vystymosi etapai (sudaryta autorės) .....                                                                                                           | 44 |
| <b>3.4 pav.</b> Detali EVA metodo schema bei sąryšis su įmonės vidutiniams svertiniams kapitalo kaštams (sudaryta autorės).....                                               | 47 |
| <b>3.5 pav.</b> EVA schemos pritaikymas AB TEO LT atveju (sudaryta autorės) .....                                                                                             | 48 |
| <b>3.6 pav.</b> EVA schemos pritaikymas AB Šiaulių banko atveju (sudaryta autorės).....                                                                                       | 50 |
| <b>3.7 pav.</b> EVA schemos pritaikymas AB „Lietuvos energijos gamybos“ atveju (sudaryta autorės) ..                                                                          | 51 |
| <b>3.8 pav.</b> AB „Lietuvos energijos gamybos“ EVA rodiklio kitimas, tūkst. eurų (sudaryta autorės) ..                                                                       | 53 |

|                                                                                                                       |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>3.9 pav.</b> AB „Lietuvos energijos gamybos“ rinkos kapitalizacijos rodiklis, tūkst. eurų (sudaryta autorės) ..... | 54 |
| <b>3.10 pav.</b> AB „Lietuvos energijos gamybos“ EV/EBITDA rodiklio kitimas (sudaryta autorės) .....                  | 54 |
| <b>3.11 pav.</b> AB „Lietuvos energijos gamybos“ ROE rodiklio kitimas, proc. (sudaryta autorės) .....                 | 55 |
| <b>3.12 pav.</b> AB TEO LT EVA rodiklio kitimas, tūkst. eurų (sudaryta autorės) .....                                 | 56 |
| <b>3.13 pav.</b> AB TEO LT rinkos kapitalizacijos rodiklio kitimas, tūkst. eurų (sudaryta autorės) .....              | 56 |
| <b>3.14 pav.</b> AB TEO LT EV/EBITDA rodiklio kitimas, kartais (sudaryta autorės).....                                | 57 |
| <b>3.15 pav.</b> AB TEO LT ROE rodiklio kitimas, procentais (sudaryta autorės) .....                                  | 57 |
| <b>3.16 pav.</b> AB Šiaulių banko EVA rodiklio kitimas, tūkst. eurų (sudaryta autorės).....                           | 58 |
| <b>3.17 pav.</b> AB Šiaulių banko rinkos kapitalizacijos rodiklio kitimas, tūkst. eurų (sudaryta autorės) .           | 59 |
| <b>3.18 pav.</b> AB Šiaulių banko ROE rodiklio kitimas, procentais (sudaryta autorės).....                            | 60 |

## LENTELIŲ SĄRAŠAS

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>1.1 lentelė.</b> Dešimt Pasaulinio susitarimo principų (sudaryta autorės remiantis LR socialinės apsaugos ir darbo ministerija 2014).....                                                                                                                                                                                                                                                         | 15 |
| <b>1.2 lentelė.</b> Galimi kuriamos vertės apskaičiavimo metodai (sudaryta autorės remiantis Juozapavičiene, Burkšaitiene (2008); Beyoglu, Ivanov (2008); Bartkauskaitė et al. (2016); Kalvionytė, Korsakienė (2016); Dagilienė et al. (2006); Sinevičienė (2007); Petravičius, Tamošiūnienė (2008); Survilaitė et al. (2015); Ivashkovskaya et al. (2014); Tamošiūnienė, Paškevičienė (2016)) ..... | 26 |
| <b>1.3 lentelė.</b> Metodų privalumai ir trūkumai (sudaryta autorės remiantis Sinevičiene (2007), Survilaitė et al. (2015), Juozapavičiene, Burkšaitiene (2008)) .....                                                                                                                                                                                                                               | 28 |
| <b>2.1 lentelė.</b> Skolinto kapitalo kaštai (sudaryta autorės remiantis Lietuvos banko duomenimis) .....                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 33 |
| <b>3.1 lentelė.</b> NASDAQ OMX BALTIC 2016 m. vertybinių popierių biržai priklausančios darnaus vystymosi įmonės (sudaryta autorės) .....                                                                                                                                                                                                                                                            | 43 |
| <b>3.2 lentelė.</b> Lietuvos darnaus vystymosi įmonių pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos sektorius (sudaryta autorės) .....                                                                                                                                                                                                                                                                     | 43 |
| <b>3.3 lentelė.</b> AB TEO LT svertinių kapitalo kaštų ir EVA rodiklio jautrumo analizė (sudaryta autorės) .....                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 49 |
| <b>3.4 lentelė.</b> AB Šiaulių banko svertinių kapitalo kaštų ir EVA rodiklio jautrumo analizė (sudaryta autorės) .....                                                                                                                                                                                                                                                                              | 50 |
| <b>3.5 lentelė.</b> AB „Lietuvos energijos gamybos“ svertinių kapitalo kaštų ir EVA rodiklio jautrumo analizė (sudaryta autorės) .....                                                                                                                                                                                                                                                               | 52 |
| <b>3.6 lentelė.</b> AB „Lietuvos energijos gamybos“ rodikliai 2011–2015 m. (sudaryta autorės) .....                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 53 |
| <b>3.7 lentelė.</b> AB TEO LT rodikliai 2011–2015 m. (sudaryta autorės) .....                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 55 |
| <b>3.8 lentelė.</b> AB Šiaulių banko rodikliai 2011–2015 m. (sudaryta autorės) .....                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 58 |
| <b>3.9 lentelė.</b> Įmonės ir rodikliai, kuriuose atsispindi darnaus vystymosi sritys (sudaryta autorės) .....                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 60 |

## IVADAS

**Tyrimo aktualumas.** Priežastys, kodėl verslo vienetai savo veikloje plėtoja darnaus vystymosi ideologiją, yra įvairios. Vieni tokiu būdu siekia išlaikyti savo vertę rinkoje, o kiti tokiu būdu kelia savo konkurencingumą, tretį rūpinasi socialine ir aplinkosaugine terpėmis pasitelkdami ekonominės terpės išteklius siekia vykdyti darnaus vystymosi ideologiją. Tačiau reikėtų paminėti, kad darnus vystymasis yra ne tik sunkiai apčiuopiamas, išmatuojamas reiškiny, bet ir nustatyti jo poveikį įmonės veiklai ir pasiekiamiems rezultatams yra ganėtinai sunku.

Yra nemažai alternatyvių vertės nustatymo metodų, tačiau iškyla problema, kai reikia pasirinkti, kurį metodą tikslinga naudoti įmonėje, kurioje yra aktyviai vystoma darnaus verslo koncepcija. Mokslinėje literatūroje yra pateikiama daug sričių, kuriuose atsiskleidžia darnus vystymasis, tačiau nėra vienareikšmės nuomonės, kaip kiekybiškai įvertinti darnaus vystymosi poveikį biržinių įmonių vertei.

Pasak E. Bendoraitienės ir E. Šimkutės (2016) Lietuvos patirtis rodo, kad verslas vis dar nenoriai teikia darnaus vystymosi ataskaitas. Tokia situaciją lemia tai, kad ši sritis iki šiol nebuvo reglamentuota jokiais teisės aktais, o tik grindžiama savanoriškomis iniciatyvomis. Taip pat ir tai, kad įmonės vykdančios darnų vystymąsi galbūt ir norėtų teikti darnaus vystymosi ataskaitas, tačiau ne visada žino, kaip objektyviai išmatuoti darnaus vystymosi veiklas, dėl skirtingų vertės tipų ir galimų vertės gavėjų įvairovės.

Šio darbo **naujumas** yra tai, kad pirmiausiai šiame darbe buvo analizuojama darnaus vystymosi ir vertės kūrimo apibrėžtis bei ieškoma tarpusavio sąsajų. Taip pat remiantis atlikta mokslinės literatūros analize, buvo siekiama nustatyti, kokiais metodais galima įvertinti darnaus vystymosi poveikį įmonės vertei. Tyrimo metu buvo analizuojamos biržinės įmonės, kurios savo veikloje vysto darnų vystymąsi. Pagrindiniu darnaus vystymosi kriterijumi buvo laikoma priklausimas JT Pasaulinio susitarimo organizacijai.

**Darbe sprendžiama problema.** Specialistų vertinimu, dažna įmonė ar organizacija nepakankamai efektyviai išnaudoja savo darnaus vystymosi galimybes, nors pripažįsta jo svarbą įmonės veiklos rezultatams. Darnus vystymasis veikia įmonės pridėtinės vertės kūrimąsi, esamus ir būsimus rezultatus, o tai yra itin svarbu tiek vidinei, tiek išorinei aplinkai (pvz. vartotojams, klientams, tiekėjams, investuotojams). Įmonės turi investuoti į įmonės darnų vystymąsi ir tinkamai jį valdyti, norint sulaukti atitinkamų įmonės veiklos rezultatų. Tad iškyla klausimas, ar darnaus vystymosi plėtojimas yra toks pat svarbus, kaip ir pasiekti finansiniai įmonės veiklos rezultatai ir ar galima juos įvertinti? Tad darnaus vystymosi vertinimas tampa sudėtingas, dėl skirtingų vertės tipų ir galimų vertės gavėjų įvairovės. Tinkamas darnaus vystymosi vertinimas yra ypač svarbus siekiant

teigiamai pavaizduoti įmonę visuomenei ir pritraukiant naujų investuotojų. Taip iškyla probleminis klausimas: Kaip įvertinti darnaus vystymosi įtaką biržinių įmonių vertei?

Todėl šiame darbe bus siekiama nustatyti, kuo remiantis būtų galima įvertinti biržinių įmonių darnų vystymąsi, kaip įmonės pagrindinį privalumą, kuris padeda pasiekti konkurencinį pranašumą rinkoje ir didina įmonės vertę.

**Darbo tikslas** – įvertinti, kokį poveikį darnus vystymasis daro biržinių įmonių vertei.

**Tyrimo objektas** – biržinių įmonių darnaus vystymosi veikla.

**Tyrimo hipotezės:**

**Hipotezė nr. 1.** Biržinių įmonių darnus vystymasis daro poveikį vidutiniams svertiniams kapitalo kaštams, o tai atsispindi įmonės vertėje.

**Hipotezė nr. 2.** Darnaus vystymosi veiklą rezultatai atsispindi įmonės vertės vertinimo rodikliuose.

**Tyrimo uždaviniai:**

1. Atlikti mokslinės literatūros analizę ir nustatyti, kas yra darnus vystymasis ir įmonių vertė bei įvertinti, ar egzistuoja tarpusavio ryšys;
2. Išnagrinėti metodus skirtus įmonių vertei išmatuoti ir nustatyti tinkamiausius biržinių įmonių vertei vertinti;
3. Įvertinti, ar biržinių įmonių vykdomas darnus vystymasis daro poveikį vidutiniams svertiniams kapitalo kaštams ir, ar tai atsispindi įmonės vertėje;
4. Įvertinti, ar darnaus vystymosi veiklą rezultatai atsispindi įmonės vertės vertinimo rodikliuose.

**Tyrimo metodai.** Pagrindiniai tyrimo metodai – Lietuvių ir užsienio autorių mokslinės literatūros analizė, sisteminimo, palyginimo ir apibendrinimo metodai, kiekybiniai metodai.

**Darbo struktūra.** Pirmoje dalyje buvo atliekama mokslinės literatūros analizė. Buvo analizuojama, kaip darnus vystymasis yra apibrėžiamas mokslinėje literatūroje ir kokį poveikį daro biržinių įmonių kuriamai vertei. Išsikeliamos hipotezės.

Antroje dalyje buvo nagrinėjami metodai, kurių pagalba galima būtų įvertinti biržinių įmonių vertę. Sudaroma metodologija.

Paskutinėje darbo dalyje buvo atliekamas tyrimas, kurio metu buvo siekiama įvertinti, ar pirmoje darbo dalyje išsiktos hipotezės pasitvirtino praktiniu aspektu.

# 1. BIRŽINIŲ ĮMONIŲ DARNAUS VYSTYMOSI POVEIKIS ĮMONĖS VERTEI TEORINIŲ ASPEKTU

## 1.1. Darnus verslo vystymasis

Pagrindinės darnaus vystymosi nuostatos suformuluotos pasaulio lyderių susitikime Rio de Žaneire 1992 metais. Čia įteisinta pagrindinė ilgalaikė visuomenės vystymosi ideologija ir priimta darnaus vystymosi įgyvendinimo veiksmų programa – „Darbotvarkė 21“. Darnus vystymasis – vienas iš svarbiausių ES ir Lietuvos tikslų. Taip pat tai vienas iš pagrindinių sanglaudos politikos principų, įvardytų Bendrijos strateginėse gairėse, kuriomis apibrėžiamos bendros visų programų, iš dalies finansuojamų struktūrinių bei Sanglaudos fondų lėšomis, politinės nuostatos.

Darnaus vystymosi sampratos pagrindu laikomas H. Brundtlando 1987 m. ataskaitoje pateikta apibrėžtis: „darnus vystymasis, tai toks vystymasis, kuris tenkina dabartinius visuomenės poreikius, nemažinant ateinančių kartų galimybių tenkinti savus poreikius“ (United Nations 1987). Tai iki šiol plačiausiai naudojama darnaus vystymosi apibrėžtis. Panašią sampratą pateikia ir R. Čiegis (2009), kuris darnų vystymąsi apibrėžia kaip „savotišką kompromisą tarp aplinkosauginių, ekonominių ir socialinių visuomenės tikslų, leidžiantį siekti visuotinės gerovės sau ir ateinančioms kartoms“.

T. Artiachas et al. (2010) įmonės darnaus vystymosi sampratą interpretuoja kaip „verslo ir investicijų strategija, kuri siekia panaudoti geriausias verslo praktikas, kad būtų pasiekti ir subalansuoti šių dienų ir ateities suinteresuotų šalių poreikiai“.

Lietuvoje *darnaus vystymosi* sąvoka buvo apibrėžta Valstybinės lietuvių kalbos komisijos 2003 m. (LR nacionalinė darnaus vystymosi strategija 2003), pagal šį nutarimą, darnus vystymasis apibrėžiamas kaip pagrindinė ilgalaikė visuomenės vystymosi ideologija, kurios pagrindą sudaro trys lygiaverčiai komponentai – ekonomika, aplinkosauga ir socialinis vystymasis.

Europos Komisija (2014) nurodo, kad darnus vystymasis tai „konceptija, pagal kurią įmonės savanoriškai integruoja rūpinimąsi socialiniais ir aplinkosaugos aspektais į savo verslo operacijas, taip pat į santykius su suinteresuotosiomis grupėmis“.

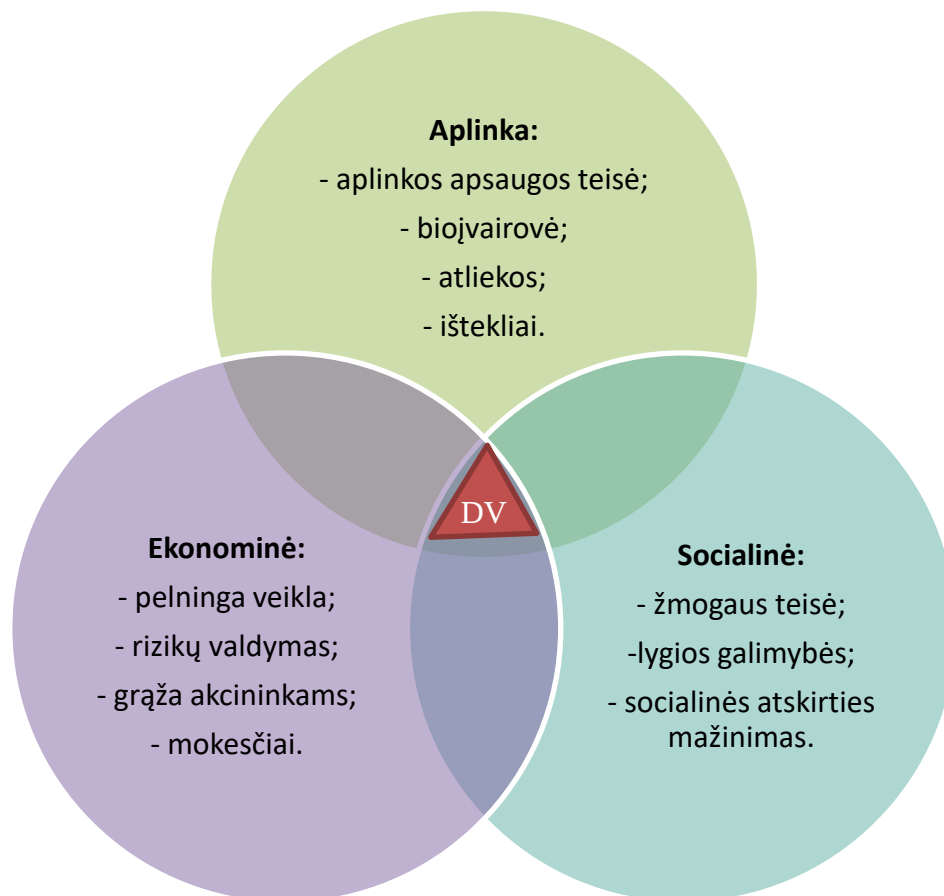
R. Virvilaitės ir A. Ragauskaitės (2013) teigimu, tradiciškai įmonių sukuriama vertė yra tiesiogiai siūloma vartotojams. Siekiant optimizuoti vertės kūrimo procesą, reikia įtraukti ne tik įmonės darbuotojus, tačiau ir išorinius vartotojus (tiekėjus, klientus ir pan.). Kitaip sakant, įmonės turėtų į vertės kūrimo procesą integruoti darnaus vystymosi veiklą. Tokiu būdu galima pasiekti didžiausią naudą įmonei.

O Čiegis (2008) darnų įmonių vystymąsi apibūdina kaip įmonių ideologiją, politiką ir praktiką, kuri atspindi tokią įmonių elgseną, kai jos į savo veiklą savanoriškai įtraukia socialinius ir aplinkosaugos klausimus ir palaikydamos santykius su visais suinteresuotais visuomenės, verslo ir valdžios atstovais vadovaujasi pagarbos žmogui, visuomenei bei gamtai vertybiniais principais.

Socialiai atsakinga organizacija, kuri praktikoje taiko darnaus vystymosi principus. Tačiau darnus vystymasis nereiškia pasirinkimo tarp aplinkosaugos ir socialinės pažangos, tai ekonominio ir socialinio vystymosi siekimas kartu su aplinkosauga.

Darnų verslą užtikrinantys veiksniai yra ne tik ekonominiai, bet ir susiję su aplinkos išteklių, socialine gerove ir stabilumu (Vasiljevienė, Vasiljevas 2008). Aplinka ir verslas yra glaudžiai susiję, o ilgalaikė verslo sėkmė priklauso nuo to, kaip įmonė sugeba darniai integruotis į aplinką ir jausti socialines visuomenės nuotaikas. A. Lindgreena *et al.* (2009) akcentuoja, kad istoriškai žiūrint, įmonės sutelkdavo visa dėmesį vien tik į ekonominius aspektus ir dirbančiuosius išteklius, siekdamos maksimaliai padidinti įmonės pelną, tačiau šiuolaikinis verslas jau turi atsižvelgti į aplinkos tausojimą ir platesnius socialinius aspektus, nes tai yra šių laikų verslo sėkmės pamatai, be kurių verslas negali toliau sėkmingai vystytis (Kleinaitė 2007).

Darnaus vystymosi pagrindą, pasak J. Moono (2002) ir J. Paužuolienės (2013) sudaro 3 pamatiniai elementai: ekonominis, aplinkosaugos ir socialinis.



**1.1 pav.** Darnus vystymasis. (sudaryta remiantis Moon (2002))

Darnus vystymasis (DV) – tai atsakingo verslo integruotas požiūris į aplinkos, socialinio ir ekonominio poveikio iššūkius (vidinius ir išorinius), skatinantis ilgalaikį darnų finansinės vertės

augimą. Darnus įmonių vystymasis yra laikomas tuomet, kai šios trys sritys susikerta (Lapinskaitė 2013).

L. Jakulevičienė (2012) pateikia tokias galimas veiksmų kryptis diegiant atsakingos darbdavystės, aplinkos ir ekonomikos principus, kurie pateikiami 1.2 pav.

| Darnus vystymasis su darbuotojais                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Darnus vystymasis aplinkoje                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Darnus vystymasis ekonomikoje                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Galimybės darbuotojams mokytis visą gyvenimą, tobulėti ir tobulinti kitus, sudarymas;</li> <li>Pasiekti bendrą vadovybės sutarimą atsisakyti neskaidrių praktikų (jei tokios egzistuoja);</li> <li>Laikytis sutartyse su darbuotojais, jų grupėmis nustatytų įsipareigojimų;</li> <li>Skirti deramą dėmesį darbo saugai</li> <li>persvarstyti, tiksliai apibrėžti atlygio apskaičiavimo ir išmokėjimo procesą ir supažindinti darbuotojus su darbo užmokesčio apskaičiavimo ir išmokėjimo procesu;</li> <li>Sukurti efektyvų darbuotojų skatinimo mechanizmą;</li> <li>persvarstyti atskirų darbuotojų grupių (vyrai / moterys, Lietuvos piliečiai / užsieniečiai) darbo sutartis. Įsitikinti, kad visoms grupėms nustatomos vienodos darbo sąlygos;</li> <li>sudaryti sąlygas atstovauti darbuotojams – dialogui su darbuotojų atstovais;</li> <li>nustatyti skaidrią skundų nagrinėjimo ir drausminių priemonių taikymo praktiką;</li> <li>nustatyti aiškų ir skaidrų procesą / tvarką darbuotojų atleidimui.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>persvarstyti visą gamybos procesą (nuo medžiagų įsigijimo iki susidariusių atliekų šalinimo);</li> <li>nuolat sistemingai rinkti informaciją apie naujas technologijas, medžiagas;</li> <li>persvarstyti atsargų valdymo procesus – tikslas sumažinti vidutinį atsargų likutį, brokuotų, sugadintų medžiagų kiekį;</li> <li>taikyti įvairius atliekų kiekio mažinimo metodus;</li> <li>persvarstyti pakuočių tvarkymo ir pakavimo procesus;</li> <li>Siekti kuo efektyvesnio energijos panaudojimo;</li> <li>atsakingai tvarkyti gamybos atliekas;</li> <li>skirti dėmesį strateginiam valdymui;</li> <li>taikyti ekologinio gaminių projektavimo principus ;</li> <li>Skatinti perdirbtų produktų vartojimą (pvz. popieriaus);</li> <li>Rūpintis atliekų rušiojimu bei tinkamu jų utilizavimu;</li> <li>siekti tiekėjų diversifikacijos.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>pasiekti bendrą vadovybės sutarimą atsisakyti taikomų neskaidrių praktikų (jei tokios egzistuoja);</li> <li>sudaryti etikos kodeksą, kuris apimtų įvairius aspektus: darbdavio etiką, darbuotojų etiką, etiką klientų, tiekėjų, valstybės institucijų ir kitų trečiųjų šalių atžvilgiu. Viešai aptarti, paskelbti kodeksą,</li> <li>sudaryti sąlygas darbuotojams, klientams, kitoms suinteresuotosioms šalims pranešti (jei reikia, anonimiškai) apie etikos / kitų tvarkų pažeidimo atvejus;</li> <li>persvarstyti esamus paslaugų rinkodaros veiksmus, įvertinti jų etikos atitikimą, atsisakyti netinkamų praktikų;</li> <li>rūpintis bendru darbo sąlygų gerinimu, kad darbuotojams nebūtų paskatos užsiimti neetiška veikla;</li> <li>šviesti darbuotojus etikos klausimais, mokyti juos nustatytų klientų aptarnavimo standartų. Nuolat atnaujinti darbuotojų žinias apie jiems keliamus etikos reikalavimus ir t. t.</li> </ul> |

**1.2 pav.** Galimų veiksmų kryptys diegiant darnų vystymąsi įmonėse (sudaryta autorės remiantis Jakulevičiene (2012))

Socialinę darnaus vystymosi terpę galima suskaidyti į dvi dalis: darbuotojai ir klientai.

**Darnus vystymasis su darbuotojais:** saugios ir sveikos darbo vietos darbuotojams, darbuotojų sąmoningumo šioje srityje skatinimas; pagarba žmogaus teisėms ir jų apsauga darbo vietoje, lygių darbo sąlygų sudarymas įvairių socialinių grupių atstovams; galimybės darbuotojams mokytis visą gyvenimą, tobulėti ir tobulinti kitus, sudarymas.

**Darnus vystymasis su klientais:** įsiklausymas į vietinės bendruomenės poreikius, bendruomenės ir įmonės interesų derinimas abipusiai palankiu būdu; filantropija ir savanoriškas dalyvavimas bendruomenės ir visuomenės veikloje bei iniciatyvose; jaunimo įsitraukimo į verslą ir profesinę veiklą skatinimas, žinių perdavimas ir praktikos galimybių sudarymas.

**Darnus vystymasis aplinkoje:** efektyvus ir atsakingas išteklių naudojimas įmonės veikloje; aplinkos saugojimas ir apleistų teritorijų atgaivinimas plėtojant veiklą; “žalių” produktų (tinkamų

perdirbti, sunaudojančių mažiau išteklių gamybos procese, skatinančių taupesnę energijos ir kitų išteklių naudojimą) kūrimas ir gamyba.

**Darnus vystymasis rinkoje:** pareigingi mokėjimai pagal gaunamas sąskaitas; socialiai atsakinga rinkodara, nepiktinaudžiauanti atskirų socialinių grupių silpnybėmis; atsižvelgimas į specialius atskirų grupių (žmonių su negalia, jaunimo, nėsčiųjų) poreikius.

Galima teigti, kad darni verslo plėtra yra įgyvendinama per verslo ekonominius, socialinius ir aplinkosauginius veiksnius. Šios trys atsakomybės rūšys susijusios tarpusavyje, todėl socialiai atsakingame versle turi būti tolygiai lygiagrečiai plėtojamos – derinamos, harmonizuojamos, tikslingai balansuojamos. Atsakingo verslo praktika gali padėti įmonei sukurti konkurencinį pranašumą, atverti novatoriškų galimybių bei elementariai padėti sumažinti veiklos kaštus. Darnią verslo plėtrą taip pat galima vertinti kaip etiškumo, tvarumo ir atsakingumo principų taikymą verslo procesuose (Kleinaitė 2007; Gruževskis *et al.* 2006). Etiškumas apima viziją, tikslus, vertybes, organizacinę struktūrą, elgesį bei kultūrą. Darnumas apibūdinamas kaip verslo procesai, tiekimo grandinė, produkto dizainas ir distribucija. Atsakingumas – santykiai su įvairiomis suinteresuotomis grupėmis, valdžia, darbuotojais, klientais, tiekėjais ir visuomene. Kaip teigia Čiegis (2008), visus šiuos elementus suderinti ir panaudoti, kaip priemones siekiant darnaus vystymosi sunkus uždavinys, nes visi trys elementai turi būti vertinami vienodai.

### **1.1.1. Jungtinių Tautų organizacija ir standartai**

Jungtinių tautų organizacija, tai pasaulinio susitarimo tinklas, kurio pagrindinis tikslas yra skatinti įmones veikti atsakingai: nedaryti žalos aplinkai, bendruomenei, kitiems verslams ir bendromis pastangomis su JT, valdžios institucijomis ir nevyriausybinėmis organizacijomis dalyvauti sprendžiant socialines ir aplinkos apsaugos problemas, prisidėti prie visuomenės raidos ir ekonomikos augimo. Įmonės prisijungusios prie šios organizacijos įsipareigoja savo veikloje plėtoti darnų vystymąsi.

Kaip skelbiama Socialinės apsaugos ir darbo ministerijos tinklalapyje, (Trumpa informacija apie Pasaulinį... 2014) Pasaulinis susitarimas pirmą kartą pristatytas 1999 m. Pasaulio ekonomikos forumo metu. Jungtinių Tautų generalinis sekretorius Kofi Annan pakvietė verslo lyderius jungtis prie savanoriškos iniciatyvos, kuri vienytų ir skatintų veikti, remiantis dešimčia universalių principų žmogaus teisių, darbuotojų teisių, aplinkos apsaugos ir kovos su korupcija srityse (1.1 lentelė).

Pasaulinis susitarimas – tai didžiausia savanoriška įmonių / korporacijų socialinės atsakomybės iniciatyva, siekianti dviejų pagrindinių tikslų:

- padėti įmonėms įdiegti Pasaulinio susitarimo principus į įmonės verslo strategiją;

- skatinti bendradarbiavimą ir partnerystę tarp įvairių sektorių, valstybėje ir už jos ribų, siekiant universalių pasaulio plėtros tikslų.

Šiuo metu Pasauliniame susitarime dalyvauja keli tūkstančiai bendrovių, tarptautinių darbo ir pilietinės visuomenės organizacijų iš viso pasaulio. Lietuvoje Pasaulinis susitarimas buvo pristatytas 2004 m. lapkritį. 2005 m. balandį 11 šalies įmonių ir organizacijų įsteigė Nacionalinį atsakingo verslo įmonių tinklą.

Pasaulinis susitarimas remiasi žmogaus teisių, darbo jėgos ir aplinkosaugos principais, įtvirtintais šiuose tarptautiniuose dokumentuose:

- Visuotinė žmogaus teisių deklaracija;
- Tarptautinės darbo organizacijos deklaracija dėl pagrindinių principų ir teisių darbe;
- Rio de Žaneiro deklaracija dėl aplinkosaugos ir plėtros;
- Jungtinių Tautų konvencija prieš korupciją.

Pasaulinis susitarimas (angl. Global Compact) apima dešimties ĮSA principų diegimą ir skatina įmones nedaryti žalos aplinkai, bendruomenei, kitiems verslams ir bendromis pastangomis su JT, valdžios institucijomis ir nevyriausybinėmis organizacijomis dalyvauti priimant socialinių ir aplinkos apsaugos problemų sprendimus, prisidėti prie visuomenės raidos ir ekonomikos augimo. Pasaulinis susitarimas grindžiamas žmogaus teisių, darbuotojų teisių, aplinkosaugos, kovos su korupcija principais.

**1.1 lentelė.** Dešimt Pasaulinio susitarimo principų (sudaryta autorės remiantis LR socialinės apsaugos ir darbo ministerija 2014)

| <b>ŽMOGAUS TEISĖS</b>    |                                                                                                                |
|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 principas              | Siekama, kad verslo organizacijos remtų ir gerbtų tarptautinę žmogaus teisių apsaugą savo įtakos srityje;      |
| 2 principas              | Užtikrintų, kad jos pačios neprisidėtų prie žmogaus teisių pažeidimo.                                          |
| <b>DARBO JĖGA</b>        |                                                                                                                |
| 3 principas              | Siekama, kad verslo organizacijos paremtų asociacijų laisvę ir pripažintų teisę į veiksmingas bendras derybas; |
| 4 principas              | Bet kokios formos privalomojo ar priverstinio darbo panaikinimas;                                              |
| 5 principas              | Vaikų darbo panaikinimas;                                                                                      |
| 6 principas              | Diskriminacijos, susijusios su įdarbinimu ir profesija, panaikinimas.                                          |
| <b>APLINKOS APSAUGA</b>  |                                                                                                                |
| 7 principas              | Siekama, kad verslo organizacijos paremtų prevencines programas, užtikrinančias aplinkos apsaugą;              |
| 8 principas              | Imtųsi iniciatyvų aplinkosaugos atsakomybei didinti;                                                           |
| 9 principas              | Skatintų aplinkai palankių technologijų vystymąsi ir platinimą.                                                |
| <b>KOVA SU KORUPCIJA</b> |                                                                                                                |
| 10 principas             | Verslo organizacijos turi kovoti prieš visas korupcijos formas (tarp jų ir papirkinėjimą bei kyšininkavimą).   |

Atkreiptinas dėmesys, kad Pasaulinis susitarimas nėra kontroliuojanti organizacija, kitaip tariant, ši iniciatyva sukurta ne tam, kad prižiūrėtų, stebėtų ar vertintų įmonių veiklą. Priešingai, Pasaulinis susitarimas remiasi vieša atskaitomybe, skaidrumu ir įmonių domėjimusi bei noru taikyti Pasaulinio susitarimo principus.

