

**ŠIAULIŲ UNIVERSITETAS
SOCIALINIŲ MOKSLŲ FAKULTETAS
EKONOMIKOS KATEDRA**

Aistė PADGURECKIENĖ

**AB „APRANGA“ KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO
ANALIZĖ IR VERTĖS DIDINIMAS FINANSŲ RINKOJE KRIZĖS
METU**

Magistro darbas

Šiauliai, 2010

**ŠIAULIŲ UNIVERSITETAS
SOCIALINIŲ MOKSLŲ FAKULTETAS
EKONOMIKOS KATEDRA**

Aistė PADGURECKIENĖ

**AB „APRANGA“ KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO
ANALIZĖ IR VERTĖS DIDINIMAS FINANSŲ RINKOJE KRIZĖS
METU**

**Magistro darbas
Socialiniai mokslai, ekonomika (04 S)**

Aš, teigiu, kad magistro studijų
baigiamasis darbas, kurį teikiu Ekonomikos studijų programos magistro kvalifikaciniam
laipsniui įgyti, yra originalus autorinis darbas
(parašas)

Magistro darbo autorius _____

(vardas, pavardė, parašas)

Vadovas _____

(pareigos, vardas, pavardė, parašas)

Recenzentas _____

(pareigos, vardas, pavardė, parašas)

SANTRAUKA

Aistė Padgureckienė

AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo analizė ir vertės didinimas finansų rinkoje krizės metu. Magistro darbas.

Įmonės dažniausiai susiduria su problema: kokias lėšas, skolintas ar nuosavas, naudoti veiklos finansavimui. Įvairūs finansavimo būdai susiję su kaštais, kuriuos valdant galima padidinti įmonės ekonominę pridėtinę vertę (EVA). Analizuojant ir vertinant AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo ypatumus, nagrinėti finansų struktūros, pelningumo rodikliai, įmonės akcijų kaina bei jų apyvarta vertybinių popierių biržoje. Statistiniu metodu iširtas pelningumo rodiklių ryšys su kapitalo svertais, nustatyta vidutinių svertinių kapitalo kaštų, ekonominės pridėtinės vertės ir skolos koeficiento priklausomybė. Atlikti skaičiavimai leido pagrįsti arba paneigti kapitalo struktūros formavimo ir įmonės vertės teorijų teiginius. Formuojant modelį, ir praktiškai, jį pritaikant, grindžiama įmonės galimybė didinti vertę finansų rinkoje krizės metu ir kurti EVA.

SUMMARY

Aistė Padgureckienė

The analysis of the joint-stock company „Apranga“ capital structure formation and the company value increasing on the financial market during economical crisis. Master's work.

Common companies' problem is whether to use own or borrowed assets for financial management. Different financial management is related to costs, which right management enables to increase economical value added (EVA).

The master work contains analysis and value of the joint-stock company „Apranga“ capital structure formation peculiarities, profit rate, company's stock prices and turnover in stock market. Statistical method was used to investigate connection between profit rate and capital lever, also dependence on capital costs, debt ratio and EVA. Performed calculations enabled to justify or deny theory propositions on company's value and capital structure formation. By modeling and putting the model into practice company's possibility to increase its value on the financial market during economical crisis and create EVA is justified.

TURINYS

ĮVADAS	7
1. TEORINIAI KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO IR ĮMONĖS VERTĖS ASPEKTAI	11
1.1. Kapitalo sąvoka finansų rinkoje	11
1.2. Įmonės vertės nustatymo metodai	16
1.3. Kapitalo struktūros formavimo teiginiai	20
1.4. Kapitalo struktūrą veikiančių veiksnių teorinė analizė.....	27
2. AB „APRANGA“ KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO ANALIZĖ	36
2.1. AB „Apranga“ veiklos apibūdinimas	36
2.2. AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo 2005-2009 metais analizė	38
2.3. AB „Apranga“ akcijų kainos dinamikos analizė NASDAQ OMX 2005-2009 metais	43
2.4. AB „Apranga“ kapitalo svertų ir vidinių veiksnių, lemiančių kapitalo struktūros formavimą, 2005-2009 m. įvertinimas	48
3. AB „APRANGA“ VERTĖS DIDINIMO GALIMYBIŲ VERTINIMAS FINANSŲ RINKOJE KRIZĖS METU	55
3.1 AB „Apranga“ ekonominės pridėtinės vertės 2005-2009 m. analizė.....	55
3.2 AB „Apranga“ ekonominės pridėtinės vertės didinimo galimybės ir kapitalo struktūros sprendimų variantų įvertinimas	59
IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS	64
PRIEDAI	76

PAVEIKSLAI

1.1 pav.	Įmonės tikslų sistema.....	14
1.2 pav.	Kapitalo teorijos teiginių apie tikslinę kapitalo struktūrą sistemizavimas.....	26
1.3 pav.	Racionali kapitalo struktūra – nėra mokesčių.....	33
1.4 pav.	Racionali kapitalo struktūra – su mokesčiais.....	34
2.1 pav.	AB „Aprangos“ akcininkų balsų, kurie kontroliuoja daugiau nei 5% balsų akcininkų susirinkime, struktūra 2009 m. rugsėjo 30 d.....	37
2.2 pav.	AB „Apranga“ nuosavo ir skolinto kapitalo dinamika 2005-2009 m.....	38
2.3 pav.	Akcijos kainos kitimas AB „Apranga“ 2005-2009 m.....	45
2.4 pav.	AB „Apranga“ akcijų apyvartos vienetais kitimas 2005-2009 m.....	46
2.5 pav.	„Apranga“ ir mažmeninės prekybos sektoriaus kapitalo svertų dinamika 2005-2009 m.	49
2.6 pav.	AB „Apranga“ kapitalo struktūrą veikiantys veiksniai 2005-2009 m.....	53
3.1 pav.	AB „Apranga“ 2005-2009 m. EBIT, EVA ir vidutinių svertinių kapitalo kaštų dinamika.....	57
3.2 pav.	EVA ir vidutinių svertinių kapitalo kaštų priklausomybės vertinimas.....	58
3.3 pav.	EVA ir skolos koeficiento priklausomybės vertinimas.....	58

LENTELĖS

1.1 lentelė	Svarbiausi turto finansavimo šaltinių skirtumai.....	12
1.2 lentelė	Galimi finansinio sveto rodikliai.....	27
1.3 lentelė	Kapitalo struktūrą veikiančių veiksnių kiekybiniai įvertinimo būdai.....	28
1.4 lentelė	Kapitalo svertų apibūdinimas.....	31
2.1 lentelė	AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansų struktūros rodikliai.....	40
2.2 lentelė	AB „Apranga“ 2005-2009 m. pelningumo rodikliai.....	42
2.3 lentelė	Biržos prekybos informacija AB „Apranga“ 2005-2009m.....	44
2.4 lentelė	Kapitalo svertų apibūdinimas AB „Apranga“ 2005-2009 m.....	48
2.5 lentelė	AB „Apranga“ 2005-2009 m. grynojo pelningumo ir finansinio sveto rodikliai	51
2.6 lentelė	Kapitalo svertų koreliacijos koeficientai su pelningumo rodikliais.....	51
2.7 lentelė	AB „Apranga“ 2005-2008 m. bankroto tikimybės analizė pagal 5 I. E. Altman koeficientų ZET modelį.....	52
3.1 lentelė	AB „Apranga“ skolinto ir nuosavo kapitalo analizė 2005-2009 m.....	55
3.2 lentelė	Skolinto kapitalo kainos nustatymas AB „Apranga“ 2005-2009 m.....	56
3.3 lentelė	Racionalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantai pagal atskiras kapitalo struktūros alternatyvas ($r_i = 15$, $r_d = 6$).....	61
3.4 lentelė	Racionalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantai pagal atskiras kapitalo struktūros alternatyvas ($r_i = 15$, $r_d = 2,5$).....	61
3.5 lentelė	Racionalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantai pagal atskiras kapitalo struktūros alternatyvas ($r_i = 10$, $r_d = 6$).....	62
3.6 lentelė	Racionalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantai pagal atskiras kapitalo struktūros alternatyvas ($r_i = 10$, $r_d = 2,5$).....	63

IVADAS

Problema. Dauguma įmonių priimamų finansavimo sprendimų yra pagrįsti kapitalo struktūros formavimo teorijomis. Pastarosios egzistuoja tradicinės ir moderniosios, kurios skiriasi prielaidomis bei veiksniais, įtakojančiais finansavimo sprendimus įmonėse. Kapitalo struktūros formavimo teorija yra palyginti nauja finansų valdymo teorija, nes iki 1958 m. nebuvo tiksliai paaiškinta, kokia yra savininkų elgsena priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus. 1958 m. F. Modigliani ir M. Miller paskelbė darbą, apimančią vieną svarbiausių šiuolaikinių finansų valdymo teorijų, kapitalo struktūros klausimus išnagrinėjusių moksliniu aspektu ir padėjusių pagrindus tyrimų grandinei, kuri tęsiasi iki šių dienų. Šis darbas leido formuluoti alternatyvias teorijas: kompromisinę, pasirinkimo eilės ir agentų.

Pastaruoju metu atliktų mokslinių tyrimų rezultatai parodo, kad įmonės formuodamos kapitalo struktūrą elgiasi pagal pasirinkimo eilės teoriją. Ši teorija teigia, kad pirmumas įmonėje priimant finansavimo sprendimus teikiamas nuosavam kapitalui.

Kiekviena įmonė naudoja tam tikrą kapitalą. Įmonė gali naudotis nuosavu arba skolintu kapitalu. Praktikoje dažniausiai pasitaikantis atvejis - kuomet įmonė naudoja tiek nuosavą, tiek skolintą kapitalą. Tokiu atveju iškyla optimalios kapitalo struktūros suformavimo problema. Optimali kapitalo struktūra yra toks paskolų ir akcinio kapitalo vertybinių popierių derinys, kuris atitinka optimalią rizikos ir pelningumo pusiausvyrą, taigi didina iki aukščiausio laipsnio firmos akcijų kainą. Formuojant įmonės kapitalo struktūrą, būtina atsižvelgti į kiekvieno kapitalo privalumus bei trūkumus, teikiamas galimybes bei pavojus, taip pat į įvairių rizikos rūšių bei pelningumo sąryšį.

Empiriniais kapitalo struktūros tyrimais siekiama nustatyti vidinių veiksnių poveikį kapitalo struktūrai ir patikrinti vienos ar kitos teorijos teisingumą rinkos sąlygomis. Lietuvoje jau atsirado tam tikras įmonių skaičius, kurioms kapitalo struktūros valdymo klausimas tampa aktuali strateginiu finansiniu uždaviniu ir to uždavinio sprendimui reikia tvirto teorinio pagrindimo. Be to didėja poreikis Lietuvos įmonėms ieškoti kapitalo tarptautinėse finansų rinkose, taigi svarbu susipažinti su kapitalo struktūros formavimo teorijomis, kapitalo struktūros veiksniais, nes pastarieji įtakoja skirtingo kapitalo kainą ir, tuo pačiu, įmonių finansinį svertą. Finansinis svertas išreiškia skolinto ir nuosavo kapitalo santykį ir yra svarbus ne tik įmonės mokumui ir pelningumui, bet ir racionaliai kapitalo struktūrai užtikrinti.

Kapitalo poreikis vaidina esminį vaidmenį įmonės finansų ekonomikoje, todėl ypač svarbu jį plačiau analizuoti. Dabartinėje situacijoje, kai pasaulio ekonomiką bei finansų rinkas ištikusi krizė, įmonėms dar svarbesniu klausimu tampa vertės didinimas. Kapitalo trūkumas dažnai aktuali problema

įmonėms. Jau pakankamai seniai pastebėtas faktas, jog skirtingose ekonominės veiklos srityse skolinamasi nevienodai. Nemažai ekonomistų analizavo įmonių kapitalo struktūros ypatumus, siekė iširti, kas lemia vienokius ar kitokius sprendimus šioje sferoje. Nustatyta, jog įmonės kapitalo struktūros formavimą gali įtakoti tiek vidiniai veiksniai, kuriuos gali valdyti pati įmonė, tiek ir išoriniai (makroekonominiai) veiksniai, nepriklausomi nuo įmonės sprendimų. Įmonių kapitalo struktūros valdymas reikalauja tam tikrų įmonės išorės sąlygų ir pačios įmonės vidinio išsivystymo lygio. Specifinės išorinės sąlygos yra pačių kapitalo rinkų išsivystymo lygis ir įmonės galimybė dalyvauti tose kapitalo rinkose. Vidinės sąlygos – tai visų pirma, augimo galimybės, turto materialumas, mokesčių dydis, bankroto tikimybė.

Skirtingi autoriai išskiria netapačius kapitalo struktūros formavimą lemiančius veiksnius, egzistuoja skirtingos nuomonės ir dėl jų poveikio vertinimo. Kapitalo struktūros formavimą įmonėse tyrė daug garsių mokslininkų, pradedant klasikinės kapitalo struktūros teorijos autoriais F. Modigliani, M. Miller (1958), M. C. Jensen, W. H. Meckling (1976), H. DeAngelo (1980), S. C. Myers (1984), baigiant lietuvių autoriais T. Kipišu (2004), D. Majauskiene (2005), A. V. Rutkausku (2002), A. Vasiliauskaite, D. Rumšaite (2000) ir kt. Nepaisant tyrimų gausos iki šiol tarp mokslininkų nesutariama svarbiais klausimais: ar egzistuoja universaliai optimali kapitalo struktūra, kaip šie sprendimai lemia įmonės vertinimą rinkoje, kokie veiksniai labiausiai įtakoja kapitalo struktūros formavimą įmonėse. Bandymas išsiaiškinti, kaip praktikoje veikia įmonių kapitalo struktūros teorijos, kurie veiksniai ir kokių lygmeniu įtakoja finansinio svėro parinkimo sprendimus - iki šiol tebėra aktuali mokslinė problema. Taigi, akivaizdu, kad lieka erdvės naujiems bandymams mokliškai pagrįsti įmonių kapitalo struktūros formavimo ypatumus bei įmonės vertės didinimo galimybes finansų rinkoje krizės metu.

Tyrimo aktualumas. Dauguma įmonių priimamų sprendimų yra pagrįsti kapitalo struktūros formavimo teorijomis. Egzistuojantys kapitalo struktūros formavimo požiūriai ne visuomet gali paaiškinti, kuo remiantis įmonės pasirenka skolos ir nuosavybės santykį. Ekonomistai dar ir šiandien neturi vieningos nuomonės, kuris iš egzistuojančių modelių geriausiai atspindi dabartinę įmonių elgseną ir kokie veiksniai lemia įmonių vadovų priimamus įmonės finansavimo sprendimus.

Kapitalo struktūros klausimas yra tradicinis, probleminis ir labai aktualus įmonei, kadangi nuo šios struktūros politikos priklauso rizikos ir pelningumo alternatyvos pasirinkimas. Įmonės finansinio stabilumo ir nemokumo rizikos problemos pirmiausia siejamos su kapitalo struktūra, t.y. su skolinto kapitalo dydžiu kapitalo struktūroje. Įmonės vadovybei svarbu gebėti dirbti su skolintu kapitalu taip, kad nekiltų nemokumo problemų ir įmonė galėtų efektyviai vykdyti savo veiklą.

Sudėtinga nustatyti bendrą kapitalo struktūros poveikį finansinių rodiklių grupėms, įmonės vertei. Mokslinėje literatūroje dažniausiai analizuojami pavienių rodiklių ir kapitalo struktūros ryšiai,

nagrinėjamas nuosavo kapitalo pelningumo ir kapitalo struktūros ryšys, tačiau nėra sukurtos vieningos vertinimo sistemos, pagal kurią būtų galima įvertinti konkrečios įmonės kapitalo struktūros įtaką ne vienam, o daugeliui rodiklių.

Kapitalo struktūros formavimas bei ją įtakojantys veiksniai užima svarbią vietą įmonių veikloje. Kapitalo struktūros sprendimai bendrovių vadovybei yra nelengvi. Norint suformuluoti optimalią įmonės kapitalo struktūrą, reikia atsižvelgti į daugelį veiksnių. Būtina tinkamai įvertinti įmonės poreikius, situaciją rinkoje. Lietuvoje atlikta gan mažai tyrimų, nustatančių įmonių kapitalo struktūrą bei jų įtaką įmonės vertei. Vis dažniau vertinant ir analizuojant įmonių veiklą skaičiuojama pridėtinė ekonominė vertė (angl. Economic Value Added, EVA). EVA - tai rodiklis, leidžiantis palyginti įmonės veiklos rezultatus akcininkų požiūriu su kitomis panašios rizikos investicijomis. EVA tiksliau nei bet kuris kitas rodiklis nustato įmonės veiklos rezultatus, atsižvelgiant į akcininkų lūkesčius, ir yra labiausiai susijęs su akcininkų nuosavybės vertės kūrimu. Akcininkui investuotas kapitalas turi duoti mažiausiai tokią pačią gražą, kaip ir investuotas į panašios rizikos bendrovę kapitalo rinkoje.

Tyrimo objektas - AB „Apranga“ finansiniai ir kapitalo struktūros formavimo rodikliai.

Tyrimo dalykas - AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo analizė ir vertės didinimas finansų rinkoje 2005-2009 metais.

Tyrimo tikslas – išanalizuoti AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo tendencijas ir įvertinti vertės didinimo galimybes finansų rinkoje krizės metu.