**Standartai.** Socialinės atskaitomybės **SA8000 standartas** – sertifikuotinas standartas, nesunkiai įgyvendinamas, jei laikomasi nacionalinių ir tarptautinių teisės aktų.

Standarte pateikiami reikalavimai etiškos darbdavystės praktikai, remiantis Tarptautinėmis darbo organizacijos konvencijomis, Pasauline žmogaus teisių deklaracija, JT konvencijomis ir tarptautiniais susitarimais. Reikalavimų sritys pateikiamos 1.3 pav.



**1.3 pav.** Standarto reikalavimų sritys (sudaryta autorės remiantis United Nations Global Compact 2016)

**ISO 14001** – tarptautinis aplinkos apsaugos valdymo sistemos standartas, kurį 1996 metais paskelbė Tarptautinė standartizacijos organizacija (angl. International Organization for Standardization). Tai bendrasis standartas, taikomas įvairių tipų ir dydžio organizacijoms skirtinguose verslo sektoriuose.

ISO 14001 standarte yra nustatomi kriterijai aplinkos apsaugos valdymo sistemai – AVS (angl. Environmental Management System – EMS). Standartas nepateikia reikalavimų aplinkosaugos veiksmingumui, bet leidžia įdiegti efektyvią AVS, kuri savo ruožtu pagerina išteklių naudojimo efektyvumą ir mažina atliekų kiekį ir išlaidas. Įdiegtas ISO 14001 – tai garantas suinteresuotoms šalims, kad veiklos poveikis aplinkai yra matuojamas ir poveikį generuojantys procesai yra nuolat tobulinami.

Standarte pateiktos aišrios valdymo sistemos gairės, kurios pagrįstos principu planuok-daryk-tikrink-veik (angl. Plan-Do-Check-Act cycle). Standartas reikalauja, kad organizacija:

- įvertintų savo veiklos poveikį aplinkai, suprastų, kaip suvaldyti šį poveikį ir nustatytų aiškius tikslus, siekiant nuolatinio aplinkos apsaugos veiksmingumo gerinimo;
- aiškiai apibrėžtų savo valdymo procesus ir procedūras;
- suprastų jai taikomus teisinius reikalavimus ir savo įsipareigojimus aplinkos apsaugos srityje – organizacija privalo suvaldyti šiuos reikalavimus ir nuolat tikrinti jų atitiktį.

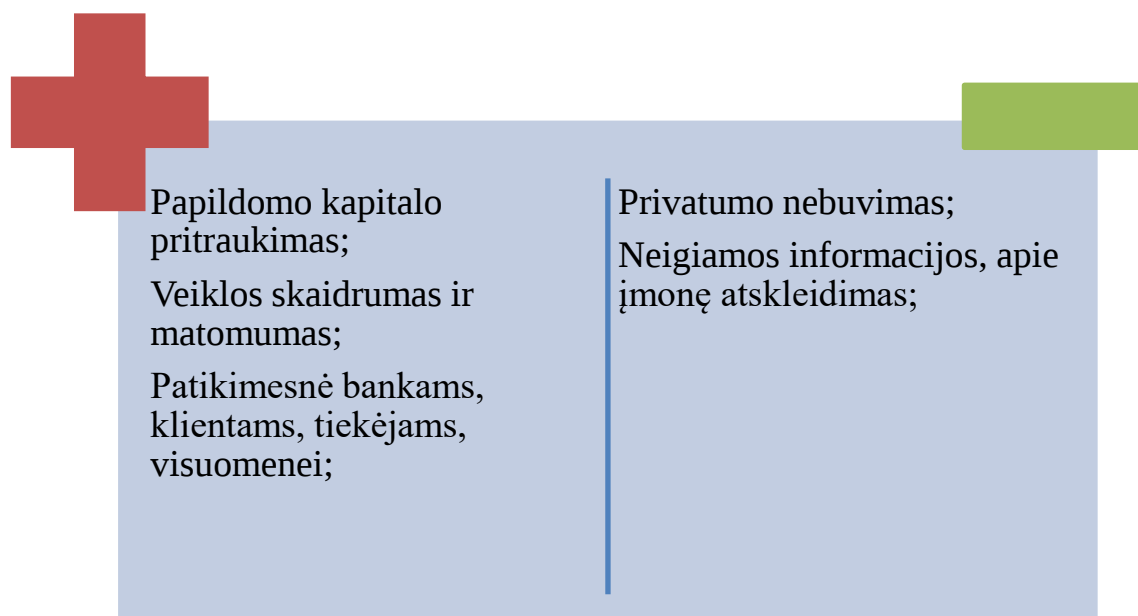
### 1.1.2. Biržinių įmonių apibrėžtis

Prieš pradėdant analizuoti biržines įmones yra svarbu apibrėžti akcinių bendrovių sąvoką. Mokslinėje literatūroje randamos kelios akcinių bendrovių sąvokos:

- Pagal LR akcinių bendrovių įstatymą (2000), akcinės bendrovės įstatinis kapitalas turi būti ne mažesnis kaip 150 tūkst. litų. Jos akcijos gali būti platinamos bei jomis prekiaujama viešai, vadovaujantis vertybinių popierių rinką reglamentuojančiais teisės aktais.
- Tuo tarpu B. Galinienė (2015) teigia, kad akcininkų asociacija su vyriausybės suteiktomis teisėmis, garantuojančiomis tam tikrą juridinę galią, privilegijas bei įsipareigojimus.

Vienas iš svarbiausių strateginių sprendimų, įmonės gyvavimo cikle, yra bendrovės atėjimas į vertybinių popierių biržą. Šiam žingsniui, pasak Galinienės (2015) ir R. Tamošiūnienės, J. Paškevičienės (2016) įmonės pasiryžta siekdamas pritraukti papildomų lėšų iš kapitalo rinkos.

Vertybinių popierių birža yra antrinė, vieša ir reglamentuota rinka, kurioje įmonių vertybiniai popieriai yra įtraukiami į prekybos sąrašus (Žilinskas et al. 2001). 1.4 pav. yra pateikiami privalumai bei trūkumai, kuriuos patiria įmonės įstojusios į vertybinių popierių biržą.



**1.4 pav.** Įmonių dalyvavimo biržose privalumai bei trūkumai. (sudaryta autorės remiantis NASDAQ OMX BALTIC (2016); Tamošiūniene et al. (2016))

Vienas iš privalumų yra galimybė pritraukti papildomo kapitalo. Įmonės gali parduoti dalį verslo už rinkoje galiojančias kainas, pasiliekančias kontrolinį akcijų paketą. Tokiu būdu išlaikant bendrovės kontrolės procesą.

Bendrovės, kurios yra įtrauktos į vertybinių popierių biržos sąrašus, automatiškai tampa matomos ne tik esamų klientų, tiekėjų, bet ir žiniasklaidos, potencialių investuotojų, kadangi jos turi nedelsiant viešai pranešti apie esminius įvykius, galinčius turėti įtakos jos išleistų vertybinių popierių rinkos kainai ar paveikti investuotojų sprendimus.

Biržinės bendrovė tampa labiau patikima klientams, tiekėjams, visuomenei bei bankams, kadangi jie gali pasikliauti nuolat viešai platinama informacija. Tokiu būdu pvz. finansinės institucijos gali suteikti bendrovėms aukštesnius kreditingumo reitingus (NASDAQ OMX BALTIC 2016).

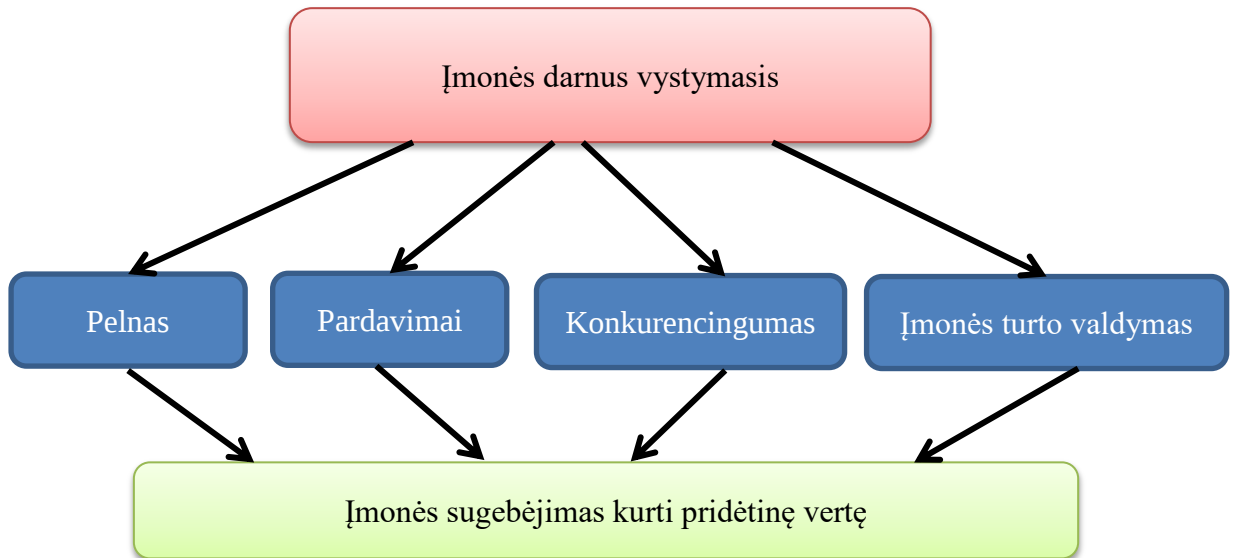
Tačiau šiuose privalumuose galima išvelgti bene svarbiausia minusą t. y. įmonių privatumo nebuvimas. Tai atsiranda, dėl to, kad įmonės privalo visą esminę informaciją skleisti viešai, kurios galbūt ne visada norėtų atskleisti plačiai visuomenei.

Apibendrintai galima teigti, kad įmonės norėdamos pritraukti papildomo kapitalo prekiaujant akcijomis biržoje turi taip pat ir įsipareigojimų, t. y. atskleisti esminę informaciją investuotojams. Atsižvelgiant į tai, įprastas bendrovių vertės nustatymas ne visai tinkamas įmonėms, kurių akcijomis viešai prekiaujame biržoje. Kadangi įmonių vertė rinkoje labai priklauso nuo akcijų kainos svyravimų, kurie yra veikiami tiek vidinių, tiek išorinių veiksnių. Apie akcijų vertę ir ją lemiančius veiksnius bus kalbama 1.2 darbo dalyje.

### **1.1.3. Darnaus vystymosi sąsaja su įmonės vertės kūrimu**

Darnaus vystymosi ideologijai populiarėjant vis daugiau įmonių pradeda savo veikloje ją plėtoti. Įmonės siekia efektyviai valdyti darnaus vystymosi sritis, kadangi tik efektyviai valdant ji tampa patrauklesnė išoriniams informacijos vartotojams, tokiems, kaip klientai, tiekėjai, investuotojai bei partneriai. Jungtinių Tautų Pramonės plėtros organizacijos (toliau bus naudojamas sutrumpinimas JT PPO) pranešime (United Nations Industrial Development Organization 2015) apie darnaus vystymosi atskleidimą yra teigiama, kad įmonės, kurios atidžiai ir tinkamai integruos darnaus vystymosi koncepciją į veiklos strategiją ir pačią veiklą, turi galimybę tapti konkurencingesnės. Tai atsiskleidė per geresnį kapitalo ir rinkos pasiekiamumą, padidėjusius pardavimus ir, žinoma išaugusį pelną bei sutaupytus veiklos kaštus, patobulintą našumą ir kokybę ir pan. Akivaizdu, kad įmonių darnaus vystymosi atskleidimas, pasak JT PPO, naudingas yra ne tik įmonėms, bet ir vartotojams.

Remiantis šiuo požiūriu, 1.5 pav. vaizduojamas ryšys tarp įmonės darnaus vystymosi ir įmonės patrauklumo suinteresuotoms šalims, šiuo atveju pridėtinės vertės koncepcijos.



**1.5 pav.** Įmonės darnaus vystymosi ir įmonės kuriamos vertės sąsaja (sudaryta autorės remiantis United Nations Industrial...(2015); Jonikas (2015); Nassos (2014))

Darnus vystymasis veikia įmonės pardavimus. Sutrumpėjęs pardavimų ciklas lemia efektyvesnius pardavimų rodiklius. Pasak D. Joniko (2015), dėl įdiegtų darnaus vystymosi veiklos sričių optimizuojama tiekimo grandinė, dėl to sutrumpėja pats gamybos procesas, kita vertus, dėl aktyvios darnaus vystymosi veiklos įmonė tampa patikima vartotojų akyse ir šie sprendimus pirkti priima daug greičiau.

Vystant darnaus vystymosi ideologiją įmonės pelnas taip pat yra veikiamas. Šiuo atveju pelno sąvoka apėmė tokios įmonės finansinius rodiklius, kaip bendrasis pelnas, veiklos pelnas, tipinės veiklos pelnas ir grynas veiklos pelnas. Remdamasi darnaus vystymosi ideologija įmonė turi siekti uždirbti teigiama grynąjį pelną tam, kad įmonei neprireiktų ieškoti iš išorės finansavimo šaltinių, o galėtų savo veiklą plėsti naudojant nuosavas sukaupias lėšas.

Darnaus vystymosi veikla sukuria geresnes konkurencines galimybes. Kadangi įmonė tampa patrauklesnė ne tik pirkėjams, bet ir investuotojams. Kalbant apie investuotojus, jie didelį dėmesį skiria diskonto normai arba kitaip svertiniams kapitalo kaštams. Pasak G. Nassos (2014) diskonto norma, arba kapitalo kaina, gali būti apibrėžiamas kaip norma, kuri prilygsta dabartinei akcijų kainai ir numatomiems pinigų srautams. Bendrovės, kurios nevykdys darnaus vystymosi tikriausiai turės mažiau išteklių, kas veda į aukštesnę diskonto normą. Priešingai, įmonė, kuri vykdo darnaus vystymosi politiką ir su tuo susietas investicijas greičiausiai bus patrauklesnė investuotojams ir jos paklausa išaugs, to pasekoje diskonto norma bus mažesnė.

Tuo tarpu B. Martin (2014) nuomone, darnus vystymasis padeda sumažinti verslo kapitalo kaštus bei didina įmonių veiklos efektyvumą. Tad apibendrintai galima teigti, kad darnumas ir pelningumas gali eiti koja kojon.

Remiantis prieš tai paminėtais tyrimais, yra išskeliama hipotezė.

**H1: Biržinių įmonių darnus vystymasis daro poveikį vidutiniams svertiniams kapitalo kaštams, o tai atspindi įmonės vertėje.**

Įmonių darnaus vystymosi vertinimui naudoti kelis vertės nustatymo metodus. Tačiau, atkreipiant dėmesį į teorinius darnaus vystymosi apibrėžimų skirtumus, bei į tai, jog nėra vieno visuotinai pripažinto darnaus vystymosi kuriamos vertės vertinimo metodo, palyginimui bus naudojami keli skirtingi darnaus vystymosi kuriamos vertės vertinimo metodai. Metodų analizė ir pasirinkimo pagrindimas yra pateikiamas 1.2 dalyje.

## 1.2. Vertės kūrimo apibrėžtis

Vertė iš esmės yra nuo senovės gerai žmonėms žinomas ir suvokiamas dalykas. Nuo pat pirmųjų mainų ir prekybos užuomazgų žmonės siekė, kad sudaryti sandoriai jiems būtų vertingi. Tačiau reikėtų pastebėti tai, kad vertė mokslinėje literatūroje pradėta nagrinėti ganėtinai vėlai. Pasak L. Condra (1995) tam, kad „sukurtume vertę, mes turime suprasti, kas tai yra“. Tuo tarpu Lietuvių kalbos žodyne pateikta keletas žodžio „vertė“ reikšmių:

- vertė – tai daikto savybė, kuri daro jį naudingą; naudingumas;
- vertė - teigiama bet ko ypatybė.

L. Condra (1995) pateikia tradicinį požiūrį į vertę, kad „tas, kas moka už darbą, yra tas, kuris gauna naudą“. Ekonomikos terminų žodyne vertės sąvoka aiškinama nominalios vertės, dabartinės vertės, pridėtinės vertės, visuomeninės vertės kontekste. Yra nemažai verslo vertės kaip teorinės kategorijos variantų, o taip pat ir jos nustatymo būdų bei metodų.

Pagal F. Luscho ir L. Vargo (2008), J. Vadalauskienė (2014), vertę prekė (paslauga) įgyja tada, kai klientas naudoja savo gyvenime, taip atsiranda bendros vertės kūrimas: gamintojai naudodami savo žinias ir įgūdžius gaminant prekę ir vartotojai taikydami savo žinias ir įgūdžius naudojant tai savo gyvenime. Tuo pačiu metu klientai yra integruoti ir naudoja savo išteklius paslaugos teikime. Per abipusiškai naudingus santykius vertė yra sukuriamą. Tuo tarpu V. Kazlauskienė ir Č. Christauskas (2008) vertę įvardina kaip tiksliausią verslo būklės rodiklį, kuris atspindi visus pokyčius, vykstančius tiek vidinėje, tiek ir išorinėje įmonės aplinkoje.

Mokslinėje literatūroje vertė yra skaidoma į dvi kategorijas:

1. Vartotojų suvokiama vertė;
2. Įmonių kuriama vertė.

**Įmonių kuriama vertė.** Verslo įmonės, plėtojančios ekonominę veiklą, siekia pagrindinio tikslo, kad veikla vystytųsi sėkmingai. Tačiau šiuolaikinėje visuomenėje verslas vis dažniau susiduria su radikaliais pokyčiais, nuolatiniais iššūkiais konkurencinėje aplinkoje. Tad įmonės turi ne tik veiklą vystyti geriau nei konkurentai, bet, pasak L. Klovienės (2012), ir nuolat adaptuotis bei sugebėti greitai ir lanksčiai reaguoti prie besikeičiančių aplinkos sąlygų. Todėl įmonės vis dažniau susimąsto apie tai, kokia jos pridėtinę vertę kuria ne tik pačiai organizacijai, bet ir išoriniai aplinkai.

Įmonės kuriama pridėtinė vertė gali būti matuojama skirtingais pjūviais, tokiais, kaip: vertė visuomenei, klientui, tiekėjui, akcininkams bei pačiai organizacijai. Ši vertė gali būti apskaičiuojama naudojant įvairius finansinius rodiklius. Finansiniai rodikliai detaliau yra aptariami 1.2.3 darbo dalyje.

Taigi galima daryti išvadą, kad suvokiamos vertės vartotojui išmatavimas yra ganėtinai sudėtingas. Tuo tarpu vertė organizacijai yra lengviau apibrėžiama, taip pat turinti finansinę ar net piniginę išraišką (jeigu netiesiogiai, tai bent per tokius rodiklius, kaip: pardavimo pajamų ar grynojo pelno pokytį). Tuo tarpu vertė vartotojui yra sudėtingiau išmatuojama bei įvertinama vien dėl subjektyvaus vartotojo suvokimo faktoriaus. Taip pat vartotojo suvokiamai vertei lemiami poveikį turi tokie faktoriai, kaip: asmeninės žmogaus savybės, tam tikros susiklosčiusios aplinkybės, įvairūs pasirinkimai bei asmeninė patirtis.

### **1.2.1. Biržinių įmonių kuriamos vertės vertinimas**

Verslo vertė, tai verslo naudingumo tam tikru metu matas, kuris pagal Tarptautinius vertinimo standartus (2011) yra nustatomas atsižvelgiant į atitinkamą turto arba verslo vertinimo metodą, kurio taikymo procedūros ir tvarka nustatytos Turto ir verslo vertinimo metodikoje.

Įmonių kuriamai vertei nustatyti yra naudojami įvairūs vertinimo būdai bei metodai. Analizuojant mokslinę literatūrą buvo susiduriama su problema, kad vertinimo metodai yra įvairiai grupuojami. Dažniausiai literatūroje, pasak L. Sinevičienės (2007), yra išskiriamos šios pagrindinės grupės:

- *pajamų metodai*, kai įmonė vertinama atsižvelgiant į uždirbamą pelną;
- *turto metodai*, kai įmonė vertinama kaip tam tikro turto elementų visuma;
- *rinka ir palyginimu pagrįsti metodai*;
- *vertės kūrimu pagrįsti metodai*;
- *opcionais grįsti metodai*.

Kadangi šio mokslinio darbo tikslas įvertinti, kokią poveikį darnus vystymas daro biržinių įmonių kuriamai vertei, todėl toliau darbe bus nagrinėjami vertė ir jos kūrimu pagrįsti metodai.

Yra sukurta daugybė vertės kūrimu pagrįstų ar akcininkų gaunamos naudos matų, tačiau juos praktiškai pritaikyti ir naudoti vis dar yra ganėtinai sudėtinga. Kalbant apie biržinių įmonių kuriama vertę ir jos atspindėjimą finansiniuose rodikliuose galima teigti, kad labiausiai ji atspindi akcijos rinkos kainoje. Todėl yra svarbu išanalizuoti ir moksliskai apsibrėžti, kuo skiriasi akcijų kaina nuo akcijų vertės, kadangi tai nėra sinonimai.

Pirmiausiai akcijų rinkos kaina arba rinkos vertė – tai pusiausvyros kaina, už kurią rinkos pirkėjai pageidauja įsigyti, o pardavėjai parduoti įmonę, kai kontrakto dalyvių nevaržo išorinės sąlygos ir visi jo dalyviai turi pilną informaciją apie kontrakto objektą (Ulys 2007; Pratt et al. 1998). Kitaip tariant akcijų kaina tai momentinė išraiška, kuri dienos bėgyje gali ženkliai keistis.

Tuo tarpu akcijos vertė yra pastovesnis dydis, kuris parodo, kiek iš tikrųjų kainuotų verslas – t. y. kiek reiktų pinigų supirkti visas akcijas, atsiskaityti su kreditoriais, pasiimant sau į kišenę visus įmonėje esančius grynuosius pinigus (arba kitaip investuotojo rizikos ir grąžos koncepcija).

Pasak Martin (2014), egzistuoja teigiama koreliacija tarp darnumo ir akcijų vertės rinkoje. Atlikti moksliniai tyrimai rodo, kad įmonės, kurios pažeidžia aplinkosauginius reikalavimus patiria didelį akcijų kainos kritimą. Tuo tarpu geri darbuotojų santykiai ir jų teigiamas pasitenkinimas lemia įmonės akcijų vertės augimą.

Akcijų vertę galima išmatuoti pasitelkus tam tikrus finansinius rodiklius tokius, kaip: P/B, P/EPS, P/BV ir pan.

Įmonių vertės rodikliai dėmesį sutelkia į akcijų kainos pokytį ir siekia pamatuoti kiek išaugo akcininkų turima vertė per tam tikrą laikotarpį, įvertinus akcijų kainos pokytį per nagrinėjamą laikotarpį (Bacidore et al. 1997; Ulys 2007). Tačiau reiktų nepamiršti, kad akcijų vertė yra toks finansinis rodiklis, kuris yra veikiamas ne tik vidinių, bet ir išorinių veiksnių. Todėl toliau bus analizuojami, kokie vidiniai ir išoriniai veiksniai daro poveikį įmonės akcijų vertei.

### **1.2.2. Akcijų vertę lemiantys veiksniai**

Akcijų vertinimas sudėtingas ne tik dėl pačio vertinimo ypatumų, bet ir dėl įvairių veiksnių, įtakančių vertybinių popierių rinkos kainą. Dažniausiai išorinių ir vidinių veiksnių ir jų grupių įtaka analizuojama atskirai. Ankstesnių tyrimų autoriai, tokie, kaip S. Hansenas ir B. Wernerfelt (1989) atskleidė, kad vidiniai veiksniai daro poveikį galutiniam įmonių rezultatams dvigubai labiau nei išoriniai veiksniai. Atliktame tyrime dalyvavo 60 įmonių iš Fortune 1000 sąrašo. Buvo nustatyta, kad ekonominiai veiksniai lemia 18,5 proc. verslo grąžos, o vidiniai veiksniai nulemia 38 proc. veiklos efektyvumo.

Prieš pradedant analizuoti vidinius bei išorinius veiksnius reikėtų pažymėti, kad vidiniai veiksniai yra dažniausiai įmonės kontroliuojamas dydis (žr. 1.6 pav.). Tuo tarpu išorinių veiksnių įmonės tiesiogiai paveikti ar nulemti negali.

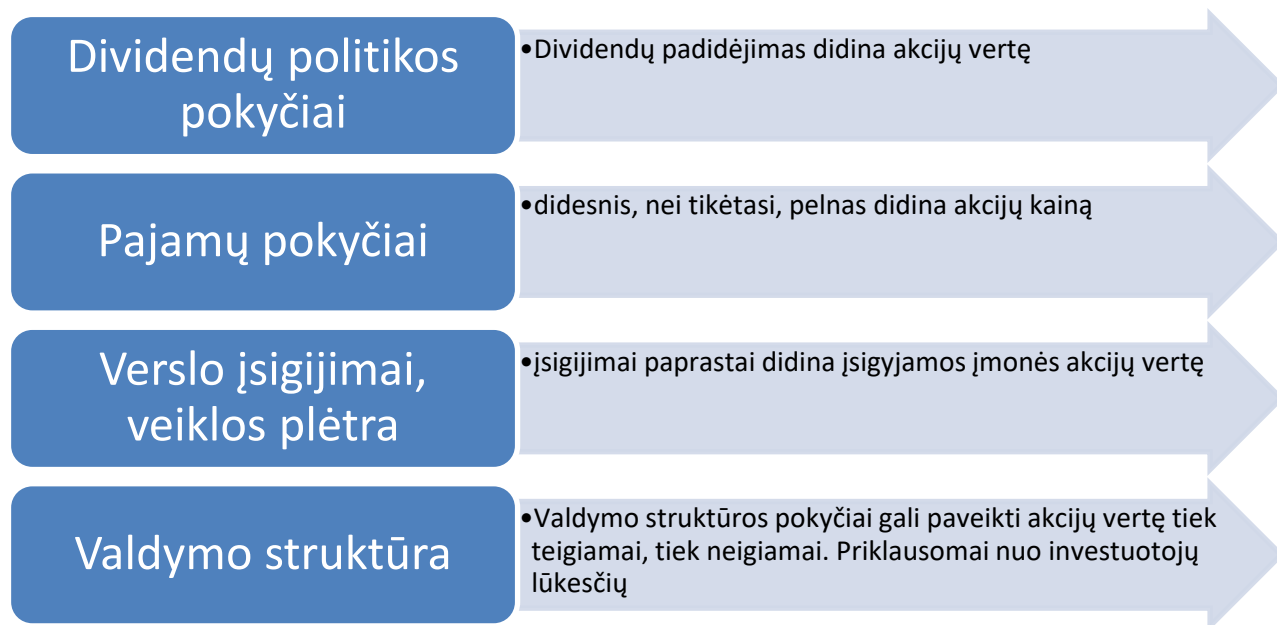
| Vidiniai veiksniai                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Išoriniai veiksniai                                                                                                                                                                    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Įmonės dydis;</li> <li>• Finansiniai rodikliai;</li> <li>• Finansinė padėtis;</li> <li>• Valdymo struktūra;</li> <li>• Rizikos lygis;</li> <li>• Pramonės šaka;</li> <li>• Įmonės augimo potencialas;</li> <li>• Dividendai;</li> <li>• Produktų diversifikacija;</li> <li>• Darnus vystymasis;</li> <li>• Laisvų akcijų dalis.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mokesčių sistema;</li> <li>• Palūkanų norma;</li> <li>• Indeksų kitimai (OMX Baltic ir pan.);</li> <li>• Ekonomikos augimas (BVP);</li> </ul> |

**1.6 pav.** Akcijų vertei darantys poveikį vidiniai ir išoriniai veiksniai (sudaryta autorės remiantis Chu (2012); Li, Zhao (2011); Madura (2008))

Veiksniai ir jų klasifikavimas pateikiamas 1.6 pav., o pagrindiniai akcijos vertę lemiantys veiksniai aptariami plačiau.

**Įmonės dydis.** Didelės įmonės paprastai turi daugiau socialinių įsipareigojimų ir priežiūros, tad įmonės dydis tiesiogiai įtakoja informacijos atskleidimo kiekį. Taip pat paminėtina, jog didelės įmonės dažniausiai finansuojamos per rinką, tad joms yra aktualu pateikti papildomą strateginę informaciją investuotojams, siekiant sustiprinti pasitikėjimą bei padidinti įmonės vertę, sumažinant įmonės nuosavo kapitalo finansavimo kaštus (Chu 2012).

**Valdymo struktūra.** Biržinės įmonės gali turėti daugiau potencialių konfliktų tarp valdytojų ir akcininkų bei kitų suinteresuotų šalių. Taigi, pasak H. Li ir P. Zhaos (2011), įmonės atskleis daugiau informacijos siekdamas sumažinti valdymo kaštus ir tuo pačiu daryti poveikį akcijų vertei.



**1.7 pav.** Vidinių veiksnių įtaka akcijų vertei (sudaryta autorės remiantis Li ir Zhao (2011), Madura (2008), Sinevičienė (2007))

**Įmonės finansinė būklė ir pasiekti rezultatai.** Daugelis įmonių, o ypač biržinės įmonės siekia pabrėžti savo konkurencinį pranašumą, pagerinti savo įvaizdį ir padidinti patrauklumą investuotojams (Li ir Zhao 2011). Viešai skelbiami geri įmonės pasiekti rezultatai ar įvykdyti planai tikėtina, kad padidins įmonės akcijų vertę (žr. 1.7 pav.).

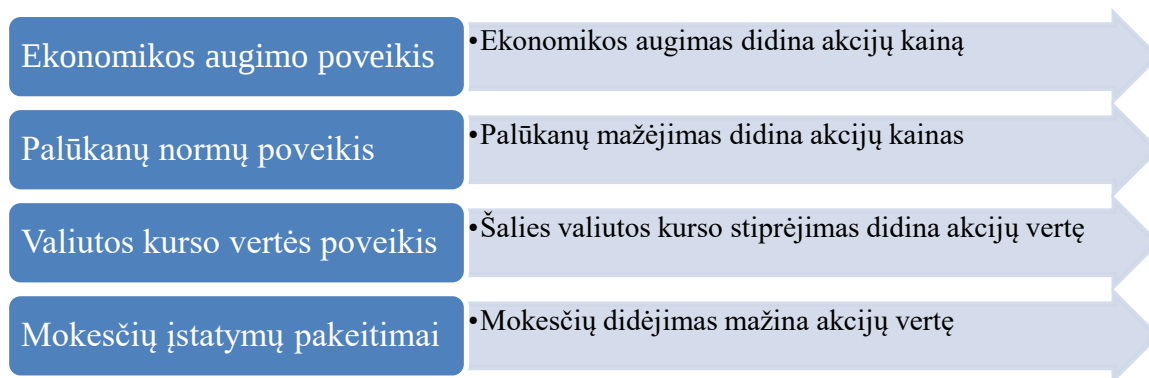
**Pramonės šaka.** Manoma, kad veikla tam tikrame sektoriuje yra siejama su tam sektoriui būdingu atskleidžiamos informacijos poreikiu. Juk viename sektoriuje esančių įmonių informacijos vartotojams gali būti svarbi tam tikra informacija, kuri nėra tokia svarbi kito sektoriaus įmonių suinteresuotoms šalims ir tai atitinkamai skirtingai nuliams akcijų kainos pokyčius.

**Įmonės valdymo struktūra.** Įmonės valdymo struktūra apima nuosavybės struktūrą, valdybos direktorių charakteristiką ir vidinės priežiūros stiprumą. Pasikeitimai šiuose struktūrose turės lemiamą poveikį akcijų vertėje (Li ir Zhao 2011).

**Darnus vystymasis.** Darnus įmonės vystymasis taip pat paveikia įmonių akcijų vertę. Potencialūs investuotojai seka tokią informaciją, kuri galbūt neparodo finansinių rodiklių pokyčio, tačiau, kuri atskleidžia daug gilesnę informaciją pvz. tokia, kaip: nauja darbuotojų motyvacinė sistema, dalyvavimas projektuose (pvz. „Darom“, „Tausok ir keiskis“ ir pan.), sutaupytų išteklių kiekis per metus (popierius, elektra) ir pan. Šie ir kiti veiksniai susieti su įmonės vykdomu darniu vystymusi teigiamai nuliama akcijų vertę.

Remiantis atlikta literatūros analize yra išsikeliama antroji hipotezė.

**H2: Darnaus vystymosi veiklų rezultatai atspindi įmonės vertės vertinimo rodikliuose.**



**1.8 pav.** Išorinių veiksnių įtaka akcijų vertei (sudaryta autorės remiantis Li ir Zhao (2011), Madura (2008), Sinevičienė (2007))

**Išoriniai veiksniai.** Kaip jau buvo minėta anksčiau, išorinių veiksnių tokių, kaip: mokesčių sistema, priimami įstatymai, tam tikrų indeksų kitimai ar šalies augimas negali būti tiesiogiai lemiamas skirtingų įmonių. Tad nors šie veiksniai daro poveikį įmonių akcijų kitimui (žr. 1.8 pav.), tačiau jų paveikti ar kontroliuoti ji negali.

Vertybinių popierių rinkų dalyviai stebi tokius ekonominius rodiklius kaip: bendrasis vidaus produktas (BVP), užimtumas, mažmeninė prekyba ir fizinių asmenų pajamos, nes šie rodikliai gali signalizuoti informaciją apie ekonomikos augimą ir jo įtaką pinigų srautams, kadangi didėjant firmos pinigų srautams tuo pačiu gerėja įmonės vertinimas.

Apibendrintai galima teigti, kad įmonių akcijų vertė yra lemiamą vidinių ir išorinių veiksnių. Skirtumas tas, kad vidinius veiksnius biržinės įmonės daugiau, ar mažiau gali pačios kontroliuoti, tuo tarpu išorinių veiksnių įmonės paveikti negali.

### 1.2.3. Biržinių įmonių vertės nustatymas

Kaip jau buvo minėta anksčiau, biržinių įmonių vertė bus nustatoma per akcijų vertės kitimą. Mokslinėje literatūroje yra išskirta daug įmonės kuriamos vertės nustatymo metodų, tačiau tikslaus ir vienareikšmiškai pripažinto vertinimo metodo nėra. Tad darbe toliau bus nagrinėjami fundamentalios analizės teorijos principai, modeliai bei instrumentai, bei pasiūlyti įmonės akcijų vertinimo metodai. Fundamentalios analizės modelio pasirinkimą lėmė tai, kad šis būdas yra prieinamas (biržinių įmonių finansiniai rodikliai ir jų skaičiavimui reikalingi duomenys yra lengvai prieinami) bei užima mažiau laiko, kadangi nereikia nuolat sekti grafikų tendencijų.

Atlikta metodų analizė yra pateikiama A priede. Iš A priede pateikiamų rodiklių buvo atrinkti tie rodikliai, kurių pagalba būtų galima įvertinti darnaus vystymosi įtaką bei akcijos kainos pokyčius. Rodikliai pateikiami 1.2 lentelėje.

**1.2 lentelė.** Galimi kuriamos vertės apskaičiavimo metodai (sudaryta autorės remiantis Juozapavičiene, Burkšaitiene (2008); Beyoglu, Ivanov (2008); Bartkauskaitė et al. (2016); Kalvionytė, Korsakienė (2016); Dagilienė et al. (2006); Sinevičienė (2007); Petravičius, Tamošiūnienė (2008); Survilaitė et al. (2015); Ivashkovskaya et al. (2014); Tamošiūnienė, Paškevičienė (2016))

| Metodas                                                                                                       | Autorius                                                                                                                                                                                  | Formulė                                                                                                                                                                                            | Apibrėžimas                                                                                                                                                                                          | Optimali reikšmė                                                                                                                                                    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Nuosavo kapitalo pelningumas (ROE)                                                                            | Juozapavičiene ir Burkšaitiene (2008);<br>Beyoglu ir Ivanov (2008)<br>Bartkauskaitė et al. (2016);<br>Kalvionytė ir Korsakienė (2016);                                                    | Grynasis pelnas / Vidutinis nuosavas kapitalas                                                                                                                                                     | ROE rodiklis parodo kiek efektyviai panaudojamas nuosavas įmonės kapitalas (įmonės savininkų investuoti pinigai ir turtas), t. y. kiek kiekvienam įmonės nuosavo kapitalo eurui tenka grynojo pelno. | ROE laikomas labai geru, jeigu jis yra didesnis nei 30 proc., geru – didesnis nei 20 proc., nepatenkinamas – mažiau nei 10 proc. ir blogu – jeigu jis yra neigiamas |
| Ekonominė pridėtinė vertė (EVA)                                                                               | Dagilienė et al. (2006);<br>Sinevičienė (2007);<br>Petravičius ir Tamošiūnienė (2008); Juozapavičiene ir Burkšaitiene (2008);<br>Survilaitė et al. (2015);<br>Bartkauskaitė et al. (2016) | $EVA = NOPLAT - (IC * WACC)$<br><br>* NOPAT – pakoreguotas grynasis pelnas atskaičius mokesčius, bet prieš mokant palūkanas;<br>WACC – projekto kapitalo kaina;<br>IC – investuoto kapitalo vertė; | Šis rodiklis yra naudojamas, kaip matas nustatyti akcininkų turto vertės kitimą.                                                                                                                     | Kuo jis didesnis, tuo įmonės vertė yra didesnė.                                                                                                                     |
| Verslo vertė rinkoje ir pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą bei amortizaciją, santykis (EV/EBITDA) | Sinevičienė (2007);<br>Juozapavičiene ir Burkšaitiene (2008);<br>Ivashkovskaya et al. (2014)                                                                                              | <i>Kapitalizacija + Grynoji skola – gryniesi pinigai / EBITDA</i>                                                                                                                                  | Koeficientas parodo, kiek investuotojas pasirengęs sumokėti už vieną įmonės uždirbtą EBITDA eurą                                                                                                     | Kuo jis didesnis, tuo įmonės vertė yra didesnė.                                                                                                                     |
| Rinkos kapitalizacija                                                                                         | Tamošiūnienė ir Paškevičienė (2016);                                                                                                                                                      | Akcijų kaina * Akcijų kiekis (vnt.)                                                                                                                                                                | Įmonės kapitalizacija arba įmonės rinkos vertė parodo įmonės nuosavo kapitalo vertę rinkoje.                                                                                                         |                                                                                                                                                                     |

AB „Swedbank“ analitikų D. Užkurėlio ir N. Džiugelytės (2012) teigimu, nėra „blogų“ ar „gerų“ rodiklių, kiekvienas iš jų yra tinkamas tam tikrai situacijai ar įmonei analizuoti. Siekiant susidaryti kuo išsamesnį įmonės veiklos modelį, rekomenduojama skaičiuoti kiek įmanoma daugiau ir įvairesnių metodų (rodiklių). Rodikliai naudojami kaip priemonė, kuri padeda atlikti detalesnę analizę, siekiant minimizuoti galimas investavimo klaidas ir jų pasireiškimo tikimybes. Dažniausiai skirtingais vertinimo metodais gauti rezultatai yra lyginami tarpusavyje ir tik tuomet gaunamas galutinis įvertinimas. Siekiant palyginti gautus rezultatus, šiame darbe taip pat bus naudojami keli vertės nustatymo metodai.

Tam, kad tinkamai pasirinktume vertinimo metodą yra svarbu išanalizuoti kiekvieno metodo privalumus bei trūkumus (žr. 1.2 lentelėje).

**Nuosavo kapitalo pelningumas (ROE)** parodo, kokią grąžą generuoja įmonė vienam investuotam savininkų nuosavybės eurui. Kuo nuosavybės grąža yra didesnė, tuo efektyvesnė yra įmonės veikla, tuo daugiau pelno ji uždirba savo akcininkams. Dažniausiai investuotojai yra numatę, kokios grąžos jie reikalauja iš įmonės, o būtent ROE ir parodo, ar realūs įmonės veiklos rezultatai atitinka išankstinius lūkesčius. Tačiau kaip ir daugelis kitų rodiklių pastarasis turi savų trūkumų. ROE dydis labai priklauso nuo įmonės kapitalo struktūros ir savininkų nuosavybės dydžio įmonės turte. Jei įmonė dirba pelningai, tai padidindama įmonės skolas ir tokiu būdu sumažindama savininkų nuosavybę, įmonė gali „išauginti“ savininkų nuosavybės grąžą (Užkurėlis, Džiugelytė 2012).

**EVA metodas.** Šio metodo idėja ta, kad akcininkai turi gauti prisiimtą riziką kompensuojamą grąžą. Pagrindiniu šio metodo privalumu laikoma tai, kad šis metodas įvertina kapitalo kaštus, o tai reiškia, kad įvertinama rizika. O pagrindiniu trūkumu laikoma tai, kad ignoruojami būsimieji pinigų srautai (Survilaitė et al. 2015).

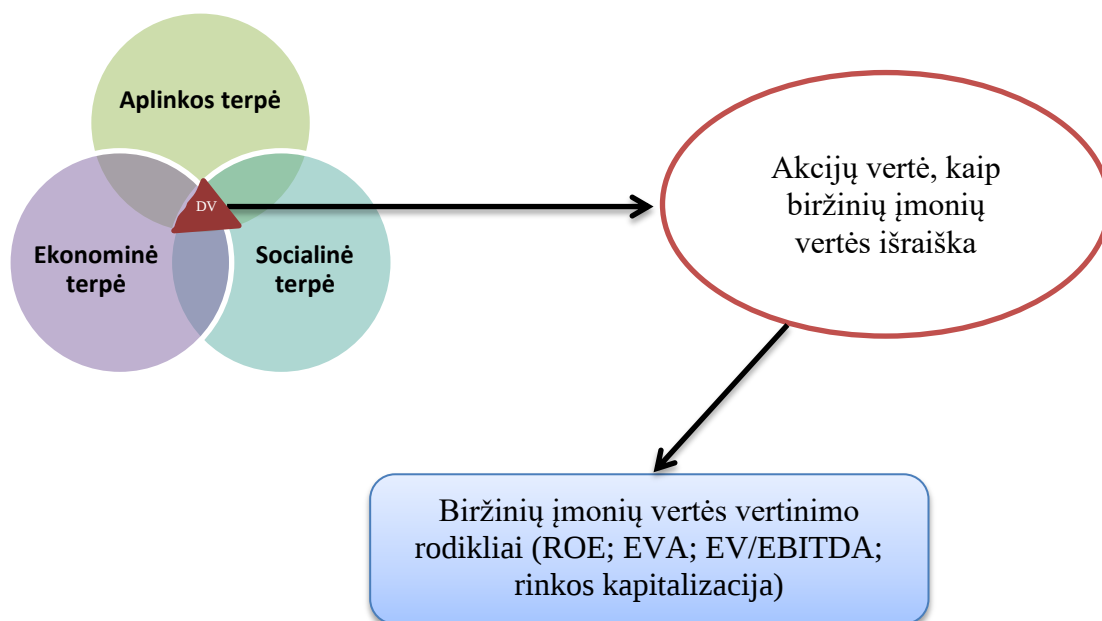
**1.3 lentelė.** Metodų privalumai ir trūkumai (sudaryta autorės remiantis Sinevičienė (2007), Survilaitė et al. (2015), Juozapavičienė, Burkšaitienė (2008))

| Metodas                                                                                                       | Privalumai                                                                                                                                                                                                                                                                                | Trūkumai                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Nuosavo kapitalo pelningumas (ROE)                                                                            | Parodo, ar realūs įmonės veiklos rezultatai atitinka išankstinius lūkesčius                                                                                                                                                                                                               | Didelė įtaka nuo įmonės kapitalo struktūros ir savininkų nuosavybės dydžio įmonės turte.                                 |
| Ekonominė pridėtoji vertė (EVA)                                                                               | Paprastas pritaikymas; Plačios pritaikymo galimybės (įmonės ar investicinių projektų vertinimas, planavimas, kontrolė, darbuotojų skatinimas); Įvertinami kapitalo kaštai (vadinasi ir rizika).                                                                                           | Ignoruojami būsimi pinigų srautai; Neįvertinamas nusidėvėjimas; Įtakoja apskaitos iškraipymai.                           |
| Verslo vertė rinkoje ir pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą bei amortizaciją, santykis (EV/EBITDA) | Šis daugiklis gali būti žymiai lengviau palyginamas su įmonėmis, kurios turi skirtingus finansinius svertus; EV/EBITDA yra stabilesnis ir mažiau įvairių veiksmų veikiamas rodiklis nei pvz. grynasis pelnas; Suteikia galimybę lyginti įmones veikiančias skirtingose rinkose ar šakose; | Remiamasi retrospektyviniais duomenimis ir atspindi faktinius buvusius įmonės finansinės veiklos rezultatus.             |
| Rinkos kapitalizacija                                                                                         | Lengvai skaičiuojamas rodiklis.                                                                                                                                                                                                                                                           | Įmonės rinkos kapitalizacija yra nepastovus rodiklis, jis nuolat keičiasi, kadangi akcijų kaina biržoje nuolat svyruoja. |

**EV/EBITDA metodas.** Šis santykinis rodiklis priskiriamas lyginamosios rinkos metodų grupei, kuris naudojamas įmonių akcijų vertinimui. Jis parodo, kiek įmonės akcijos kainuoja lyginant su jos EBITDA, atsižvelgiant į įmonės skolas. Kuo rodiklis mažesnis, tuo įmonės akcijos yra pigesnės ir patrauklesnės. Šio metodo privalumas yra tas, kad jį galima lengviau palyginti su kitų įmonių finansiniais svertais, kadangi šis rodiklis panaikina įmonėse taikomos apskaitos politikos skirtumus (tarp įmonių) (Sinevičienė 2007).

### 1.3. Tinkamų vertinimo metodų parinkimas biržinių įmonių vertei nustatyti

Atlikus verslo vertės nustatymo metodų analizę, kurioje buvo išskirti mokslinėje literatūroje skirtingų autorių aprašyti vertinimo metodai. Atsižvelgiant į aptartus kiekvieno metodo privalumus bei trūkumus buvo nustatyta, kuris metodas yra tinkamiausias įmonių vertei nustatyti. 1.9 pav. pavaizduota, kokį poveikį darnus vystymasis daro biržinių įmonių vertę.



**1.9 pav.** Darnaus vystymosi sąsaja su biržinių įmonių kuriama verte (sudaryta autorės)

Atlikus įmonės vertinimo metodų analizę, kurioje buvo nagrinėjami dažniausiai skirtingų autorių išskiriamų metodų privalumai, trūkumai bei jų galimas tinkamumas ir pritaikymas skirtingo pobūdžio biržinėms įmonėms, buvo atrinkti trys metodai, kurie autorės nuomone yra tinkamiausi biržinių įmonių vertei nustatyti:

1. **Ekonominė pridėtoji vertė.** Dėl plataus teorinio pagrindimo ir turto vertinimo ekspertų pabrėžiamo metodo tinkamumo naudoti, vertinant biržinių įmonių vertę, kurios savo veikloje plėtoja darnaus vystymosi ideologijas.

2. **Verslo vertės rinkoje ir pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą bei amortizaciją santykio metodą.** Pasirinktas šis metodas, kadangi atsižvelgiant į šio metodu išskiriamus privalumus, autorės nuomone jis tinkamiausiai parodo biržinių įmonių vertę per santyki su EBITDA.

3. **ROE rodiklis.** Kadangi jis galimai atskleidžia sąsają tarp vertės ir akcijų kainos bei parodo, ar realūs įmonės veiklos rezultatai atitinka išankstinius lūkesčius.

Sekančioje magistrinio darbo dalyje bus detaliau nagrinėjami šie rodikliai.

## 2. DARNAUS VYSTYMOSI KURIAMOS VERTĖS NUSTATYMO METODOLOGIJA

Pirmojoje magistrinio darbo dalyje buvo atrinkti metodai, kurių pagalba galima įvertinti darnaus vystymosi įtaka kuriamai biržinių įmonių vertei. Naudojami metodai bus EVA, ROE, EV/EBITDA ir rinkos kapitalizacijos metodai. Tad šioje dalyje bus atliekama detalesnė šių finansinių rodiklių analizė.

### 2.1. EVA metodas

Ekonominė pridėtoji vertė (angl. Economic value added) – tai finansinis vertės matas, sukurtas JAV konsultacinės įmonės „Stern Stewart & Co“. Šio metodo idėja ta, kad akcininkai turi gauti prisiimtą riziką kompensuojamą grąžą. Jeigu EVA lygi nuliui, tai reiškia akcininko laimėjimą, nes investuoto kapitalo grąžą kompensavo riziką. Jei  $EVA > 0$ , tuomet nuosavas akcininkų kapitalas didėja, tačiau, jei  $EVA < 0$ , akcininkų turto vertė mažėja (Friedlob *et al.* 2002).

EVA metodas apskaičiuojamas iš grynojo pelno po apmokestinimo (NOPLAT) atėmus kapitalo kaštus, kurie apima ir skolintąjį, ir nuosavą kapitalą (kadangi akcininkai turi uždirbti daugiau nei jie rizikuoja). Šiuo atveju pelningumas įvertinamas ROI, o rizika matuojama investuotojų reikalaujama pelno norma arba vidutine svertine kapitalo kaina (WACC). Mokslininkai pateikia tokias bendrąsias EVA apskaičiavimo formules (Copeland *et al.* 1996):

$$EVA = NOPLAT - (IC * WACC) \quad (1)$$

arba

$$EVA = IC * (ROI - WACC), \quad (2)$$

čia:

NOPLAT – pakoreguotas grynasis pelnas atskaičius mokesčius, bet prieš mokant palūkanas;

WACC – svertiniai kapitalo kaštai;

IC – investuoto kapitalo vertė;

ROI – investicijų grąža.

Taip pat mokslinėje literatūroje yra išskiriamas ir toks EVA apskaičiavimo būdas (Copeland *et al.* 1996):

$$EVA = EBIT - A * WACC, \quad (3)$$

čia:

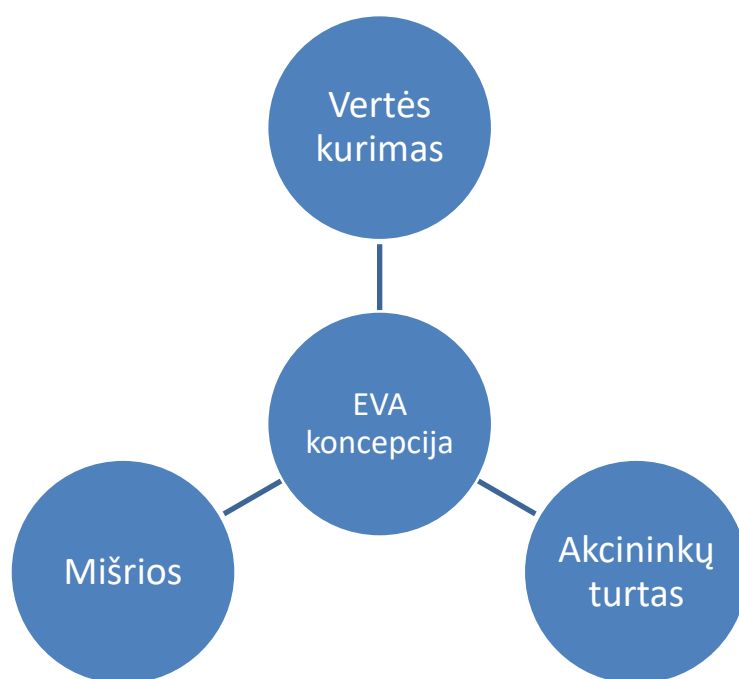
EBIT – veiklos pelnas;

A – turtas iš viso.

Taigi šis vertės matas mėgina pašalinti ROI ir pelno nesuderinamumą priimant valdymo sprendimus. Pagal šią koncepciją įmonės vertė padidėja tik tuomet, kai atlyginama visiems pretendams į vertę. Kadangi EVA priklauso nuo ROI ir WACC, tad šie dydžiai turėtų atitikti rinkos vertes. EVA taikymo oponentai (Myers 1996) teigia, kad tai tik modifikuotas apskaitinis pelnas, todėl turi tuos pačius trūkumus, kaip ir pats apskaitinis pelnas.

Kaip rodo užsienio mokslininkų atlikta analizė, EVA atitinka beveik visus finansiniams vertės matams keliamus reikalavimus. EVA metodas atspindi vertės kūrimą ir galėtų būti naudojamas vertės valdymui. Matematiškai, diskontuotas kelių periodų EVA yra lygus rezultatui, kuris gaunamas diskontuojant pinigų srautą, t. y. NPV.

EVA oponentai (Myers 1996) teigia, kad, siekiant vertės didėjimo, veiklos matai turi padėti nuspręsti, kur naudoti išteklius, kur atlikti tyrimus ir pan. EVA šiuo atveju netinka, kadangi jis yra absoliutinis vertės matas ir priklauso nuo veiklos mastų, t. y. įgyvendinami dideli projektai turės didelę EVA, todėl negalima pasakyti, ar EVA yra gera, ar bloga. Tačiau EVA teorijos propaguotojai teigia, kad neverta gaišti daug laiko prie projektų, kurie yra patrauklūs vien todėl, kad jie pelningi, nors ir turi nedidelį poveikį kuriant vertę. Sprendžiant šią problemą, K. Reilly ir K. Brown (1997) siūlo apskaičiuoti kapitalo ekonominį pelningumą per EVA ir kapitalo santykį. Pasak Juozapavičienės ir Burkšaitienės (2008), EVA koncepciją taikančias įmones galima suskirstyti į tris kategorijas (žr. 2.1 pav.).



**2.1 pav.** EVA koncepciją taikančių įmonių kategorijos. (sudaryta autorės remiantis Sinevičienė (2007), Juozapavičienė, Burkšaitienė (2008))

*Pirmajai kategorijai* priklauso į vertės kūrimą orientuotos įmonės, kurios valdo ir priima sprendimus pagal sudaromas finansines ataskaitas įvertinus kapitalo kainą. Tokios įmonės nėra orientuotos į trumpalaikį akcijų kurso augimą.

*Antrosios kategorijos* įmonės yra orientuotos į akcininkų turtą. Jos pagrindinį dėmesį kreipia tik į akcijų rinkos duomenis, o finansinės ataskaitos joms yra antraeilis dalykas ir EVA skaičiuojama tam, kad galėtų prognozuoti akcijos kainą.

*Trečiajai kategorijai* priklausančios įmonės yra “mišrios” orientacijos. Jos, priklausomai nuo situacijos, remiasi tiek EVA, tiek akcijų kaina rinkoje.

### 2.1.1. WACC ir CAPM metodai, kaip EVA sudedamosios dalys

WACC, žinomi, kaip svertiniai kapitalo kaštai parodo įmonės kapitalo kaštus, įvertinant tiek skolintą, tiek nuosavą kapitalą. WACC paprastai naudojamas kaip diskonto norma diskontuojant pinigų srautus.

Teisingų svertinių kapitalo kaštų nustatymas yra aukštoji finansų inžinerija, ir čia labai lengva suklysti, o net nedidelė paklaida gali turėti didelę reikšmę galutiniam rezultatui (Cibulskienė et al. 2008). Visais atvejais WACC priklauso nuo kelių esminių elementų:

- Nuosavo kapitalo bei skolinto kapitalo santykio: kapitalo dalis, kuri turi didesnę svorį įmonės kapitalo struktūroje, lemia didesnę įtaką svertiniams kaštams. Kai kurie finansistai vis dar naudoja buhalterines vertes skaičiuojant nuosavo bei skolinto kapitalo santykį, tačiau rinkos verčių naudojimas yra kur kas tikslesnė praktika.
- Nuosavo kapitalo kaštai parodo grąžą, kurios investuotojai tikisi iš investicijų į tos įmonės akcijas. Žinoma, ta laukiama grąža turi atitikti rinkos sąlygas bei galimybes. Praktikoje šie kaštai paprastai paskaičiuojami naudojant CAPM metodą.
- Skolinto kapitalo kaštai: tai palūkanų norma, kurią įmonė moka už savo finansines skolas (jei įmonė tokių skolų neturi, tuomet ir skolinto kapitalo kaštai jai yra neaktualūs).
- Pelno mokesčio norma: tai įmonių pelno mokesčio dydis. Palūkanos už finansines skolas mažina pelno mokestį, tad skaičiuojant svertinius kaštus šis elementas taip pat turi įtakos.

Praktikoje WACC dažniausiai svyruoja tarp 6-10 proc., tačiau jei kompanija nelabai stabili, WACC gali būti ir gerokai didesnis. Čia išskiriamas tik nuosavas ir skolintas kapitalas (Nippel 2003):

$$WACC = \text{Nuosavo kapitalo dalis} * \text{Nuosavo kapitalo kaštai} + \text{Skolinto kapitalo dalis} * \text{Skolinto kapitalo kaštai} * (1 - \text{Pelno mokesčio norma}) \quad (4)$$

arba

$$WACC = R_e * \frac{E}{E + D} + R_d * \frac{D}{E + D} * (1 - T) \quad (5)$$

čia:

WACC – vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai

$R_e$  – reikalaujama nuosavo kapitalo grąžą (%)

E – nuosavas kapitalas

D – skolintas kapitalas

$R_d$  – skolino kapitalo kaštai (%)

Nuosavo kapitalo kaštai yra apskaičiuojami naudojant CAPM metodą. Šio rodiklio apskaičiavimui naudojami duomenys aprašyti sekančioje dalyje.

Tuo tarpu nuosavo ir skolino kapitalo dalys yra apskaičiuojamos remiantis kiekvienos analizuojamos įmonės pateikiamomis finansinėmis ataskaitomis. Nuosavo ir skolino kapitalo dalys yra skaičiuojamos 2011–2015 m.

#### 2.1 lentelė. Skolino kapitalo kaštai (sudaryta autorės remiantis Lietuvos banko duomenimis)

|                         | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Skolino kapitalo kaštai | 0,058 | 0,053 | 0,049 | 0,049 | 0,029 |

Skolinti kapitalo kaštai yra apskaičiuojami remiantis nerizikinga palūkanų norma. Kadangi nerizikinga palūkanų norma visuomet yra žinomas dydis, tai skolos kaštus galime apskaičiuoti žinodami kokią maržą prie tarpbankinių palūkanų normų bankas taiko įmonėms išduodant kreditus. Šiuo atveju buvo remtasi Lietuvos banko pateikiama informacija apie bankų taikytinas palūkanas.

Pelno mokesčio norma, remiantis 2001 m. gruodžio 20 d. pelno mokesčio įstatymu Nr. IX-675, yra taikomas visoms įmonėms bendras t. y. 15 proc. tarifas.

**CAPM metodas.** CAPM arba 'kapitalo kaštų nustatymo modelis' yra naudojamas įmonės nuosavo kapitalo kaštams paskaičiuoti. Pasak M. Tvaronavičienės ir J. Michailovos (2004) šio modelio pradininku yra laikomas W. Sharpe, kuris už šio modelio sukūrimą taip pat gavo Nobelio ekonomikos premiją už indėlį į moderniosios portfelio teorijos vystymą.

Teoriškai, nuosavo kapitalo kaštai turi būti lygūs investuotojų laukiamai grąžai (iš investicijų į tos įmonės akcijas). Tačiau paprastai laukiama grąža yra labai subjektyvus rodiklis. O kuomet kapitalo kaštai naudojami vertinimo modeliuose, šis dydis turi būti paskaičiuotas kiek įmanoma objektyviau ir tiksliau. Tam naudojamas CAPM metodas, kuris dažnai būna pagrindinė WACC (svertinių kapitalo kaštų) sudedamoji dalis. CAPM modelis teoriškai paaiškina numatomos grąžos ir aktyvų kainos santykio prognozes (Valentinavičius 2010). D. Jurevičienės ir G. Bapkauskaitės (2014) išskiria šios teorijos du svarbius aspektus:

- pirmiausia, padeda išsiaiškinti, ar investicijų grąža yra reali lyginant ją su rizika, ir
- antra, galima išanalizuoti akcijų, kurių dar nėra rinkoje, kainos prognozę, remiantis prielaidomis ir spėjimais.

Mokslininkų V. Sakalausko (2003), A. Lileikienės ir D. Dauginytės (2009), Jurevičienės ir Bapkauskaitės (2014) nuomone, CAPM modelis yra ganėtinai paprastas skaičiuojant portfelio grąžą, tačiau norint realių rezultatų taikant šį metodą, reikia, kad ir įmonės sudarančios finansinės priemonės turėtų vienodas strategijas, tik tuo atveju bus gaunami tinkami rezultatai (Valentinavičius, 2010).

Nors šio metodo formulė atrodo ganėtinai paprasta (žr. žemiau), tačiau realioje praktikoje kiekviena sudedamųjų dalių turi daugybę niuansų, dėl kurių panaudojimo net tarp specialistų kyla nemažai ginčų. Kad ją paskaičiuoti teisingai reikalingos ne tik teorinės žinios, bet ir pakankamai didelė praktinė patirtis finansų rinkose. CAPM modelio matematinė išraiška (Markowitz 1999):

$$\text{Nuosavo kapitalo kaštai} = \text{Nerizikinga palūkanų norma} + \text{Beta} * (\text{Tikėtina vidutinė rinkos grąža} - \text{Nerizikinga palūkanų norma}) \quad (6)$$

arba

$$R_e = R_f + \beta \times ERP, \quad (7)$$

čia:

$R_f$  – nerizikingų investicijų grąžos norma.

$\beta$  - Beta – faktorius, atspindintis ūkio šakos ar įmonės rizikingumo laipsnį, lyginant su visomis įmonėmis rinkoje.

ERP – nuosavo kapitalo rizikos premija.

Nerizikinga palūkanų norma yra visoms įmonėms bendrai taikytinas rodikliais, kuris yra apskaičiuojamas remiantis Europos centrinio banko pateikiamais duomenimis apie Lietuvos vyriausybės vertybinius popierius, kurie yra ilgojo laikotarpio t. y. 10 metų trukmės.

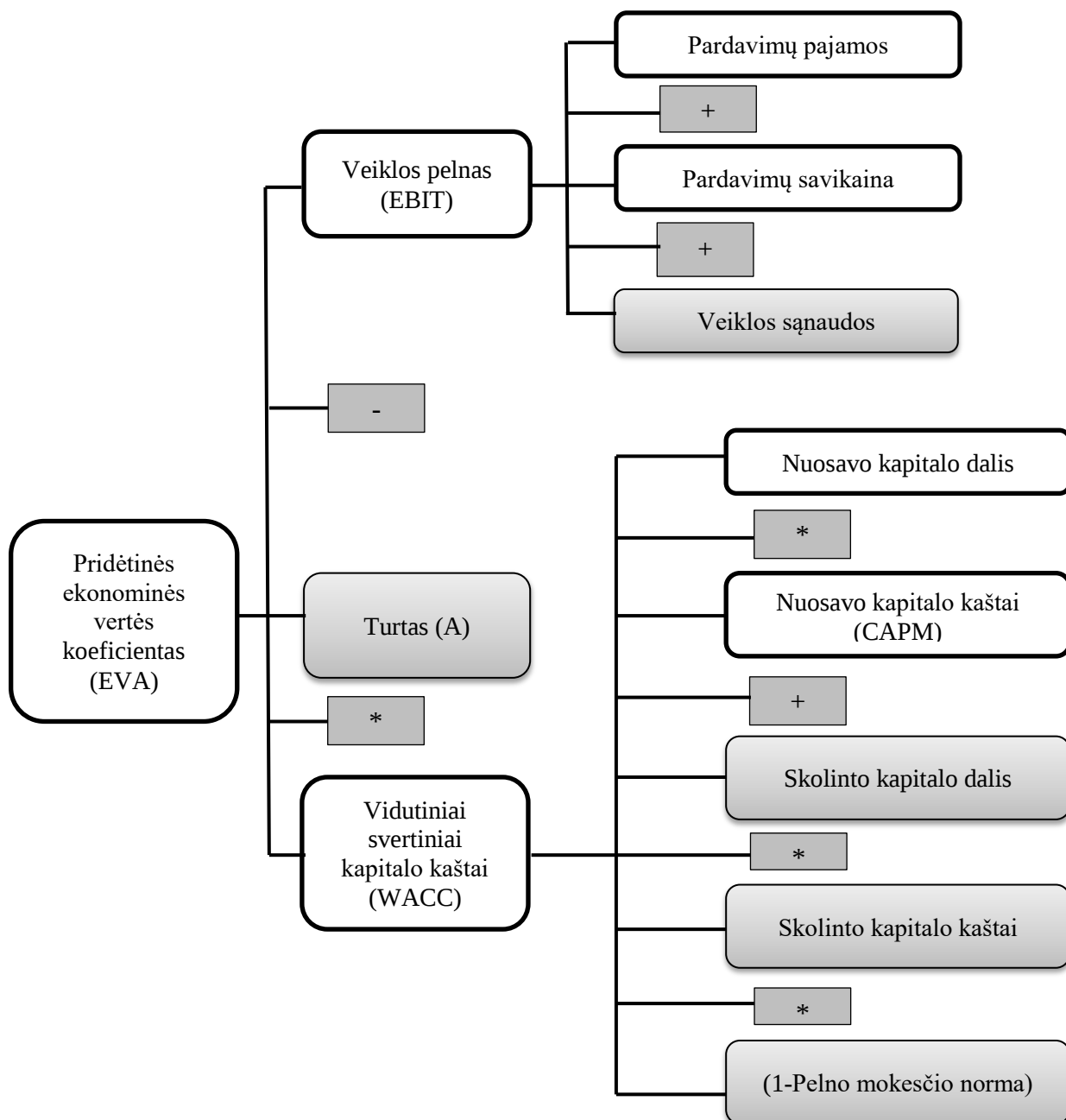
Beta koeficientas yra taikomas remiantis Reuters.com (2016) pateiktais duomenimis. Reuters.com pateikia kiekvienos biržinės įmonės betos koeficientą, kuris yra nustatomas remiantis atitinkama metodika.