Tyrimo uždaviniai:

- Susisteminti ir apibendrinti kapitalo struktūros formavimo ir įmonės vertės teorinius aspektus.
- Išanalizuoti AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo ypatumus 2005-2009 m. ir įvertinti kapitalo svertus bei vidinius veiksnius, lemiančius kapitalo struktūros formavimą.
- Pagrįsti AB „Apranga“ ekonominės pridėtinės vertės didinimo galimybes ir įvertinti kapitalo struktūros sprendimų variantus.

Mokslinė hipotezė – kapitalo struktūra laikytina optimalia tuomet, kai yra toks paskolų ir akcinio kapitalo derinys, kuris padidina įmonės EVA iki aukščiausio lygio.

Metodologija. Siekiant įgyvendinti tyrimo tikslą bei pasiekti tikslui iškeltus uždavinius, buvo išanalizuota Lietuvos bei užsienio autorių mokslinė literatūra. Ten pateikiama informacija buvo sisteminama, apibendrinama, vertinama, išskiriant esminius temos problemą atspindinčius teiginius. Analitinėje dalyje apibūdinama AB „Apranga“ veikla, atliekama bendrovės skolinto ir nuosavo kapitalo dinaminė analizė, jų prognozė, analizuojama kapitalo struktūra bei pelningumo rodikliai. Pateikiama NASDAQ OMX informacija apie AB „Apranga“ prekybą akcijomis, vertinamas akcijų

kainos ir akcijų apyvartos vienetais kitimas. Remiantis D. Cibulskienės (2007) ekonometriniame modelyje išskiriamais kapitalo svertais, lyginamas AB „Apranga“ finansų sverto lygis, skolinto kapitalo kvota ir skolos nuosavybės koeficientas su šakos rodikliais (mažmenine prekyba). Norint įvertinti AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo strategiją, analizuojami vidiniai veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimą (turto nematerialumas, mokesčių skydas, pelningumas, bankroto rizika). Įmonės vertei pagrįsti pasirinkti EVA bei WACC metodai. Be to konstruktyviojoje darbo dalyje, remiantis racionalios kapitalo struktūros skaičiavimo bei vertinimo metodikomis, modeliuojamos skirtingos kapitalo kaštų ir vidinės reikalaujamos savininkų pelno normos reikšmės, įvertinant įvairias kapitalo struktūros formavimo alternatyvas. Vertinimo rezultatai priklauso nuo vertinimo tikslo bei pasirinkto vertinimo modelio, todėl pasikeitimai finansų rinkoje pareikalavo naujo mąstymo bei naujų rodiklių įmonės veiklos analizei, kurie ne tik tiksliau parodytų įmonės vertės kitimą, bet ir būtų lengvai suprantami ir galėtų tarnauti kaip objektyvūs įmonių valdymo įrankiai.

Naujumas. Pasaulį ištikusi finansų rinkų krizė privertė įmones imtis atitinkamų sprendimų. Akcininkų nuosavybės vertės didinimo reikšmingumo didėjimas privertė pakeisti požiūrį į veiklos efektyvumo matavimą, įtraukiant į jį kapitalo kaštus. EVA tapo esmine naujove, nustatant įmonės vertę. Šis rodiklis yra lengvai suvokiamas, tinkantis darbuotojų motyvacijai, padedantis suprasti ir įgyvendinti įmonės veiklos tikslą - didinti akcininkų nuosavybės vertę.

Teorinis ir praktinis reikšmingumas. Magistro darbo rezultatai reikšmingi teoriniu ir praktiniu aspektu. Remiantis darbe pateiktais tyrimo rezultatais (vidutinių svertinių kapitalo kaštų, ekonominės pridėtinės vertės ir skolos koeficiento priklausomybe, kt.), įmonė galės formuoti finansavimo sprendimus, kurie leis pasirinkti optimalią kapitalo struktūrą, suteikiančią galimybę didinti įmonės vertę.

Darbo struktūrą sudaro trys dalys: konceptualiojoje dalyje apžvelgiami įmonės kapitalo struktūros formavimo bei įmonės vertės teoriniai aspektai. Analitinėje dalyje atliekama kapitalo struktūros formavimo analizė AB „Apranga“ 2005-2009 m., analizuojama įmonės akcijų ir apyvartos dinamika NASDAQ OMX, vertinami kapitalo svertai, vidiniai veiksniai, lemiantys kapitalo struktūrą. Vadovaujantis atliktos analizės rezultatais konstruktyviojoje darbo dalyje, grindžiamos AB „Apranga“ ekonominės pridėtinės vertės didinimo galimybės finansų rinkoje krizės metu.

1. TEORINIAI KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO IR ĮMONĖS VERTĖS ASPEKTAI

1.1. Kapitalo sąvoka finansų rinkoje

Kuriant įmonę, kiekvienoje jų susidaro tam tikrų įmonės kūrimo išlaidų. Įmonei, peržengus kūrimosi etapą, formuojamos produkcijos gamybos paruošimo ir plėtros išlaidos. Kai įmonė pradeda savo veiklą, jai reikia išteklių. Padengiant vieną dalį reikiamu finansiniu ištekliu gali būti naudojamas įmonės pradinis kapitalas. Jei išmokos viršija įmokas, reikia papildomų mokėjimo priemonių – susidaro kapitalo poreikis. Įmonės finansų ekonomikoje kapitalo poreikis vaidina esminį vaidmenį, todėl svarbu jį plačiau analizuoti.

Kapitalo sąvoka gali būti apžvelgiama skirtingais aspektais: makroekonominio ir įmonės lygiu. Makroekonominio požiūriu kapitalas, kartu su darbu ir žeme, yra vienas iš trijų gamybos veiksnių. Čia skiriamas: realus kapitalas – mašinos, pastatai, įrengimai, ir nominalus kapitalas – piniginis kapitalas. Įmonės požiūriu kapitalas apibūdinamas kaip balansinis ir finansinis kapitalas. Bendrąja prasme kapitalas - tai piniginių išteklių suma (daiktinės ir finansinės priemonės), kurią įmonės veiklai finansuoti suteikia savininkai ir skolintojai¹. Šią sąvoką, galima papildyti C. Pass, B. Lowes, L. Davies (1997) teiginiu, kad kapitalas – tai indėlis į gamybą bei investicijas į materialųjį kapitalą (pvz. įmones, įstaigas, įrangą, įrankius).

Kai kurie autoriai (A. Jakutis, A. Stepanovas (2005)) teigia, kad kapitalo sąvokai priskiriama ne tik gamybos priemonėse materializuota vertė, bet ir finansiniai fondai, kuriuos sudaro grynieji pinigai, bankų indėliai ir vertybiniai popieriai. Ekonomikos kilimas per tam tikrą laikotarpį priklauso nuo sukaupto kapitalo. Kapitalu vadinamos visos gamybos priemonės, kurios nėra žemė ir darbas, tačiau kilusios iš gamtos ir darbo bei jų sąveikos.

Kaip yra žinoma, įmonės kapitalą sudaro *nuosavas kapitalas bei skolintas kapitalas*. Įmonės finansinis stabilumas ir nemokumo rizika daug priklauso nuo verslo finansavimo šaltinių struktūros ir jo santykio su turimu turtu bei turto rūšies. Svarbiausi turto finansavimo šaltinių skirtumai pateikiami 1.1 lentelėje.

¹ Cibulskienė, D. (2007). *Įmonių kapitalo struktūros formavimas finansų rinkos globalizacijos procesuose*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla, p. 39.

Svarbiausi turto finansavimo šaltinių skirtumai

Požymiai	Kapitalas	
	nuosavas	skolintas
1. Įmonės valdymo teisė	Suteikia	Nesuteikia
2. Teisė į dalį pelno ir turto	Likutinio principo teisė	Pirmumo teisė
3. Kapitalo grąžinimo terminai	Nenustatyti	Nustatyti pagal sutartį

Šaltinis: Mackevičius J., Poškaitė D. (2003). Finansinio svėro apskaičiavimas ir interpretavimas. *Ekonomika*, 61, p. 20-34.

Skolintas kapitalas – tai lėšos, skirtos paskolų paklausai tenkinti grynujų pinigų arba vertybinių popierių forma; tai firmos naudojami pinigai, buvę pasiskolinti iš išorinių šaltinių nustatytam laikui, išleidžiant vertybinius popierius su nustatytais palūkanomis, pavyzdžiui, obligacijas. Palūkanos – tai mokestis už naudojimąsi kito pinigais ar kapitalu, tai kapitalo kaina². Kreditą įmonė gali gauti iš komercinių, valstybinių bankų, užsienio valstybių bankų bei privačių užsienio investuotojų.

Vadovaujantis Akcinių bendrovių įstatymu, skolintas kapitalas sudaromas: platinant išleistas obligacijas, imant kreditus, kitaip skolinantis lėšas. Akcinėje bendrovėje akcininkų nuosavybė (nuosavas kapitalas) išskiriamas į apmokėtą įstatinį kapitalą, akcijų priedus, perkainojimo rezervą, privalomąjį rezervą, rezervą savoms akcijoms įsigyti, kitus rezervus, nepaskirstytąjį rezultatą – pelną (nuostolius). Šių dalių formavimo šaltiniai yra skirtingi - tai akcinis kapitalas, rodantis akcininkų įdėtą turtą, nepaskirstytasis pelnas - turto prieaugį iš įmonės veiklos. Anot V. Kvedaraitės (1997), kai bendrovei trūksta apyvartinių lėšų arba jų reikia investicijoms, ji gali didinti įstatinį kapitalą. Tada akcininkų susirinkimas turi priimti sprendimą didinti įstatinį kapitalą papildomais įnašais, išleidžiant naujas akcijas.

Nuosavas kapitalas - sukauptas per tam tikrą laiką savininko pastangomis. Jis kaupiamas iš įmonės pelno, amortizacinių atskaitymų, tenkančių gaminamai produkcijai ar atliekamoms paslaugoms, iš savininko asmeninio indėlio bei gavus negražinamą paramą iš šalies (labdarą, subsidijas ir kt.). Nuosavas kapitalas gali būti padidintas platinant akcijas uždaruju ir atviruoju būdu, steigiant bendras įmones ar vystant bendrą veiklą su kitomis įmonėmis. Kiekvienai įmonei svarbus kapitalas pritrauktas iš šalies t.y. akcijų platinimas. Finansų rinkų krizės metu įmonei itin svarbu pritraukti investuotojų, kurie taptų bendrovės akcininkais. Analitinėje darbo dalyje, aiškinamasi investuotojų politika, kurie jau

² Adomavičiūtė, I. (2006). *Verslo finansavimo šaltinių įtaka kapitalo pelningumui*, p. 129.

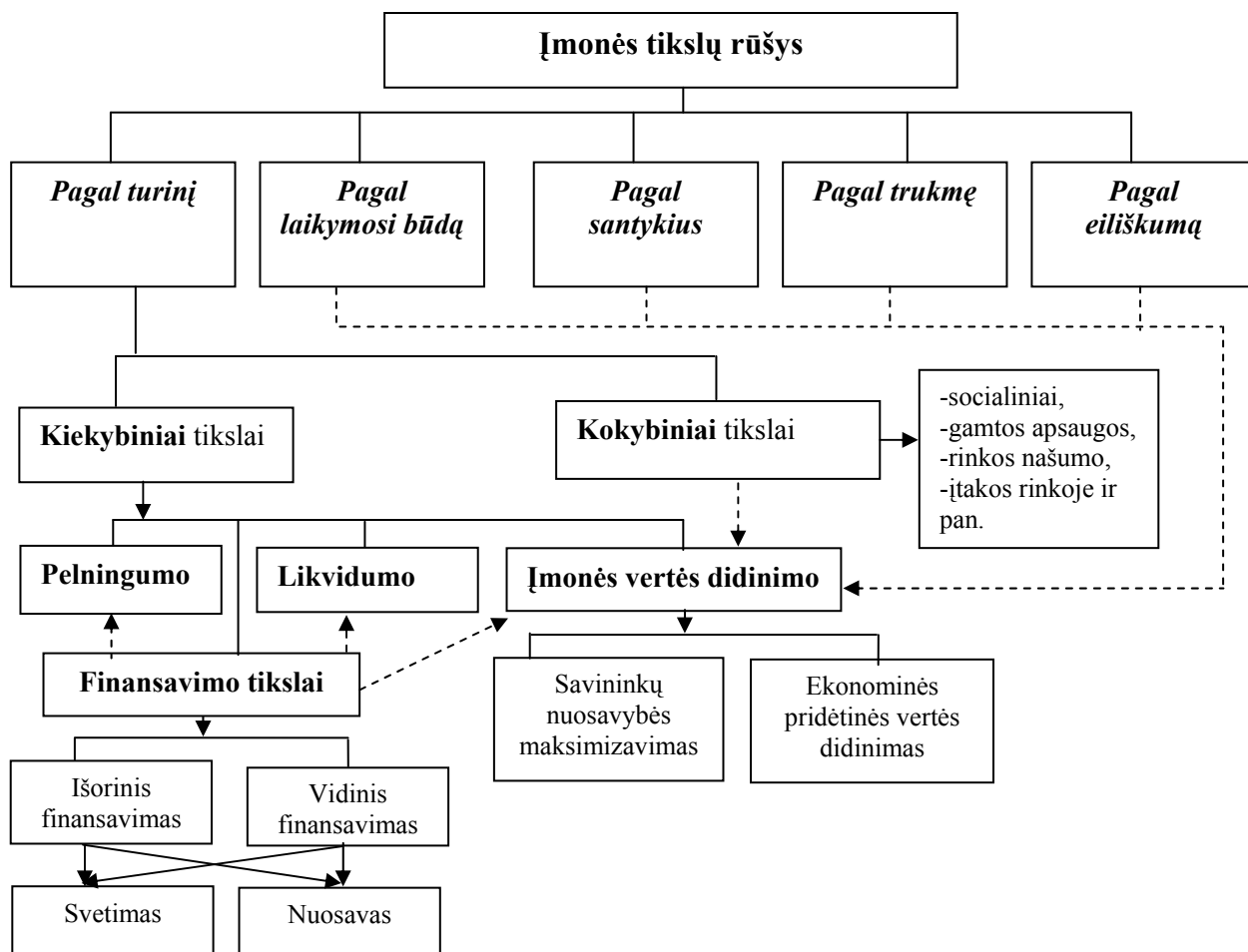
turi ar norėtų įsigyti įmonės akcijų. Sėkmingas akcijų platinimas vertybinių popierių biržoje, gali garantuoti bendrovės gyvavimą, gaunant pastovų pelną.

Išanalizavus skolinto ir nuosavo kapitalo sąvokas, galima atkreipti dėmesį į tai, kad skolintas kapitalas turi pranašumą, tačiau jo naudojimas yra priimtinas iki tam tikrų ribų, kol netrikdo įmonės finansinės pusiausvyros. Jei ši riba peržengiama, akcininkai ir kreditoriai didina reikalaujamą pelno normą, didėja nuosavo bei skolinto kapitalo kaštai. Finansavimas skolintu kapitalu ganėtinai pavojingas. Tam, kad bendrovė galėtų naudoti skolintą kapitalą, prieš tai rekomenduojama atlikti įmonės analizę. Finansinės rizikos rodikliu dažnai vadinamas finansinio svorto rodiklis: kuo šio rodiklio reikšmė didesnė, tuo didesnė rizika.

Kapitalo struktūra – tai įmonės finansavimo procese naudojamas skolinto ir nuosavo kapitalo derinys. Kapitalo struktūros sprendimai lemia tikslinės kapitalo struktūros pasirinkimą. Tikslinė kapitalo struktūra – tai priimtinausias skolinto kapitalo ir nuosavo kapitalo derinys, kuriuo planuojama finansuoti investicijų poreikius³. Kapitalo formavimas apima: kapitalo struktūrą, kapitalo apimtį bei kapitalo kaštus. Įmonė pirmiausiai nustato savo veiklos tikslus, kuriais vadovaujantis vykdo ūkinę – ekonominę veiklą. Išskiriama bendra įmonių tikslų sistema (1.1 paveikslas). Priklausomai nuo to kokius tikslus įmonė iškelia, priklauso ne tik jos ūkinė, bet ir finansinė veikla, t.y. kapitalo struktūros sprendimai ir kriterijai⁴.

³ Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15, p. 82.

⁴ Cibulskienė, D. (2007). *Įmonių kapitalo struktūros formavimas finansų rinkos globalizacijos procesuose*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla, p. 41.



1.1 pav. Įmonės tikslų sistema

Šaltinis: Cibulskienė, D. (2007). *Įmonių kapitalo struktūros formavimas finansų rinkos globalizacijos procesuose*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla, p. 50.

Įmonės tikslų sistemą išsamiai apibūdina D. Cibulskienė (2007). Autorės nuomone, pagal finansavimo teorijos koncepciją atskirų kapitalo rūšių kokybiniai kriterijai performuojami į kiekybinius (remiantis kapitalo kaštų dydžiu). Tuomet reiktų rinktis tas alternatyvas, kurių kapitalo kaštai, dengiant kapitalo poreikį, sudaro mažiausią neigiamą poveikį įmonės veiklos rezultatams. Nuosavas kapitalas papildomas mažesnių kaštų skolintu kapitalu, nes nuosavo kapitalo davėjai pirmiausia yra atsakingi už patirtus įmonės nuostolius ir perleisdami kapitalą įmonei reikalauja didesnės palūkanų normos – premijos už riziką. Šiuos esminius kaštų naštos skirtumus papildomai padidina mokesčių tarifo poveikis, nes nuosavo kapitalo savininkas moka mokesčius iš gauto apyskaitinio pelno ir tuo metu palūkanos už skolintą kapitalą mažina apmokestinamąjį bendrovės pelną. Atsiranda siekis išnaudoti kaštų privalumus per didėjantį įsiskolinimo laipsnį, t.y. finansinio sverto efektą.