Tikėtina vidutinė rinkos grąža apskaičiuojama remiantis šalies su išvystyta kapitalo rinka (JAV) nuosavybės rizikos premijos ir papildomos Lietuvos rinkos rizikos premijos suma. JAV nuosavybės rizikos premija nustatoma kaip paskutinių 20 metų iki metų, prieš nustatant Komisijai nuosavo kapitalo kainą, proc., investicijų į akcijų rinką grąžos bei JAV išdo obligacijų grąžos normos skirtumas (remiantis Standard&Poor's reitingų agentūros skelbiamo S&P 500 indekso ir JAV Federalinės rezervų sistemos banko skelbiamų 10 m. trukmės JAV išdo obligacijų duomenimis). Papildoma Lietuvos rinkos rizikos premija nustatoma kaip skirtumas tarp Lietuvos

kredito reitingą atitinkančios rizikos (proc.) ir šalies su išvystyta kapitalo rinka kredito reitingą atitinkančios rizikos (proc.) (remiantis A. Damodaran (2002) interneto svetainėje skelbiamais Lietuvos kredito reitingą ir JAV kredito reitingą atitinkančių rizikų įverčiais).

### 2.1.2. Darnaus vystymosi kuriamos vertės ir EVA rodiklio sąryšis

Kaip jau buvo minėta anksčiau, darnus vystymąsi įtakoja tokius įmonių rodiklius, kaip: pardavimai, veiklos pelnas, vidutinius nuosavus kapitalo kaštus, akcijų kainą. Siekiant įvertinti, kaip šie rodikliai siejasi su ekonominės pridėtinės vertės (EVA) metodu, buvo nubraižyta išplėstinė EVA metodo schema (žr. 2.2 pav.).



2.2 pav. EVA sąryšis su darnaus vystymosi kuriama verte įmonei (sudaryta autorės)

Pateikiamoje scheme (žr. 2.2 pav.) yra aiškiai matomas ryšys ir priklausomybė tarp kintamųjų. Pilka spalva yra pažymėti EVA formulės sudedamosios dalys, o paryškintais juodais rėmeliais pažymėti darnaus vystymosi įtakojantys kintamieji tokie kaip: pardavimų pajamos, veiklos pelnas, vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai bei nuosavo kapitalo dalis bei kaštai.

## 2.2. ROE metodas ir jo sąryšis su darnaus vystymosi kuriama verte

Nuosavo kapitalo pelningumo rodiklis arba kitaip žinomas, kaip ROE rodiklis, parodo kiek efektyviai panaudojamas nuosavas įmonės kapitalas (įmonės savininkų investuoti pinigai ir turtas), t. y. kiek kiekvienam įmonės nuosavo kapitalo eurui tenka grynojo pelno (Bolek, Wolski 2012). Kuo nuosavybės grąža yra didesnė, tuo efektyvesnė yra įmonės veikla, tuo daugiau pelno ji uždirba savo akcininkams (Užkurėlis, Džiugelytė, 2012).

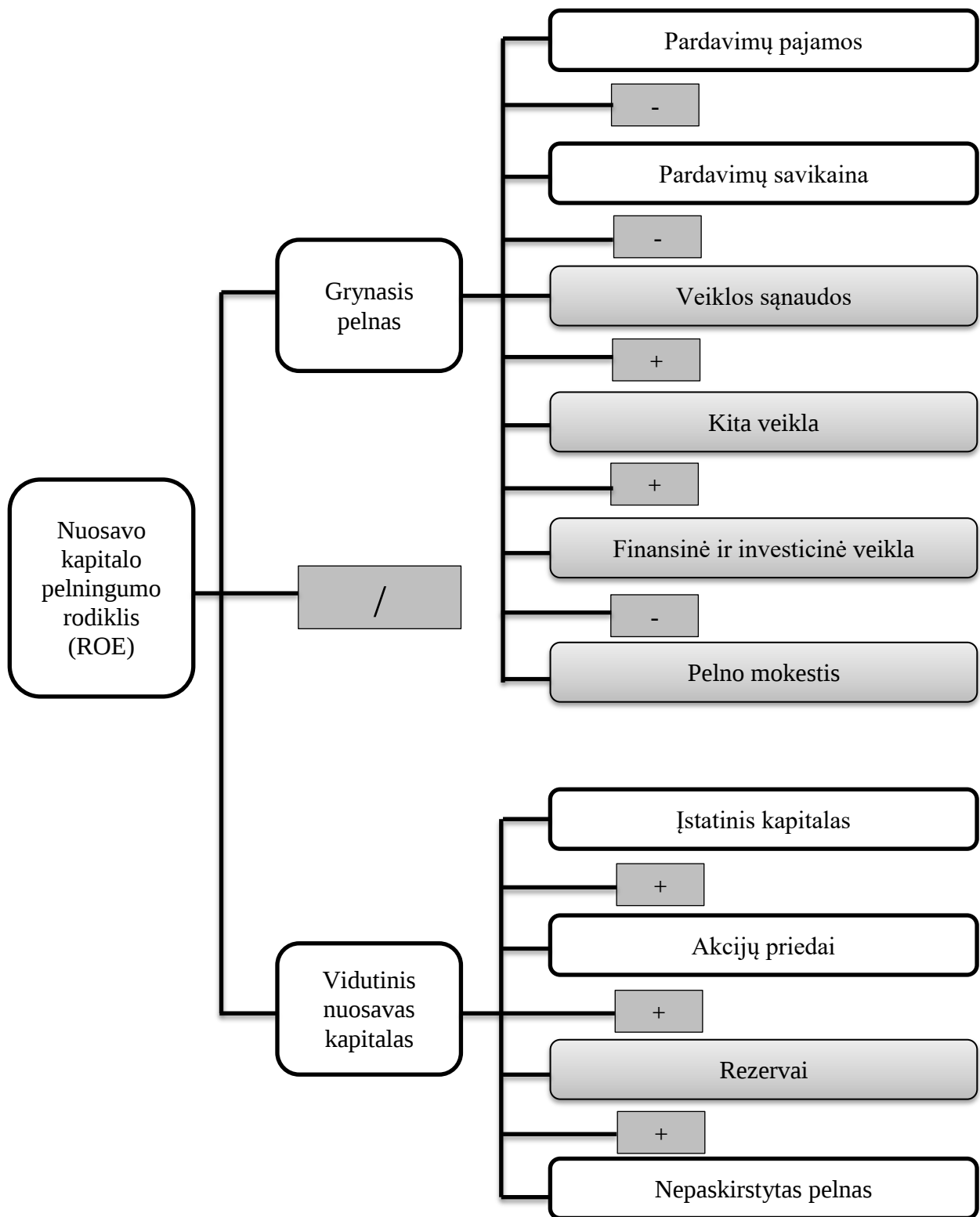
Nuosavo kapitalo pelningumas yra apskaičiuojamas pagal formulę (Bolek, Wolski 2012):

$$ROE = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Vidutinis nuosavas kapitalas}} \quad (8)$$

Pagal nuosavo kapitalo pelningumo vertinimo skalę (nuosavo kapitalo pelningumas laikomas labai geru, jeigu jis yra didesnis nei 30 proc., geru – didesnis nei 20 proc., nepatenkinamas – mažiau nei 10 proc. ir blogu – jeigu jis yra neigiamas).

**Darnaus vystymosi kuriamos vertės ir ROE rodiklio sąryšis.** Kaip jau buvo minėta anksčiau, darnus vystymąsi įtakoja tokie įmonių rodikliai, kaip: pardavimai, veiklos pelnas, vidutinius nuosavus kapitalo kaštus, akcijų kainą. Siekiant įvertinti, kaip šie rodikliai siejasi su nuosavo kapitalo pelningumo (ROE) rodikliu, buvo nubraižyta išplėstinė ROE metodo schema (žr. 2.3 pav.).

Pateikiamoje scheme (žr. 2.3 pav.) yra aiškiai matomas ryšys ir priklausomybė tarp kintamųjų. Pilka spalva yra pažymėti ROE formulės sudedamosios dalys, o paryškintais juodais rėmeliais pažymėti darnaus vystymosi įtakojantys kintamieji tokie kaip: pardavimų pajamos, grynas pelnas, nuosavas kapitalas.



**2.3 pav.** ROE rodiklio sąryšis su darnaus vystymosi kuriama verte įmonei (sudaryta autorės)

Nuosavas kapitalas šiuo atveju yra išskaidomas į keturias pagrindines sritis. Iš keturių sričių trys sritys yra siejamos su įmonės akcijomis bei darniu vystymusi, t. y. įmonės įstatinis kapitalas bei

akcijų priedai taip pat nepaskirstytas pelnas. Nepaskirstytas pelnas pagal darnaus vystymosi ideologija turi būti teigiamas, tam, kad savo veiklą galėtų plėtoti ne iš išorės gaunamomis lėšomis, o iš sukaupytų nuosavų lėšų.

### 2.3. EV/EBITDA metodas ir jo sąryšis su darnaus vystymosi kuriama verte

Įmonės vertei nustatyti rinkos požiūriu dažniausiai taikomas lyginamosios vertės modelis, kuriame naudojami įvairūs daugikliai – t. y. palyginamųjų rinkos daugiklių principas, kuris yra paremtas santykinų rodiklių analize. Šiuo atveju bus analizuojamas, EV/EBITDA (verslo vertė ir pelno iki palūkanų, mokesčių, nusidėvėjimo ir amortizacijos santykis) rodiklis.

Įmonės vertės rinkoje ir pelno prieš palūkanas, mokesčius, amortizaciją bei nusidėvėjimą santykio metodas (EV/EBITDA) - koeficientas parodo, kiek investuotojas pasirengęs sumokėti už vieną įmonės uždirbtą EBITDA eurą ir paskaičiuojamas kaip santykis tarp įmonės vertės ir EBITDA dydžio.

Šis rodiklis yra apskaičiuojamas (Iashkovskaya et al. 2014), taip:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Rinkos kapitalizacija} + \text{skolos} - \text{grynieji pinigai}}{EBITDA} \quad (9)$$

**Rinkos kapitalizacija.** Rinkos kapitalizacija yra lygi jos nuosavo kapitalo vertei biržoje, ir parodo kaip tą įmonę vertina potencialūs investuotojai (rinka). Rinkos kapitalizacija galima apskaičiuoti pagal formulę:

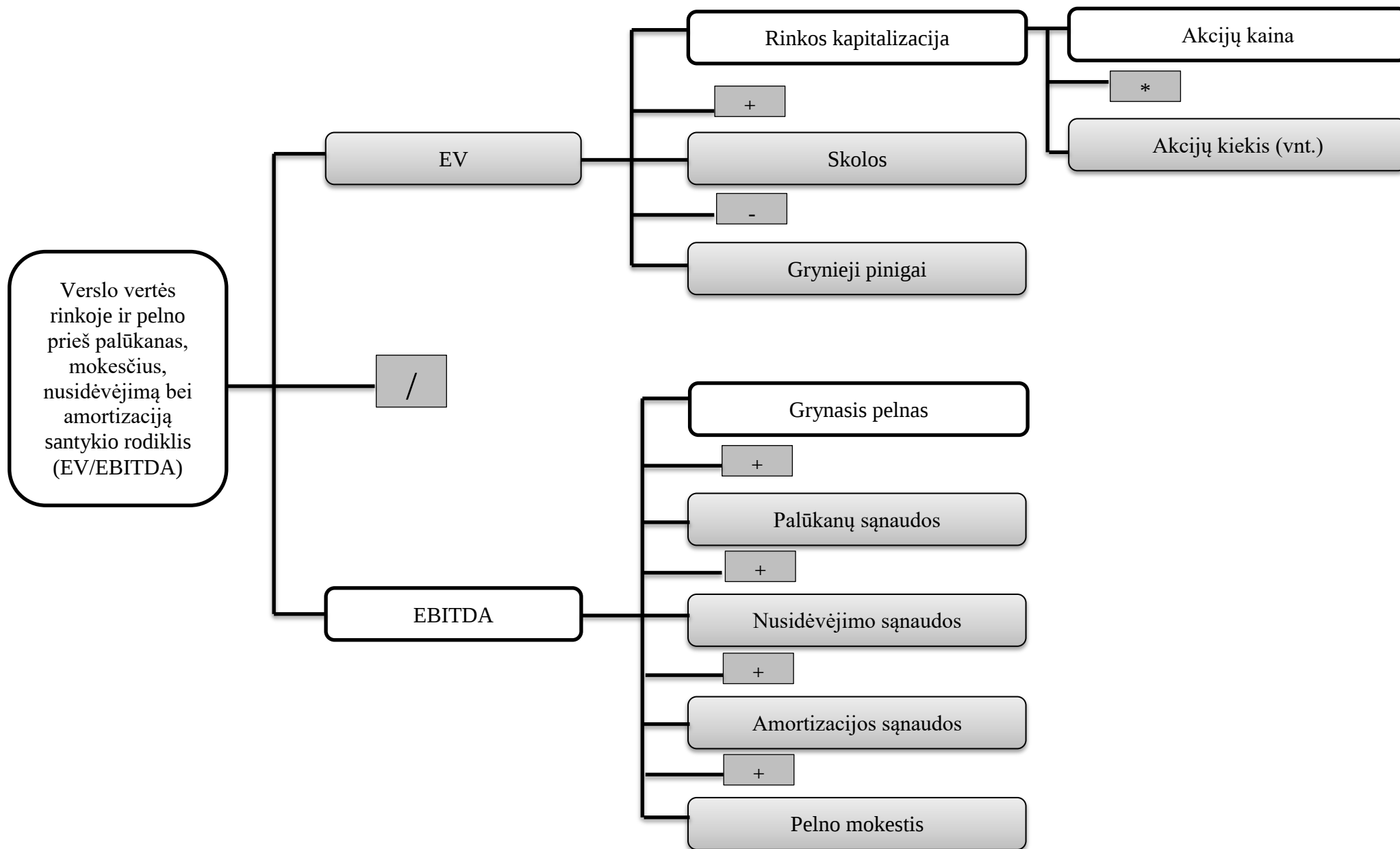
$$\text{Rinkos kapitalizacija} = \text{Akcijų kaina} * \text{Akcijų kiekis (vnt.)}, \quad (10)$$

čia:

Akcijų skaičius – tai išleistų paprastųjų įmonės akcijų skaičius.

Akcijų kaina – tai akcijų kaina biržoje.

**Darnaus vystymosi kuriamos vertės ir EV/EBITDA rodiklio sąryšis.** Kaip jau buvo minėta anksčiau, darnus vystymasis įtakoja tokius įmonių rodiklius, kaip: pardavimai, veiklos pelnas, vidutinius nuosavus kapitalo kaštus, akcijų kainą. Siekiant įvertinti, kaip šie rodikliai siejasi su verslo vertės rinkoje ir pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą bei amortizaciją santykio (EV/EBITDA) metodu, buvo nubraižyta išplėstinė EV/EBITDA metodo schema (žr. 2.4 pav.).



**2.4 pav.** EV/EBITDA rodiklio sąryšis su darnaus vystymosi kuriama verte įmonei (sudaryta autorės)

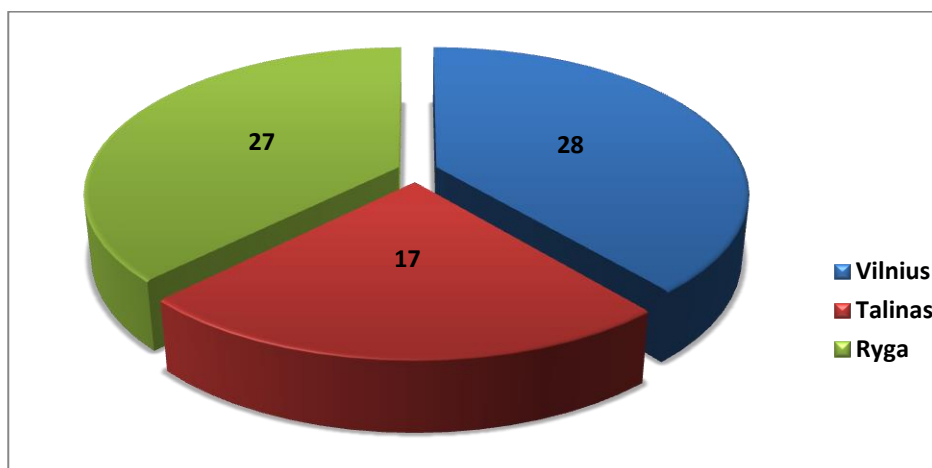
Pateikiamoje scheme (žr. 2.4 pav.) yra aiškiai matomas ryšys ir priklausomybė tarp kintamųjų. Pilka spalva yra pažymėti EV/EBITDA formulės sudedamosios dalys, o paryškintais juodais rėmeliais pažymėti dariniai vystymosi įtakojantys kintamieji tokie kaip: pardavimų pajamos, grynasis pelnas, akcijų vertė.

### 3. BIRŽINIŲ ĮMONIŲ DARNAUS VYSTYMOSI DAROMO POVEIKIO ĮMONĖS VERTEI TYRIMAS

Prieš pradedant analizuoti, kaip darnus vystymasis įtakoja biržinių įmonių kuriama vertę, yra svarbu apsibrėžti bei atrinkti įmones, kurios savo veikloje plėtoja darnaus vystymosi ideologiją. Tam tikslui pasiekti 3.1 magistrinio darbo dalyje yra atliekama atranka biržinių įmonių, kurios vysto darnų vystymąsi.

#### 3.1. Darnaus vystymosi daromo poveikio biržinių įmonių vertei tyrimas

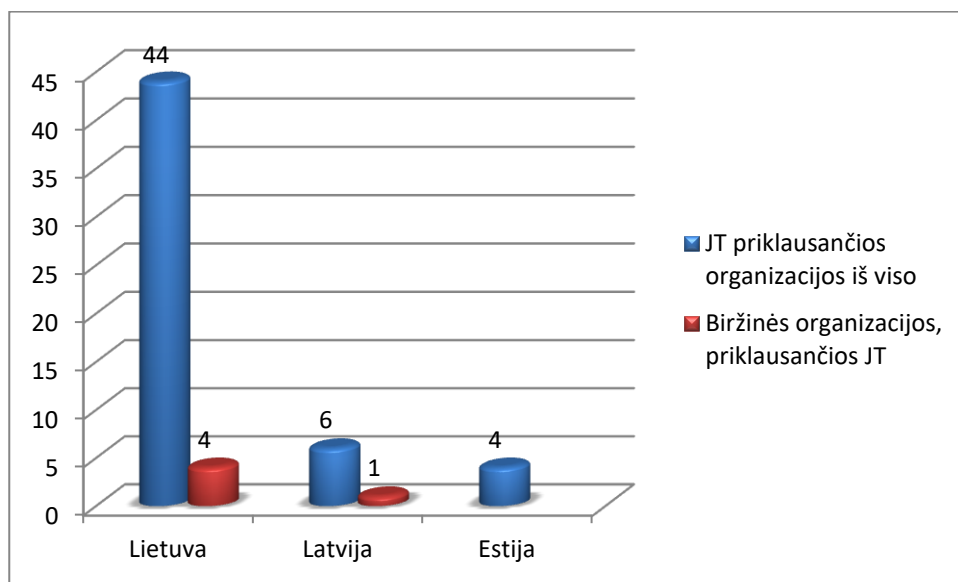
Nors darnų vystymą vykdančių įmonių Baltijos šalių rinkoje yra nemažai ir jų skaičius nuolat auga, tačiau tyrimo metu yra analizuojamos tik tos įmonės, kurios yra įtrauktos į NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržos prekybos sąrašą. Iš viso minėtoje biržoje (oficialiajame, papildomame vertybinių popierių sąrašuose) yra prekiaujama 72-jų Lietuvos, Latvijos ir Estijos įmonių vertybiniais popieriais. Į Vilniaus vertybinių popierių biržos prekybos sąrašą yra įtrauktos 28 įmonės, Talino – 17 įmonių, o Rygos – 27 įmonės (žr. 3.1 pav.).



**3.1 pav.** Į vertybinių popierių biržos prekybos sąrašus 2016 m. įtrauktų įmonių skaičius (sudaryta autorės remiantis NASDAQ OMX BALTIC (2016) duomenimis).

Kiekviena įmonė savanoriškai pasiryžta savo veikloje plėtoti darnų vystymąsi. Tokios verslo praktikos įgyvendinimas padeda sukurti teigiamą reputaciją apie įmonę, todėl ji pati yra suinteresuota apie tai informuoti visuomenę. Darnaus vystymosi įmonių identifikavimas yra atliekamas vertinant pačių įmonių pateikiamą informaciją apie tokios veiklos vykdymą ir rengiamas socialiai atsakingos veiklos vykdymo ataskaitas. Kadangi ne visos įmonės pateikia vienodą kiekį informacijos apie tokios verslo praktikos įgyvendinimą, pagrindiniu darnaus vystymosi įmonių identifikavimo kriterijumi yra laikomas buvimas Jungtinių Tautų Pasaulinio susitarimo nariu.

Specialiame Jungtinių Tautų tinklalapyje (<https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/participants>) yra pateikiama informacija apie visas minėtam susitarimui priklausančias šalis bei nurodomos konkrečios įmonės bei įvairios organizacijos, kurios toje šalyje vykdo darnų vystymąsi. Įmonės, priklausančios Jungtinių Tautų Pasaulinio susitarimo organizacijai, privalo kasmet teikti darnaus vystymosi ataskaitas. Iš viso šio pasaulinio susitarimo narės Lietuvoje yra 44 įmonės ir organizacijos (žr. B priede), Latvijoje – 6, o Estijoje tik keturios (žr. 3.2 pav.).



**3.2 pav.** JT priklausančių organizacijų skaičius (sudaryta autorės remiantis JT (2016) ir NASDAQ OMX BALTIC (2016) duomenimis).

Kadangi tyrimo metu yra analizuojamos tik į NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržos prekybos sąrašus įtrauktos įmonės, todėl iš visų kiekvienos šalies – Lietuvos, Latvijos ir Estijos darnų vystymąsi plėtojančių įmonių bei organizacijų yra atrenkamos tik tos, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama minėtų šalių vertybinių popierių biržose. 3.1 lentelėje pateikiamos darnų vystymąsi plėtojančios įmonės, kurių akcijomis prekiaujama OMX Vilnius, OMX Ryga ir OMX Talinas vertybinių popierių biržose.

**3.1 lentelė.** NASDAQ OMX BALTIC 2016 m. vertybinių popierių biržai priklausančios darnaus vystymosi įmonės (sudaryta autorės)

| Vertybinių popierių birža | Įmonės                                   |
|---------------------------|------------------------------------------|
| NASDAQ OMX VILNIUS        | AB Šiaulių bankas                        |
|                           | AB TEO LT                                |
|                           | AB Energijos skirstymo operatorius (ESO) |
|                           | AB Lietuvos energijos gamyba             |
| NASDAQ OMX RYGA           | AS Gridex                                |

I tolimesnę analizę ne visos įmonės patenka. AB Energijos skirstymo operatorius į palyginimą nebus įtraukiamas, kadangi ši įmonė 2015 m. buvo restruktūrizuota. Sujungimo būdu AB Lietuvos dujos ir AB Lesto 2015 m. gruodžio 15 d. baigė savo veiklą, kaip juridiniai asmenys. Šių dviejų įmonių AB Lietuvos dujos ir AB Lesto turtą, teises ir pareigas perėmė AB Energijos skirstymo operatorius (ESO) juridinis asmuo.

Taigi, iš 44 Lietuvoje darnų vystymąsi plėtojančių įmonių bei organizacijų tyrimo metu yra analizuojamos tik 4, iš 6 Latvijoje veikiančių įmonių tik viena, o Estijoje nėra įmonių, kurios būtų įtrauktos į tyrimo imtį. Nesunku pastebėti, kad iš visų Baltijos šalių, Lietuvoje darnaus vystymosi ideologija yra labiausiai paplitusi (atsižvelgiant į įmonių skaičių).

NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržoje yra pateikiamas visų į tos biržos prekybos sąrašus įtrauktų įmonių suskirstymas pagal ekonominės veiklos pobūdį ir pateikiama informacija, kada konkreči įmonė prisijungė prie JT. Juo remiantis, visos atrinktos Baltijos šalių darnaus vystymosi įmonės yra priskiriamos konkrečiam sektoriui. Įmonių pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos pobūdį pateikiamas 3.2 lentelėje.

**3.2 lentelė.** Lietuvos darnaus vystymosi įmonių pasiskirstymas pagal ekonominės veiklos sektorius (sudaryta autorės)

| Nr. | Įmonių pavadinimas           | Ekonominis sektorius (pagal NASDAQ OMX BALTIC klasifikaciją) | Įstojimas į JT |
|-----|------------------------------|--------------------------------------------------------------|----------------|
| 1.  | AB TEO LT                    | Telekomunikacijų paslaugos                                   | 2005-06-14     |
| 2.  | AB Šiaulių bankas            | Finansai                                                     | 2008-06-19     |
| 3.  | AB Lietuvos energijos gamyba | Komunalinės paslaugos                                        | 2012-05-23     |

Iš 3.2 lentelėje pateikiamų duomenų matyti, kad visos į NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržos prekybos sąrašus įrašytos darnų vystymąsi plėtojančios įmonės veikia skirtinguose ekonominės veiklos sektoriuose. Kaip galima matyti iš pateiktos 3.2 lentelės, seniausiai darnų

vystymąsi plėtoja AB TEO LT (nuo 2005 m.), o vėliausiai prie JT prisijungė AB „Lietuvos energijos gamyba“ – 2012 m.

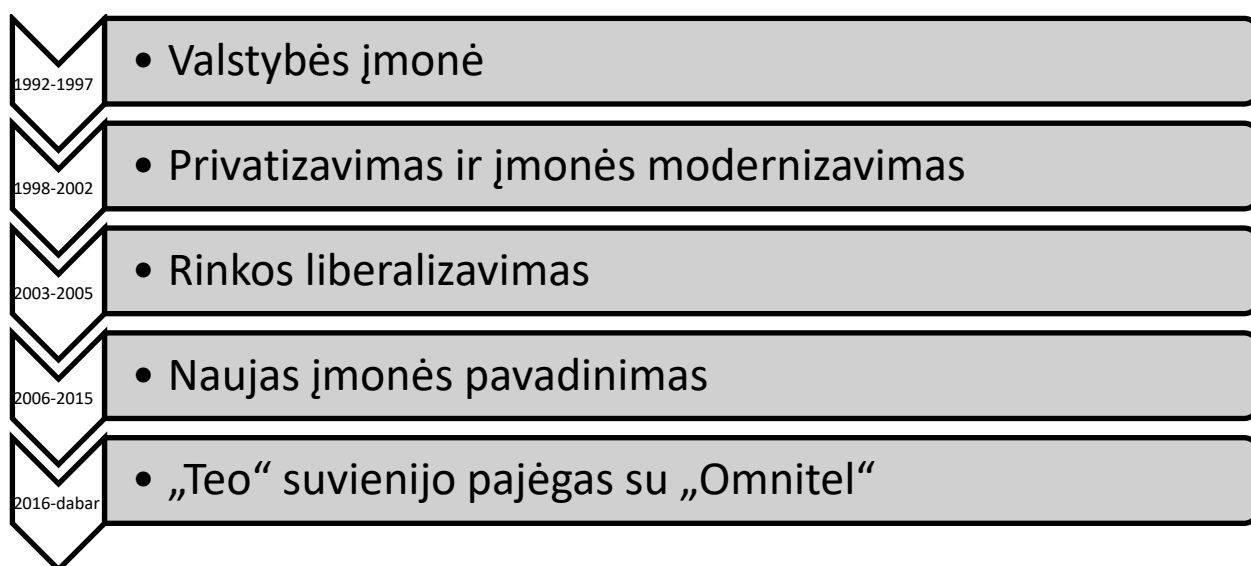
Kadangi euro valiuta Lietuvoje buvo įvesta nuo 2015 m. sausio 1 d., o analizei yra naudojamas 2011–2015 m. laikotarpis, visų ankstesnių nei 2015 m. laikotarpių finansinių ataskaitų duomenys yra perskaičiuojami į eurus ir tyrime bus naudojama bendra euro valiuta.

Apibendrinant galima teigti, kad iš visų 72 į NASDAQ OMX BALTIC vertybinių popierių biržos sąrašus įtrauktų įmonių, vos keturios plėtoja darnų vystymąsi. Svarbu yra tai, kad iš analizuojamų Baltijos šalių būtent Lietuvos rinkoje yra daugiausiai darnaus vystymosi įmonių. Deja, tiek Latvijos, tiek ir Estijos rinkoje darnaus vystymosi verslo idėjos dar nėra populiarios ir plačiai paplitusios. Tikėtina, kad ateityje darnaus vystymosi įmonių skaičius didės ne tik Lietuvoje, bet ir kitose Baltijos šalyse.

### 3.1.1. AB TEO LT veiklos apžvalga

AB TEO LT (iki 2006 m. gegužės 5 d. vadinosi AB Lietuvos telekomas) - viena seniausiai ir sėkmingiausiai dirbančių Lietuvos įmonių, žinoma beveik kiekvienam Lietuvos gyventojui. TEO LT, AB įmonių grupė yra informacinių ir ryšių technologijų bendrovė, teikianti integruotas telekomunikacijų, IT ir televizijos paslaugas Lietuvos gyventojams ir verslui. Pradėjusi tik kaip pagrindinių telefonijos paslaugų teikėja, įmonė savo veiklą praplėtė duomenų perdavimo, interneto, didmeninių paslaugų srityse.

Savo veiklą 1992 m. pradėjusi kaip valstybinė įmonė Lietuvos telekomas, 1998 m. Bendrovė buvo privatizuota, 60 proc. jos akcijų įsigijus tuomet Švedijos įmonės „Telia“ ir Suomijos įmonės „Sonera“ konsorciui Amber Teleholding A/S. Dabar TeliaSonera AB tiesiogiai valdo daugiau nei 88 proc. Bendrovės akcijų.



3.3 pav. AB TEO LT vystymosi etapai (sudaryta autorės)

Per keletą metų po privatizacijos bendrovė sugebėjo iš senos monopolinės valstybinės įmonės tapti viena moderniausių telekomunikacijų bendrovių Rytų ir Vidurio Europoje, orientuotą į klientą, tvirtai pirmaujančia įvairiose Lietuvos telekomunikacinių paslaugų rinkose.