Nagrinėjant įmonės kapitalo struktūrą reikia išsiaiškinti, ją lemiančius veiksnius, kuriuos išskiria M. Butkus, D. Cibulskienė (2007), tai:

- Įstatymų ir ekonominės situacijos nestabilumas;
- Politinės situacijos neapibrėžtumas, socialiniai ir politiniai pokyčiai;
- Kainos ir rinkos konjunktūra, valiutų kursų svyravimai, gamtinių ir klimatinių sąlygų neapibrėžtumas;
- Gamybinis ir technologinis (įrengimų gedimai ir avarijos, gamybinis brokas ir kt.) veiksnys;
- Asmeniniai (amžius, išsilavinimas, įsitikinimai) veiksniai.

Šie veiksniai finansų rinkų krizės metu labiau įtakoja įmonės finansus bei jų priimamus sprendimus formuojant kapitalo struktūrą nei stabilioje rinkoje.

Apibendrinant kapitalo bei jo struktūros sąvokas finansų rinkoje, remtasi G. Kancerevyčiaus (2004) teiginiais. Aiškinantis kapitalo valdymo įmonėje aspektus, reikia gerai suvokti ekonomikos ir kapitalo ryšį. Kapitalo kiekį ekonomikoje nulemia investicijos (visas kapitalas ekonomikoje atitinka ilgalaikį turta). Turtas, laikui bėgant, praranda vertę. Norint išlaikyti esamą lygį, turi būti palaikomas atitinkamas reinvestavimas ekonomikoje. Kapitalo kiekis didės, jei bus investuojama daugiau, nei reikalinga išlaikyti esamą kapitalo kiekį. Investavimo dydį lemia kapitalo pelningumo po mokesčių normos dydis. Investicijų lygis priklauso nuo visuomenės noro investuoti, o pastarasis – nuo laukiamo pelno iš investicijų. Per ilgą laiką keičiasi investicijų kiekis, tuo tarpu investicijų pelningumas išlieka beveik vienodas. Kapitalo pelningumo padidėjimas sąlygos investicijų išlaidų išaugimą. Kai dėl padidėjusių investicijų kapitalo kiekis augs, kapitalo pelningumo norma vėl turėtų nusmukti iki normalaus lygio. Atvirkščiai, mažėjant kapitalo pelningumui, mažėja investicijų išlaidos, kapitalo kiekis ekonomikoje sumažės ir kapitalo pelningumo norma turės padidėti. Kapitalo naudotojai moka investuotojams ne tik nominalią palūkanų normą, atitinkančią jų reikalaujamą pelningumą po mokesčių – už laiką ir riziką, bet patiria kaštus (mokesčius). Visi šie kaštai sudaro kapitalo kaštus. Įmonės kapitalo struktūros formavimas susijęs su kapitalo kainos minimizavimo alternatyvomis. Svarbu surasti paskolų ir akcinio kapitalo derinį, kuriam esant galima iki minimumo sumažinti kapitalo kainą. Derinant skolintų ir nuosavų lėšų santykį būtina įvertinti investicinius projektus ir dažniausiai patartina parinkti projektą su žemesne kapitalo grąža. Skolintis verta tada, kai laukiamas pelningumas yra didesnis už skolintų lėšų kainą ir nuosavas kapitalas efektyviai naudojamas.

Kai kompanija gauna pajamas, didesnes nei ekonominiai kaštai, šioms pajamoms gauti sukuriama ekonominė pridėtinė vertė, t.y. EVA. Teigiama, kad EVA turi būti naudojama finansų valdyme. Visi kiti finansiniai rodikliai turėtų būti vienaip ar kitaip susieti su EVA. Ji turi pakeisti iki šiol naudotą

pinigų srautų diskontą. Tai kartu ir grynos įmonės ekonominės veiklos matas, ir strategija akcininkų turtui didinti.

1.2. Įmonės vertės nustatymo metodai

Įmonių veiklos išmatavimo ir vertės valdymo problemos tyrinėjamos daugelį metų. Pagrindinis priimamų sprendimų dėl įmonės plėtotės ir jos raidos vertinimo kriterijus yra vertė, kurią parodo akcijų kaina, o pagrindinis verslo savininkų tikslas – tos vertės maksimizavimas, kuris reiškia būdo, kaip maksimaliai padidinti įmonės vertę, suradimą. Kadangi akcijų kaina susiformuoja tik po priimamų sprendimų, o be to akcijų kainos ir įmonės vertės padidėjimas yra tik galutinis įmonės veiklos rezultatas, tam reikalinga vertės veiksmų sistema, kurios pagrindinis tikslas - padidinti sprendimų, susijusių su įmonės vertės didinimu, priėmimo galimybes.

Įmonės kuriamos tam, kad būtų didinama akcininkų įnašų vertė. Pasikeitimai finansų rinkoje pareikalavo naujo mąstymo bei naujų rodiklių įmonės veiklos analizei, kurie ne tik tiksliau parodytų įmonės vertės kitimą, bet ir būtų lengvai suprantami ir galėtų tarnauti kaip objektyvūs įmonių valdymo įrankiai. G. Kancerevyčius (2004) teigia, kad įmonės vertinimas, taip pat jos akcijų – įmonės savininkų nuosavybės - vertinimas yra subjektyvus dalykas. Autorius pateikia pagrindinius vertinimo metodus:

- Balansinės vertės;
- Pakoreguotos balansinės vertės;
- Pelno kapitalizavimo;
- Perteklinio pelno;
- Diskontuoto pelno;
- Diskontuotų pinigų srautų;
- Kainos ir pelno koeficiento;
- Kainos ir balansinės vertės;
- Diskontuotų dividendų;
- Pardavimų koeficiento;
- Likvidacinės vertės;
- Pakeitimo vertės arba pakeitimo kaštų;
- Spėjimo metodo;
- Įsteigimo kaštų.

Daugelis metodų tarpusavyje glaudžiai susiję, papildantys vienas kitą. D. Burkštaitienė, A. Juozapavičienė (2008) analizuodamos teorinius vertės matų aspektus nurodo, kad grynoji dabartinė vertė (NPV) parodo įmonės vertę, o kartu ir akcijų kainą, kadangi yra įvertinama kapitalo kaina, laiko veiksnys ir pinigų srautai. Siekiant priimti teisingus sprendimus, susietus su vertės didinimu, 1990 m. praktikoje pradėti taikyti modernūs vertės matai. Vienas iš jų – ekonominė pridėtinė vertė (EVA). EVA atitinka beveik visus finansiniam vertės matui, kuris atspindėtų vertės kūrimą ir galėtų būti naudojamas vertei valdyti, keliamus reikalavimus. Taigi darbe išsamiau aptariami praktikoje dažniau naudojami įmonės vertės nustatymo metodai (EVA, diskontuotų pinigų srautų metodas, CAPM).

Įmonės vertinimo rezultatai priklauso nuo vertinimo tikslo bei pasirinkto vertinimo modelio. Atsigręžimas į akcininkų nuosavybės vertės didinimą privertė pakeisti požiūrį į veiklos efektyvumo matavimą, įtraukiant į jį akcininkų nuosavybės kaštus. *EVA (angl. Economic Value Added, EVA)* tapo esmine naujove, 9-ajame dešimtmetyje pakeitusia situaciją. Šis rodiklis yra lengvai suvokiamas, tinkantis darbuotojų motyvacijai, padedantis suprasti ir įgyvendinti įmonės veiklos tikslą - didinti akcininkų nuosavybės vertę. Didesnio verslo finansinio rezultato siekimas, anot V. Boguslauskos, G. Jagelavičiaus (2002), turi būti pagrįstas tyrimais, kai modeliuojant nustatomos vertės didinimo galimybės, remiantis optimalaus vertės ir rizikos santykio kriterijumi.

EVA mokslinėje literatūroje vadinama įvairiai: ekonominiu pelnu, naujai sukurta verte ar tiesiog EVA. Į lietuvių kalbą EVA santrumpa verčiama, kaip ekonominė pridėtinė vertė. EVA yra tai, kas lieka, iš prekės vertės atėmus absoliučiai visus sąnaudas. Todėl, siekiant išvengti painiavos, dažnai vartojama ekonominės pridėtinės vertės sąvoka arba tiesiog trumpinimas EVA.

EVA – tai raktas gerovei kurti. T. E. Copeland (1994) nurodo, kad ekonominiai kaštai apima ne tik sąnaudas, atspindėtas pelno (nuostolių) ataskaitoje, bet ir kapitalo kaštus. Remiantis šiuo vertės požiūriu, vertė sukurama tik tada, kai pajamos viršija visus sąnaudas, įskaitant ir kapitalo. Verslo vertės didinimas (kūrimas) užtikrina bendrovės normalų egzistavimą ir lėšų verslo vystymui pakankumą, nes akcininkai perka akcijas ir investuoja į bendrovę, tikėdamiesi, jog bendrovės vertė didės, t.y. bendrovės pajamos bus didesnės nei sąnaudos ir kapitalo kaštai. Jeigu kapitalo tiekėjai negauna pakankamo ekonominio pelno, kompensuojančio jų riziką ir pinigų laiko vertę, jie atsiima savo kapitalą ir ieško didesnio pelningumo. Įmonė, negaunanti ekonominio pelno, sunkiai pritrauks daugiau kapitalo savo plėtros finansavimui, nes jos akcijų kaina turės tendenciją mažėti, taip pat tokia bendrovė mokės didesnes palūkanas už obligacijas ar banko paskolas⁵.

⁵ Stewart, S. & Co. Research (2000). IT Outsourcing and Shareholder Value [Internete].

J. Deksnienė, D. Šimaitytė (2008) analizuoja įmonės savininkų nuosavybės kūrimą, kuri atspindi akcijų kainų pasikeitimas per laikotarpį, kai mokami dividendai ir akcijos leidžiamos iš bendrovės lėšų. Nors ir vartojami kaip sinonimai, tačiau subtiliai skiriasi vertės sukūrimas ir akcininkų nuosavybės (turto) sukūrimas. Sukurta vertė gali būti išmatuojama, naudojant bendrovės atskaitomybės duomenis, ir priklauso nuo bendrovės veiklos, o akcininkų nuosavybės didėjimas labiausiai priklauso nuo į akcijų rinką patenkančios informacijos. Tačiau šie du dydžiai – bendrovės sukurta vertė ir akcininkų nuosavybės padidėjimas - yra tiesiogiai proporcingi, kai bendrovės vadovai kapitalo rinkai suteikia visą esminę informaciją ir kai rinka pasitiki bendrovės informacija. Akcijų kainos priklausomybė nuo bendrovės sukurtos vertės yra įrodyta literatūroje.

Tiriant EVA priklausomybę nuo pardavimų ir kitų kapitalo struktūros rodiklių, reiktų vadovautis D. Cibulskienės (2007) pateikiama formule. Ekonominė pridėtinė vertė yra apskaičiuojama kaip veiklos pelno prieš sumokant palūkanas bei mokesčius ir kapitalo kaštų skirtumas (1.1 formulė):

$$EVA = EBIT - A * WACC \quad (1.1)$$

Čia:

A – visas įmonės turtas laikotarpio pabaigoje.

EBIT - pelnas prieš palūkanas ir mokesčius.

WACC- svertiniai vidutiniai kapitalo kaštai.

EVA skaičiavimas, įvertinimas turi esminių privalumų įmonių veiklai. D. Cibulskienė (2007) išvelgia EVA rodiklio reikšmingumą bei įvardija to priežastis: 1) aiškiai pripažindama kapitalo ir su juo susijusių kaštų svarbą, EVA skatina efektyviai paskirstyti ir naudoti visą kapitalą – nuosavą ir skolintą, 2) EVA aiškiai atskleidžia pelningumą ir kapitalo panaudojimo tam pelnui uždirbti kaštus, todėl tinka investicijoms įvertinti, 3) EVA yra periodo veiklos rodiklis ir todėl jis gali būti naudojamas bendrovės veiklai įvertinti bei motyvuoti vadovus ir darbuotojus, 4) EVA reikšmės skaičiavimas gali būti nesunkiai išvedamas iš diskontuotų pinigų srautų apskaičiavimo.

Nustatant įmonės vertę, dažnai taikomas *diskontuotų pinigų srautų metodas* (angl. *Discounted Cash Flow, DCF*), kai verslo rizika įvertinama tik pagal diskonto normą. Diskontuotų pinigų srautų metodo pagrindą sudaro būsimų pinigų srautų dabartinės vertės nustatymas, arba diskontavimas. Diskontuotų pinigų srautų metodas gali būti įvairiai modifikuojamas, siekiant pritaikyti jį konkrečiai situacijai, t. y. vietoj pinigų srautų galima naudoti grynąjį pelną, dividendus, palūkanas, kupono mokėjimus, nuomos mokesčius ir pan. Šiuo metodu vertinamos ne tik įmonės ir investiciniai projektai, bet ir įvairių ūkio veiklų veiksmingumas, finansinių instrumentų bei operacijų pelningumas.

Autorių T. Copeland, T. Koller, J. Murrin (2003) teigimu, įmonės vertė parodoma, kaip grynoji būsimų pinigų srautų vertė, kai įvertinami būsimi pinigų srautai. Šis procesas tuo sudėtingesnis, kuo ilgiau užtrunka būsimų pinigų srautų prognozavimas. Dažniausiai prognozuojamas laikotarpis skaidomas į keletą etapų, paskutiniame etape parenkama nuolatinė palūkanų (diskonto) norma (atitinkamo nuolatinio augimo laipsnio). Šis būdas turi privalumų, nes įmonės vertė paskutiniame etape nustatoma gana lengvai – pagal grynosios vertės formulę remiantis nuolatinė diskonto norma, kai augimas yra pastovus. Pagal grynosios vertės formulę galimi įmonės finansavimo veiksmai, nustatomi paskutiniame etape, rodo gebėjimą gauti pajamų, leidžia įvertinti išorinės aplinkos riziką, taip pat visus tikėtinus pinigų srautus. Jie yra universalūs.

D. Cibulskienė, J. Marcišauskienė (2009) taip pat analizuoja įmonės vertės kūrimo koncepciją bei diskontuotų pinigų srautų metodą. Jos pabrėžia, kad taikant šį metodą, susiduriama su keletu problemų, susijusių su pinigų srautų rizika, kuri yra viena svarbiausių įmonėms. Akcininkų vertės samprata apibūdinama kaip tikėtini diskontuoti pinigų srautai prieš palūkanų mokėjimą, skaičiavimams naudojant svertines vidutines kapitalo sąnaudas. Be to, istorinių duomenų pagrindu nustatytos kapitalo sąnaudos sąlygoja netinkamą rizikos lygio nustatymą. Skirtingos verslo strategijos susijusios su skirtingomis rizikomis, tačiau alternatyvios strategijos parinkimas neturi įtakos kapitalo kaštų normos dydžiui. Verslo rizikos, kurios vertinamos nustatant įmonės vertę, neapima adekvataus tikimybių įvertinimo, todėl dažnai rizika išreiškiama skirtingais scenarijais.

Norint nustatyti įmonės vertę pagal pinigų srautus, tenkančius nuosavam kapitalui, pirmiausia turi būti įvertinti diskontuojami pinigų srautai. Juos apibūdina tam tikrais periodais gauti teigiami pinigų srautai (pelnas), kurie tenka nuosavo kapitalo savininkams. L. Schiefner, R. Schmidt (2003) nurodo, kad lengviausias būdas nustatyti šiuos dydžius – pridėti visas įplaukas ir atimti visas išlaidas. Iš esmės šiems skaičiavimams atlikti nėra pakankamos informacijos, nes pinigų srautai skaičiuojami netiesioginiu būdu. Pagrindiniu pinigų srautų informacijos šaltiniu laikomas metų viršpelnis, kuris sumažinamas su grynujų pinigų įmokėjimu nesusijusiomis pajamomis ir padidinamas su grynujų pinigų išmokėjimu nesusijusiomis sąnaudomis. Atėmus apyvartinio kapitalo pokytį, gaunami įmonės veiklos pinigų srautai. Veiklos pinigų srautai sumažinami investicinėmis išlaidomis.

Naudojant pagrindinio kapitalo kainos modelį (CAPM), įvertinama tam tikro investicinio projekto pinigų srautų rizika, kuris atspindi ryšį tarp rizikingumo ir projekto kapitalo kaštų. Laikoma, kad paprastųjų akcijų savininkai susiduria su tam tikra rizika. Norint išsiaiškinti, kurią dalį reikia mokėti už paprastąją akciją, skaičiuojama:

- Pelno norma, apsaugota nuo rizikos K_{RF} ;
- Firmos akcijų koeficientas β ;

- Numatoma pelno norma rinkoje K_M .

Tuomet:

$$K_S = K_{RF} + (K_M - K_{RF}) * \beta \quad (1.2)$$

Pelno norma, apsaugota nuo rizikos, parenkama pagal nusistovėjusį procentą. Numatomo pelno normą galima tik prognozuoti⁶.

Akcijos koeficientas yra jos santykio nepastovumo, lyginant su vidutine akcija, rodiklis. Jis nustatomas panaudojant akcijų charakteristikos tašką, kurį gauname kaip teisinės regresijos tarp buvusio akcijos pelno ir buvusio rinkos pelno indekso išraiška. Taip nustatytas koeficientas β vadinamas istoriniu beta koeficientu, parodantis akcijos riziką praeityje. Būsima rizika paprastai panaši į praeities riziką ir naudojama istoriniam beta koeficientui skaičiuoti. Pagal CAPM investuotojus turėtų dominti tik įmonės beta, nes tai yra tikslus rizikos matas. Tačiau mokslinėje literatūroje stinga empirinio CAPM pagrindimo ir nėra vieningos nuomonės dėl modelio tinkamumo, nustatant investuotojų pageidaujama pelno normą.

Galima teigti, kad praktikoje dažniau naudojami ir išsamiau apibūdinami įmonės vertės apskaičiavimo būdai: EVA ir diskontuotų pinigų srautų. Vertės didinimu grįsti valdymo metodai vis populiarėja. Kuriami vis naujesni ir modernesni būdai apskaičiuoti vertės pokyčiams.

Formuoti bendrovės kapitalą reikia protingai atsižvelgiant į visus skolinimosi privalumus bei trūkumus. Analogiškai didėja ir kapitalo struktūros tyrimų svarba.

1.3. Kapitalo struktūros formavimo teiginiai

Pirmosios kapitalo struktūros formavimo teorijos atsirado XX a. antrojoje pusėje. Kapitalo struktūros teorijos pradininkai, kaip teigia daugelis autorių (D. Cibulskienė (2007), A. V. Rutkauskas, D. Majauskienė (2005), T. Kipišas (2004), V. Damašienė (2002), G. B. Hatfield, L. T. W. Cheng ir W. N. Davidson (1994), J. E. Stiglitz (1994)), buvo F. Modigliani ir M. Miller (1958), kurie 1958 metais „Journal of Finance” paskelbė darbą apie kapitalo struktūros tyrimus

Pagal tradicinę teoriją, sukurtą prieš pusšimtį metų dviejų profesorių, F. Modigliani ir M. Miller (1958), įmonės kapitalo struktūrą lemia akcininkų ir kreditorių požiūris į įmonę ir riziką. Ši teorija ir laikoma klasikine, o visos kitos teorijos buvo paremtos jos teiginiais ir patvirtino arba paneigė kai

⁶ Keršytė, A., Keršienė, R. (2007). Pagrindinio kapitalo kainos modelis ir jo tobulinimo galimybės. *Ekonomika ir vadyba*, 12, p. 202, 203.

kurias prielaidas. Autoriai, pateikę gan daug prielaidų, teigė, kad įmonės kapitalo struktūra neturi įtakos įmonės vertei.

F. Modigliani ir M. Miler (1958) nuomone, kapitalo struktūra yra nesvarbi, nes nėra sandorio, mokesčių ir bankroto kaštų. Anot profesorių, tobulame pasaulyje įmonės vertė priklauso nuo jos valdomo turto dydžio, o ne kaip tas turtas finansuojamas. Savo teiginį grindžia tuo, kad veiklos pelnas (EBIT) bet kuriuo atveju atitenka finansuotojams. Jei įmonė skolinasi finansų rinkose, tai pelnas tam tikru procentu pasiskirsto tarp akcininkų ir skolintojų. Jei ne – viskas atitenka akcininkams. Taigi galima teigti, jog vienodo dydžio turtą valdančių įmonių, kurių skolos ir nuosavybės santykis skiriasi, vertės vienodos⁷.

F. Modigliani, M. Miller kapitalo struktūros formavimo teorija. F. Modigliani ir M. Miller (1958) analizavo įmonės vertės nustatymą. Pasak amerikiečių ekonomistų T. Watkins, S. Valley (2008) ši teorija rėmėsi tokiomis prielaidomis:

- Esant bet kokiam rizikos laipsniui, bendrovės gali pasiskolinti be kokią pinigų sumą už tą pačią palūkanų normą, kuri išlieka pastovi nepriklausomai nuo finansinio sverto;
- Nėra rinkos sandorių, informacijos teikimo ir bankrutavimo išlaidų;
- Nėra mokesčių;
- Kompanijos neturi ribotos atsakomybės pranašumo.

Mokslininkai įrodinėjo, kad finansinio sverto pasikeitimas negali turėti įtakos įmonės metiniams pinigų srautams, esant minėtoms prielaidoms.

Antroji F. Modigliani ir M. Miler (1958) kapitalo struktūros formavimo teorija išvystyta 1963 m. darant prielaidą, kad mokesčiai yra mokami. Ši teorija patvirtino teiginį, kad bendrovės, naudojančios skolintą kapitalą veiklai finansuoti, vertė yra didesnė nei įmonės, kurios veikla finansuojama tik nuosavu kapitalu. V. Aleknevičienės (2009) teigimu nuo finansinio sverto priklauso bankroto rizika. Didinant finansinį svertą, turto vertė didėja, todėl, kad palūkanoms mokėti lėšos nėra apmokestinamos. Trečioji F. Modigliani ir M. Miler teorija buvo išvystyta darant prielaidą, kad yra finansinio sukretimo išlaidos. O. C. Pat (1998) įrodinėjo, jog egzistuoja keli skolos lygiai, nuo kurių su bankrotu susijusios išlaidos tampa vis svarbesnės bei vis didesniu tempu mažina paskolų, dėl kurių gaunama mokesčių lengvatos, teikiamą naudą.

⁷ Jankauskas, M. (2008). Optimali kapitalo struktūra: realaus pasaulio atspindys ar matematinė iliuzija? *Vadovo pasaulis*, 4. p. 76.

Taigi klasikinė teorija įvertino rinkos netobulumą ir dėl jo kylančius ryšio tarp finansinio svarto bei vidutinės svartinės kapitalo kainos pasikeitimus.

Atlikta mokslinės literatūros analizė rodo, kad tradicinė kapitalo struktūros formavimo teorija niekuomet nebuvo moksliskai įrodyta, tačiau tradiciškai tikima tam tikro ryšio tarp finansinio svarto ir vidutinės svartinės kapitalo kainos egzistavimu. Pasak A. Benito (2006) kapitalo struktūros formavimo teorija sulaukė įvairios kritikos, ji paskatino daug pasaulio mokslininkų domėtis šia sfera ir bandyti pagrįsti racionalią įmonių kapitalo struktūrą, kuri leistų pasiekti minimalų kapitalo kaštų lygį, derinant įvairius kapitalo šaltinius. Amerikos ekonomistai R. L. Simerly ir M. Li (2000) teigia, kad tyrinėtojai nepaisant F. Modigliani ir M. Miller (1985) teorijų teiginių, metams bėgant niekada nenustatė universalios racionalios kapitalo struktūros. Jų manymu, didžiausi tyrinėjimų laimėjimai buvo ekonomistų pasiūlymai apie kapitalo struktūros formavimo ir įmonės trumpalaikių tikslų derinimą. Šie autoriai padarė išvadą, kad apskritai neverta ieškoti galutinės racionalios kapitalo struktūros, o pagrindinį tyrinėjimų klausimą reikėtų kelti taip - kokiomis aplinkybėmis verta naudoti finansinį svartą, maksimizuos savininkų turtą. Taigi egzistuoja įvairių teorijų ir kritikos, nagrinėjant kapitalo struktūrą įmonėje.

Vėliau susiformavusios teorijos vadinamos *moderniosiomis teorijomis*, kurios skiriasi nagrinėjamais kintamaisiais bei aiškina kapitalo struktūros formavimo skirtumus, tai – *kompromisiniai modeliai, pasirinkimo eilės teorija ir agentavimo santykių teorija*.

Kompromisinių modelių teorija teigia, kad didesnius mokesčius mokančios įmonės gali turėti sąlyginai didesnę kreditinį įsiskolinimą nei įmonės, mokančios mažesnius mokesčius. Pagal šią teoriją įmonės, kurių pelnas prieš palūkanas ir mokesčius labai svyruoja, turėtų skolintis mažiau nei įmonės, kurių pelnas prieš palūkanas ir mokesčius yra santykinai stabilus. A. Vasiliauskaitė, D. Rumšaitė (2000) pabrėžia, jog racionali kapitalo struktūra, nustatoma ieškant kompromiso tarp maksimalios galimos mokesčių ekonomijos, pritraukus skolintas lėšas, ir finansinių sunkumų kaštų, kurių tikimybė auga kartu su skolinto kapitalo dalies didėjimu.

Esminis kompromisinių modelių teorijos prieštaravimas yra empiriniai įrodymai apie neigiamą įmonės pelningumo ir įsiskolinimo koreliaciją. Pagal šią teoriją didesnis rentabilumas padidina svetimo finansavimo mokestinius privalumus bei sumažina nemokumo kaštus ir priešingai empirinių tyrimų rezultatams, teoriškai laukiamas didesnis įsiskolinimo laipsnis⁸.

⁸ Cibulskienė, D. (2007). *Įmonių kapitalo struktūros formavimas finansų rinkos globalizacijos procesuose*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla, p. 126.

Ne mažesnę reikšmę turi kai kurie šios teorijos praktiniai patvirtinimai. Bendrovės, turinčios materialinių išteklių, paprastai žymiai intensyviau pritraukia lėšas nei kitos, kurių vertė nustatoma nematerialiu turtu arba augimo galimybėmis.

Pasirinkimo eilės teorijos pradininko S. C. Myers (1984) supratimu, pelningiausios įmonės naudoja ne itin didelį finansinį svertą dėl mažesnio skolinimosi poreikio, priešingai mažesnius pelnus kaupiančioms įmonėms. Tai paneigia kompromiso teorijos atstovų teiginį, jog aukšti pelnai sąlygoja didesnius skolos aptarnavimo pajėgumus, dėl kurių susidaranti didesnė mokesčių ekonomija skatintų siekti aukštesnio finansinės skolos lygio bendrovės kapitalo struktūroje.

S. C. Myers (1984) pats apriboja pasirinkimo eilės tezės galiojimą, nes realiai įmonės dažniau išleidžia papildoma akcijų emisiją, nors galėtų naudotis skolintu kapitalu. Žinoma, kai kuriais konkrečiais atvejais šis teiginys leidžia paaiškinti realius įmonių finansavimo veiksmus, pavyzdžiui pelningai veikiančios įmonės siekis žemo įsiskolinimo laipsnio. Pasirinkimo eilės hipotezės analizės pagalba išryškėja toje pačioje pramonės šakoje veikiančių įmonių įsiskolinimo laipsnio ir pelningumo neigiama koreliacija. Įmonėse esant nustatytiems vienodo dydžio ir pastoviems dividendams bei vienodu apimčių investicijoms, mažiau pelningos įmonės dėl vidinių finansinių išteklių trūkumo linkusios imti papildoma svetima kapitalą. Šios tezės tikrumas patvirtintas daugeliu empirinių tyrimų: S. C. Myers (2001), M. Z. Frank, V. K. Goyal (2002) ir kt.

Analizuodamos pasirinkimo eilės teoriją, A. Vasiliauskaitė, D. Rumšaitė (2000), formuluoja pagrindinius teiginius įmonėje:

- Vidiniai pinigų srautai kinta, svyruojant pajamos bei investavimo galimybėms: kartais jie viršija kapitalo kaštus, įmonė turėdama skolų jas gražina arba investuoja į rinkos vertybinius popierius. Jei grynųjų pinigų srautai mažesni nei kapitalo kaštai, mažinami grynai pinigai arba parduodami vertybiniai popieriai;
- Investavimo galimybės derinamos su dividendų mokėjimo politika, taip išvengiama staigių įmonės dividendų politikos kitimų;
- Pirmiausia siekiama išleisti kuo saugesnius vertybinius popierius, jei reikalingas išorinis finansavimas.
- Pirmenybė teikiama vidiniam veiklos finansavimui;

Pasirinkimo eilės teorija nagrinėja atvirkštinę priklausomybę tarp pelno ir finansavimo skolomis. Įmonės kapitalo struktūros pasirinkimas priklauso nuo įmonės investavimo alternatyvų ir jos pelningumo. Labai pelningos įmonės investicijas finansuoja nepaskirstytuoju pelnu, išlaikydamos

pastovų skolos koeficientą. Tuo tarpu mažiau pelningos įmonės yra priverstos veiklą finansuoti skolintais pinigais. Tarp finansinio svėro ir pelningumo susiformuoja neigiamas ryšys.

Agentų teorija nagrinėjama remiantis M. C. Jensen, W. H. Meckling (1976) teiginiais. Pirminiai agentavimo santykiai atsiranda tarp:

- Savininkų nuosavybės.
- Savininkų ir vadybininkų.

Kapitalo struktūros pasirinkimą gali paveikti prieštaravimai tarp savininkų ir vadybininkų. Siekdami sumažinti prieštaravimus savininkai patiria išlaidų, kurios yra susijusios su išlaidomis, skirtomis vadybininkų privertimui veikti akcininkų turto maksimizavimo linkme.

Stambių įmonių vadybininkai paprastai turi tik labai nedidelę akcijų dalį, todėl, pasak A. Vasiliauskaitės, D. Rumšaitės (2000), akcininkų turto maksimizavimas nėra pirmaeilis jų tikslas. Kai valdymu siekiama augimo tikslų, iš išorės gaunamas akcinis kapitalas naudingas yra įmonėms su stipriomis investicinėmis galimybėmis, kadangi valdymo ir akcininkų interesai sutampa. Priešingai, įmonių neturinčių stiprių investicinių galimybių, skola yra ribojama, tai patvirtina pastarojo meto teiginiai. Savininkai patiria agentavimo kaštus, norėdami sumažinti išskylančius prieštaravimus, kurie yra susiję su išlaidomis, reikalingomis finansų vadybininkams priversti veikti akcininkų turto maksimizavimo linkme, o ne tenkinti savo interesus.

Kita kontrolės rūšis – skolinto kapitalo panaudojimas ir santykis tarp įmonės akcijų ir obligacijų turėtojų. Jei nėra jokių apribojimų, įmonės administracija gali priimti įmonės akcininkams palankius sprendimus obligacijų turėtojų sąskaita. Agentavimo santykių teorijos išlaidų Lietuvos įmonės beveik nepatiria. Šios išlaidos egzistuoja išsivysčiusiose, didelėse įmonėse.

Apibendrinant pastebėta, kad dažnai šios teorijos susipina, finansų valdymo sprendimų priėmimas yra itin komplikotas daugelio veiksnių įvertinimo procesas.

Neoklasikinius teiginius, nagrinėjančius pusiausvyrą, išsamiai apibūdina D. Cibulskienė (2007). Aiškinamasi galimybė, ar esti pusiausvyroje *racionali kapitalo struktūra*, kuri nulemia efektyvų įmonės tikslų įgyvendinimą ir kokiame išskolinimo laipsnyje pasiekama racionali kapitalo struktūra. Neoklasikiniuose teiginiuose svarbiausiu įmonės tikslu tampa savininkų turto vertės maksimizavimas, kur įmonės valdymas nukreiptas į savininkų interesus. Analizuojamas kapitalo struktūros poveikis įmonės rinkos vertei ir kapitalo kaštams, tuo tarpu neatsižvelgiama į nuosavo kapitalo rinkos vertės maksimizavimą.

Kapitalo kaštų rūšys yra trys – nuosavo kapitalo kaštai (r_g), skolinto kapitalo kaštai (r_D) ir bendrojo kapitalo kaštai (r_A). Nuosavo ir skolinto kapitalo kaštai suprantami kaip esminės įmonės veiklos sumos (1.3 formulė).

$$wacc_A = \frac{E_b}{A_b} \cdot r_e + \frac{D_b}{A_b} \cdot r_D \cdot (1-T) \quad ^9 \quad (1.3)$$

Čia:

$wacc_A$ - svertiniai vidutiniai bendrojo kapitalo kaštai,

r_e - nuosavo kapitalo kaštai,

r_D - skolinto kapitalo kaštai,

A_m - bendrojo kapitalo balansinė vertė,

E_m - nuosavo kapitalo balansinė vertė,

D_m - skolinto kapitalo balansinė vertė,

T - pelno mokesčio tarifas.

Įmonėje papildomą riziką išreiškia kapitalo struktūros rizika. Ekonomiką ištikusi recesija įtakoja apsisprendimą rinktis investuotą bendrąjį kapitalą, nes mokamos mažesnės palūkanos nei už skolintą, kuriam nustatoma pastovi mokėtinų palūkanų norma. Anot J. Süchting (1995) dėl šių fiksuotų mokėjimų už skolintą kapitalą grynojo pelno sumos svyravimai, sumokėjus palūkanas, yra didesni nei bendrojo pelno, o skirtumas tarp šių dviejų rodiklių padidėja augant įsiskolinimo lygiui.