Šiandien Bendrovė užima lyderio pozicijas interneto, duomenų perdavimo, fiksuotojo telefono ryšio ir mokamos televizijos rinkose. Esami Bendrovės pajėgumai leidžia pasiūlyti klientams pačias moderniausias technologijas, nenusileidžiant pažangiausiems pasaulio telekomunikacijų rinkos žaidėjams.

Bendrovė laikosi socialiai atsakingo verslo strategijos ir daug dėmesio skiria darnaus vystymosi veiklai. 2016 m. „TEO LT“ suvienijo pajėgas su „Omnitel“ ir pradėjo kurti naujos kartos telekomunikacijų verslą.

Iki įmonės privatizavimo 1998 metais bendrovei nereikėjo taikyti jokios konkuravimo strategijos (žr. 3.3 pav.), nes tai buvo valstybinė įmonė, turinti monopolines teises teikti fiksuotąjį telefono ryšį. Nuo 1998 metų iki 2003 metų sausio 01 dienos įmonė taip pat turėjo monopolines teises šioje srityje, bet su tam tikrais apribojimais. Tačiau telekomunikacijų rinkos liberalizavimas fiksuoto ryšio srityje, mobilaus ryšio skverbimasis į mūsų kasdieninį gyvenimą, padidėjusios teikiamų paslaugų kainos, sujungimo mokesčio įvedimas - visa tai bei kitos priežastys lėmė, kad kompanijos pajamos sumažėjo, vis daugiau vartotojų atsisakydavo fiksuoto telefono ryšio paslaugų, pereidami prie mobilaus ryšio operatorių teikiamų paslaugų. Padidėjusi konkurencija skatino kompaniją labiau efektyvinti savo veiklą. Vieni iš pagrindinių TEO LT nustatytų strateginių tikslų buvo ir išlieka tinklo infrastruktūros modernizavimas, naujų, kokybiškų, tačiau paprastų vartoti paslaugų kūrimas, produktyvumo ir darbo efektyvumo didinimas, klientų aptarnavimo gerinimas bei tobulinimas, siekiant kuo geriau patenkinti vartotojų poreikius. Orientacija į vartotojišką marketingą yra svarbi įmonės strategijos dalis: pateikti kokybišką paslaugą laiku, pateikti klientui patogiu būdu visą reikiamą informaciją apie paslaugas bei suteikti galimybę patogiu būdu atlikti atsiskaitymus už suteiktas paslaugas.

### **3.1.2. AB Šiaulių banko veiklos apžvalga**

Šiaulių bankas – daugiausiai lietuviško kapitalo turintis bei finansines paslaugas teikiantis bankas Lietuvoje. Jis įkurtas 1992 m. Prioritetinė sritis – smulkiojo ir vidutinio verslo (SVV) finansavimas. Šiuo metu AB Šiaulių bankas turi 72 teritorinius padalinius, kurie veikia visoje Lietuvoje. Šiaulių banko grupei priklauso dukterinės bendrovės, kurios dirba lizingo, gyvybės draudimo, nekilnojamojo turto srityse.

2000 m. prasidėjo Šiaulių banko ir Europos rekonstrukcijos ir plėtros banko (ERPB) partnerystė. 2005 m. didžiausiu Šiaulių banko akcininku tapo ERPB, kurį valdo 64 valstybės,

Europos Sąjunga (ES) ir Europos investicijų bankas (EIB). ERPB nuosavybės teise valdo 19,57 proc. Šiaulių banko akcijų. Stipri partnerystė ir glaudus bendradarbiavimas Šiaulių banką taip pat sieja ir su kitomis tarptautinėmis finansų institucijomis: Europos investicijų banku (EIB), Europos Tarybos vystymo banku (CEB), Šiaurės investicijų banku (NIB), Europos investicijų fondu (EIF), Vokietijos finansų kompanija KfW ir kitomis.

Nuo 1994 m. Šiaulių banko akcijomis yra viešai prekiaujama NASDAQ OMX Vilnius prekybos sąraše, o nuo 2006 m. pabaigos jos įtrauktos į Oficialųjį prekybos sąrašą. 2013 m. Šiaulių bankas tapo visos Baltijos rinkos, kurią sudaro Estijos, Latvijos ir Lietuvos vertybinių popierių biržos ir Centriniai vertybinių popierių depozitoriumai, nariu.

### **3.1.3. AB „Lietuvos energijos gamybos“ veiklos apžvalga**

AB „Lietuvos energijos gamyba“ yra strateginės svarbos bendrovė, vienijanti valstybės valdomus elektros energijos gamybos pajėgumus – rezervinę elektrinę bei kombinuoto ciklo bloką Elektrėnų komplekse, Kruonio hidroakumuliacinę elektrinę bei Kauno Algirdo Brazausko hidroelektrinę.

Pagrindinis AB „Lietuvos energijos gamybos“ uždavinys – sutelkus gamybos pajėgumus prisidėti prie šalies energetinio saugumo užtikrinimo. Elektrėnų komplekse bendrovė gamina šilumos energiją Elektrėnų miesto, Kietaviškių šiltnamių ir savo reikmėms.

AB „Lietuvos energijos gamybos“ strateginiai tikslai yra didinti įmonės vertę, užtikrinti kokybiškų paslaugų teikimą klientams, didinti veiklos efektyvumą ir formuoti naują organizacinę kultūrą.

Siekdama tinkamai ir efektyviai vykdyti pavestas funkcijas, bendrovė didelę reikšmę skiria techninei ir mokslinei pažangai, specialistų ugdymui, savo veikloje intensyviai diegia mokslo ir technikos naujoves.

## **3.2. Išsikeltų hipotezių tikrinimas**

Pirmojoje magistrinio darbo dalyje atlikus mokslinės literatūros analizę buvo išsikeltos hipotezės. Šioje darbo dalyje bus siekiama įvertinti, ar išsikeltos hipotezės pasitvirtino, ar ne.

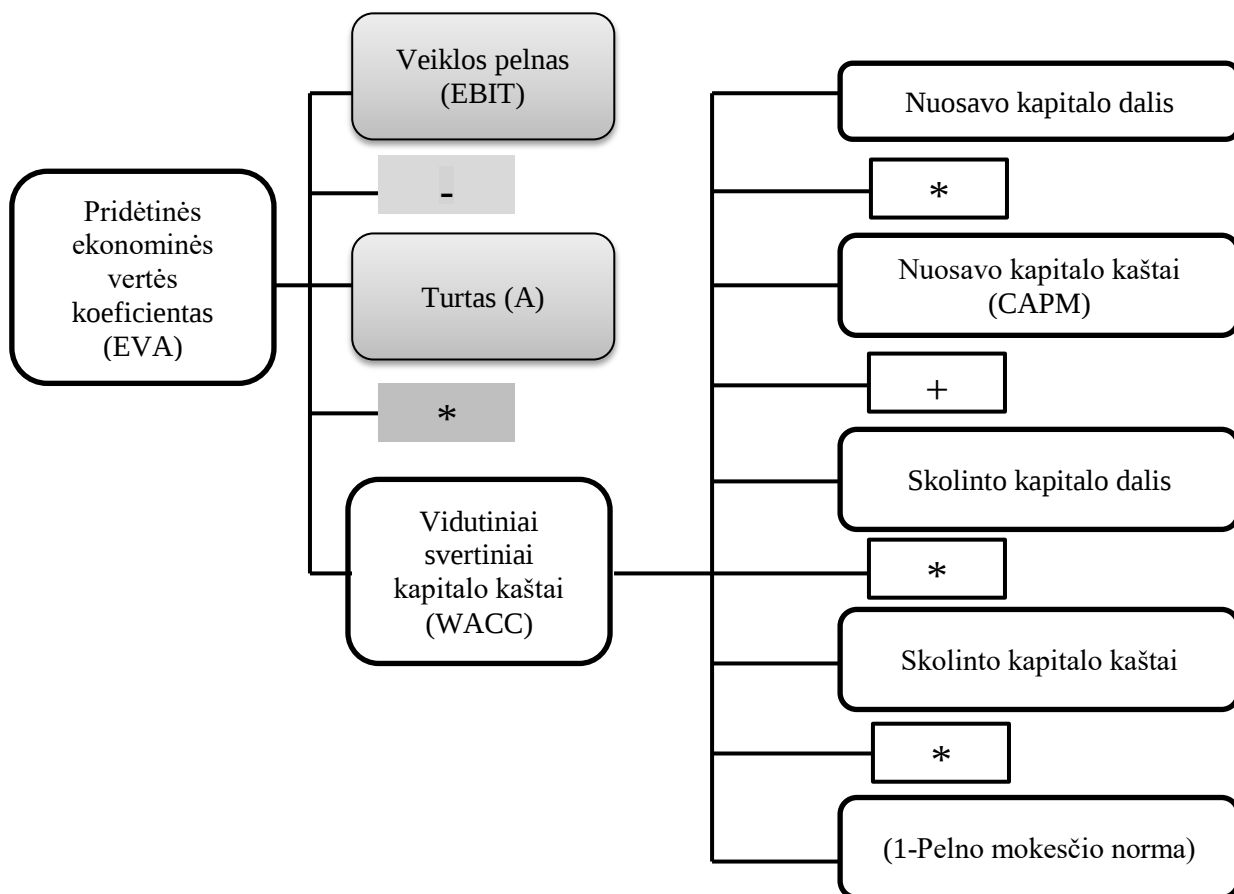
**H1: Biržinių įmonių darnus vystymasis daro poveikį vidutiniams svertiniams kapitalo kaštams, o tai atsispindi įmonės vertėje.**

Tradicinė analizė padeda geriau suvokti, kaip galima didinti nuosavybės pelningumą, tuo pačiu didinant ir įmonės vertę arba įmonės naudingumą. Remiantis šia teorija, analizė buvo atlikta kapitalo kaštams ir įmonės vertės dydžiams. Siekiant pagrįsti svertinių kapitalo kaštų poveikį darnaus vystymosi įmonių vertei ir nustatyti ryšį tarp kintamųjų, buvo nustatyta tik viena rodiklių

priklausomybė EVA schemos pagrindu: įmonės svertiniai kapitalo kaštai ir EVA dydžio (įmonės pridėtinės vertės išraiška) formulėmis.

Skaičiuojant EVA rodiklį bus naudojama 3 formulė, kuri yra pateikiama antroje darbo dalyje.

Toliau pateikiama tyrimo metu adaptuota EVA schema, kuri pritaikyta įmonės svertinio kapitalo kaštų ir EVA priklausomybei nustatyti (žr. 3.4 pav.).

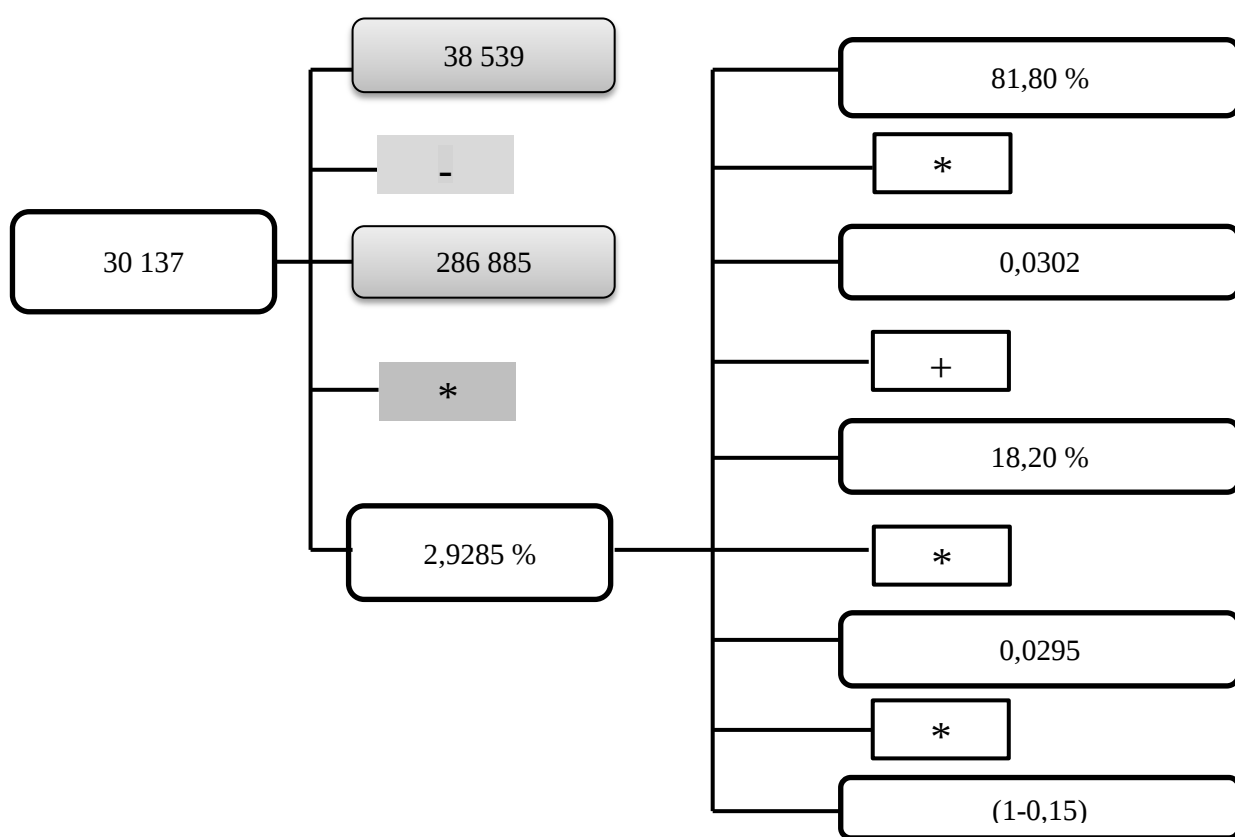


**3.4 pav.** Detali EVA metodo schema bei sąryšis su įmonės vidutiniams svertiniams kapitalo kaštams (sudaryta autorės)

Šioje EVA ir įmonės svertinių kapitalo kaštų schemoje aiškiai matyti priklausomybė tarp kintamųjų. Paryškintais, juodais rėmeliais pažymėti svertinio kapitalo kaštų formulės kintamieji, kurie nusako diskonto normos lygį, o pilka spalva – EVA formulės sudedamosios dalys. Remiantis šia schema (žr. 3.4 pav.), galima modeliuoti svertinių kapitalo kaštų kintamųjų dydžių pokyčius ir tuo pačiu stebėti EVA reagavimo lygį šiems dydžiams.

### Praktinis hipotezės tikrinimas

Pagal pasirinktų įmonių AB TEO LT, AB Šiaulių banko ir AB „Lietuvos energijos gamyba“ finansinių ataskaitų duomenis vertinamas EVA schemos veikimas, pagrindžiant darnaus vystymosi poveikį WACC lemiant įmonės vertės dydį. Daroma prielaida, kad svertinių kapitalo kaštų ir jo sudedamųjų dalių pokyčiai galimai turi įtakos EVA dydžio pokyčiui, pvz. nuosavo kapitalo kaštų padidėjimas / sumažėjimas, nuosavo kapitalo dalies padidėjimas / sumažėjimas, skolinto kapitalo kaštų padidėjimas / sumažėjimas, skolinto kapitalo dalies padidėjimas / sumažėjimas, pelno mokesčio padidėjimas / sumažėjimas turi įtakos svertinių kapitalo kaštų dydžiui, kurio pokytis, kaip matyti iš schemos, turi sąsajas su kitomis EVA formulės sudedamosiomis dalimis, tuo pačiu ir įmonės vertei nusakančiam EVA rodikliui.



**3.5 pav.** EVA schemos pritaikymas AB TEO LT atveju (sudaryta autorės)

Prieš atliekant jautrumo analizę reikėtų paminėti, kodėl yra svarbu nustatyti svertinių kapitalo kaštų ir EVA rodiklių sąsają ir kuo jie siejasi su darniu vystymusi. Kaip jau buvo minėta pirmoje darbo dalyje, įmonės nevykdančios darnaus vystymosi turės mažiau išteklių, o tai atsiliepia svertiniams kapitalo kaštams, kurie išauga. Tuo tarpu įmonės vykdančios darnų vystymosi politiką ir su tuo susietas investicijas greičiausiai bus patrauklesnė investuotojams ir jos paklausa išaugs, to pasekoje WACC rodiklis bus mažesnis (Nassos 2014).

Remiantis AB TEO LT finansinių ataskaitų 2015 m. gruodžio 31 d. duomenimis (NASDAQ OMX BALTIC 2015), parodomas praktinis EVA schemos pritaikymas svertinių kapitalo kaštų ir EVA kintamųjų sąryšiui vertinti.

Remiantis tyrimo metu gautais rezultatais, atliekama jautrumo analizė (žr. 3.5 pav.), kurios metu inicijuojamas 25 proc. svertinių kapitalo kaštų kintamųjų pokytis ir matyti visos EVA schemos grandinės pokytis (žr. 3.3 lentelę).

**3.3 lentelė.** AB TEO LT svertinių kapitalo kaštų ir EVA rodiklio jautrumo analizė (sudaryta autorės)

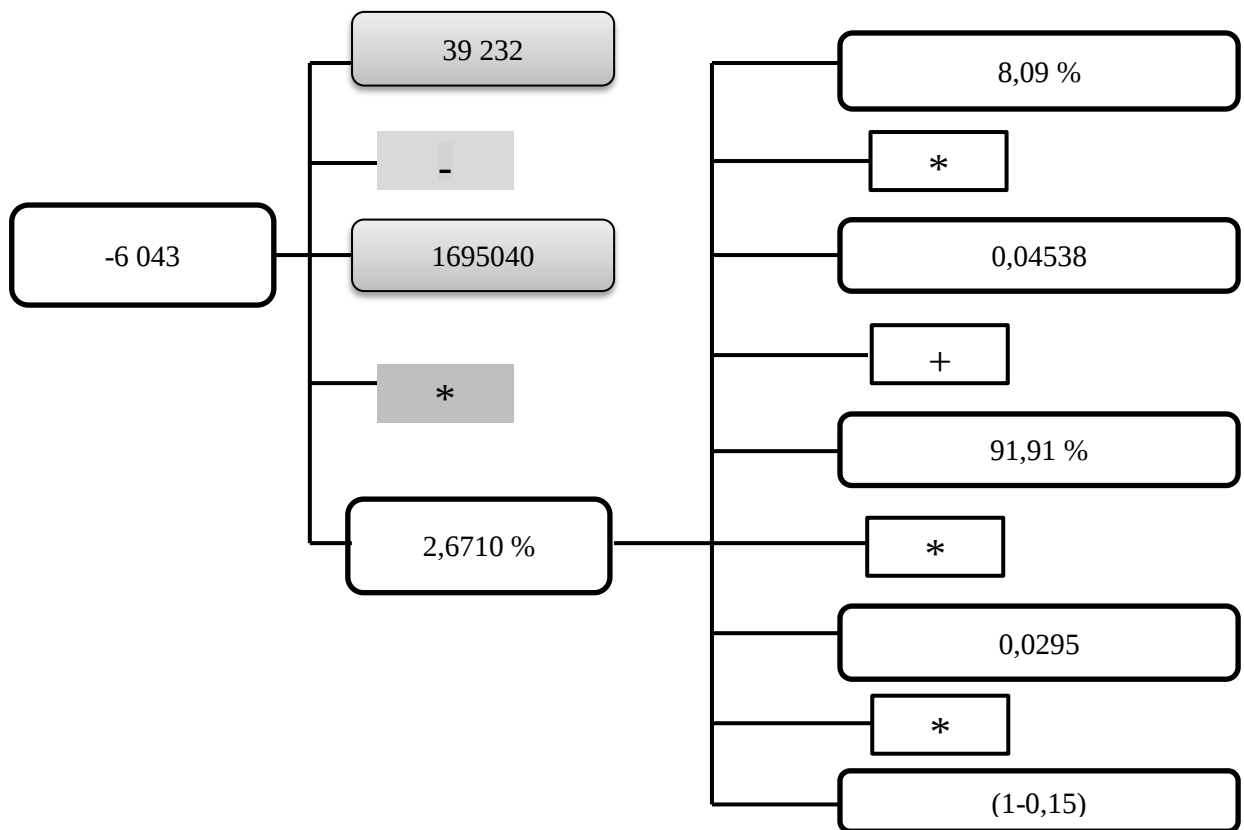
| Parametrai jautrumo analizei | Pokytis | Nauja EVA reikšmė, Eur | EVA pokytis, Eur | EVA santykinis pokytis | Elastingumas |
|------------------------------|---------|------------------------|------------------|------------------------|--------------|
| Svertiniai kapitalo kaštai   | 25%     | 28.037,07              | - 2.100,39       | -6,97%                 | - 0,28       |
|                              | -25%    | 32.237,84              | 2.100,39         | 6,97%                  | - 0,28       |
| Nuosavo kapitalo kaštai      | 25%     | 28.364,37              | - 1.773,08       | -5,88%                 | - 0,24       |
|                              | -25%    | 31.910,54              | 1.773,08         | 5,88%                  | - 0,24       |
| Skolinto kapitalo kaštai     | 25%     | 29.810,15              | - 327,31         | -1,09%                 | - 0,04       |
|                              | -25%    | 30.464,76              | 327,31           | 1,09%                  | - 0,04       |
| Pelno mokesčio norma         | 25%     | 30.195,21              | 57,76            | 0,19%                  | 0,01         |
|                              | -25%    | 30.079,70              | - 57,76          | -0,19%                 | 0,01         |
| Bazinė situacija             | -       | 30.137,45              | -                |                        |              |

Rodiklių jautrumo analizės metu kintamųjų pokyčiai inicijuojami tik svertinių kapitalo kaštų dalyse. Pvz., vienu atveju padidinami nuosavi kapitalo kaštai 25 proc. ir matomas bendras visos grandinės pokytis, kitu atveju sumažinami nuosavi kapitalo kaštai 25 proc. ir stebimas bendras pokytis visoje grandinėje. Tas pats veiksmas atliekamas ir su kitais rodikliais (žr. 3.3 lentelę).

Kaip matyti iš 3.3 lentelės, jautriausiai EVA rodiklis reaguoja į nuosavo kapitalo kaštų kitimą. O tai reiškia, kad jei nuosavo kapitalo kaštai padidėtų (sumažėtų) 25 proc., EVA rodiklis sumažėtų (padidėtų) 5,88 proc. Jautrumo analizė taip pat parodė, kad tarp svertinių kapitalo kaštų, nuosavo kapitalo kaštų, skolinto kapitalo kaštų ir EVA egzistuoja netiesioginis ryšys.

Apibendrinant gautus rezultatus matyti, kad net menkiausias svertinio kapitalo kaštų kintamųjų pokytis sąlygoja pačių svertinių kapitalo kaštų kitimą ir įmonės ekonominės pridėtinės vertės dydį. Vadinasi, įmonės vertės dydį lemia svertinių kapitalo kaštų kintamųjų pokyčiai.

**Hipotezės tikrinimas AB Šiaulių banko atveju.** Taip pat yra sudaroma AB Šiaulių banko EVA schema, remiantis 2015 m. gruodžio 31 d. duomenimis (NASDAQ OMX BALTIC 2016).



**3.6 pav.** EVA schemos pritaikymas AB Šiaulių banko atveju (sudaryta autorės)

Remiantis tyrimo metu gautais rezultatais, atliekama jautrumo analizė (žr. 3.6 pav.), kurios metu inicijuojamas 25 proc. svertinių kapitalo kaštų kintamųjų pokytis ir matyti visos EVA schemos grandinės pokytis (žr. 3.4 lentelė).

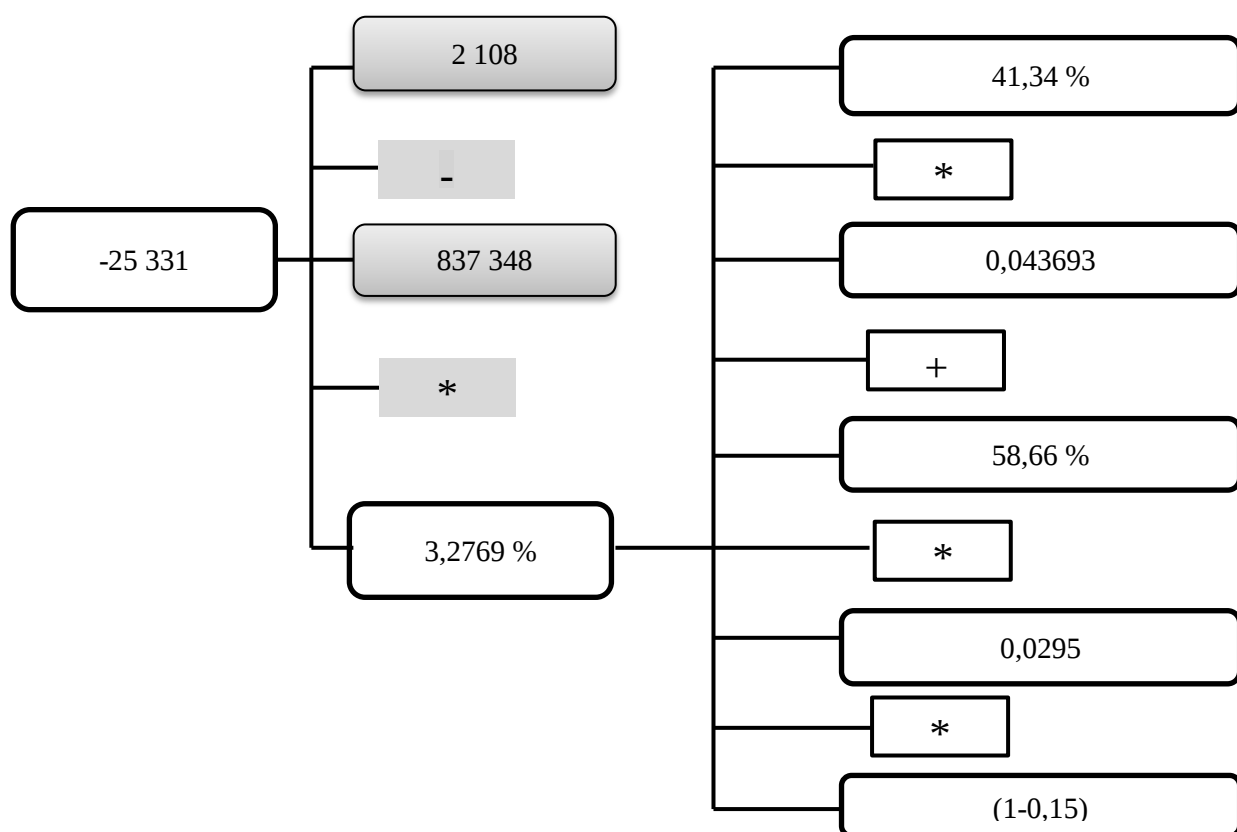
**3.4 lentelė.** AB Šiaulių banko svertinių kapitalo kaštų ir EVA rodiklio jautrumo analizė (sudaryta autorės)

| Parametrai jautrumo analizei | Pokytis | Nauja EVA reikšmė, Eur | EVA pokytis, Eur | EVA santykinis pokytis | Elastingumas |
|------------------------------|---------|------------------------|------------------|------------------------|--------------|
| Svertiniai kapitalo kaštai   | 25%     | - 17.361,47            | - 11.318,69      | 187,31%                | 7,49         |
|                              | -25%    | 5.275,92               | 11.318,69        | -187,31%               | 7,49         |
| Nuosavo kapitalo kaštai      | 25%     | - 7.597,67             | - 1.554,89       | 25,73%                 | 1,03         |
|                              | -25%    | - 4.487,89             | 1.554,89         | -25,73%                | 1,03         |
| Skolinto kapitalo kaštai     | 25%     | - 15.806,58            | - 9.763,80       | 161,58%                | 6,46         |
|                              | -25%    | 3.721,03               | 9.763,80         | -161,58%               | 6,46         |
| Pelno mokesčio norma         | 25%     | - 4.319,75             | 1.723,02         | -28,51%                | - 1,14       |
|                              | -25%    | - 7.765,80             | - 1.723,02       | 28,51%                 | - 1,14       |
| Bazinė situacija             | -       | - 6.042,78             | -                |                        |              |

**Hipotezės tikrinimas AB „Lietuvos energijos gamyba“ atveju**

AB „Lietuvos energijos gamyba“ taip pat yra sudaroma EVA schema, remiantis 2015 m. gruodžio 31 d. duomenimis (NASDAQ OMX BALTIC 2016).

AB „Lietuvos energijos gamyba“ taip pat yra sudaroma EVA schema, remiantis 2015 m. gruodžio 31 d. duomenimis (NASDAQ OMX BALTIC 2016).



**3.7 pav.** EVA schemos pritaikymas AB „Lietuvos energijos gamybos“ atveju (sudaryta autorės)

Remiantis tyrimo metu gautais rezultatais, atliekama jautrumo analizė (žr. 3.7 pav.), kurios metu inicijuojamas 25 proc. svertinių kapitalo kaštų kintamųjų pokytis ir matyti visos EVA schemos grandinės pokytis (žr. 3.5 lentelę).

**3.5 lentelė.** AB „Lietuvos energijos gamybos“ svertinių kapitalo kaštų ir EVA rodiklio jautrumo analizė (sudaryta autorės)

| Parametrai jautrumo analizei | Pokytis | Nauja EVA reikšmė, Eur | EVA pokytis, Eur | EVA santykinis pokytis | Elastingumas |
|------------------------------|---------|------------------------|------------------|------------------------|--------------|
| Svertiniai kapitalo kaštai   | 25%     | - 32.190,30            | - 6.859,66       | 27,08%                 | 1,08         |
|                              | -25%    | - 18.470,98            | 6.859,66         | -27,08%                | 1,08         |
| Nuosavo kapitalo kaštai      | 25%     | - 29.112,27            | - 3.781,62       | 14,93%                 | 0,60         |
|                              | -25%    | - 21.549,02            | 3.781,62         | -14,93%                | 0,60         |
| Skolinto kapitalo kaštai     | 25%     | - 28.408,68            | - 3.078,04       | 12,15%                 | 0,49         |
|                              | -25%    | - 22.252,60            | 3.078,04         | -12,15%                | 0,49         |
| Pelno mokesčio norma         | 25%     | - 24.787,46            | 543,18           | -2,14%                 | - 0,09       |
|                              | -25%    | - 25.873,83            | - 543,18         | 2,14%                  | - 0,09       |
| Bazinė situacija             | -       | - 25.330,64            | -                |                        |              |

Kaip matyti iš 3.5 lentelės, jautriausiai EVA rodiklis reaguoja į nuosavo kapitalo kaštų kitimą. O tai reiškia, kad jei nuosavo kapitalo kaštai padidėtų (sumažėtų) 25 proc. EVA rodiklis sumažėtų (padidėtų) 14,93 proc. Tačiau taip pat pakankamai jautriai reaguoja į skolinto kapitalo kaštų kitimą. Tai galima sieti su tuo, kad AB „Lietuvos energijos gamybos“ nuosavas ir skolintas kapitalas sudaro panašią dalį įmonės turto struktūroje.

Apibendrintai galima teigti, kad hipotezė (H1) yra priimama, kadangi jautrumo analizės dėka buvo nustatyta, kad darnaus vystymosi įtakojami svertiniai kapitalo kaštai ir EVA dydis turi sąsają.