D. Cibulskienė, A. Lileikienė, J. Marcišauskienė (2008) teigia, kad skolinto kapitalo davėjams mokama fiksuota palūkanų norma r_D , o grynasis pelnas priklauso nuosavo kapitalo savininkams. Esant didesniai įsiskolinimui, didėja grynojo pelno svyravimai, dėl to auga nuosavo kapitalo savininkų rizika bei didėja galimybė gauti mažiau pelno. Įsiskolinimo laipsnio ir nuosavo kapitalo savininkų rizika išreiškiami 1.4 formule:

$$\sigma_{rE} = \sigma_{rA} + V \cdot \sigma_{rA} \quad (1.4)$$

čia:

σ_{rE} – nuosavo kapitalo kaštų normos standartinis nuokrypis,

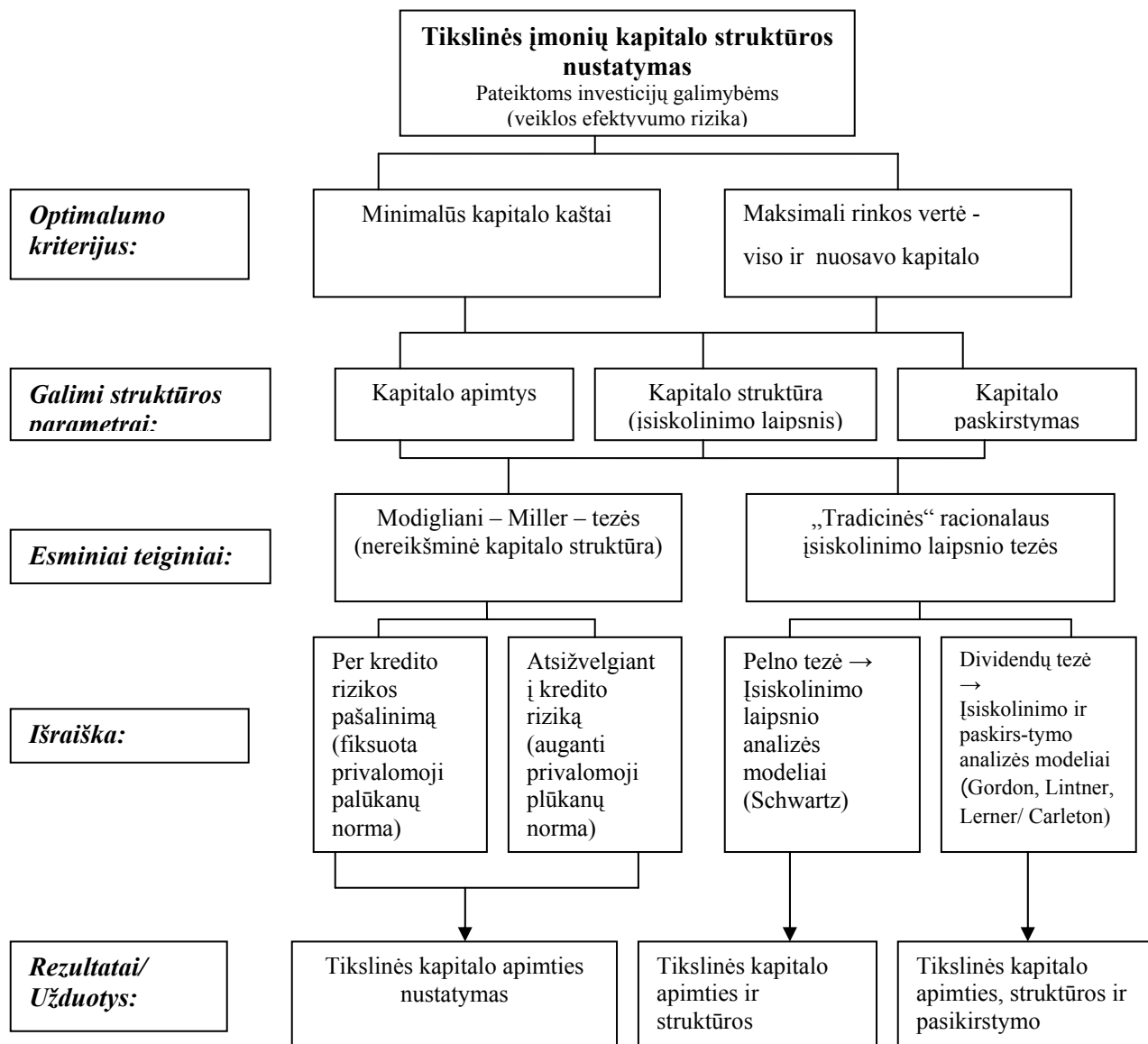
σ_{rA} – bendrojo kapitalo kaštų normos standartinis nuokrypis,

V – skolinto ir nuosavo kapitalo santykis.

Formulė (1.4) rodo, kad nuosavo kapitalo savininko rizika susideda iš veiklos našumo rizikos ir kapitalo struktūros rizikos. Taigi, nuosavo ir skolinto kapitalo palūkanų normos jautrumas mažėja

⁹ Cibulskienė, D., Lileikienė, A., Marcišauskienė, J. (2008). Kapitalo struktūros sprendimai kaip apsisprendimo problema modernioje finansavimo teorijoje. *Ekonomika, vadyba ir aktualijos*, 4(13), p. 74.

lyginant su augančia skolinto kapitalo dalimi bendrovėje dėl „suprastėjusios“ įmonės veiklos. Šie teiginiai primena apie dvi esmines racionalios kapitalo struktūros tezes. Pirma, pagal F. Modigliani ir M. Miller (1958), teigia apie kapitalo struktūros nereikšmingumą, kita apibūdina tradicinės racionalaus įsiskolinimo laipsnio tezes (1.2 paveikslas).



1.2 pav. Kapitalo teorijos teiginių apie tikslią kapitalo struktūrą sistemizavimas

Šaltinis: Cibulskienė, D., Lileikienė, A., Marcišauskienė, J. (2008). Kapitalo struktūros sprendimai kaip apsisprendimo problema modernioje finansavimo teorijoje. *Ekonomika, vadyba ir aktualijos*, 4(13), p. 75.

Autorės aiškina, jog tradiciniai modeliai analizuoja tobulą kapitalo rinką. Čia susitinka vienodai informuoti rinkos dalyviai, kurie esant pastoviai palūkanų normai skolinasi arba skolina norimą kiekį piniginių lėšų. Kaip matyti iš 1.2 paveikslas, naujieji kapitalo teorijos modeliai susideda iš dviejų optimalumo kriterijų: kapitalo rinkos vertės maksimizavimo ir kapitalo kaštų minimizavimo.

Apžvelgus anksčiau išvardintas teorijas, galima teigti, kad nėra universalios kapitalo struktūros formavimo teorijos. Lietuvoje kapitalo struktūros teorijų tyrimų yra sąlyginai nedaug. Potencialiems tyrinėtojams reikia dar atsakyti į daugelį klausimų.

Įmonių kapitalo struktūros formavimą realioje praktikoje įtakoja įvairūs veiksniai. Jie gali būti skirstomi į makroekonominis ir mikroekonominis, vidinius ir išorinius. Mokslininkams, norintiems iširti kapitalo struktūros formavimo ypatumus, neišvengiamai tenka analizuoti faktorių, galinčių daryti lemiamą įtaką priimant finansinius sprendimus įmonėse, poveikį. Be to nebūtų galima realiai įvertinti kapitalo struktūros teorijų praktiškumo konkrečioje rinkoje, įmonių kapitalo formavimo sprendimų priešasčių. Dažniausiai autoriai nesutaria, kas daro didžiausią įtaką finansiniams kapitalo formavimo sprendimams.

1.4. Kapitalo struktūrą veikiančių veiksnių teorinė analizė

Nuo pirmųjų kapitalo struktūros teorijų atsiradimo XX a., yra sukurta nemažai naujų teorijų, nurodančių savus kapitalo struktūros kitimo veiksnis. Skirtingų veiksnių poveikį finansavimo sprendimams analizuoja nemaža dalis mokslininkų (G. Donaldon (1963), M. C. Jensen ir W. H. Meckling (1976), S. C. Myers (2001), W. S. Kim (1984) ir kt.). A. Vasiliauskaitė, D. Rumšaitė (2000) teigia, jog įmonės finansinio sveto sprendimai veikiama tiek įmonės vidinių veiksnių, kuriuos galima kontroliuoti, tiek ir išorinių – makroekonominių, kurie yra nevaldomi.

Empiriniuose kapitalo struktūros tyrimuose pateikiami įvairūs veiksnių, įtakančių finansinį svertą, deriniai. Tačiau tarp mokslininkų yra bendra nuomonė apie minimalų veiksnių rinkinį. Šį rinkinį sudaro: turto materialumas, mokesčių skydas, pelningumas, įmonės dydis, laukiamas įmonės augimas bei pajamų kintamumas. Žemiau esančioje lentelėje pateikti kai kurie galimi finansinio sveto rodikliai.

1.2 lentelė

Galimi finansinio sveto rodikliai

Veiksniai Autoriai	Pelningumas	Augimo galimybės	Įmonės dydis	Informacijos asimetriškumas	Elgsenos ypatumai	Investicinės galimybės	Agentūriniai prieštaravimai
Smith ir Wats (1992)		+					+
Donaldon (1963)					+		

1.2 lentelės tęsinys

Myers (1977)				+			+
Marsch (1982)							+
Myers ir Majluf (1984)	+						+
Jensen (1986)				+			+
Titman ir Wessels (1988)	+						
Bayers ir Chaplinski (1991)	+			+		+	+
Shyam-Sunder ir Myers (1994)	+						
Jung. Kim ir Stulz (1995)	+						+
Rajan ir Zingales (1995)	+		+	+			

Šaltinis: Vasiliauskaitė, A., Rumšaitė, D. (2000). Įmonės finansinio sverto sprendimams įtaką darančių veiksnių tyrimas. *Ekonomika*, 4 (25), p. 49.

Lentelė rodo, kad skirtingi autoriai išskiria veiksnių ir įmonių specifikos įvairovę, kas įtakoja skirtingose pramonės šakose gaunamą nevienodą įsiskolinimo lygį. Finansinis svertas glaudžiai siejasi su 1.2 lentelėje įvardintais rodikliais. Šiuos ryšius atspindi įvairių autorių tyrimų rezultatai, kurie žymimi pliuso ženklu¹⁰.

I. Dumbrauvaitė (2006) pateikia kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių skaičiavimo būdus. 1.3 lentelė papildoma D. Cibulskienės (2007) pateikiamu veiksniu – bankroto rizika.

1.3 lentelė

Kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai

Veiksny	Skaičiavimas
Turto materialumas	Ilgalaikis turtas/visas turtas
Mokesčių skydas	Pelno mokestis/pelnas prieš apmokestinimą Mokesčių lengvatos/visas turtas Nusidėvėjimo sąnaudos/visas turtas Nusidėvėjimo sąnaudos/veiklos pelnas
Pelningumas	Pelnas, prieš palūkanų ir mokesčių atskaitymą/visas turtas Pelnas, prieš palūkanų ir mokesčių atskaitymą/pardavimo pajamos Pelnas, prieš palūkanų ir mokesčių atskaitymą/nuosavas kapitalas
Įmonės dydis	LN (pardavimų pajamos) LN (turtas) LG (pardavimų pajamos) LG (dirbančiųjų skaičius) LG (turtas)
Augimo galimybės	Viso turto balansinė vertė/visos nuosavybės rinkos vertė Viso nuosavybės buhalterinė vertė/visos nuosavybės rinkos vertė Turto procentinis pokytis Pardavimų pajamų procentinis pokytis
Pajamų kintamumas	Pelno prieš mokesčių ir palūkanų išskaitymą standartinis nuokrypis/įmonės turtas Pardavimo pajamų procentinio pokyčio standartinis nuokrypis
Bankroto rizika	I. E. Altman bankroto tikimybės indeksas

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Dumbrauvaitė, I. (2006). *Įmonės kapitalo struktūrą veikiantys veiksniai* ir Cibulskiene, D. (2007). *Įmonių kapitalo struktūros formavimas finansų rinkos globalizacijos procesuose*.

¹⁰ Vasiliauskaitė, A., Rumšaitė, D. (2000). Įmonės finansinio sverto sprendimams įtaką darančių veiksnių tyrimas. *Ekonomika*, 4 (25), p. 49.

1.3 lentelėje pateikiami kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai, jie gali būti skirtingai skaičiuojami. Atliekant empirinius kapitalo struktūros tyrimus, pasirenkama viena arba kelios tam tikro veiksnio skaičiavimo formulės.

Turto materialumas. Turto materialumui įvertinti naudojamas ilgalaikio turto ir viso turto santykis. Šis rodiklis parodo, kokią dalį savo turto įmonė gali panaudoti kaip užstatą.

Turto materialumas yra laikomas vienu svarbiausių kapitalo struktūrą veikiančių veiksnių (R. G. Rajan, L. Zingales (1995)). Įmonės, turinčios didesnę fiksuotą turto dalį, turi daugiau galimybių apsaugoti skolas. Tačiau svarbu būti atsargiam ir skolinant turta, nes materialaus turto vertė pakeičiama į nematerialų.

Mokesčių skydas. Mokesčių skydas gali būti dviejų rūšių: skolinis ir neskolinis. Pirmajam įvertinti naudojamas pelno mokesčio ir pelno prieš apmokestinimą santykis. Šis santykis parodo realų pelno mokesčio tarifą, kurį moka įmonė. Kuo tarifas didesnis, tuo įmonė gauna didesnę naudą iš palūkanų apmokestinimo.

H. DeAngelo ir R. Masulis (1980) teigia, kad neskolinis mokesčių skydas yra pakaitalas mokesčių naudai, gautai iš veiklos finansavimo skolomis. Taigi, didėjantis neskolinis mokesčių skydas mažins finansinį svertą. Pagal kompromisinių modelių teoriją egzistuoja neigiamas ryšys tarp finansinio svarto ir neskolinio mokesčių skydo.

Pelningumas. Šio veiksnio dviprasmiškumą analizuoja D. Cibulskienė (2007). Kompromisinių modelių teorija teigia, kad tarp pelningumo ir finansinio svarto egzistuoja teigiamas ryšys. Pelningos įmonės siekia išlaikyti kiek galima aukštesnį finansinio svarto lygį, norėdamos atsverti įmonės mokesčius. Tokiu būdu jos yra linkusios naudoti išorinį finansavimą, nes gauna didesnę mokesčių skydo naudą dėl to, kad palūkanos yra išskaitomos prieš pelno apmokestinimą. Taip pat dideli laisvo pinigų srauto kiekiai sukelia konfliktą tarp akcininkų ir įmonės valdytojų, todėl šiai problemai spręsti įmonė daugiau skolinasi.

Pasirinkimo eilės teorija teigia, kad egzistuoja neigiamas ryšys tarp pelningumo ir svarto. Įmonės uždirbtos pajamos yra geriausias įmonės veiklos finansavimo šaltinis, nes nesukelia informacijos asimetriškumo ir gali būti panaudotas naujoms investicijoms. Be to, reiktų pastebėti, kad jei įmonės gauna pelną, skolintas kapitalas sumažėja ir svertas automatiškai mažėja.

Pelningumui apskaičiuoti I. Dumbravitė (2006) pateikia 3 formules, tačiau reiktų pasirinkti vieną, nes šie rodikliai tarpusavyje gali koreliuoti. Buvo pasirinktas EBT pelningumo rodiklis, kaip santykis tarp pelno prieš apmokestinimą ir pardavimo pajamų. Remiantis Lietuvos nefinansinių įmonių duomenimis šis rodiklis turi didžiausią įtaką finansiniam svertui. T. Kipišo (2004) tyrimai taip pat rodo, kad Lietuvos įmonių finansinio svarto dydį labiausiai įtakoja EBT pelningumas ir turto apyvartumas.

Finansinio svėro augimà kartu su turto apyvartumu, jis aiškina M. C. Jensen (1986) suformuluota „laisvo pinigų srauto“ hipoteze, kuri rodo, kad veikiami didelės skolos naštos, vadovai priversti efektyviai panaudoti įmonės turtà, kad sugebėtų įvykdyti skolinius įsipareigojimus ir išvengtų bankroto kaštų.

Įmonės dydis. Ši sąvoka mokslinėje literatūroje pateikiama gana skirtingai. Vieni įmonės dydį sieja su įmonės turto dydžiu, kiti su pardavimo pajamomis arba darbuotojų skaičiumi. Pasak I. Dumbravitės (2006), duomenys apie įmonės uždirbtas pajamas ar valdomą turtà yra pateikiami finansinėje atskaitomybėje, o informacijà apie Lietuvos akcinių bendrovių vidutinį metinį darbuotojų skaičių skelbia Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija.

Augimo galimybės. Šis rodiklis nusako įmonės augimo galimybes. Pasaulyje nėra rodiklio, kuris tiksliai nusakytų įmonės augimo galimybę, pats priimtinausias yra įmonės akcijų rinkos vertės ir buhalterinės vertės santykis. Šis rodiklis, kaip teigia D. Cibulskienė (2007), gali būti taikomas tik akcijų biržoje kotiruojamoms bendrovėms ir jų vertybiniams popieriams.

Pajamų kintamumas. Visi pajamų kintamumo kiekybiniai įvertinimo būdai, kaip nurodo I. Dumbravitė (2006), remiasi standartinio nuokrypio skaičiavimu. Standartinio nuokrypio skaičiavimui yra reikalingi kelių metų finansinės atskaitomybės duomenys. Pelno prieš mokesčių ir palūkanų išskaitymà standartinio nuokrypio ir įmonės turto santykio skaičiavimui reikalingas praėjusių metų įmonės finansinės atskaitomybės duomenų, o skaičiuojant pardavimo pajamų procentinio pokyčio standartinį nuokrypį reikia dviejų praėjusių metų finansinės atskaitomybės duomenų. Šis rodiklis naudojamas, kai analizuojami ilgo laikotarpio įmonės duomenys.

Veiksnių įtakà finansiniam svėrui galima paaiškinti T. Kipišo (2004) teiginiais. Nustatyta, kad augant ilgalaikiam materialiam turtui, įmonės naudoja didesnę finansinį svėrą, neskolinams mokesčių skydams, pelningumui ir įmonės dydžiui, ir mažesnę – augant verslo nepastovumui ir investicijų galimybėms.