**H2: Darnaus vystymosi veiklų rezultatai atsispindi įmonės vertės vertinimo rodikliuose.**

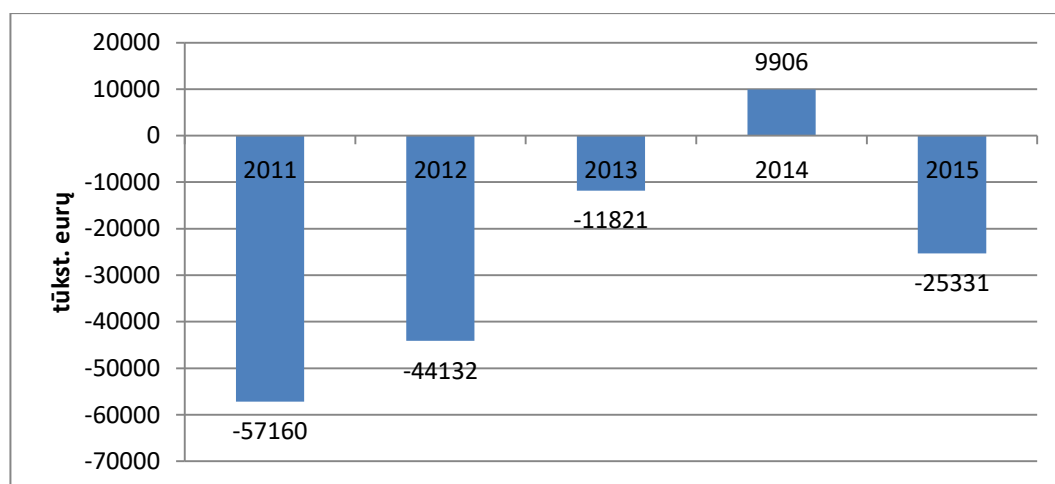
Tam, kad galima būtų patikrinti antrąją hipotezę reikia įvertinti, kokią vertę įmonės sukuria ir kaip vertė keitėsi per analizuojamą 2011–2015 m. laikotarpį. Įmonės kuriamos vertės nustatymui bus naudojamas EVA metodas, vėliau atsižvelgiant į gautus rezultatus bus lyginami EVA ir akcijų vertės pokyčiai. Kaip buvo minėta anksčiau, akcijų vertė bus nustatoma remiantis tokiais rodikliais, kaip: EV/EBITDA, ROE ir rinkos kapitalizacijos rodikliai.

Pirmiausiai bus atliekama AB „Lietuvos energijos gamybos“ analizė. Analizuojamas laikotarpis 2011–2015 m.

**3.6 lentelė.** AB „Lietuvos energijos gamybos“ rodikliai 2011–2015 m. (sudaryta autorės)

|                       | <b>Matavimo vnt.</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|-----------------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Rinkos kapitalizacija | Tūkst. eurų          | 50807       | 44456       | 50807       | 69859       | 63508       |
| EV/EBITDA             | Kartais              | 32          | 16          | 9           | 8           | 10          |
| EVA                   | Tūkst. eurų          | -57160      | -44132      | -11821      | 9906        | -25331      |
| ROE                   | Procentais           | 0,09%       | 2,20%       | 7,68%       | 10,96%      | -0,89%      |

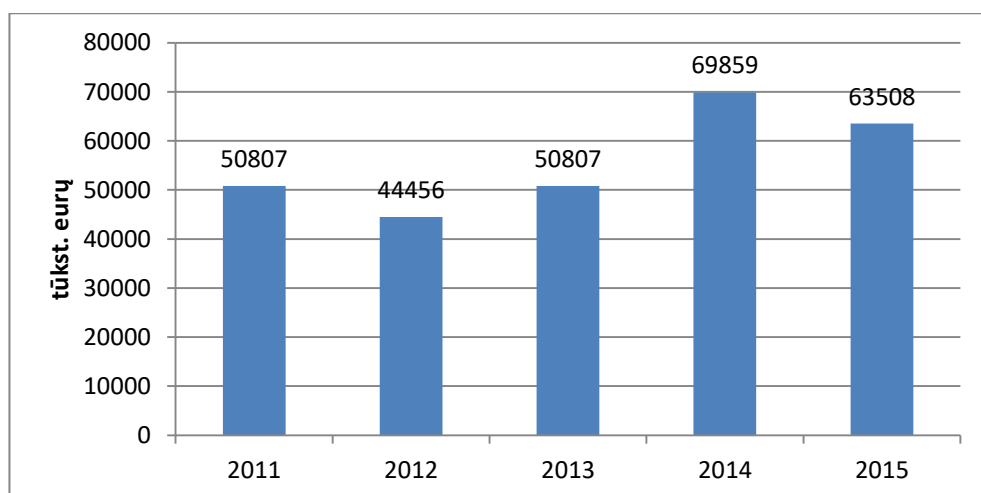
3.6 lentelėje yra pateikiami AB „Lietuvos energijos gamybos“ santykiniai rodikliai, kuriais remiantis yra atliekama tolimesnė įmonės analizė.



**3.8 pav.** AB „Lietuvos energijos gamybos“ EVA rodiklio kitimas, tūkst. eurų (sudaryta autorės)

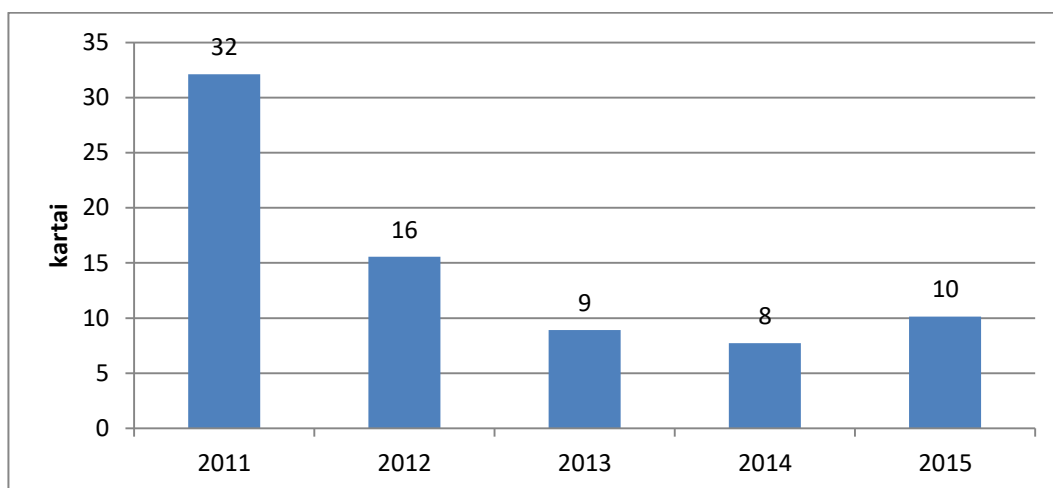
Kaip matyti iš 3.8 pav., AB „Lietuvos energijos gamybos“ vertė buvo neigiama, išskyrus 2014 m.. Tačiau reikėtų atkreipti dėmesį į tai, kad nuo 2012 m. iki 2014 m. kuriama vertė augo. Tos vertės augimą galima sieti su tokiais įvykiais, kaip: 2012 m. AB „Lietuvos energijos gamyba“ prisijungė prie JT Pasaulinio susitarimo, kurio metu savo veikloje išipareigojo vystyti darnų vystymąsi.

Tačiau 2015 m. pastebimas ženklus vertės sumažėjimas, kuris siekė daugiau nei 35 mln. eurų. Tam įtakos turėjo Valstybinės kainų ir energetikos kontrolės komisijos priimtas sprendimas, dėl bendrovės pajamų mažinimo. Nutarime buvo nuspręsta, kad AB „Lietuvos energijos gamyba“ turi mažinti suteikiamų paslaugų įkainius 2015–2016 m. laikotarpiu (išsamesnė informacija pateikiama H priedo, 1 lentelėje).



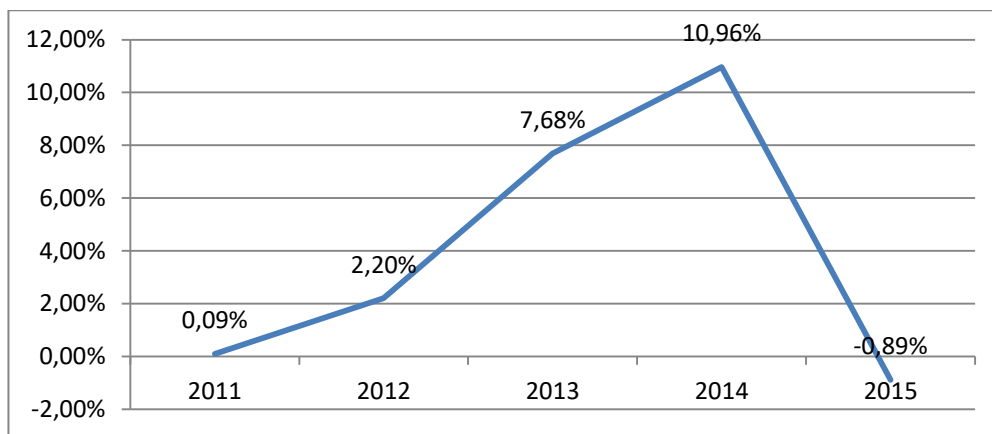
**3.9 pav.** AB „Lietuvos energijos gamybos“ rinkos kapitalizacijos rodiklis, tūkst. eurų (sudaryta autorės)

Rinkos kapitalizacijos rodiklis patvirtina tai, kad ne tik AB „Lietuvos energijos gamybos“ kuriama ekonominė pridėtinė vertė, apskaičiuota EVA metodu, bet ir akcijų vertė 2014 m. buvo didžiausia ir siekė beveik 70 mln. eurų. Akcijų vertės augimą galimai lėmė tai, kad AB „Lietuvos energijos gamyba“ 2014 m. darbuotojų konferencijoje patvirtino naują kolektyvinės sutarties redakciją, kuri užtikrina palankesnę socialinių naudų paketą Bendrovėje dirbantiems darbuotojams, negu to reikalauja Lietuvos Respublikos darbo kodeksas (žr. H priede, 1 lentelėje).



**3.10 pav.** AB „Lietuvos energijos gamybos“ EV/EBITDA rodiklio kitimas (sudaryta autorės)

Įmonės vertės ir pelno prieš pelno mokestį, palūkanas, nusidėvėjimą ir amortizaciją santykis atskleidė, kad įmonė kasmet nuo 2011 m. iki 2014 m. potencialių investuotojų tarpe buvo vis labiau vertinama. 2014 m. AB „Lietuvos energijos gamybos“ įmonės vertė, apskaičiuota EV metodu, 8 kartus buvo didesnė nei EBITDA rodiklis.



**3.11 pav.** AB „Lietuvos energijos gamybos“ ROE rodiklio kitimas, proc. (sudaryta autorės)

Nagrinėjant nuosavo kapitalo grąžos rodiklį (ROE), galima pastebėti, kad jis taip pat, kaip ir prieš tai paminėti rodikliai 2011–2014 m. augo ir 2014 m. pasiekė didžiausią reikšmę - 10,96 proc. Tačiau 2015 m. jis ženkliai krito ir tapo neigiamas, kadangi AB „Lietuvos energijos gamyba“ patyrė nuostolius.

Taip pat 2015 m. santykinį rodiklių mažėjimą lėmė tai, kad AB „Lietuvos energijos gamyba“ ir UAB „Energijos tiekimas“ pasirašė verslo dalies perdavimo ir priėmimo aktą. Šiuo aktu UAB „Energijos tiekimas“ nuo 2016 m. sausio 1 d. perėmė nuosavybės teises į komercinę AB „Lietuvos energijos gamybos“ didmeninės elektros prekybos verslo dalį.

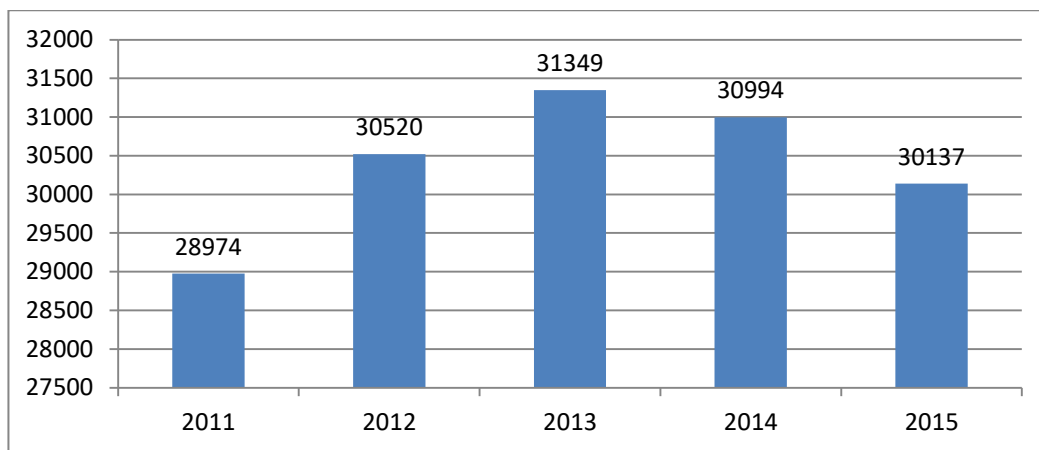
Pasirašydama verslo dalies perdavimo ir priėmimo aktą, AB „Lietuvos energijos gamyba“ sėkmingai užbaigė vieną iš „Lietuvos energija“ įmonių grupės veiklos grandinės išgryninimo programos projektų, kurio apimtyje buvo numatytas Bendrovės gamybos veiklos išgryninimas nuo Bendrovės atskiriant dalį Bendrovės vykdomos komercinės elektros energijos didmeninės prekybos veiklos.

Apibendrintai galima teigti, kad AB „Lietuvos energijos gamybos“ santykinį rodiklių kitimą įtakojo vykdomos darnaus vystymosi veiklos, o tai atsispindėjo įmonės kuriamojo vertėje.

**3.7 lentelė.** AB TEO LT rodikliai 2011–2015 m. (sudaryta autorės)

|                       | Matavimo vnt. | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|-----------------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Rinkos kapitalizacija | Tūkst. eurų   | 497163 | 512700 | 613686 | 477743 | 600092 |
| EV/EBITDA             | Kartai        | 5,37   | 5,00   | 6,55   | 6,09   | 7,92   |
| EVA                   | Tūkst. eurų   | 28974  | 30520  | 31349  | 30994  | 30137  |
| ROE                   | Procentai     | 14,84% | 15,22% | 14,36% | 15,85% | 14,56% |

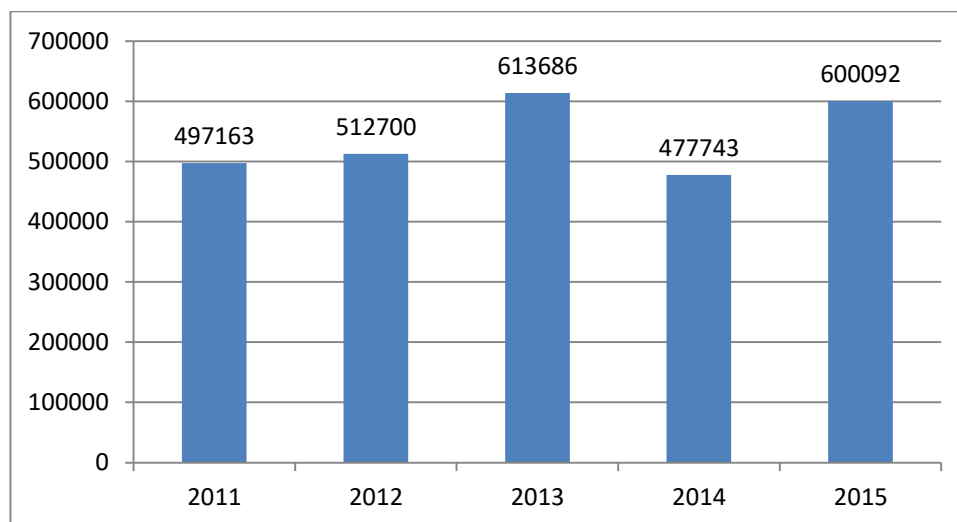
**AB TEO LT.** Toliau buvo atliekama AB TEO LT įmonės analizė. Kaip matyti iš 3.12 pav. analizuojamos įmonės EVA rodiklis visu analizuojamu laikotarpiu buvo teigiamas. Didžiausią reikšmę jis pasiekė 2013 m., kuomet EVA rodiklis siekė daugiau nei 31 mln. eurų.



**3.12 pav.** AB TEO LT EVA rodiklio kitimas, tūkst. eurų (sudaryta autorės)

Tačiau vertėtų atkreipti dėmesį, kad 2014 m. AB TEO LT kuriama vertė sumažėjo 17 proc. Tam įtakos turėjo tai, kad AB TEO LT 2014 m. spalio 20 d. Lietuvos Respublikos Juridinių asmenų registre įregistravo naują įstatų redakciją. Jos tikslas buvo įstatus sumažinti iki 168 736 428 eurų (mažinimo suma – 56 245 476 eurų).

2015 m. matyti EVA rodiklio sumažėjimas, kuri galėjo įtakoti sumažėję dividendai tenkantys vienai akcijai. Jie 2015 m. siekė tik 0,01 eurų vienai akcijai, tuo tarpu 2014 m. šis rodiklis siekė 0,068 eurų vienai akcijai.

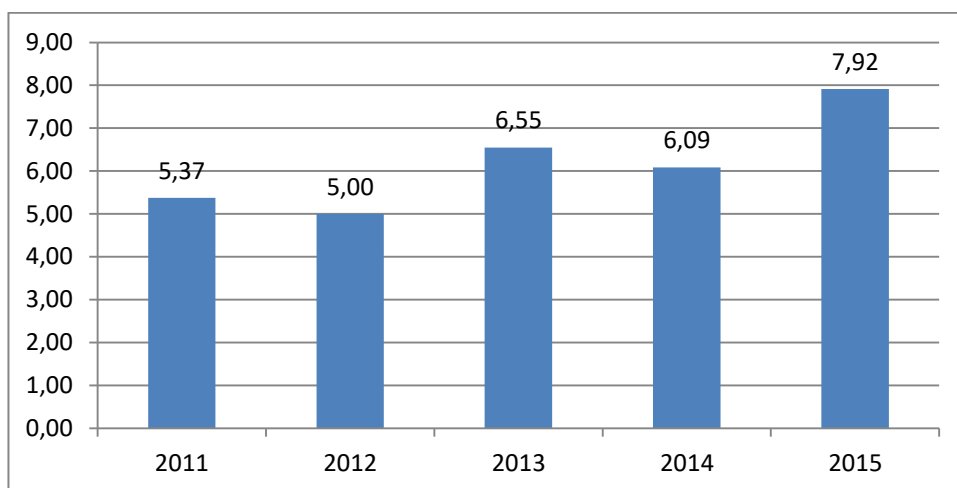


**3.13 pav.** AB TEO LT rinkos kapitalizacijos rodiklio kitimas, tūkst. eurų (sudaryta autorės)

Kaip galima matyti iš 3.13 pav., rinkos kapitalizacijos rodiklis visu analizuojamu laikotarpiu buvo teigiamas, tačiau 2014 m. šis rodiklis lyginant su 2013 m. sumažėjo 22 proc. Tam įtakos turėjo prieš tai minėti pasikeitimai įmonės įstatinio kapitalo straipsnyje. Tačiau reiktų atkreipti dėmesį į tai, kad 2015 m. rinkos kapitalizacijos rodiklis išaugo iki 600 mln. eurų ir beveik pasiekė 2013 m. lygį. Tam įtakos galimai turėjo tai, kad 2015 m. investuotojai palankiai įvertino įmonės

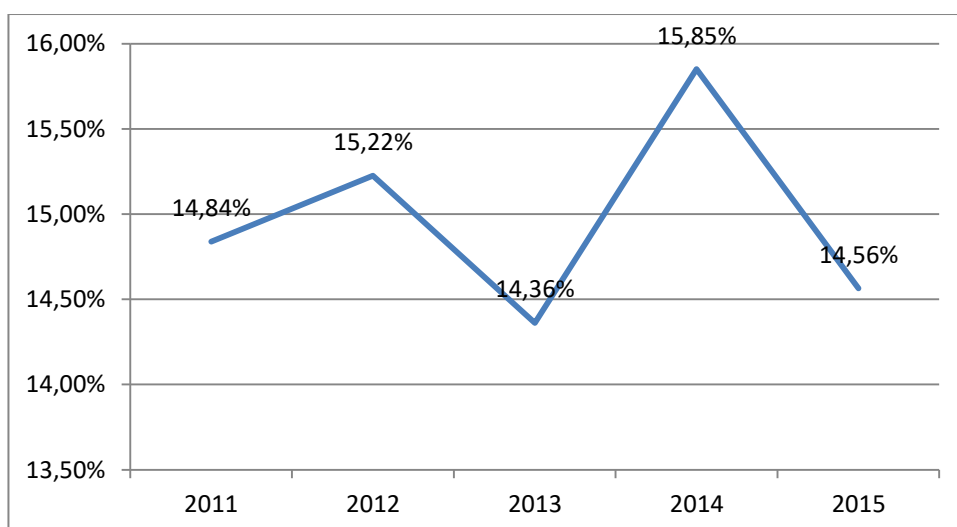
ketinimus sujungti veiklą su kita įmone, kuri taip pat savo veikloje vysto darnų vystymąsi t. y. AB Omnitel.

Taip pat 2015 m. augimą paskatino tai, kad „CV-Online“ rengiamos „Top darbdavio 2014“ apklausos duomenimis, AB TEO LT paskelbtas geriausiu darbdaviu IT kategorijoje. Be to 2015 m. AB TEO LT su „SEB investicijų valdymu“ sudarė sutartį, dėl AB TEO LT darbuotojų pensijų kaupimo III pakopos pensijų fonduose.



**3.14 pav.** AB TEO LT EV/EBITDA rodiklio kitimas, kartais (sudaryta autorės)

Tuo tarpu EV/EBITDA rodiklis atskleidė, kad AB TEO LT įmonės vertės ir EBITDA santykis 2011–2015 m. laikotarpyje nėra pastovus. 2014 m. šio rodiklio mažėjimą taip pat galimai paskatino nagrinėjamos įmonės nuosprendis sumažinti akcijų kiekį.



**3.15 pav.** AB TEO LT ROE rodiklio kitimas, procentais (sudaryta autorės)

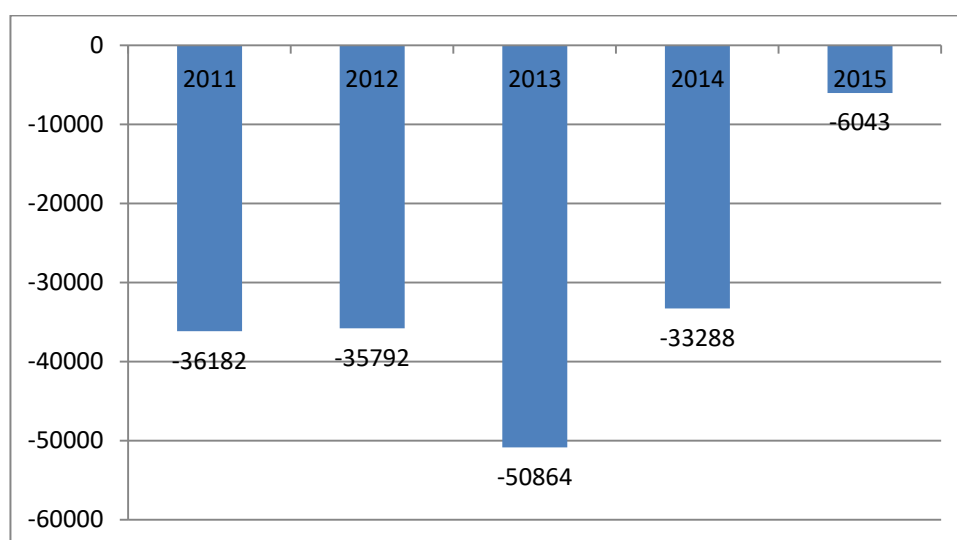
Kalbant apie ROE rodiklį, reikėtų atkreipti dėmesį į tai, kad jo kitimas 2011–2015 m. laikotarpiu nėra pastovus. 2014 m. ROE rodiklis ženkliai išaugo, tam galimai įtakos turėjo tai, kad per NASDAQ OMX Vilniaus, Rygos ir Talino vertybinių popierių biržų apdovanojimus AB TEO LT buvo pripažinta skaidriausia ir geriausia Baltijos rinkos ryšių su investuotojais bendrove, pagal analitikų vertinimą. Taip pat tokį įvertinimą suteikė ir investuotojų žurnalas „IR Magazine“. Tačiau pastebima, kad 2015 m. lyginant su 2014 m. ženkliai sumažėjo. Tam galimai įtakos turėjo besitraukianti telekomunikacijų rinka.

**AB Šiaulių bankas.** Toliau buvo analizuojamas AB Šiaulių bankas. 3.8 lentelėje yra pateikiami apskaičiuoti santykiniai rodikliai, kuriais remiantis yra tikrinama išsikelta H2 hipotezė.

**3.8 lentelė.** AB Šiaulių banko rodikliai 2011–2015 m. (sudaryta autorės)

|                       | Matavimo vnt. | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|-----------------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Rinkos kapitalizacija | Tūkst. eurų   | 70457  | 58714  | 65000  | 78300  | 91226  |
| EV/EBITDA             | Kartai        | 30     | 30     | 39     | 37     | 43     |
| EVA                   | Tūkst. eurų   | -36182 | -35792 | -50864 | -33288 | -6043  |
| ROE                   | Procentai     | 4,43%  | 4,17%  | 5,71%  | 11,04% | 17,38% |

Kaip galima matyti iš 3.16 pav., nagrinėjamas AB Šiaulių bankas visu analizuojamu laikotarpiu pridėtinės vertės nesukuria, kadangi EVA rodiklis neigiamas. Tačiau galima pastebėti, kad nuo 2013 m. banko vertė kasmet auga.



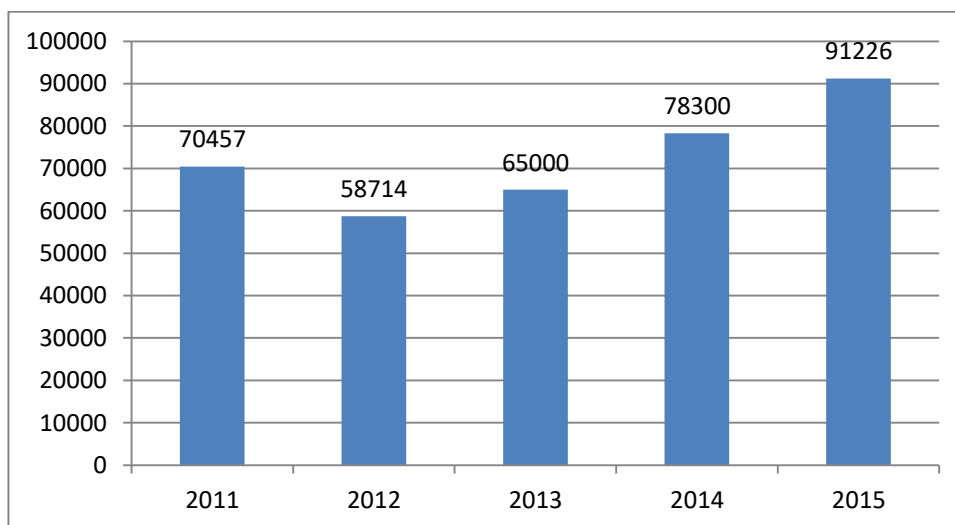
**3.16 pav.** AB Šiaulių banko EVA rodiklio kitimas, tūkst. eurų (sudaryta autorės)

Pirmiausiai analizuojant AB Šiaulių banko vertę, galima pastebėti (žr. 3.16 pav.), kad ji mažiausia buvo 2013 m. ir siekė 51 mln. eurų. Tais metais bankas prisiėmė „sveikąją“ UAB Ūkio banko turto dalį (žr. H priede, 3 lentelėje).

Tuo tarpu 2014 m. (lyginant su 2013 m.) vertė padidėjo beveik 18 mln. eurų. Tam įtakos galimai turėjo tai, kad buvo pakeisti AB Šiaulių banko įstatai. Jie buvo padidinti iki 78,2 mln. eurų iš banko lėšų.

Taip pat 2014 m. AB Šiaulių bankas pagal finansuojamų projektų skaičių tapo daugiabučių namų renovacijos finansavimo lyderiu Lietuvoje – pagal naują administratorių finansavimo programą AB Šiaulių banke pasirašytos 377 kreditavimo sutartys, o tai sudaro 73,47 mln. eurų. Be to dar pritarta 449 renovacijų projektų finansavimui. 2014 m. pabaigoje AB Šiaulių bankas buvo daugiausia paraiškų, dėl kreditavimo pagal JESSICA programą patvirtinęs bankas Lietuvoje, dėl to tapo pirmuoju šalies Europos investicijų banko (EIB) partneriu teikiant lengvatines paskolas renovacijai (AB Šiaulių banko socialinės atsakomybės ataskaita 2014).

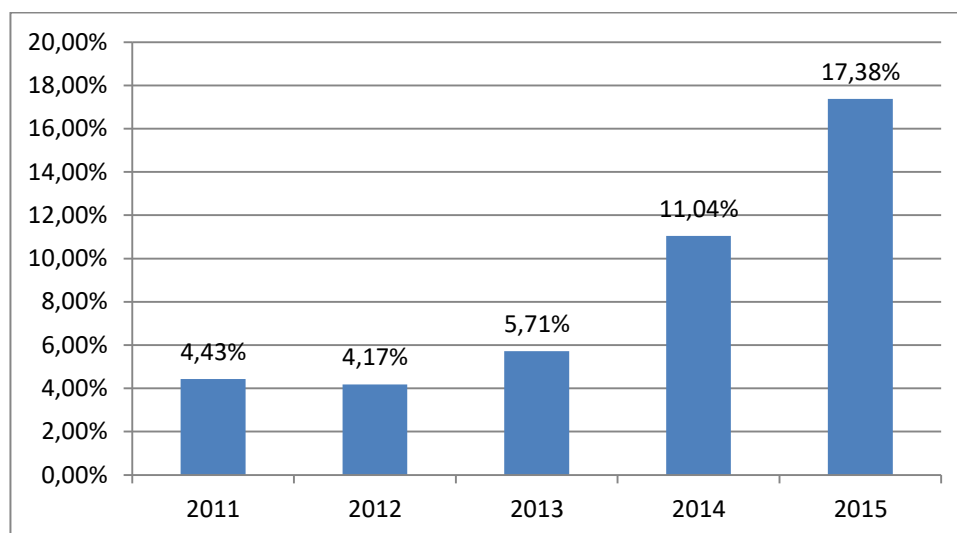
Taip pat vertės augimą galima pastebėti ir 2015 m., kuomet vertė lyginant su 2013 m. išaugo 44 mln. eurų. Šį vertės augimą paskatino tai, kad analizuojamu laikotarpiu bankas įsigijo ir prisijungė dvi įmones: banką AB Finasta ir AB FMĮ Finasta.



**3.17 pav.** AB Šiaulių banko rinkos kapitalizacijos rodiklio kitimas, tūkst. eurų (sudaryta autorės)

Kaip matyti iš 3.17 pav., akcijos vertė apskaičiuota naudojant rinkos kapitalizacijos rodiklį, kasmet nuo 2012 m. augo ir 2015 m. siekė 91 mln. eurų. Tam didžiausios įtakos turėjo kasmet vis naujai formuojamas įstatinis kapitalo dydis, kadangi akcijos rinkos kaina 2011–2015 m. keitėsi neženkliai ir sudarė 30 euro cent. už vieną akciją.

Didžiausiais įstatinis kapitalas buvo formuojamas 2015 m., kuomet analizuojamas bankas ketino įsigyti dvi įmones: AB Finasta ir AB FMĮ Finasta (žr. H priede, 3 lentelėje). Įstatinio kapitalo dydis siekė 315 mln. vnt. akcijų arba 91 mln. eurų.



**3.18 pav.** AB Šiaulių banko ROE rodiklio kitimas, procentais (sudaryta autorės)

Tuo tarpu analizuojant AB Šiaulių banko ROE rodiklio kitimą, galima pastebėti, kad jis kasmet augo. Tam įtakos turėjo tai, kad banko grynasis pelnas augo sparčiau lyginant su nuosavo kapitalo dydžiu.

Taip pat prie gerėjančių analizuojamo banko rodiklių prisidėjo tai, kad bankas prisijungė dvi įmones, apie tai buvo minima anksčiau. Taip pat prie gerėjančių rodiklių prisidėjo tai, kad Moody's Investors Service (2015) paskelbė, kad padidino AB Šiaulių banko ilgalaikio skolinimosi reitingą nuo B1 iki Ba2. O tai parodo, kad ilgalaikio skolinimosi reitingo perspektyva yra stabili.

Taip pat AB Šiaulių bankas aktyviai vykdo korupcijos prevenciją. Tarptautinis verslo ir finansų žurnalas „Global Finance“ AB Šiaulių bankui 2014 m. skyrė prestižinį įvertinimą – AB Šiaulių bankas buvo pripažintas saugiausiu banku Lietuvoje.

**3.9 lentelė.** Įmonės ir rodikliai, kuriuose atsispindi darnaus vystymosi sritys (sudaryta autorės)

|                              | EVA | EV/EBITDA | ROE | Rinkos kapitalizacija |
|------------------------------|-----|-----------|-----|-----------------------|
| AB TEO LT                    | X   |           | X   | X                     |
| AB Lietuvos energijos gamyba | X   | X         | X   | X                     |
| AB Šiaulių bankas            | X   |           | X   |                       |

Siekiant apibendrinti gautus rezultatus, buvo sudaryta 3.9 lentelė, kurioje yra pateikiamos nagrinėjamos įmonės. Šioje lentelėje x ženklu pažymėti rodikliai, kurių kitimą galima sieti su darnaus vystymosi veiklos sritimis.

AB TEO LT dalį finansinių rodiklių kitimą galima sieti su vykdomomis darnaus vystymosi veiklos sritimis. Tarkime rinkos kapitalizacijos rodiklio kitimą galimai įtakuoja įmonės susijungimas

su AB Omnitel, kuri taip pat savo veikloje vysto darnų vystymąsi. Taip pat darnaus vystymosi veiklos sritys atsiskleidė per tokias sritis, kaip palankus busimų (esamų) darbuotojų vertinimas „CV-Online“ vykdomoje apklausoje bei AB TEO LT sutarties su „SEB investicijų valdymu“ sudarymas, dėl darbuotojų pensijų kaupimo III pakopos pensijų fonduose. Taip pat AB TEO LT aktyviai vykdo korupcijos prevenciją.

Kalbant apie AB „Lietuvos energijos gamybos“ atlikto tyrimo rezultatus, galima matyti, kad visų rodiklių kitimą galima sieti darniu vystymusi. Svarbiausias įvykis yra įmonės prisijungimas prie JT Pasaulinio susitarimo organizacijos, kadangi nuo tų metų, t. y. 2012 m., įmonės finansiniai rodikliai pradėjo gerėti. Taip pat prie gerėjančių rodiklių prisidėjo ir tai, kad įmonė patvirtino naują kolektyvinės sutarties reakciją darbuotojų naudai.

AB Šiaulių banko atveju rodiklių kitimą galima taip pat sieti su darnaus vystymosi vykdomomis sritimis. Darnus vystymasis pasireiškė per tokias sritis, kaip atitinkamų institucijų viešai skelbiama informacija apie įmonei skirtus prestižinius įvertinimus. Taip pat šis bankas suteikė daugiausiai lengvatinių paskolų renovacijai ir aktyviai vykdė korupcijos prevenciją.

Apibendrintai galima teigti, kad antroji hipotezė pasitvirtino ne visuose įmonėse. Remiantis atliktu rodiklių tyrimu buvo nustatyta, kad antroji hipotezė pasitvirtino AB TEO LT ir AB „Lietuvos energijos gamybos“ atveju. Analizuojant šių įmonių finansinius rodiklius buvo nustatyta, kad jų kitimą veikia vystomos darnaus vystymosi veiklos sritys. Tuo tarpu AB Šiaulių banko atveju santykinis finansinių rodiklių ir darnaus vystymosi ryšys buvo nustatytas tik dviejose rodikliuose: EVA ir ROE. Kadangi hipotezė pasitvirtino dviem įmonėm iš trijų, ji yra priimama.

## IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

1. Apibendrinus ir susisteminus mokslinėje literatūroje pateikiamą informaciją, kaip darnus vystymasis atspindi biržinių įmonių vertėje ir kokį daro poveikį, galima teigti, kad darnus vystymasis pirmiausiai daro poveikį įmonės finansiniams rodikliams, kaip pardavimai, savikaina, pelnas. Taip pat įmonės, kurios tinkamai integruos darnaus vystymosi koncepciją, turi galimybę tapti konkurencingesnės, kadangi įmonės tampa patrauklesnės ne tik pirkėjams, bet ir investuotojams. Apibendrinus galima teigti, kad tarp biržinių įmonių vystomo darnaus vystymosi ir įmonės vertės yra ryšys.
2. Išnagrinėjus galimus metodus, kuriais remiantis būtų galima įvertinti biržinių įmonių vertę, remiantis atliktos mokslinės literatūros analize buvo nuspręsta tolimesniame darbe naudoti tokius rodiklius, kaip EVA, kuris parodo įmonės kuriamą vertę ir įvertina svertinius kapitalo kaštus, EV/EBITDA, rinkos kapitalizaciją ir ROE rodiklį, kuris atskleidžia, kaip efektyviai yra valdomas įmonės nuosavas kapitalas.
3. Siekiant įvertinti, ar biržinių įmonių vykdomas darnus vystymasis daro poveikį vidutiniams svertiniams kapitalo kaštams ir, ar tai atspindi įmonės vertėje, buvo atliekama jautrumo analizė. Pagrindiniai svertinių kapitalo kaštų kintamieji, turintys įtakos įmonės vertės dydžiui yra: nuosavo kapitalo kaštai, skolinto kapitalo kaštai ir pelno mokesčio norma. Remiantis gautais rezultatais galima teigti, kad svertiniai kapitalo kaštai nulemia įmonės vertės kitimą.
4. Siekiant įvertinti, ar darnaus vystymosi veiklų rezultatai atspindi įmonės vertės vertinimo rodikliuose, buvo naudojami tokie santykiniai finansiniai rodikliai, kaip EVA, EV/EBITDA, rinkos kapitalizacija ir ROE. Jais remiantis buvo nustatyta, kad antroji hipotezė pasitvirtino dviem biržinėms įmonėms: AB TEO LT ir AB „Lietuvos energijos gamyba“. Analizuojant šių įmonių finansinius rodiklius buvo nustatyta, kad jų kitimą tiesiogiai lemia vystomos darnaus vystymosi veiklos sritys. O AB Šiaulių banko atveju santykinų finansinių rodiklių ir darnaus vystymosi ryšys buvo nustatytas tik dviejų rodiklių: EVA ir ROE. Kadangi AB Šiaulių banko atveju hipotezė pasitvirtino tik 50 proc.

## LITERATŪRA IR KITI ŠALTINIAI

- AB Šiaulių banko socialinės atsakomybės ataskaita. 2014. [Interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-05]. Prieiga per internetą: <<https://www.sb.lt/file/socialineatsakomybesataskaita2014.pdf>>.
- AB TEO LT socialinės atsakomybės ataskaitos. 2015. [Interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-15]. Prieiga per internetą: <<https://www.teo.lt/ma2015/node/82>>.
- Artiach, T.; Lee, D.; Nelson, D.; Walker, J. 2010. The Determinants of Corporate Sustainability Performance, *Accounting and Finance*, 50: 31-51.
- Bacidore, J. M.; Boquist, J. A.; Milbourn, T. T.; Thakor, A. V. 1997. The Search for the Best Financial Performance Measure, *Financial Analysts Journal*, May/June: 11–20.
- Barrientos, S. 2013. Corporate purchasing practices in global production networks: asocially contested terrain, *Geoforum*, 44: 44–51.
- Bartkauskaitė, I.; Stankevičienė, J.; Miečinskienė, A. 2016. Įmonės finansinis likvidumas kaip priemonė įmonės vertei didinti, *Science: Future of Lithuania*, 8(2): 192–199.
- Beyoglu B.; Ivanov M. 2008. Technical Analysis of CAN SLIM Stocks. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-20]. Prieiga per internetą: <[http://www.wpi.edu/Pubs/E-project/Available/E-project-050108012016/unrestricted/Technical\\_Analysis\\_of\\_CAN\\_SLIM\\_Stocks.pdf](http://www.wpi.edu/Pubs/E-project/Available/E-project-050108012016/unrestricted/Technical_Analysis_of_CAN_SLIM_Stocks.pdf)>.
- Bendoraitienė, E., Šimkutė, E. 2016. Įmonių socialinės atsakomybės atskleidimo vertinimas Lietuvos didžiosiose įmonėse, *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai*: 10(1): 44–62.
- Bolek, M.; Wolski, R. 2012. Profitability or liquidity: influencing the market value: the case of Poland, *International Journal of Economics and Finance*, 4(9): 184–185.
- Burkšaitienė, D.; Juozapavičienė, A. 2008. Įmonių vertės kūrimą ir jos valdymą atspindintys vertės matai, *Ekonomika ir vadyba*, 13: 467–474.
- Chu, T. 2012. Study on the influencing factors of listed companies' voluntary information disclosure. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.ier-institute.org/2070-1918/lnit14/v14/268.pdf>>.
- Cibulskienė, D.; Lileikienė, A.; Marcišauskienė, J. 2008. Kapitalo struktūros sprendimai kaip apsisprendimo problema modernioje finansavimo teorijoje, *Ekonomika, vadyba ir aktualijos*, 4(13): 72–80.
- Condra, L. W. 1995. *Value-added Management with design of experiments*. England: Clays Ltd, Stves plc.
- Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J. 1996. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 2nd ed., John Wiley & Sons, Inc.

- Čiegis, R. 2008. Sustainable development dimensions and stages, *Modelling the European Future: Integrating the Old and the New*. Klaipėda: Klaipėda university. The 4th scientific volume, 139–143.
- Čiegis, R. 2009. Darnaus žemės ūkio plėtra Lietuvoje, *Vadybos mokslas ir studijos – kaimo verslų ir jų infrastruktūros plėtrai*. 16 (1): 30–37.
- Dagilienė, L. et al. 2006. The Application of Financial Valuation Methods in Investment Decisions, *Vadyba = Management*. 2(11):28–33.
- Damodaran, A. 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (2nd ed.)*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.
- Europos Komisija. 2014. *Corporate Social Responsibility National Public Policies in the European Union Compendium 2014*, Luxembourg: Publications Office of the European Union.
- Friedlob, G. T.; Schleifer, L. L. F.; Plewa, F. J. 2002. *Essentials of Corporate Performance Measurement*. John Wiley & Sons, Inc.
- Galinienė, B. 2015. *Turto ir verslo vertinimo sistemos transformacijos: monografija*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
- Gruževskis, B.; Vasiljevienė, N.; Moskvina, J.; Kleinaitė, I. 2006. *Aktualūs socialinės politikos klausimai 2006 / 7*. Darbo ir socialinių tyrimų institutas socialinės apsaugos ir darbo ministerija LR trišalė taryba.
- Hansen, G. S.; Wernerfelt, B. 1989. Determinants of Firm Performance: The Relative Importance of Economic and Organizational Factors, *Strategic Management Journal*, 10(5): 399–411.
- ISO. 1996. *ISO 14001 standartas*. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-20]. Prieiga per internetą: <[http://www.iso.org/iso/catalogue\\_detail?csnumber=31807](http://www.iso.org/iso/catalogue_detail?csnumber=31807)>.
- Ivashkovskaya, I.; Stepanova, A.; Eliseeva, N. 2014. Does corporate financial architecture contribute to sustainable corporate growth? *The evidence from Russian companies*. *Корпоративные финансы* 4(32).
- Jakulevičienė, L. 2012. Įmonių socialinės atsakomybės įgyvendinimas ir nauda. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-02-03]. Prieiga per internetą: <[http://www.undp.lt/uploads/Publications%20LT/Atsakingas%20verslas\\_NR5.pdf](http://www.undp.lt/uploads/Publications%20LT/Atsakingas%20verslas_NR5.pdf)>.
- Jonikas, D. 2015. Įmonių socialinės atsakomybės pagrindu sukurtos mainomosios vertės matavimas vertės kūrimo grandinėje, *Regional formation and development studies*, 2(16): 33–43.
- Jurevičienė, D.; Bapkauskaitė, G. 2014. Kompleksinis investicinių fondų veiklos vertinimas, *Verslo sistemos ir ekonomika*. 4(1): 64–77.
- Kalvionytė, A.; Korsakienė, R. 2016. Intelektinio kapitalo įtaka verslo internacionalizacijos procesams Lietuvos įmonėse. *Mokslas – Lietuvos ateitis*, 8(2): 149–158.

- Kazlauskienė, V.; Christauskas, Č. 2008. Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers, *Inžinerinė ekonomika*, 2: 23–31.
- Kleinaitė, I. 2007. *Įmonių socialinės atsakomybės gairės mažoms ir vidutinėms įmonėms ir geros praktikos pavyzdžiai*. Atsakingo verslo praktika.
- Klovienė, L. 2012. *Veiklos vertinimo sistemos adekvatumas verslo aplinkai: daktaro disertacijos santrauka: 03S*. Vadybos ir administravimo programa. Kaunas: Kauno technologijų universitetas.
- Lapinskaitė, I. 2013. *Optimal Allocation of Investments for Company's Sustainable Development: summary of doctoral dissertation*. Vilnius: Technika.
- Li, H.; Zhao, P. 2011. A study of factors influencing voluntary disclosure of Chinese listed companies. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.seiofbluemountain.com/upload/product/201108/2011gszlh02a11.pdf>>.
- Lietuvių kalbos žodynas. 2016. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.lkzd.lki.lt/Zodynas/Visas.asp>>.
- Lietuvos centrinis bankas. 2016. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-20]. Prieiga per internetą: <<https://www.lb.lt/>>.
- Lietuvos energijos gamyba AB. 2016. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-10-02]. Prieiga per internetą: <<https://gamyba.le.lt/lt/socialine-atsakomybe/socialines-atsakomybes-kryptys>>.
- Lileikienė, A.; Dauginytė, D. 2009. Investicinio portfelio valdymas: investicinės grąžos ir rizikos subalansavimas, *Vadyba: mokslo darbai*, 14(1): 15–27.
- Lindgreen, A.; Antiocho, M.; Harness, D.; van der Sloot, R. 2009. Purchasing and marketing of social and environmental sustainability for high-tech medical equipment, *Journal of business ethics* 85: 445–462.
- LR įstatymas. 2000. *Lietuvos respublikos akcinių bendrovių įstatymas*. Valstybės žinios, Nr. 64–1914.
- LR socialinės apsaugos ir darbo ministerija. 2014. Trumpa informacija apie Pasaulinį susitarimą. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.socmin.lt/lt/darbo-rinka-uzimtumas/imoniu-socialine-atsakomybe-isa/trumpa-informacija-apie-73c2.html>>.
- LR Vyriausybės nutarimas. 2003. Dėl nacionalinės darnaus vystymosi strategijos patvirtinimo ir įgyvendinimo. *Valstybės žinios*, 1160, 89–4029.
- Madura, J. 2008. *Financial Markets and Institutions, 8th Edition*. Florida: Thomson/SouthWestern.
- Markowitz, H. M. 1999. The early history of portfolio theory 1600- 1960, *Financial Analysts Journal*, 55(4): 5–16.
- Martin, B. 2014. Shares prices boosted by corporate sustainability policies. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-11]. Prieiga per internetą:

- <<http://www.telegraph.co.uk/finance/markets/11096221/Shares-prices-boosted-by-corporate-sustainability-policies.html>>.
- Myers, R. 1996. Metric Wars. *CFO Mag. Chief Finan. Off*, 12:41–50.
- Moody's Investors Service. 2015. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-12-02]. Prieiga per internetą: <<https://www.moody.com/>>.
- Moon, J. 2002. Business Social Responsibility and New Governance. *Government and Opposition*, 37:385–408.
- NASDAQ OMX BALTIC. 2016 [interaktyvus], [žiūrėta 2016-05-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?lang=lt>>.
- NASDAQ OMX BALTIC. 2016. Prekyba bendrovės vertybiniais popieriais biržoje. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-18]. Prieiga per internetą: <<http://www.nasdaqbaltic.com/lt/paslaugos-ir-produktai-2/vertybiniu-popieriu-listingas/prekyba-bendroves-vertybiniais-popieriais-birzoje/>>.
- Nassos, G. 2014. How sustainability improves shareholder value. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-11]. Prieiga per internetą: <<https://www.greenbiz.com/blog/2014/09/11/how-sustainability-improves-shareholder-value>>
- Nippel, S. F. 2003. Unternehmensbewertung mit dem WACC-Verfahren: Steuern, Wachstum und Teilausschüttung, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 55: 401-422.
- Paužulienė, J. 2013. Socialinės atsakomybės įtaka darniai verslo plėtrai, *Jaunųjų mokslininkų darbai*. 1(26):115–121.
- Petravičius, T.; Tamošiūnienė, R. 2008. Corporate performance and the measures of value added, *Transport*. 23(3): 194–201.
- Pratt, S. P.; Reilly, R. F.; Schwehs, R. P. 1998. *Valuing Small Businesses & Profesional Practices*. New York, McGraw-Hill.
- Reilly, F. K.; Brown, K. C. 1997. *Investment Analysis and Portfolio Management*. 5th ed. The Dryden Press. USA.
- Reuters.com. 2016. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-20]. Prieiga per internetą: <<http://reuters.com/>>.
- Sakalauskas, V. 2003. Investicijų rinkos vertinimas Lietuvos vertybinių popierių rinkoje, *Informacijos mokslai: mokslo darbai*, 27(1): 121–130.
- Sinevičienė, L. 2007. Vertės nustatymo metodų taikymo aspektai įmonėse, kurių akcijomis viešai neprekiuojama, *Ekonomika ir vadyba*. 27: 247–253.
- Survilaitė, S.; Tamošiūnienė, R.; Shatreovich, V. 2015. Intellectual capital approach to modern management through the perspective of a company's value added, *Business: Theory & Practice*. 16(1): 31–44.

- Šiaulių bankas AB. 2016. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-10-02]. Prieiga per internetą: <<https://www.sb.lt/>>.
- Tamošiūnienė, R.; Paškevičienė, J. 2016. Finansinių rodiklių ryšys su listinguojamos įmonės akcijų kaina nustatant vertę, *Science: Future of Lithuania*. 8(2): 182-191.
- Tarptautiniai vertinimo standartai. 2011. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-08-05]. Prieiga per internetą: <[http://www.atvi.lt/index.php/tarptautiniai\\_vertinimo\\_standartai\\_2011/tvs\\_2011\\_lietuviu\\_kalba/365](http://www.atvi.lt/index.php/tarptautiniai_vertinimo_standartai_2011/tvs_2011_lietuviu_kalba/365)>.
- TEO LT AB. 2016. TEO LT darnaus vystymosi ataskaitos. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-10-02]. Prieiga per internetą: <<https://www.teo.lt/socialine-atsakomybe/10>>.
- Tvaronavičienė, M.; Michailova, J. 2004. Optimalaus akcijų portfelio sudarymas, naudojantis H. Markowitz „Portfelio teorija“, *Verslas: teorija ir praktika*. 5(3): 135–143.
- Ulys, D. 2007. Įmonės akcininkų turimos vertės matavimo modelis, *Ekonomika ir vadyba*: 12: 147–153;
- United Nations 1987. *Report of the World Commission on Environment and Development*. General Assembly Resolution 42/187.
- United Nations Global Compact. 2016. [Interaktyvus], [žiūrėta 2016-05-20]. Prieiga per internetą: <<https://www.unglobalcompact.org/>>.
- United Nations Industrial Development Organization 2015. What is CSR? [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-19]. Prieiga per internetą: <<http://www.unido.org/en/what-we-do/trade/csr/what-is-csr.html>>.
- Užkurėlis, D.; Džiugelytė, N. 2012. Santykinių finansinių rodiklių paaiškinimas. [interaktyvus], [žiūrėta 2016-11-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/rodikliai/Swedbank/Santykiniu%20finansiniu%20rodikliu%20paaiskinimai.pdf>>.
- Vadalauskienė, J. 2014. *Bendros vertės su klientais kūrimu grįstas įmonės konkurencingumas*. Magistrinis darbas. Šiauliai: Šiaulių universitetas.
- Valentinavičius, S. 2010. *Investicijų valdymas, teoriniai ir praktiniai aspektai*. Vilniaus: VU leidykla.
- Vargo, S.L.; Lusch R.F. 2006. *The Service, Dominant Logic of Marketing: Dialog, Debate, and Directions*. Armonk, NY: M. E. Sharpe.
- Vasiljevienė, N.; Vasiljevas, A. 2008. *Verslo ir visuomenės santykių kaita – įmonių socialinė atsakomybė*. Europos komisija. Kauno prekybos pramonės ir amatų rūmai.
- Virvilaitė, R.; Ragauskaitė, A. 2013. Involving consumers in the value creation in the context of ICT development, *Economics and management*. 18(2): 318–324.
- Žilinskas, V.; Martinkus, B. 2001. *Ekonomikos pagrindai*. Kaunas: Technologija.

# **PRIEDAI**

## A priedas

**1 lentelė.** Metodų atspindinčių kuriamą vertę analizė (sudaryta autorės remiantis Petravičius, Tamošiūnienė (2008); Juozapavičienė, Burksaitienė (2008); Dagilienė et al. (2006); Survilaitė et al. (2016); Sinevičienė (2007); Bartkauskaitė et al. (2016); Kalvionytė, Korsakienė (2016))

| Metodas              | Formulė                                                                                                                                                                                                                      | Apibrėžimas                                                                                                                                        | Privalumai/Trūkumai                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Pelnas akcijai (EPS) | $EPS = \frac{\text{įmonės pelnas}}{\text{akcijų skaičius}}$                                                                                                                                                                  | Pelnas akcijai (angl. earnings per share – EPS) – santykinis akcijų vertinimo rodiklis parodantis, kokia pelno dalis tenka vienai akcijai.         | <b>Privalumai.</b> Lengva skaičiuoti; Nuolatinis pelno akcijai augimas stipriai veikia akcijos kainą biržoje.<br><b>Trūkumai.</b> Vertinant EPS svarbu įsigilinti į kitus santykinius rodiklius, ypač į pinigų srautų ataskaitą, nes skaičiuojant EPS yra naudojamas „buhalterinis pelnas“; Pelnas akcijai nepadaeda palyginti dviejų skirtingų įmonių akcijų, kadangi įmonės yra išleidusios skirtingą akcijų skaičių, todėl vienų įmonių pelnas akcijai bus didelis, kitų mažas.                                                                                                |
| Pelno marža          | $\text{Bendroji marža} = \frac{\text{bendrasis pelnas}}{\text{pajamos}}$ $\text{Veiklos marža} = \frac{\text{veiklos pelnas (EBIT)}}{\text{pajamos}}$ $\text{Grynoji marža} = \frac{\text{grynasis pelnas}}{\text{pajamos}}$ | Pelno marža parodo, kokia pajamų dalis tampa pelnu. Yra trys skirtingi akcijų pelningumo rodikliai: grynoji marža, veiklos marža ir grynoji marža. | <b>Privalumai.</b> Marža gali būti lyginama ir su tos pačios įmonės ankstesnio periodo rezultatais, įvertinant veiklos tendenciją. Jei lyginamos ne pilnų metų maržos (tik ketvirtinės), tuomet būtina atsižvelgti į sezoniškumą, ir kitus reikšmingos įtakos galinčius turėti faktorius.<br><b>Trūkumai.</b> Grynojo pelno marža stipriai priklauso nuo kapitalo struktūros, pelno mokesčio (kuris kartais gali būti nemokamas), nusidėvėjimo normų apskaitoje. Visi šie faktoriai menkai nurodo verslo efektyvumą, tad į visą pelno maržų spektrą reikėtų žiūrėti kiek plačiau. |
| Kainos ir pelno      | $P/E = \frac{\text{Akcijos kaina}}{\text{EPS}}$                                                                                                                                                                              | P/E rodiklis rodo, kiek                                                                                                                            | <b>Privalumai.</b> Leidžia investuotojui įvertinti, ar jis už akcijas moka                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

|                                                       |                                                                                                                  |                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| akcijai santykis (P/E)                                | EPS                                                                                                              | investuotojas esamu laiko momentu yra linkęs mokėti už vieną eurą įmonės pelno.                                                        | deramą kainą palyginti su pelnu.<br><b>Trūkumai.</b> Vienas pagrindinių šio rodiklio trūkumų yra tas, kad jis nieko nepasako apie įmonės veiklos perspektyvą, kuri yra vienas iš svarbiausių kriterijų priimant sprendimą investuoti ar ne.                                                                                     |
| Akcijos kainos ir ateities pelno santykis (PEG)       | PEG = P/E santykis / EPS augimo tempas                                                                           | Šis įmonės akcijų rodiklis parodo akcijos kainos, pelno tenkančio vienai akcijai ir ateityje prognozuojamo pelno augimo tempo santykį. | <b>Privalumai.</b> Leidžia įvertinti, ar už kompanijos akcijas permokama atsižvelgiant į ateities pelną.<br><b>Trūkumai.</b> Skaičiuojant PEG rodiklį reikia įvertinti paklaidos tikimybę, o ypač tada kai prognozuojama ilgesniam nei 5 m. laikotarpiui.                                                                       |
| Akcijos kainos ir pardavimų santykis – P/S            | P/S= akcijos kaina / pardavimai tenkantys vienai akcijai;<br>Arba<br>P/S=Rinkos kapitalizacija / visi pardavimai | Šis rodiklis parodo kiek įmonės akcijos kainuoja lyginant su jos pardavimais.                                                          | <b>Privalumai.</b> Apsukriems finansininkams pardavimais manipuluoti yra daug sunkiau, nei pelnu. Pardavimai yra daug stabilesnis rodiklis nei pelnas, todėl P/S yra puikus įmonės akcijų rodiklis lyginant ciklinio sektoriaus kompanijas.<br><b>Trūkumai.</b> Negalima lyginti skirtingiems sektoriams priklausančias įmones. |
| Akcijos kainos ir buhalterinės vertės santykis – P/Bv | P/Bv= Akcijos kaina / buhalterinė vertė tenkanti vienai akcijai                                                  | Akcijos ir buhalterinės vertės santykis parodo, kiek kainuoja akcija palyginti su kompanijos buhalterine                               | <b>Trūkumai.</b> P/BV reikia analizuoti kartu su kitais rodikliais. Akcininkų nuosavybė rinkoje ne visuomet verta tiek, kiek nurodoma apskaitos dokumentuose, ypač tais atvejais kai kompanija disponuoja tokiu neapčiuopiamu turtu, kaip prestižas, konkurencinis pranašumas, rinkos                                           |

|                                                 |                                                                                             |                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                 |                                                                                             | verte (akcininkų nuosavybe).                                                                                                                                              | dalį ir pan.                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Akcijos kainos ir pinigų srauto santykis – P/CF | $P/CF = \text{Akcijos kaina} / \text{veiklos pinigų srautas tenkantis vienai akcijai}$      | Šis rodiklis parodo kiek įmonės akcijos kainuoja rinkoje, lyginant su įmonės generuojamu pinigų srautu.                                                                   | <b>Privalumai.</b> Naudingas dėl to, kad parodo, kokia dalis uždirbtų grynujų pinigų tenka vienai akcijai; Šį rodiklį taip pat patartina naudoti tuo atveju, jeigu dėl daugelio vienkartinų išlaidų (nurašymų) kompanija patiria nuostolį. Tokiu atveju P/CF rodiklis geriau atskleis tikrąją situaciją nei P/E rodiklis. |
| Dividendinis pajamingumas                       | $\text{Dividendinis pajamingumas} = \frac{\text{dividendai akcijai}}{\text{akcijos kaina}}$ | Dividendinis pajamingumas yra dividendų tenkančių vienai akcijai ir akcijos kainos biržoje santykis.                                                                      | <b>Privalumai.</b> Atskleidžia, kurios įmonės rinkoje yra stabilios ir stabiliai veikiančios.<br><b>Trūkumai.</b> Šis rodiklis gali kiek klaidinti, jei įmonė turės itin daug skolų, ir dėl rinkoje susiklosčiusių sąlygų mokės mažas palūkanas.                                                                          |
| Turto pelningumas (ROA)                         | Grynasis pelnas / Turtas                                                                    | ROA rodiklis parodo, kaip racionaliai įmonė naudoja ilgalaikį ir trumpalaikį turtą.                                                                                       | <b>Trūkumai.</b> Neįvertina riziką atspindinčių kapitalo kaštų;                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Nuosavo kapitalo pelningumas (ROE)              | $\text{Grynasis pelnas} / \text{Vidutinis nuosavas kapitalas}$                              | ROE rodiklis parodo kiek efektyviai panaudojamas nuosavas įmonės kapitalas (įmonės savininkų investuoti pinigai ir turtas), t. y. kiek kiekvienam įmonės nuosavo kapitalo | <b>Privalumai.</b> Parodo, ar realūs įmonės veiklos rezultatai atitinka išankstinius lūkesčius.<br><b>Trūkumai.</b> Didelė įtaka nuo įmonės kapitalo struktūros ir savininkų nuosavybės dydžio įmonės turte.                                                                                                              |

|                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                    | eurui tenka grynojo pelno.                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Ekonominė pridėtinė vertė (EVA)                                                                               | <p>EVA=NOPLAT-(IC*WACC)</p> <p>* NOPAT – pakoreguotas grynasis pelnas atskaičius mokesčiu, bet prieš mokant palūkanas;<br/>WACC – projekto kapitalo kaina;<br/>IC – investuoto kapitalo vertė;</p> | Šis rodiklis yra naudojamas, kaip matas nustatyti akcininkų turto vertės kitimą.                 | <p><b>Privalumai.</b> Paprastas pritaikymas; Plačios pritaikymo galimybės (įmonės ar investicinių projektų vertinimas, planavimas, kontrolė, darbuotojų skatinimas); Įvertinami kapitalo kaštai (vadinasi ir rizika).</p> <p><b>Trūkumai.</b> Ignoruojami būsimi pinigų srautai; Neįvertinamas nusidėvėjimas; Įtakoja apskaitos iškraipymai.</p>                                                                                                         |
| Verslo vertė rinkoje ir pelno prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą bei amortizaciją, santykis (EV/EBITDA) | <p><i>Kapitalizacija</i> + <i>Grynoji skola – gryniesi pinigai / EBITDA</i></p>                                                                                                                    | Koeficientas parodo, kiek investuotojas pasirengęs sumokėti už vieną įmonės uždirbtą EBITDA eurą | <p><b>Privalumai.</b> Šis daugiklis gali būti žymiai lengviau palyginamas su įmonėmis, kurios turi skirtingus finansinius svertus; EV/EBITDA yra stabilesnis ir mažiau įvairių veiksnių veikiamas rodiklis nei pvz. grynasis pelnas; Suteikia galimybę lyginti įmones veikiančias skirtingose rinkose ar šakose;</p> <p><b>Trūkumai.</b> Remiamasi retrospektyviniais duomenimis ir atspindi faktinius buvusių įmonės finansinės veiklos rezultatus.</p> |
| Rinkos kapitalizacija                                                                                         | Akcijų kaina * Akcijų kiekis (vnt.)                                                                                                                                                                | Įmonės kapitalizacija parodo įmonės nuosavo kapitalo vertę rinkoje.                              | <b>Trūkumai.</b> Įmonės rinkos kapitalizacija yra nepastovus rodiklis, jis nuolat keičiasi, kadangi akcijų kaina biržoje nuolatos svyruoja.                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