Bankroto rizika. Įmonės bankroto rizika yra tiesiogiai susijusi su daugeliu rodiklių (įmonių finansiniais reitingais akcijų biržoje). I. E. Altman indeksas, nustato bankroto tikimybę. Šis rodiklis remiantis D. Cibulskiene (2007), yra vienas iš paprasčiausių rodiklių, leidžiančių reitinguoti bendroves pagal jų galimybes išlikti per artimiausius metus finansų rinkoje. Kurdamas modelį, I. E. Altman 1968 m. ištyrė 66 bendroves (33 bankrutavusias ir 33 sėkmingai dirbančias) ir išanalizavo 22 rodiklius, apibūdinančius šių bendrovių finansinę būklę. Pirmasis tyrimo rezultatas buvo funkcija, kurià sudarė 22 kintamieji. Mažiausiai skyręsis bankrutavusių ir sėkmingai dirbančių įmonių kintamasis iš šios funkcijos buvo šalinamas. Kintamojo šalinimo procedūra buvo kartojama tol, kol liko 5 kintamieji. Šią funkciją I. E. Altman (1968) pavadino Z modeliu (1.5 formulė):

$$Z = 1,2 \cdot X1 + 1,4 \cdot X2 + 3,3 \cdot X3 + 0,6 \cdot X4 + 1,0 \cdot X5, \quad (1.5)$$

Čia:

X1 = Grynasis darbinis kapitalas/turto vertės

X2 = Grynasis pelnas/turto vertė

X3 = Pelnas prieš apmokestinimą/ turto vertės

X4 = Nuosavas kapitalas/skolinto kapitalo

X5 = Apyvarta/ turto vertės

Jei Z reikšmė yra mažiau nei 1,80, bankroto tikimybė labai didelė. Kai Z reikšmės svyruoja tarp 1,81 ir 2,70, bankroto tikimybė didelė, o kai tarp 2,80 ir 2,90 – bankrotas galimas. Bankroto tikimybė labai maža, jei Z reikšmė – daugiau nei 3,00.

Atlikta mokslinių literatūros šaltinių analizė parodė, kad įmonės kapitalo struktūros formavimą veikiantys veiksniai gali būti makroekonominiai ir mikroekonominiai. Iš pastarųjų aibės galima išskirti pagrindinius: turto materialumas, mokesčių skydas, EBT pelningumas bei bankroto tikimybė.

Ekonometriniame modelyje, kurį pateikia D. Cibulskienė (2007), yra trys priklausomi kintamieji – *kapitalo svertai*.

LR1 – tai finansinio sveto lygis įmonėse, kuris atspindi ilgalaikių įsipareigojimų ir nuosavo kapitalo svertinį dydį.

LR2 – tai viso skolinto balansinio kapitalo santykis su visu balansiniu turtu, atspindintis skolinto kapitalo dydį visame bendrame įmonių kapitale, vadinamas skolos koeficientu.

LR3 – tai viso balansinio skolinto kapitalo ir viso balansinio nuosavo kapitalo santykis, vadinamas skolos nuosavybės koeficientu, atspindintis, kokia dalis skolinto kapitalo padengiama nuosavu kapitalu (kiek skolinto kapitalo tenka vienam nuosavo kapitalo litui). 1.4 lentelė iliustruoja trijų kapitalo svertų apskaičiavimą.

1.4 lentelė

Kapitalo svertų apibūdinimas

Sveto žymėjimas	Apibūdinimas	Formulė
LR1	Finansinio sveto lygis	LR1=DL/E
LR2	Skolinto kapitalo kvota	LR2=D/A
LR3	Skolos nuosavybės koeficientas	LR3=D/E

Šaltinis: Cibulskienė, D. (2007). Įmonių kapitalo struktūros formavimas finansų rinkos globalizacijos procesuose, p. 144.

Šie trys kapitalo svertai yra pagrindiniai įmonių įsiskolinimo lygio indikatoriai, kurių tyrimo rezultatai padeda identifikuoti esminius veiksnius, lemiančius įmonių finansavimo politikos pasirinkimą ir poveiki įmonių veiklos rezultatams.

Kapitalo struktūros formavimo teorijai pradžią davė F. Modiglianis ir M. Milleris (1958), teigia, kad egzistuoja konkrečios įmonės racionalus finansinis svertas, kuriam esant minimizuojama kapitalo kaina ir maksimizuojama įmonės vertė. Kapitalo struktūros sprendimų uždavinys – nustatyti optimalią kapitalo struktūrą, t. y. apibrėžti tikslią kapitalo struktūrą pagal pasirinktą tikslą.

Optimali kapitalo struktūra. Daugeliui įmonių optimalios kapitalo struktūros klausimas yra vienas labiausiai nenuspėjamų ir nagrinėjamų finansų srityje. Šios teorijos šalininkai skyla į dvi dalis: teigiančių, kad optimali kapitalo struktūra egzistuoja ir tam prieštaraujančių. Kartais nesutampa ir tos pačios stovyklos nuomonės. Po F. Modigliani ir M. Miller (1985) sukurtos klasikinės teorijos, mokslininkai pateikė dar vieną, susijusią su optimalia kapitalo struktūra. M. Jankauskas (2008) teigia, kad jie dar kartą paneigė jos egzistavimą papildydami prieš tai buvusią tuo, kad nuosavo kapitalo kaštai padidėja, jei bendrovės padidina turto skolintų lėšų dalį. Kadangi skolintojai turi pirmumo teisę į įmonės turtą, skolinti pinigai yra „pigiesni“ (žemesnės palūkanos), tačiau akcininkų rizika didėja, todėl jie reikalauja aukštesnės gražos (ROE). Teorijos išvada ta, kad laimėjimas, patirtas perkant „pigiesnius“ pinigus (skolinantis), nusveriamas aukštesnės reikalaujamos nuosavo kapitalo gražos. Tačiau tai neturi įtakos svertiniams vidutiniams kapitalo kaštams (WACC).

Optimali kapitalo struktūra, kaip teigia T. Kipišas (2004), laikoma tokia, kuri leidžia pasiekti minimalų kaštų lygį, derinant įvairius kapitalo šaltinius, ir tokiu būdu maksimizuoja įmonės vertę. Optimali struktūra supaprastina įmonės svertinius vidutinius kapitalo kaštus (WACC) ir padidina įmonės vertę.

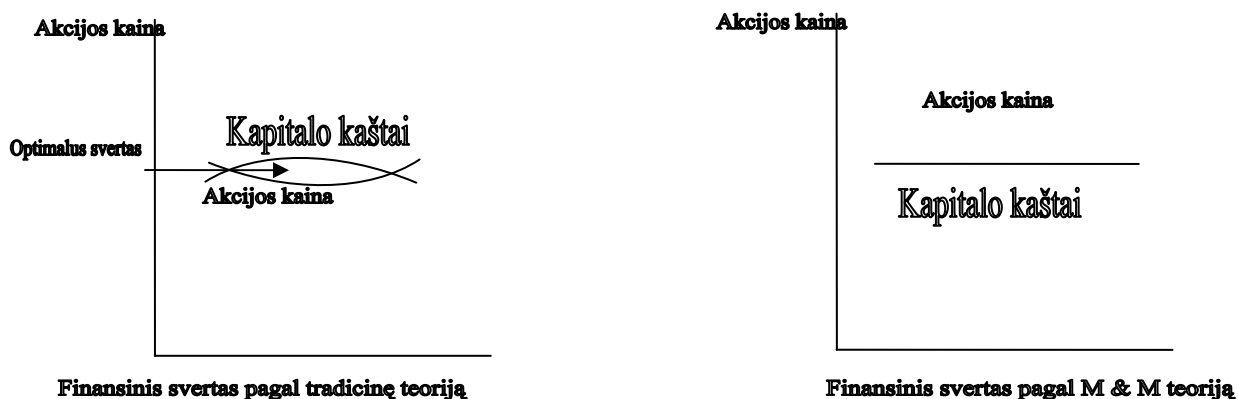
Kiekviena įmonė negali išvengti rizikos. Pasak O. C. Pat (1998) didesnė rizika, susijusi su padidėjusiu skolingumu lygiu, pasireiškia mažėjančia akcijų kaina. Tačiau prognozuojamas didesnis akcinio kapitalo pelningumas akcijų kainą vėl padidina. Kapitalo struktūros sprendimų uždavinys – nustatyti optimalią kapitalo struktūrą, tai yra nustatyti tikslią firmos kapitalo struktūrą. Kai kurie autoriai (M. Jankauskas (2008), D. Cibulskienė, M. Butkus (2006) S. C. Myers (2001), D. Rumšaitė (1997)) akcentuoja, kad tiksli kapitalo struktūra - tai visa bet kurios įmonės kapitalo struktūros esmė. Optimali kapitalo struktūra yra toks paskolų ir akcinio kapitalo vertybinių popierių derinys, kuris atitinka optimalią rizikos ir pelningumo pusiausvyrą, taigi didina iki aukščiausio laipsnio firmos akcijų kainą.

Tiesa, G. Kancerevyčius (2004), teigia, kad Lietuvos sąlygomis nemažai įmonių turi ribotus nuosavus išteklius, bankų palūkanos palyginti didelės, pinigų srautų prognozės nebūtinai patikimos ir

optimistiškos, kreditai, ypač lengvatiniai, ne visada prieinami. Įmonėms būtina atsižvelgti į tai, kad optimalios kapitalo struktūros klausimas svarbus darant sprendimus dėl naujų investicijų, firmos restruktūrizacijos. Naudojant svertus ir optimizuojant kapitalo struktūrą reikia atsižvelgti į tai, kaip finansinis sprendimas veiks akcijos kainą. Jei įmonė turi racionalią kapitalo struktūrą, naujas investicijas ji turi finansuoti su tokia pačia finansavimo šaltinių proporcija. Jei dar neturi, tai nauji finansavimo šaltiniai turi link jos vesti. Jei esama kapitalo struktūra yra nepatenkinama, gali tekti pertvarkyti firmą, pakeičiant nuosavybę skola ar priešingai.

Norint išsiaiškinti ar egzistuoja optimali kapitalo struktūra, maksimizuojanti akcijos kainą, reikia analizuoti dvi situacijas: kai nėra mokesčių ir kai yra mokesčiai.

Tradicinė teorija teigia, kad iki tam tikro finansinio sverto taško planuojamas dividendas proporcingai didėja daugiau, negu didėja pelningumas. Tačiau neanalizuojama kur bus tas taškas ir koks bus tas skirtumas. F. Modigliani ir M. Miller (1958) daro prielaidas, kad mokesčių nėra, investuotojų lūkesčiai tapatūs, firmos grupuojamos į rizikos klases, kapitalo rinka tobula. Šis atvejis atsispindi 1.3 paveiksle, kai akcijos yra tobuli pakaitalai, tai investuotojai pirks ir parduos akcijas, kurios yra pakaitalai su skirtingomis kainomis, nors firmos ir bus skirtingų kapitalo struktūrų. Arbitražo veikla rinkoje greitai sulyginis tokių akcijų kainas¹¹.



1.3 pav. Optimali kapitalo struktūra – nėra mokesčių

Šaltinis: Kancerevyčius, G. (2004). *Finansai ir investicijos*. Kaunas: Smaltijos leidykla, p. 209.

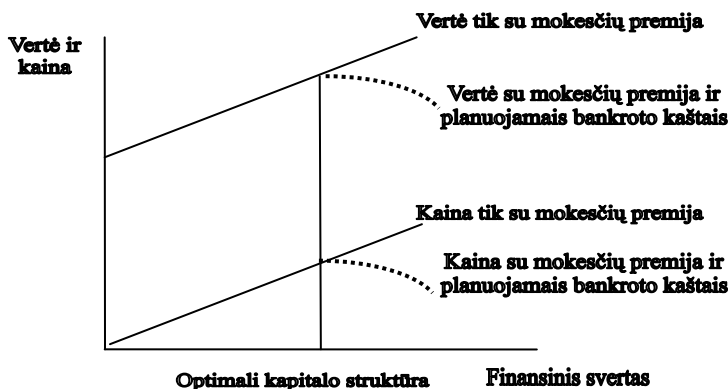
Tokiame modelyje nėra pranašumo finansuojant skolą. Akcijų kaina nepriklauso nuo finansinio sverto, reikalaujamas pelningumas procentiškai padidėja tiek pat, kiek padidėja planuojamas dividendas. Todėl optimalios kapitalo struktūros nėra.

¹¹ Kancerevyčius, G. (2004). *Finansai ir investicijos*. Kaunas: Smaltijos leidykla.

Toliau G. Kancerevyčius (2004) analizuoja situaciją įvedus mokesčius, tuomet tradicinė ir M&M teorijos tampa panašios ir skelbia esant optimalią kapitalo struktūrą, jei yra du ilgalaikio finansavimo šaltiniai – akcinė nuosavybė ir skola, pretenzijas į EBIT gali reikšti:

- Kreditoriai;
- Akcininkai;
- Apmokestintojai.

Kapitalo struktūra nelemia firmos EBIT dydžio, jį įtakoja firmos investicijos. Kapitalo struktūra nulemia tik proporcijas tarp trijų pretendentų. Naudojant skolą, tenka mokėti mažiau mokesčių, daugiau lieka akcininkams ir kreditoriams, todėl padidėja įmonės vertė. Pagal F. Modigliani ir M. Miller (1958) teoriją, firmos vertė padidėja esama mokesčių premijos, atsiradusios dėl palūkanų, verte. Tokiu atveju didėja firmos vertė ir kyla akcijų kaina. Bankroto grėsmė neleidžia didinti skolos (1.4 pav.).



1.4 pav. Optimali kapitalo struktūra – su mokesčiais

Šaltinis: Kancerevyčius, G. (2004). *Finansai ir investicijos*. Kaunas: Smaltijos leidykla, p. 210.

1.4 paveikslas rodo optimalios kapitalo struktūros formavimą su mokesčiais. Taigi, mokesčių atveju abi teorijos teigia esant racionalią kapitalo struktūrą.

Įmonių kapitalo struktūros sprendimuose esminį vaidmenį atlieka atitinkamo įsiskolinimo laipsnio nustatymas. Ši kapitalo struktūros teorija, kaip nurodo D. Cibulskienė, A. Lileikienė, J. Marcišauskienė (2008), kartu su kapitalo rinkos teorija yra kertinis finansavimo teorijos akmuo.

Pagrindinis įmonės finansų politikos rodiklis - jos pasirinkto kapitalo struktūra, ypač jos skolų ir nuosavybės santykio dydis. Formuojant įmonės kapitalo struktūrą, būtina atsižvelgti į kiekvieno kapitalo privalumus bei trūkumus, teikiamas galimybes bei pavojus, taip pat į įvairių rizikos rūšių bei pelningumo sąryšį. Atlikus įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijų raidos bei jų skirtumų analizę,

galima daryti išvadą, kad F. Modigliani ir M. Miller (1958) prielaidomis abejoję autoriai kritikavo kapitalo struktūros nesant mokesčių hipotezę, tačiau būtent ji davė pradžią tolesniems moksliniams tyrimams bei padėjo ieškoti veiksnių, kuriems esant įmonės kapitalo struktūra būtų optimali. Esančios tradicinės ir moderniosios teorijos skiriasi prielaidomis bei veiksniais, sąlygojančiais finansavimo sprendimus bendrovėse.

Vertei darantys įtaką veiksniai yra kiekvienos veiklos įvertinimo dydis, kurio pasikeitimas keičia kompanijos kuriamą vertę. Tačiau siekiant sukurti kuo didesnę vertę, įmonės valdymo strategijoje turi būti aiškiai apibrėžta kiekvieno veiksnio įtaka ekonominio pelno rodikliui ir, atsižvelgiant į šiuos veiksnius, turi būti atitinkamai nustatomi kompanijos tikslai, keliami ne tik vadovams, bet ir visiems padaliniams. Taigi, galima pagrįstai teigti kad, bendrasis valdymo tikslas, kartu integruojantis visus kitus iškeltus tikslus, yra nuolatos didinti kompanijos vertę. Vienas iš įmonės vertės rodiklių yra EVA. Ekonominės pridėtinės vertės idėja slypi tame, kad akcininkas turi gauti tokią grąžą, kuri kompensuotų prisiimamą riziką. Vadinasi, investuotas kapitalas turi duoti mažiausiai tokią pačią grąžą, kaip ir investuotas į panašios rizikos bendrovę kapitalo rinkoje.

Įmonių kapitalo struktūros pasirinkimą sąlygojantys veiksniai skirstomi į makroekonominius ir mikroekonominius. Tarp dažniausiai minimų mikroekonominių veiksnių yra turto materialumas, mokesčių skydas, pelningumas, įmonės dydis, augimo galimybės, pajamų kintamumas bei bankroto rizika. Kapitalo svertai ir jų analizė yra laikoma tiksliausiu kapitalo struktūros atspindžiu, t.y. praeityje priimtų finansavimo sprendimų pasekmės rezultatu. Remiantis tradiciniais F. Modigliani ir M. Miller (1958) kapitalo struktūros formavimo teiginiais paaiškėjo, kad skiriama optimali kapitalo struktūra su mokesčiais ir be jų.

Aptarus visus kapitalo struktūros formavimo teorinius teiginius būtina atlikti AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo analizę.

2. AB „APRANGA“ KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO ANALIZĖ

Šioje darbo dalyje siekiama pritaikyti mokslinėje literatūroje pateiktus kapitalo struktūros formavimo teiginius, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis. Šiuo metu AB „Apranga“ veiklą lemia makroekonominiai (infliacija, nedarbas, eksportas, importas) ir makroekonominiai rodikliai. Valstybės gyventojai bei investuotojai, kurių finansinius sprendimus daugiau ar mažiau lemia makroekonominių rodiklių pasikeitimai šalyje, tampa atsargesni pirkdami AB „Apranga“ produktus ir investuodami šioje bendrovėje. Nemažos įtakos turi ir šakos rodikliai, kitos įmonės siūlydamos pigesnius produktus gali užimti didesnę rinkos dalį bei skatinti konkurenciją. AB „Apranga“ veikla apima prekybą drabužiais šeimai, verslo žmonėms, jaunimui ir prabangos drabužius. Kiekviename iš šių segmentų veikiančių konkurentų skaičius nuolat auga. 2006 m. į Baltijos šalių rinkas įžengė kelios stambios tarptautinės kompanijos - „New Yorker“ (Vokietija), „Marks & Spencer“ (Didžioji Britanija), „Lindex“ (Švedija). Todėl įvertinus šių dienų ekonominę situaciją, aktualu atlikti AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo analizę 2005-2009 m.

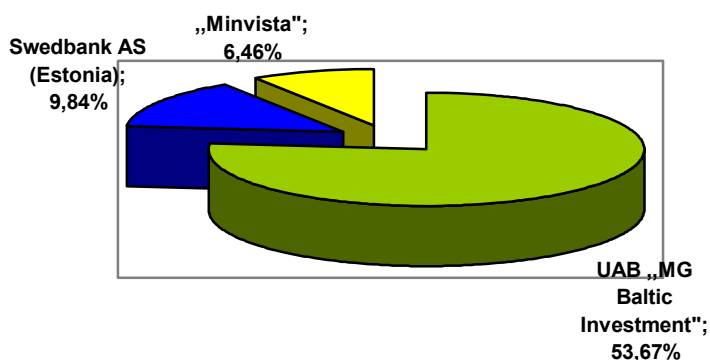
Šiuo metu Lietuvos ir viso pasaulio ekonomika patiria nuosmukį, kuris gali turėti esminės neigiamos įtakos bendrovės mažmeninės prekybos paslaugų paklausai bei pabloginti finansinę būklę. Investuotojas prisiima riziką, kad prastėjanti šalies ir įmonės aplinka gali reikšmingai neigiamai paveikti finansinius rezultatus, o tai gali neigiamai atsiliiepti siūlomų akcijų vertei ir jų rinkos kainai.

2.1. AB „Apranga“ veiklos apibūdinimas

AB „Apranga“ – mažmeninės prekybos lyderė Baltijos šalyse, užimanti 35 % Lietuvos drabužių parduotuvių rinkos. 2003-ųjų metų pradžioje įmonė pradėjo savo veiklą Latvijoje, o 2004-aisiais – Estijoje. Šiuo metu „Aprangos“ grupė Baltijos šalyse valdo 108 parduotuvių tinklą: 73 – Lietuvoje, 28 – Latvijoje, 7 – Estijoje. „Aprangos“ grupę sudaro pagrindinė įmonė AB „Apranga“ ir 14 dukterinių įmonių.

AB „Apranga“ plėtoja 5 skirtingų tipų parduotuvių tinklus ar atskiras parduotuves.

AB „Apranga“ kontrolinis akcijų paketas priklauso investiciniam holdingui „MG Baltic Investment“, akcininkų balsų struktūra bendrovėje pateikiama 2.1. paveiksle.



2.1. pav. AB „Aprangos“ akcininkų balsų, kurie kontroliuoja daugiau nei 5% balsų akcininkų susirinkime, struktūra 2009 m. rugsėjo 30 d.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.

MG „Baltic Investment“ kartu su alkoholio gamybos, didmeninės prekybos bei prekybos paslaugų įmonių grupe „MG Baltic Trade“ bei nekilnojamojo turto valdymo ir plėtros bendrove „MG Valda“ sudaro koncerną „MG Baltic“. Be MG „Baltic Investment“ holdingo, AB „Apranga“ daugiau nei 5 % akcininkų balsų turi – Swedbank AS (Estonia) ir „Minvista“ .

AB „Apranga“ organai yra visuotinis akcininkų susirinkimas ir valdymo organai: valdyba ir Bendrovės vadovas. Bendrovės valdymas grindžiamas Lietuvos Respublikos civiliniame kodekse, Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatyme bei Bendrovės įstatuose įtvirtintomis nuostatomis.

AB „Apranga“ 2009 m. rugsėjo mėnesio apyvarta smuko didžiausiu bendrovės istorijoje – 36,6 proc. metiniu tempu. 2009 m. III ketv. apyvarta lyginant su tuo pačiu ketvirčiu prieš metus smuko 27,4 proc. 2008 m. rugsėjo mėnesio apyvarta buvo viena didžiausiu įmonės istorijoje, todėl iš dalies didelį smukimo tempą lėmė palyginamosios bazės efektas. Per rugsėjo mėnesį AB „Apranga“ valdomų parduotuvių skaičius Lietuvoje sumažėjo nuo 78 iki 75, Latvijoje ir Estijoje nepakito. Šešios parduotuvės Lietuvoje buvo pertvarkomos ir dalį mėnesio neveikė. AB „Apranga“ apyvartos mažėjimas yra rekordinis ir netiketas, todėl vertintinas neigiamai. Iš dalies didžiulį apyvartos smukimą galima pateisinti palyginamosios bazės efektu ir tuo, kad net devynios parduotuvės buvo pertvarkomos, o trys iš jų uždarytos

AB „Apranga“ informaciniame leidinyje investuotojams atskleidžiama, kad staigus bendrovės pajamų mažėjimas, susijęs su bendru mažmeninės prekybos apimčių kritimu Baltijos šalyse, prasidėjusiu 2008 m. IV ketvirtį, tęsėsi ir 2009 m. I ketvirtį. AB „Aprangos“ mažmeninė prekių apyvarta (su PVM) 2009 metų sausio - kovo mėnesiais sudarė 19,4 proc. mažiau nei tuo pačiu metu 2008 m (Latvijoje sumažėjo 33,4 proc., Estijoje - 19,2 proc.). Bendrovė reaguodama į silpnėjančią paklausą atitinkamai mažina perkamų atsargų kiekius, 2009 m. mažinamos pardavimo kainos, dėl

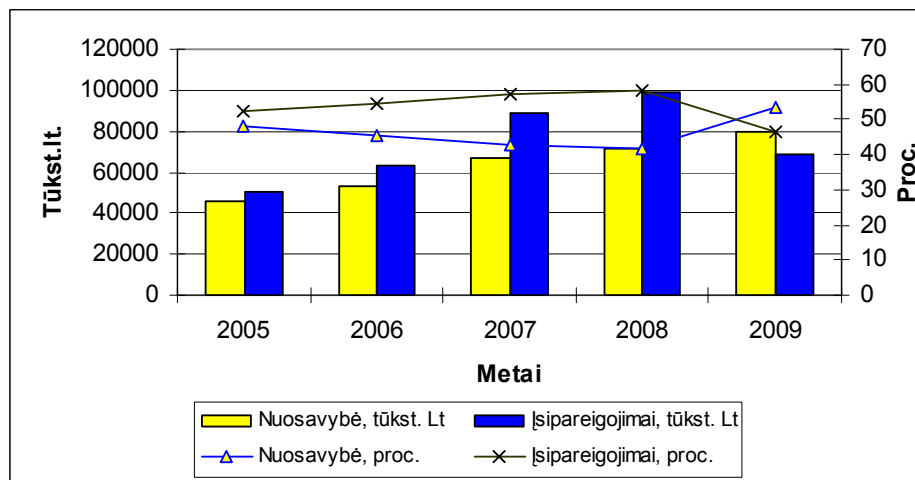
sumažėjusios paklausos buvo ilgesnis ir agresyvesnis išpardavimo sezonas. Šios ir kitos priemonės lėmė 2009 m. pelno sumažėjimą lyginant su 2008 m. Didelis dėmesys skiriamas pagrindinių veiklos sąnaudų – darbo užmokesčio ir prekybos patalpų nuomos, mažinimui¹².

Finansų rinkoje krizės metu vyksta esminiai pokyčiai, lemiantys įmonių finansinius rezultatus. AB „Apranga“ 2008 m. veiklos rezultatus lyginant su 2009 m., pastebima smukusi apyvarta, mažėjantis parduotuvių skaičius. Šie pokyčiai iš dalies veikė kapitalo struktūros formavimo ypatumus AB „Apranga“.

2.2. AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo 2005-2009 metais analizė

Įmonės kapitalo struktūros formavimas neatsiejamas nuo įmonių finansų valdymo. Kapitalo struktūra turi įtakos jos mokumui, pelningumui, stabilumui, augimui, plėtrai arba gali būti priežastimi bankrotui. Įmonės turi formuoti kapitalą neatsitiktinai, ieškoti racionalaus skolos ir nuosavybės santykio, kuris garantuotų ne tik sėkmingos veiklos tęstinumą, bet ir maksimalų nuosavo kapitalo pelningumą.

AB „Apranga“ analizuojamo laikotarpio nuosavybės ir įsipareigojimų rodiklių dinamika pateikta absoliučiais dydžiais ir procentais. 2.2 paveikslas iliustruoja nuosavo ir skolinto kapitalo dinamiką per 2005 - 2009 m. Nuosavas kapitalas kasmet auga ir beveik išlieka stabilus. Įsipareigojimai iki 2008 m. augo, tačiau 2009 m. turėjo tendenciją mažėti.



2.2. pav. AB „Apranga“ nuosavo ir skolinto kapitalo dinamika 2005-2009 m.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.

¹² AB „Apranga“ akcijų prospektas. (2009). Vilnius. [žiūrėta 2010-02-09]. Prieiga per internetą:

< http://www.apranga.lt/investuotojams/reports/omx_2009_yb_lt_ltl.pdf >

Analizuojamu laikotarpiu AB „Apranga“ nuosavybė išaugo nuo 47,88 iki 53,54 proc., įsipareigojimai augo 2005-2008 m. nuo 52,12 iki 58,13 proc., 2009 m. lyginant su 2008 m. įsipareigojimai sumažėjo 29,83 proc. Nuosavybės struktūroje esminių pokyčių nėra, per analizuojamus metus nuosavybė išaugo 11,80 proc. Didesnę dalį 2005 – 2008 m. įmonės kapitalo struktūroje sudarė įsipareigojimai, kurie per 2005-2008 m. išaugo beveik dvigubai, t. y. 96,75 proc. Galima teigti, kad nagrinėjamos įmonės veikla didžiąja dalimi 2005-2008m. buvo finansuojama iš skolintų lėšų, tačiau 2009 m. įvykiai finansų rinkoje pakoregavo AB „Apranga“ priimamus kapitalo struktūros formavimo sprendimus – sumažindama įsipareigojimus, o nuosavybės augimą išlaikydama stabilų.

Įmonės veikla nemaža dalimi finansuojama išoriniais kreditais, egzistuoja rizika, kad sugriežtėjusios jų prieinamumo sąlygos gali turėti neigiamos įtakos finansinei būklei ir siūlomų akcijų vertei. Šios dalies tyrimas padės atskleisti kredito rinkos riziką AB „Apranga“. Skolintą kapitalą visada reikia gražinti. Šį teiginį patvirtina 2.2 paveikslas, kai 2009 m. skolintas kapitalas ženkliai sumažėjo lyginant su 2008 m. (29,83 proc.). AB „Apranga“ 2005-2008 m. naudojosi skolintu kapitalu dėl sąlyginai pastovių išlaidų palūkanoms išmokėti bei skirtumo tarp dividendų ir palūkanų.

AB „Apranga“ 2005-2008 metais didėjo skolinto kapitalo dalis, remiantis F. Modigliani ir M. Miller (1958) padaryta išvada, galima teigti, jog greičiau didėjo įmonės vertė. Pinigų srautai, kuriuos turi kurti įmonės turtas, nusako įmonės vertę. Skolinto kapitalo pritraukimas įmonei naudingas tada, kai nedidelė palūkanų norma, tada vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai mažėja. Didesnis skolinto kapitalo dydis AB „Apranga“ atitinka akcininkų interesus ir padeda išvengti naujos akcijų emisijos bei naujų akcininkų atėjimo į bendrovę. Bet ši prielaida nepasitvirtina 2009 metais, kai įsipareigojimai palyginti su prieš tai buvusiais metais sumažėjo 29,83 proc. Įmonė išvelgė riziką naudoti skolintą kapitalą, ir 2009 m. pakoregavo kapitalo struktūrą. Bendrovei turint daug skolų, kreditoriai dėl padidėjusios rizikos nenoriai finansuoja į įmonę, nes neaišku, ar ji galės laiku mokėti palūkanas.

Ateinantys metai nežada didelių permainų mažmeninės prekybos srityje ir ženklių pardavimų didėjimo, tuo pačiu nuosavo ir skolinto kapitalo augimo. Tolimesnius sprendimus iš esmės koreguos situacija finansų rinkoje.

AB „Apranga“ 2005-2009 m. kapitalo struktūrą atspindi skolinto ir viso bendrovės kapitalo santykis, pateiktas 2.1 lentelėje.

$$\text{Skolos koeficientas} = \frac{D}{D + E} \quad (2.1)$$

Čia:

D – skolintas kapitalas,

E – nuosavas (akcinis) kapitalas,

A – visas bendrovės kapitalas.

2.1 lentelė

AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansų struktūros rodikliai

Finansiniai rodikliai	2005	2006	2007	2008	2009	Pokytis lyginant 2006 m. su 2005 m., %	Pokytis lyginant 2007 m. su 2006 m., %	Pokytis lyginant 2008 m. su 2007 m., %	Pokytis lyginant 2009 m. su 2008 m., %	Pokytis lyginant 2009 m. su 2005 m., %
Skolintas kapitalas (tūkst. Lt), D	50095	63650	89253	98653	69157	27,05	40,22	10,53	-29,89	38,05
Nuosavas kapitalas, (tūkst. Lt), E	46027	53282	66728	70998	79686	15,76	25,23	6,39	12,23	73,12
Visas bendrovės kapitalas (tūkst. Lt), A	96122	116932	155981	169561	148843	21,6	33,39	8,7	-12,21	54,84
Skolos koeficientas	0,52	0,54	0,57	0,58	0,46	3,84	5,55	1,75	-20,68	-11,53
Skolos nuosavybės koeficientas	1,09	1,19	1,34	1,39	0,87	9,17	12,6	3,73	-37,41	-20,18

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Juozaitiene, L. (2007). *Įmonės finansai: analizė ir valdymas*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla, p. 240 ir AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.

2.1 lentelė parodyta, kad AB „Apranga“ kontroliuoja kapitalą remdamasi skolos ir nuosavo kapitalo santykiu. Įmonės skolintas kapitalas didžiausią dalį sudarė 2007 m. Lyginant su 2006 m. jis padidėjo 40,22 proc. ir siekė 89253 tūkst. Lt. Didžiausias teigiamas nuosavo kapitalo dydžio pokytis, per analizuojamą laikotarpį, taip pat buvo 2007 m. Lyginant su 2006 m., jis padidėjo 25,23 proc. 2009 m. sumažėjo skolinto kapitalo dydis beveik 30 proc. Visas įmonės kapitalas sparčiai didėjęs nuo 2005 m. iki 2008m., 2009 m. sumažėjo 12,21 proc. ir siekė 148843 tūkst. Lt. Analizuojant AB „Apranga“

2005-2009 m. finansų struktūros rodiklius, matyti, kad visas bendrovės kapitalas per šiuos metus padidėjo daugiau nei 50 proc.: nuosavo kapitalo lėšos padidėjo 73,12 proc., skolinto – 38,05 proc..

AB „Apranga“ kapitalo struktūros valdymas atspindi įmonės tikslus – galimybę tęsti veiklą siekiant uždirbti pelno akcininkams ir kitoms suinteresuotoms šalims bei palaikyti racionalią kapitalo struktūrą mažinant kapitalo savikainą. Bendrovės priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai (koreguota akcininkams išmokamų dividendų suma, grąžinamas kapitalas akcininkams, leidžiamos naujos akcijos, norint sumažinti skolas), 2009 metais sumažino išsipareigojimų dydį, nuosavybę išlaikydama stabilia. 2009 m. skolos koeficientas bendrovėje sumažėjo žymiausiai per analizuojamą laikotarpį, t.y. iki 0,46. Sumažėjęs skolos koeficientas ir neviršijantis 0,5, parodo kad įmonė laikytina stabilia. Pažymėtina, kad skolos koeficientas per analizuojamą laikotarpį sumažėjo 11,53 proc.. Didžiausias skolos nuosavybės koeficientas buvo 2008 m, ir siekė 1,39. Analizuojant įmonės veiklą, aukštas rodiklis liudija apie didesnę riziką, nes įmonei gali būti sudėtinga padengti savo palūkanų ir skolos grąžinimo mokėjimus. 2009 m. šis rodiklis sumažėjo ir siekė 0,87.

Analizuojant finansų struktūros rodiklius, verta pasidomėti ilgalaikių bei trumpalaikių išsipareigojimų įtaka. Analizuojamu laikotarpiu skolintame kapitale trumpalaikiai išsipareigojimai sudaro didesnę dalį visuose išsipareigojimuose. Skolintas kapitalas 2005-2008 m. augo, sumažėjo 2009 m., tam įtakos turėjo mažėjantys ilgalaikiai išsipareigojimai ir didėjantys trumpalaikiai išsipareigojimai įmonėje (2 priedas).

Siekiant įvertinti AB „Apranga“ pelną ir jo pokytį, analizuojami pelningumo rodikliai, kurie parodo įmonės investicinių ir finansinių sprendimų lygį, padeda nustatyti firmos vadovų sugebėjimą gauti pelno parduodant gaminius, taip pat didinti savininkų nuosavybę. Pagal J.Mackevičių (2007) AB „Apranga“ pelningumo rodikliai pateikti 2.2 lentelėje.