**1 lentelė.** Jungtinių tautų Pasauliniam susitarimui priklausančios įmonės ir organizacijos.

| <b>Įmonės pavadinimas</b>                                | <b>Prisijungimo prie JT data</b> |
|----------------------------------------------------------|----------------------------------|
| <b>LIETUVOS</b>                                          |                                  |
| Acoustic Biotechnologies LTD                             | 2016.10.05                       |
| UAB Energetikos paslaugų ir rangos organizacija (EnePRO) | 2016.08.05                       |
| Adwisery, JSC                                            | 2016.07.21                       |
| Lietuvos Energija                                        | 2016.06.30                       |
| UAB "Lords LB Asset Management"                          | 2015.04.17                       |
| UAB Girteka Logistics                                    | 2015.03.03                       |
| Vytautas Magnus University                               | 2014.12.16                       |
| Association "Svari gamta"                                | 2014.08.26                       |
| UAB "Intelligent Capital"                                | 2014.04.29                       |
| UAB Scandye                                              | 2013.02.14                       |
| Greita Spauda                                            | 2012.12.06                       |
| Interlux, Ltd.                                           | 2012.11.27                       |
| UAB Raminora - SPA Vilnius SANA                          | 2012.08.28                       |
| Grand Partners, Ltd.                                     | 2012.08.13                       |
| Lietuvos energijos gamyba, AB                            | 2012.05.23                       |
| Electronic House UAB                                     | 2012.05.22                       |
| Kauno kolegija / University of Applied Sciences          | 2012.05.18                       |
| Siauliai State College                                   | 2012.01.17                       |
| Kaunas University of Technology                          | 2012.01.11                       |
| JSC Eugesta                                              | 2011.11.22                       |
| PR Service/Edelman Affiliate (UAB PIAR)                  | 2011.09.22                       |
| OVC Consulting                                           | 2011.09.08                       |
| Panevezys College                                        | 2011.08.24                       |
| Lietuvos kreditas                                        | 2011.08.23                       |
| UAB Vilniaus Vandenys                                    | 2011.07.25                       |
| Utenos Vandenys                                          | 2011.05.27                       |
| LCC International University                             | 2011.05.16                       |
| JSC Vakarų Medienos Grupe                                | 2011.04.11                       |
| Kopa, Inc.                                               | 2011.02.09                       |
| Kvalitetas, Ltd.                                         | 2011.01.25                       |
| Konekesko Lietuva UAB                                    | 2011.01.11                       |
| SMK University of Applied Social Sciences                | 2010.10.29                       |
| AB Energijos skirstymo operatorius (ESO)                 | 2009.04.14                       |
| Omnitel UAB                                              | 2008.12.11                       |
| Lietuvos Draudimas AB                                    | 2008.09.04                       |
| Siauliu Bankas, AB                                       | 2008.06.19                       |
| Swedbank Lithuania                                       | 2006.12.04                       |
| UAB Svyturys- Utenos Alus                                | 2006.06.22                       |
| SEB Bank                                                 | 2005.06.21                       |
| TEO LT, AB                                               | 2005.06.14                       |

|                                                             |            |
|-------------------------------------------------------------|------------|
| UAB Medicinos Bankas                                        | 2005.06.14 |
| UAB Traidenis                                               | 2005.06.14 |
| Pakmarkas                                                   | 2005.06.13 |
| UAB Ekonomines Konsultacijos Ir Tyrimai                     | 2005.06.13 |
| <b>LATVIJA</b>                                              |            |
| Institute for Corporate Sustainability and Responsibility   | 2014.10.14 |
| Baltic International Academy                                | 2013.03.01 |
| GM Helicopters                                              | 2009.12.17 |
| Newport University CED (Center for Educational Development) | 2009.07.21 |
| Applied Information Service, Ltd                            | 2002.09.23 |
| Grindeks                                                    | 2002.09.23 |
| <b>ESTIJA</b>                                               |            |
| OY Real-E State                                             | 2016.02.19 |
| Ecofleet Holding OU                                         | 2014.06.20 |
| Maru Metall Ltd                                             | 2013.12.16 |
| Planestar OU                                                | 2013.04.26 |

**1 lentelė.** AB „TEO LT“ balanso struktūra, tūkst. eurų

|           | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Turtas    | 329498      | 335769      | 336047      | 285193      | 286885      |
| Nuosavas  | 301523      | 302595      | 300796      | 239877      | 234658      |
| Skolintas | 27975       | 33174       | 35251       | 45316       | 52227       |

**2 lentelė.** AB „TEO LT“ nuosavo kapitalo kaštų apskaičiavimas

|                                | <b>2011</b>     | <b>2012</b>     | <b>2013</b>     | <b>2014</b>     | <b>2015</b>     |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Nuosavo kapitalo kaštai</b> | <b>0,059361</b> | <b>0,057548</b> | <b>0,049808</b> | <b>0,039459</b> | <b>0,030224</b> |
| Nerizikinga palūkanų norma     | 0,0516          | 0,048308        | 0,038242        | 0,027925        | 0,013808        |
| Beta                           | 0,39            | 0,39            | 0,39            | 0,39            | 0,39            |
| Tikėtina vidutinė rinkos grąža | 0,0715          | 0,072           | 0,0679          | 0,0575          | 0,0559          |

**3 lentelė.** AB „TEO LT“ svertiniai kapitalo kaštai

|                          | <b>2011</b>     | <b>2012</b>     | <b>2013</b>     | <b>2014</b>     | <b>2015</b>     |
|--------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>WACC</b>              | <b>5,849236</b> | <b>5,629649</b> | <b>4,898826</b> | <b>3,986138</b> | <b>2,928541</b> |
| Nuosavo kapitalo dalis   | 91,51           | 90,12           | 89,51           | 84,11           | 81,80           |
| Nuosavo kapitalo kaštai  | 0,059361        | 0,057548        | 0,049808        | 0,039459        | 0,030224        |
| Skolinto kapitalo dalis  | 8,49            | 9,88            | 10,49           | 15,89           | 18,20           |
| Skolinto kapitalo kaštai | 0,0578          | 0,0528          | 0,0494          | 0,0494          | 0,029492        |
| Pelno mokesčio norma     | 0,15            | 0,15            | 0,15            | 0,15            | 0,15            |

**4 lentelė.** AB „TEO LT“ ekonominės pridėtinės vertės apskaičiavimas, tūkst. eurų

|                       | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>EVA</b>            | 28974       | 30520       | 31349       | 30994       | 30137       |
| <b>EBIT</b>           | 48247,51    | 49422,79    | 47811,34    | 42362,43    | 38539       |
| <b>Turtas iš viso</b> | 329497,8    | 335768,7    | 336047      | 285193      | 286885      |
| <b>WACC</b>           | 0,058492    | 0,056296    | 0,048988    | 0,039861    | 0,029285    |

**1 lentelė.** AB „Šiaulių banko“ balanso struktūra, tūkst. eurų

|           | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Turtas    | 792778      | 852266      | 1544814     | 1640009     | 1695040     |
| Nuosavas  | 85211       | 91073       | 93891       | 106612      | 137064      |
| Skolintas | 707567      | 761193      | 1450923     | 1533397     | 1557976     |

**2 lentelė.** AB „Šiaulių banko“ nuosavo kapitalo kaštų apskaičiavimas

|                                | <b>2011</b>     | <b>2012</b>     | <b>2013</b>     | <b>2014</b>     | <b>2015</b>     |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Nuosavo kapitalo kaštai</b> | <b>0,066525</b> | <b>0,066077</b> | <b>0,060485</b> | <b>0,050106</b> | <b>0,045377</b> |
| Nerizikinga palūkanų norma     | 0,0516          | 0,048308        | 0,038242        | 0,027925        | 0,013808        |
| Beta                           | 0,75            | 0,75            | 0,75            | 0,75            | 0,75            |
| Tikėtina vidutinė rinkos grąža | 0,0715          | 0,072           | 0,0679          | 0,0575          | 0,0559          |

**3 lentelė.** AB „Šiaulių banko“ svertiniai kapitalo kaštai

|                          | <b>2011</b>     | <b>2012</b>     | <b>2013</b>     | <b>2014</b>     | <b>2015</b>     |
|--------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>WACC</b>              | <b>5,099969</b> | <b>4,714511</b> | <b>4,311412</b> | <b>4,251761</b> | <b>2,671015</b> |
| Nuosavo kapitalo dalis   | 10,75           | 10,69           | 6,08            | 6,50            | 8,09            |
| Nuosavo kapitalo kaštai  | 0,066525        | 0,066077        | 0,060485        | 0,050106        | 0,045377        |
| Skolinto kapitalo dalis  | 89,25           | 89,31           | 93,92           | 93,50           | 91,91           |
| Skolinto kapitalo kaštai | 0,0578          | 0,0528          | 0,0494          | 0,0494          | 0,029492        |
| Pelno mokesčio norma     | 0,15            | 0,15            | 0,15            | 0,15            | 0,15            |

**4 lentelė.** AB „Šiaulių banko“ ekonominės pridėtinės vertės apskaičiavimas, tūkst. eurų

|                       | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>EVA</b>            | -36182      | -35792      | -50864      | -33288      | -6043       |
| <b>EBIT</b>           | 4250        | 4388        | 15739       | 36441       | 39232       |
| <b>Turtas iš viso</b> | 792778      | 852265,7    | 1544814     | 1640009     | 1695040     |
| <b>WACC</b>           | 0,051       | 0,047145    | 0,043114    | 0,042518    | 0,02671     |

**1 lentelė.** AB „Lietuvos energijos gamyba“ balanso struktūra, tūkst. eurų

|           | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Turtas    | 1077514     | 1119259     | 959107      | 932977      | 837348      |
| Nuosavas  | 483984      | 494754      | 409377      | 374479      | 346196      |
| Skolintas | 593530      | 624504      | 549730      | 558498      | 491152      |

**2 lentelė.** AB „Lietuvos energijos gamyba“ nuosavo kapitalo kaštų apskaičiavimas

|                                | <b>2011</b>     | <b>2012</b>     | <b>2013</b>     | <b>2014</b>     | <b>2015</b>     |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>Nuosavo kapitalo kaštai</b> | <b>0,065729</b> | <b>0,065129</b> | <b>0,059299</b> | <b>0,048923</b> | <b>0,043693</b> |
| Nerizikinga palūkanų norma     | 0,0516          | 0,048308        | 0,038242        | 0,027925        | 0,013808        |
| Beta                           | 0,71            | 0,71            | 0,71            | 0,71            | 0,71            |
| Tikėtina vidutinė rinkos grąža | 0,0715          | 0,072           | 0,0679          | 0,0575          | 0,0559          |

**3 lentelė.** AB „Lietuvos energijos gamyba“ svartiniai kapitalo kaštai

|                          | <b>2011</b>     | <b>2012</b>   | <b>2013</b>     | <b>2014</b>     | <b>2015</b>     |
|--------------------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>WACC</b>              | <b>5,658573</b> | <b>5,3831</b> | <b>4,937806</b> | <b>4,477287</b> | <b>3,276851</b> |
| Nuosavo kapitalo dalis   | 44,92           | 44,20         | 42,68           | 40,14           | 41,34           |
| Nuosavo kapitalo kaštai  | 0,065729        | 0,065129      | 0,059299        | 0,048923        | 0,043693        |
| Skolinto kapitalo dalis  | 55,08           | 55,80         | 57,32           | 59,86           | 58,66           |
| Skolinto kapitalo kaštai | 0,0578          | 0,0528        | 0,0494          | 0,0494          | 0,029492        |
| Pelno mokesčio norma     | 0,15            | 0,15          | 0,15            | 0,15            | 0,15            |

**4 lentelė.** AB „Lietuvos energijos gamyba“ ekonominės pridėtinės vertės apskaičiavimas, tūkst. eurų

|                       | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>EVA</b>            | -57160      | -44132      | -11821      | 9906        | -25331      |
| <b>EBIT</b>           | 3812        | 16119       | 35538       | 51678       | 2108        |
| <b>Turtas iš viso</b> | 1077514     | 1119259     | 959107,1    | 932977      | 837348      |
| <b>WACC</b>           | 0,056586    | 0,053831    | 0,049378    | 0,044773    | 0,032769    |

**1 lentelė.** AB „TEO LT“ finansinių rodiklių skaičiavimams naudojami duomenys, tūkst. eurų (jei nenurodyta kitaip)

|                          | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Akcijų kaina, eurai/vnt. | 0,64   | 0,66   | 0,79   | 0,82   | 1,03   |
| Akcijų kiekis, vnt.      | 776818 | 776818 | 776818 | 582613 | 582613 |
| Skolos                   | 27975  | 33174  | 35251  | 45316  | 52227  |
| Grynieji                 | 54619  | 101057 | 93585  | 16862  | 12898  |
| Pardavimai               | 217152 | 220162 | 208697 | 202285 | 204598 |
| Grynasis pelnas          | 44742  | 46069  | 43197  | 38021  | 34176  |
| EBITDA                   | 87549  | 88937  | 84782  | 83146  | 80765  |

**2 lentelė.** AB „Šiaulių banko“ finansinių rodiklių skaičiavimams naudojami duomenys, tūkst. eurų (jei nenurodyta kitaip)

|                          | 2011   | 2012   | 2013    | 2014    | 2015    |
|--------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| Akcijų kaina, eurai/vnt. | 0,3    | 0,25   | 0,26    | 0,29    | 0,29    |
| Akcijų kiekis, vnt.      | 234858 | 234858 | 250000  | 270000  | 314574  |
| Skolos                   | 707567 | 761193 | 1450923 | 1533397 | 1557976 |
| Grynieji                 | 64830  | 64152  | 139308  | 197436  | 105012  |
| Pardavimai               | 18322  | 18999  | 28215   | 46292   | 56888   |
| Grynasis pelnas          | 3772   | 3802   | 5363    | 11774   | 23819   |
| EBITDA                   | 23764  | 25213  | 35077   | 38598   | 35863   |

**3 lentelė.** AB „Lietuvos energijos gamyba“ finansinių rodiklių skaičiavimams naudojami duomenys, tūkst. eurų (jei nenurodyta kitaip)

|                          | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Akcijų kaina, eurai/vnt. | 0,08   | 0,07   | 0,08   | 0,11   | 0,1    |
| Akcijų kiekis, vnt.      | 635084 | 635084 | 635084 | 635084 | 635084 |
| Skolos                   | 593530 | 624504 | 549730 | 558498 | 491152 |
| Grynieji                 | 8082   | 9947   | 63643  | 79434  | 66176  |
| Pardavimai               | 397983 | 418157 | 347369 | 254930 | 221424 |
| EBITDA                   | 19813  | 42351  | 60199  | 71009  | 48241  |
| Grynasis pelnas          | 442    | 10903  | 31455  | 41043  | -3096  |

**1 lentelė.** AB „TEO LT“ finansiniai rodikliai, tūkst. eurų (jei nenurodyta kitaip)

|                       | <b>Matavimo vnt.</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|-----------------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Rinkos kapitalizacija | Tūkst. eurų          | 497163      | 512700      | 613686      | 477743      | 600092      |
| EV                    | Tūkst. eurų          | 470519      | 444817      | 555352      | 506197      | 639421      |
| EV/EBITDA             | Kartais              | 5,37        | 5,00        | 6,55        | 6,09        | 7,92        |
| EVA                   | Tūkst. eurų          | 28974       | 30520       | 31349       | 30994       | 30137       |
| ROE                   | Procentais           | 14,84%      | 15,22%      | 14,36%      | 15,85%      | 14,56%      |

**2 lentelė.** AB „Šiaulių banko“ finansiniai rodikliai, tūkst. eurų (jei nenurodyta kitaip)

|                       | <b>Matavimo vnt.</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|-----------------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Rinkos kapitalizacija | Tūkst. eurų          | 70457       | 58714       | 65000       | 78300       | 91226       |
| EV                    | Tūkst. eurų          | 713194      | 755755      | 1376615     | 1414261     | 1544190     |
| EV/EBITDA             | Kartais              | 30          | 30          | 39          | 37          | 43          |
| EVA                   | Tūkst. eurų          | -36182      | -35792      | -50864      | -33288      | -6043       |
| ROE, proc.            | Procentais           | 4,43%       | 4,17%       | 5,71%       | 11,04%      | 17,38%      |

**3 lentelė.** AB „Lietuvos energijos gamybos“ finansiniai rodikliai, tūkst. eurų (jei nenurodyta kitaip)

|                       | <b>Matavimo vnt.</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> |
|-----------------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Rinkos kapitalizacija | Tūkst. eurų          | 50807       | 44456       | 50807       | 69859       | 63508       |
| EV                    | Tūkst. eurų          | 636254      | 659013      | 536894      | 548923      | 488484      |
| EV/EBITDA             | Kartais              | 32          | 16          | 9           | 8           | 10          |
| EVA                   | Tūkst. eurų          | -57160      | -44132      | -11821      | 9906        | -25331      |
| ROE, proc.            | Procentais           | 0,09%       | 2,20%       | 7,68%       | 10,96%      | -0,89%      |

**1 lentelė.** „Lietuvos energijos gamyba“ AB esminiai įvykiai per 2011-2015 m. laikotarpį (sudaryta autorės)

| Data                | Įvykis                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2011-11-30          | Po pertvarkos, sujungus anksčiau veikusias AB „Lietuvos energija“ ir AB Lietuvos elektrinę, šių metų rugpjūčio 1 d. savo veiklą pradėjo naujoji „Lietuvos energija“. Vykdam reorganizaciją, per pirmąjį šių metų pusmetį buvo sutaupyta 14 mln. litų, o per trečiąjį šių metų ketvirtį – dar 3 mln. Litų.                                                                                                                                                                        |
| 2012 m.             | Bendrovėje 2012 metais buvo sunaudota net penkis kartus mažiau popieriaus negu 2011 metais – atitinkamai 385 tūkst. ir 1677,5 tūkst. popieriaus lapų 154 ir 671 dėžių. Toks didelis skirtumas susidarė dėl mažesnio dokumentų kiekio (reorganizuojant bendrovę 2011 metais reikėjo sudaryti daugybę dokumentų). Be to, vis didesnė darbų dalis persikelia į elektroninę erdvę: dokumentai pildomi, tvirtinami ir darbuotojų susipažinimui siunčiami dokumentų valdymo sistemoje. |
|                     | Bendrovės padaliniuose Elektrėnuose, Kruonyje ir Kaune, taip pat Vilniuje, pastatytos specialios šiukšliadėžės atliekų rūšiavimui, taip pat pastatyti specialūs konteineriai, skirti nebenaudojamos smulkios elektroninės įrangos ir baterijų išmetimui.                                                                                                                                                                                                                         |
|                     | Bendrovės investicijos siekė beveik 176 mln. litų. Tuomet daugiausiai investicijų skirta kombinuoto ciklo bloko statyboms.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|                     | Bendrovė gamina elektros energiją iš atsinaujinančių energijos šaltinių. Kauno HE elektra gaminama naudojant vandenį – neišsenkantį, lankstų bei švarų nacionalinį energijos šaltinį. Ši elektros energija yra sertifikuojama ir pardavinėjama su prekės ženklu „žalia lietuviška energija“.                                                                                                                                                                                     |
| 2013 m.             | Bendrovės investicijos į ilgalaikį materialųjį turtą sudarė beveik 20 mln. litų. Šios investicijos didžiąja dalimi apėmė Bendrovės reguliuojamos ir komercinės veiklų turto rekonstrukcijas ir įsigijimus.                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 2013 metų pabaigoje | Bendrovė pripažinta atitinkanti aplinkosaugos vadybos standartą ISO 14001:2004. Visame pasaulyje pripažįstamas sertifikatas nurodo, kad Bendrovė vadovaujasi svarbiausiais aplinkos apsaugos aspektų identifikavimo, stebėjimo, valdymo ir gerinimo reikalavimais.                                                                                                                                                                                                               |

|                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2014 m.                  | Bendrovės investicijos į ilgalaikį materialųjį ir nematerialųjį turtą sudarė 78,5 mln. litų. Didžiąją investicijų dalį sudarė investicijos į šilumos gamybos pajėgumus Elektrėnuose. Buvo vykdomi biokuro ir garo katilinių statybos darbai.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 2014 m. vasario 28 d.    | Bendrovės darbuotojų konferencijoje buvo patvirtinta nauja kolektyvinės sutarties redakcija, kuri užtikrina palankesnę socialinių naudų paketą Bendrovėje dirbantiems darbuotojams, negu to reikalauja Lietuvos Respublikos Darbo kodeksas. Pagal Kolektyvinę sutartį visiems darbuotojams (ne tik profesinių sąjungų nariams) taikomos papildomos garantijos (išmokos) įvykus nelaimingiems atsitikimams, ligos, artimųjų mirties atvejais, parama gimus vaikui, papildomos mokamų atostogų dienos gimus vaikui, sudarius santuoką, mirus artimajam bei kitais atvejais.                                                                                                              |
| 2014 m. balandžio mėnesį | Bendrovės darbuotojai Elektrėnų marių pakrantėje pastatė naujų sporto įrenginių, šiukšliadėžių, taip pat visoje Lietuvoje populiarios akcijos DAROM išvakarėse prisidėjo prie aplinkos tvarkymo iniciatyvos. Elektrėnuose, Kaune ir Kruonyje per aplinkos tvarkymo akciją surinkta daugiau nei 350 šiukšlių maišų.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 2014 m. rugsėjo 19 d.    | Nutarimu Valstybinė kainų ir energetikos kontrolės komisija pritarė 2014 m. rugsėjo 19 d. planinio patikrinimo aktui Nr. E3-2 ir nusprendė mažinti Bendrovės valdomos Lietuvos elektrinės gautinas remiamos elektros energijos gamybos veiklos pajamas 21,2 mln. Lt (6,14 mln. EUR) suma bei mažinti Bendrovės gautinas elektros energijos rezervinės galios užtikrinimo paslaugų teikimo veiklos pajamas 25,7 mln. Lt (7,44 mln. EUR) suma. Nutarime numatytas šių Valstybinės kainų ir energetikos kontrolės komisijos sprendimų įgyvendinimo laikotarpis – 2015–2016 ataskaitiniai metai.                                                                                           |
| 2015 m. rugsėjo 3 d.     | „Lietuvos energijos gamyba“ AB ir Energijos tiekimas UAB pasirašė verslo dalies perdavimo ir priėmimo aktą. Šiuo aktu Energijos tiekimas UAB nuo 2016 m. sausio 1 d. perėmė nuosavybės teises į komercinę Bendrovės didmeninės elektros prekybos verslo dalį. Bendrovės išplatintuose pranešimuose apie esminį įvykį. Pasirašydama verslo dalies perdavimo ir priėmimo aktą, Bendrovė sėkmingai užbaigė vieną iš „Lietuvos energijos“ įmonių grupės veiklos grandinės išgryninimo programos projektų, kurio apimtyje buvo numatytas Bendrovės gamybos veiklos išgryninimas nuo Bendrovės atskiriant dalį Bendrovės vykdomos komercinės elektros energijos didmeninės prekybos veiklos. |

**2 lentelė.** TEO LT AB esminiai įvykiai per 2011-2015 m. laikotarpį (sudaryta autorės)

| Data                      | Įvykis                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|---------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2013 m.                   | Tausojantys sprendimai. Prie gamtos tausojimo ir aplinkosauginių problemų sprendimo prisideda ir TEO LT AB diegiamos pažangios, aplinką tausojančios technologijos. TEO LT AB diegiama naujos kartos šviesolaidinė (FTTH) interneto technologija pripažįstama ekologiška ir aplinką tausojančia. To priežastis – šviesolaidžiais duomenys perduodami beveik be energijos nuostolių. Be to, tausoti aplinką padeda ir TEO LT AB teikiamos paslaugos, pavyzdžiui, pokalbiai internetu, vaizdo konferencijos leidžia sklandžiai bendrauti per atstumą ir taip mažina būtinybę vykti į susitikimus. Mažėja kelionių – mažėja tarša CO <sub>2</sub> dujomis, taupomas laikas bei energija. Taip pat TEO LT AB savo veikloje naudoja elektromobilius. |
| 2014 m.                   | Neigiamą įtaką pajamoms darė mažėjančios pajamos iš fiksuotojo balso telefonijos paslaugų (sumažėjo 9,1 proc.), nes mažėjo naudojamų telefono linijų skaičius, nors kiek lėčiau nei ankstesniais metais. Per paskutiniuosius dvylika mėnesių balso telefonijos vartotojų skaičius sumažėjo 7 proc., gyventojų ir verslo klientų pokalbių srautas sumažėjo atitinkamai 15,4 ir 11,4 proc., o bendras skambučių į mobiliuosius tinklus srautas padidėjo 29,6 procento.                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|                           | Keturių Lietuvos telekomunikacijų bendrovių Bitė Lietuva UAB, Omnitel AB, Tele2 UAB ir TEO LT, AB įsteigta bendra viešoji įstaiga „Numerio perkėlimas“ kartu su Mediafon UAB laimėjo Ryšių reguliavimo tarnybos viešąjį konkursą išrinkti centrinės duomenų bazės, skirtos telefono numerių perkėlimui užtikrinti, administratorių.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|                           | Buvo parengta ir paskelbta „Aplinkosaugos politika“, atnaujintas „Tiekėjų etikos kodeksas“ bei „Antikorupcijos politika.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|                           | Plėtodama rinkodaros, komunikacijos ir reklamos veiklą, TEO LT AB laikosi sąžiningos komunikacijos ir vartotojų neklaidinimo principų. 2014 m. nė viena TEO LT AB įmonių grupės įmonė už reklamą ar konkurencijos pažeidimus baudų ar įspėjimų neturėjo.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 2014 m.<br>balandžio 29 d | Įvykęs eilinis visuotinis TEO LT AB akcininkų susirinkimas nusprendė sumažinti bendrovės įstatinį kapitalą nuo 776 817 518 litų iki 582 613 138 litų (mažinimo suma – 194 204 380 litų). Taip pat buvo pakeista valdyba.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|                           | TEO LT AB skyrė 103,1 mln. litų, didžioji dalis – 88 proc. arba 90,6 mln. litų – teko naujos kartos šviesolaidinės prieigos ir                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

|                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                   | pagrindinio tinklo plėtrai. Dėl to gruodžio pabaigoje TEO LT AB šviesolaidinio interneto paslaugomis galėjo naudotis 836 tūkst., arba beveik du trečdaliai šalies šeimų.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 2014 m.           | TEO LT AB dalyvavo renginyje „Kultūros naktis" ir šventės metu dovanojo galimybę visame Vilniuje nemokamai naudotis belaidžiu interneto ryšiu „Teo Wi-Fi“. „Kultūros nakties“ metu Vokiečių gatvėje greta Rotušės TEO LT AB kvietė visus į jaukią lounge zoną. Čia, kaip ir visame mieste „Kultūros naktį“, veikė „Teo Wi-Fi“ – nemokamas belaidis internetas. „Teo Wi-Fi“ lounge buvo galima patogiai prisėsti ir nedelsiant pasidalinti įspūdžiais iš „Kultūros nakties“ renginių.                                                                      |
|                   | Apjungiami pavadinimai. Neliko GALA televizijos, vietoje jos TEO televizija. ZEBRA internetą pakeitė – TEO internetas.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 2014 m. pabaigoje | TEO LT AB interneto vartotojų skaičius, įskaičiavus Wi-Fi, viršijo pusę milijono ir 2014 m. pabaigoje sudarė 517 tūkst. (371 tūkst. neįskaičiavus Wi-Fi). Vartotojų, turinčių šviesolaidinę prieigą, skaičius siekė 201 tūkst., t. y. per metus padidėjo 20 tūkst. arba 11 procentų. O IPTV vartotojų skaičius padidėjo rekordiškai – 24 proc., iki 131 tūkstančių.                                                                                                                                                                                       |
| 2015 m.           | TEO LT AB toliau investavo į naujos kartos šviesolaidinės prieigos tinklą, IT ir IPTV paslaugas: per 2015 m. investicijos padidėjo 14,5 proc. ir siekė 20,5 mln. eurų.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|                   | IT ir telekomunikacijų bendrovė TEO LT AB įsigis 100 proc. OMNITEL AB akcijų iš dabartinės jos savininkės – bendrovės TeliaSonera. Šiuo žingsniu TEO LT AB ir Omnitel AB pradeda vienyti pajėgas ir pasiūlys naujų jungtinių plačiajuosčio ir mobiliojo ryšio, interneto, televizijos bei IT paslaugų. TEO LT įsigis Omnitel AB akcijas už 220 mln. eurų, neskaičiuojant įmonės turimų grynujų pinigų ir skolų (angl. on a cash and debt free basis). Skaičiuojama, jog visiškai įgyvendinus sinergiją, jos efektas sieks maždaug 10 mln. eurų per metus. |

**3 lentelė.** Šiaulių bankas AB esminiai įvykiai per 2011-2015 m. laikotarpį (sudaryta autorės)

| Data                  | Įvykis                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2013 m.               | „The Financial Times“ leidžiamas tarptautinis žurnalas „The Banker“ Šiaulių banką pripažino „Geriausiu 2013 metų banku Lietuvoje“. Vokietijos banko Commerzbank apdovanojimus už kokybišką tarptautinių pavedimų vykdymą „Straight-Through Processing Award“ Šiaulių bankas taip pat yra pelnęs ne vienerius metus iš eilės.                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|                       | Apsijungė su banku Ūkio bankas, perimdamas "sveikąją" jo turto dalį.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 2014 m.               | Tarptautinis verslo ir finansų žurnalas „Global Finance“ Šiaulių bankui skyrė prestižinį įvertinimą – Šiaulių bankas buvo pripažintas saugiausiu banku Lietuvoje.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 2014 m. birželio 3 d. | Juridinių asmenų registre įregistruoti pakeisti AB Šiaulių banko įstatai su padidintu iki 270 mln. litų (78,2 mln. eurų) įstatiniu kapitalu. Banko įstatinis kapitalas padidintas iš banko lėšų 2014 m. kovo 28 d. įvykusio eilinio visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimu. Įstatinio kapitalo padidinimui iš kapitalo rezervo (emisinio skirtumo) išleista 20 milijonų paprastųjų vardinių 1 lito nominalios vertės akcijų, kurios nemokamai paskirstomos akcininkams proporcingai susirinkimo teisių apskaitos dienos pabaigoje (2014 m. balandžio 11 d.) jų turėtų akcijų bendrai nominaliai vertei (po 8 %). |
| 2015 m.               | Juridinių asmenų registre naujai įregistruoti AB Šiaulių banko (toliau - Bankas) įstatai, o AB bankas „Finasta“ (toliau - FB) ir AB finansų maklerio įmonė „Finasta“ (toliau - FMĮ) išregistruotos iš Juridinių asmenų registro. Įvykus šiems įvykiams, FB ir FMĮ reorganizavimas, prijungiant šias įmones prie Banko, laikomas baigtu.                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 2015 m. gegužės 20 d. | Siekiant pagal Lietuvos banko nustatytus Atlygio politikos reikalavimus išmokėti grupei darbuotojų kintamojo atlygio dalį Banko akcijomis, 2015 m. gegužės 20 d. NASDAQ OMX Vilnius prekybos sesijoje pagal darbuotojų grupės jungtinį pavedimą sudaryti Banko akcijų pirkimo sandoriai. Už šiais sandoriais nupirktas 788.895 Banko akcijas atsiskaito Bankas bei UAB „Šiaulių banko lizingas“, tokiu būdu įvykdydami prievolę išmokėti kintamojo atlygio dalį Banko akcijomis.                                                                                                                                     |
| 2015 birželio 17      | Moody's Investors Service paskelbė, kad padidino Šiaulių banko ilgalaikio skolinimosi reitingą nuo B1 iki Ba2. Ilgalaikio                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

|                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|---------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| d.                        | skolinimosi reitingo perspektyva stabili.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 2015 m.<br>rugsėjo 14 d.  | Juridinių asmenų registre įregistruoti pakeisti AB Šiaulių banko įstatai su padidintu iki 91 226 381,99 EUR įstatiniu kapitalu. Banko įstatinis kapitalas padidintas 2015 m. birželio 22 d. įvykusio neeilinio visuotinio akcininkų susirinkimo sprendimu. Įstatiniam kapitalui padidinti išleista 21 353 731 paprastoji vardinė 0,29 euro nominaliosios vertės akcija. Visas akcijas įsigijo AB „Invalida INVL“, sumokėdama už jas tarpusavio užskaitos būdu užskaitant Šiaulių banko jai mokėtiną 6 182 581,99 EUR sumą už perkamas įmones - AB banką „Finasta“ ir AB FMĮ „Finasta“. |
| 2015 m.<br>gruodžio 17 d. | AB Šiaulių bankas gavo Lietuvos banko pranešimą, kad AB Šiaulių banką, kaip ir AB DNB banką, AB SEB banką bei „Swedbank“, AB, nutarta laikyti kita sisteminės svarbos įstaiga. Pranešime taip pat nurodoma, kad AB Šiaulių bankui nustatytas papildomas kitų sisteminės svarbos įstaigų kapitalo rezervas – 0,5 proc. bendros pagal riziką įvertintų pozicijų sumos. Šis papildomas rezervas privalo būti sukauptas iki 2016 m. gruodžio 31 d.                                                                                                                                         |