AB „Apranga“ 2005-2009 m. pelningumo rodikliai

Eil. nr.	Pelningumo rodiklis	2005	2006	2007	2008	2009	Pokytis lyginant 2006 m. su 2005 m., %	Pokytis lyginant 2007 m. su 2006 m., %	Pokytis lyginant 2008 m. su 2007 m., %	Pokytis lyginant 2009 m. su 2008 m., %	Pokytis lyginant 2009 m. su 2005 m., %
1.	Bendrasis pardavimo pelningumas (%)	35,11	34,74	36,47	36,05	32,91	-1,05	4,97	-1,15	-8,71	-6,26
2.	Grynasis pardavimo pelningumas (%)	3,61	6,21	8,72	4,53	7,4	72,02	40,41	-48,05	63,35	104,98
3.	Turto pelningumas, ROA (%)	4,14	8,02	11,11	5,85	7,6	93,71	38,5	-47,34	29,91	83,57
4.	Veiklos pelningumas (%)	5,78	7,73	11,03	6,97	5,9	33,73	42,69	-36,8	-15,35	2,02
5.	Nuosavo kapitalo pelningumas, ROE (%)	8,65	17,59	25,97	13,97	14,2	103,35	47,64	-85,89	1,64	64,16

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.

Bendrasis pardavimo pelningumas parodo sugebėjimą uždirbti pelną iš pagrindinės veiklos. Teigiamai vertinama, kada rodiklis svyruoja nuo 10 proc. iki 35 proc. Kaip matyti iš lentelėje pateikto rodiklio skaičiavimų, AB „Apranga“ bendrasis pardavimo pelningumo rodiklis analizuojamu laikotarpiu svyruoja nuo 32 proc. iki 36 proc. Aukščiausias bendrasis pardavimų pelningumas buvo 2007 metais, kai iš vieno lito įmonė uždirbo 36,47 centus pelno, o mažiausias 2009 m. ir siekė 32,91 centus pelno. Bendrasis pardavimų pelningumas per 2005-2009 metus sumažėjo 6,26 proc. Didžiausią įtaką rodiklio mažėjimui turėjo pardavimų pajamų mažėjimas. Pagal J. Mackevičių (2007), grynojo pelningumo rodiklis vertinamas labai gerai, jei jis viršija 25 proc., gerai kai didesnei nei 10 proc., nepatenkinamai, kai mažesnis už 5% ir blogai – neigiamas. AB „Apranga“ grynasis pardavimų pelningumas pagal šį vertinimą 2005 m., 2008 m. yra nepatenkinamas, t.y. mažesnis kaip 5 proc., tačiau pažymėtina, kad jis nėra neigiamas. 2006 m., 2007 m. ir 2009 m. šis rodiklis svyruoja 5-10 proc. ribose. Pažymėtina, kad grynasis pardavimo pelningumas, analizuojamu 2005 – 2009 m. laikotarpiu, padidėjo 104,98 proc. 2008 m. šio rodiklio pokytis lyginant su 2007 m. buvo neigiamas, t.y. sumažėjo 48,05 proc. Grynojo pardavimo pelningumo dydžiai labai priklauso nuo šakos ar bendrovės veiklos

ypatybių, todėl vienareikšmiškai teigti, kad AB „Apranga“ rodikliai neatitinka J. Mackevičiaus (2007) pateikiamų vertinimų, negalima.

Kuo turto pelningumo rodiklis didesnės reikšmės, tuo efektyviau naudojamas turtas. Matyti, kad efektyviausiai turtas buvo naudojamas 2007 m. – 11,11 proc., o netinkamai 2005 m. ir sudarė 4,14 proc. Turto pelningumas per analizuojamąjį laikotarpį padidėjo 83,57 proc. Didžiausias teigiamas turto pelningumo rodiklio pokytis buvo 2006 m., kai jis padidėjo 93,71 proc. lyginant su 2005 m. 2008 m. šio rodiklio pokytis sumažėjo 47,34 proc. lyginant su 2007 m. Veiklos pelningumo ir nuosavo kapitalo rodikliai aukščiausi buvo 2007 m. – 11,03 proc. ir 25,97 proc. Veiklos pelningumo rodiklis didžiausią teigiamą pokytį turėjo 2007 m. ir sudarė 42,69 proc. lyginant su 2006 m. Tačiau kitais metais (2008 m.), šis rodiklis turėjo didžiausią neigiamą pokytį: veiklos pelningumo rodiklis sumažėjo 36,8 proc. Nuosavo kapitalo pelningumas yra vienas svarbiausių įmonės veiklos rodiklių, kadangi jis atspindi pagrindinių įmonės veiklos dalyvių, t. y. savininkų investuoto kapitalo grąžą ir tam tikru mastu – įmonės vadovybės darbo efektyvumą naudojant investuotą kapitalą. Nuosavo kapitalo pelningumas parodo nuosavo kapitalo sukurtą pelną. Šis rodiklis akcininkams parodo kaip greitai atsiperka į įmonę investuotos lėšos ir todėl labiausiai domina investuotojus. Mokslinėje literatūroje teigiama, jog gera nuosavo kapitalo pelningumo reikšmė yra tuomet, kai ji yra didesnė nei 20 proc., o pasiekus 30 proc. rodiklio reikšmė tampa labai gera. Nuosavo kapitalo pelningumo rodiklis analizuojamu laikotarpiu svyravo nuo 8,65 proc. iki 25,97 proc.. 2007 m. šis rodiklis buvo didžiausias, kai efektyviausiai buvo naudojamas nuosavas kapitalas. Didžiausias nuosavo kapitalo sukurtas pelningumo pokytis buvo 2006 m. ir sudarė 103,35 proc. lyginant su 2005 m. 2008 m. nuosavo kapitalo pelningumo reikšmė buvo mažiausia, lyginant su 2007 m. ji sumažėjo 85,89 proc.. AB „Apranga“ visu analizuojamu laikotarpiu nuosavo kapitalo rodiklio reikšmė padidėjo 64,16 proc.

Galima pastebėti, kad dauguma pelningumo rodiklių geriausi buvo 2007 m. Didėjant turto pelningumui, didėja ir nuosavo kapitalo pelningumas. Taigi AB „Apranga“ didesnė dalis visame kapitale tenka nuosavam kapitalui. Pokyčiai AB „Apranga“ kapitalo struktūroje iš dalies 2005-2009 m. veikė įmonės akcijų kainą ir apyvartą.

2.3. AB „Apranga“ akcijų kainos dinamikos analizė NASDAQ OMX 2005-2009 metais

Priimant finansų valdymo sprendimus įmonėje, dažnai skrupulingai analizuojami vertybinių popierių kainų pokyčiai, kurie kompleksiskai atspindi besikeičiančią ekonominę situaciją finansų rinkose ir iš dalies investuotojų lūkesčius prognozuojant vystimosi ar nuosmukio variantus. Finansų

rinkoms tampant globalinėmis, akcijų kainų pokyčių analizė yra būtina tiek vertinant valdymo sprendimų priėmimą makrolygmenyje ir mikrolygmenyje, tiek nustatant ankstyvuosius krizių požymius.

Daug veiksnių veikia viltis ir todėl dalinai veikia akcijų kainas. Kai kurie jų yra: išoriniai įvykiai, fiskalinė politika, monetarinė politika ir, pats svarbiausias, verslo ciklai (augimas, viršūnė, smukimas, krizė). Krizės metu visi susiję su verslu yra susilaikantys ir atsargūs. Jie mato keletą gerėjančių galimybių artimiausiu laikotarpiu. Prekybos apimtis yra žema, pardavimai vietinėje ir eksporto rinkose yra sustingę, pelnai ir akcijų kainos kritusios ir yra gamyklų pajėgumų perteklius bei aukštas nedarbas.

Apie krizės fazės pabaigą praneša keli atsistatymo ženklai: mažesnės palūkanų normos, sumažėjusi infliacija, kredito prieinamumas, stabilizuojasi akcijų kainos ir kitų indikatorių pokyčiai.

Tiriant akcijų kainų kitimą buvo naudojami Vilniaus vertybinių popierių biržos duomenys. Vilniaus vertybinių popierių birža (VVPB) yra vienintelė reguliuojama vertybinių popierių biržos operatorė Lietuvoje. VVPB teikia vertybinių popierių prekybos, listingo bei informacines paslaugas. VVPB priklauso didžiausiai Šiaurės Europos VP biržų operatoriai OMX, kuri taip pat valdo Kopenhagos, Stokholmo, Helsinkio, Talino bei Rygos biržas ir siūlo prieigą prie apytiksliai 80 proc. visos prekybos vertybiniais popieriais Šiaurės ir Baltijos regionuose.

AB „Aprangos“ akcijos kotiruojamos NASDAQ OMX Vilnius vertybinių popierių biržos Baltijos oficialiame prekybos sąrašė. Kontrolinis AB „Aprangos“ akcijų paketas priklauso koncernui „MG Baltic“. Informaciją apie AB „Apranga“ akcijas, parengta remiantis NASDAQ OMX Vilnius. 2005-2009 m. biržos prekybos informacija pateikiama 2.3 lentelėje

2.3 lentelė

Biržos prekybos informacija AB „Apranga“ 2005-2009m.

Rodiklis	2005 m.	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.	Pokytis, lyginant 2009 m. su 2005 m., %
Atidarymo kaina	17,90	10,00	13,25	14,35	2,16	-87,93%
Didžiausia kaina	38,00	13,40	20,49	14,60	3,60	-90,52%
Mažiausia kaina	8,50	6,80	13,20	1,92	1,24	1,65 %
Paskutinė kaina	10,00	13,20	14,35	2,16	2,75	-72,5%
Apyvarta, mln.	45,56	62,82	178,11	37,62	21,37	-53,09%
Kapitalizacija, mln.	352,92	465,85	506,44	76,23	152,05	-56,91%

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq Omx Vilnius biržos prekybos 2005- 2009 m. informacija¹³.

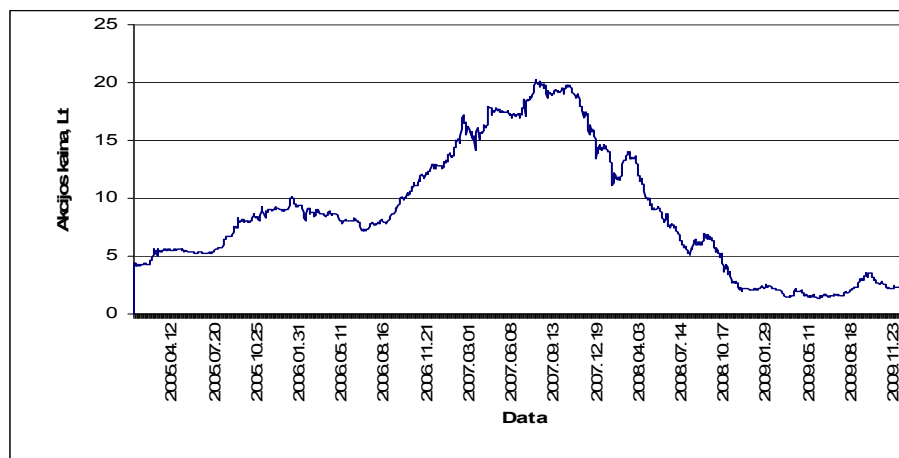
¹³ Biržos prekybos informacija. [žiūrėta 2009-12-11]. Prieiga per internetą

<http://www.apranga.lt/investuotojams/index.php/puslapio_struktura/informacija_apie_akcijas/_birzos_prekybos_informacija/70>

AB „Apranga“ kapitalizacija per analizuojamus metus sumažėjo beveik perpus (43,08 proc.). Kapitalizacija – tai savininkų nuosavybės rinkos vertė, kuri parodo sumą, kurią reikėtų sumokėti, jei norėtumėte įsigyti visas įmonės akcijas už esamą rinkos kainą. Įmonės kapitalizacija yra kintamas dydis, kuris priklauso nuo įmonės akcijų kainos svyravimų biržoje ir išleistų akcijų skaičiaus. Taigi 2009 m. AB „Apranga“ akcijos kainai nukritus iki 2,75 Lt., kapitalizacija sumažėjo ir atvirkščiai, akcijos kainai 2005 m. padidėjus iki 10 Lt, įmonės kapitalizacija buvo išaugusi iki 352,92.

Seniai pastebėtas abipusis vertybinių popierių rinkos plėtros ryšys su šalies ekonomiais pokyčiais: gerėjant šalies ekonominei padėčiai, aktyvesnė tampa ir vertybinių popierių rinka. Savo ruožtu, vertybinių popierių rinkos plėtra skatina šalies ekonominį augimą. Be to, iš finansų rinkos elgsenos galima spręsti apie šalies ekonominę būklę: pradėjus kristi akcijų kainoms, galima tikėtis ekonominio sąstingio, ir atvirkščiai, kylančios akcijų kainos rodo galimą ekonominį augimą.

2.3 paveiksle pateikiama AB „Apranga“ 2005-2009 metų prekybos akcijomis kainos kaita.



2.3 pav. Akcijos kainos kitimas AB „Apranga“ 2005-2009 m.

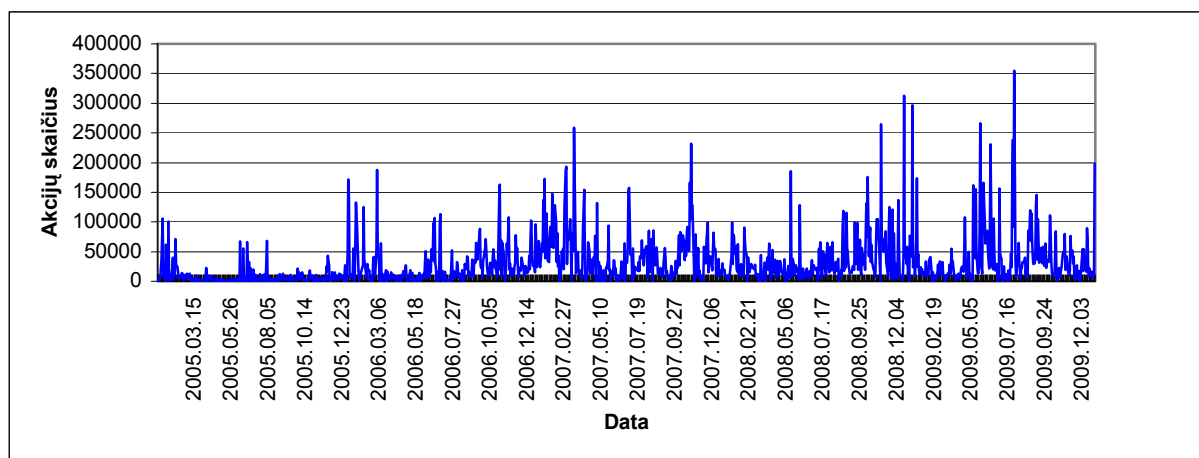
Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq OMX Vilnius 2005-2009 m. informacija¹⁴.

Didžiausia AB „Apranga“ akcijos kaina buvo 2007 m. ir siekė 20,2 Lt. Galima paminėti, kad AB „Apranga“ pelningumo rodikliai irgi didžiausi 2007 m. (veiklos pelningumas, nuosavo kapitalo rodikliai). Pirmiausiai dėl to, kad įmonė buvo pasirinkusi gerą strategiją bei ekonominio pakilimo metu šalyje ypatingai augo drabužių kainos, žmonės pradėjo rinktis garsių prekinių ženklų rūbus, kas leido AB „Apranga“ didinti pardavimus. Tuo metu, kai AB „Apranga“ dirbo pelningai, didėjo ir jos vertė bei teigiamas požiūris į ją, kartu kyla ir akcijų kaina. Tačiau prasidėjus ekonominiam nuosmukiui, žmonės rūbų nebeperka arba perka mažiau, todėl bendrovės rodikliai (pelningumo) ir akcijų kaina pasiekė

¹⁴http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LT0000102337&list=2&date=20100117&pg=details&tab=historical&lang=lt¤cy=0&start_d=1&start_m=12&start_y=2004&end_d=31&end_m=12&end_y=2009>

žemiausią ribą per analizuojamus metus. 2009 m. bendrovės akcijų kaina ženkliai krito, žemiausia buvo - 1,31 Lt. Remiantis SEB „Vilniaus banko“ ataskaitomis, pastebima, kad 2008 m. pradžioje AB „Apranga“ akcijos kainą, lyginant su Vakarų ir Šiaurės Europos šio sektoriaus įmonėmis, buvo galima laikyti artima teisingai kainai. Atlikta 2008 m. akcijos pelningumo prognozė, rekomendavo bendrovės akcijas „laikyti“¹⁵. Tačiau nuo 2008 m. II ketvirčio pastebimas žymus akcijos kainos kritimas, dėl krizės pasaulio finansinių priemonių rinkoje pasikeitęs investuotojų rizikos vertinimas lėmė sumažėjusią bendrovės akcijų kainą. AB „Aprangos“ akcijoms priskiriamas aukštas rizikingumo laipsnis. Anksčiau taikyta rekomendacija investuotojams keičiama iš „laikyti“ į „pirkti“. 2009 m. po sėkmingo AB „Apranga“ akcijų platinimo, investuotojų pasitikėjimas ir susidomėjimas kompanija išaugo, mat siekusi išplatinti 20 mln. akcijų emisija AB „Apranga“ pritraukė 57,642 mln. litų, kuriuos galės panaudoti sureguliuojant įmonės finansinius srautus. Vienos įmonės akcijos kaina per 2009 m. III-IV ketvirtį pakilo 5,73 proc., t.y. iki 1,66 lito. Mažmeninės prekybos sektorius šiuo metu patiria spartų vartotojų atsitraukimą ir tai be abejo nėra naudinga kompanijai, tačiau žvelgiant į ilgesnio laiko perspektyvą vis dar palankiai vertinama pati AB „Apranga“.

Nagrinėjama AB „Apranga“ akcijų apyvarta vienetais 2005-2009 metais (2.4 pav.), norint sužinoti kokia dalis bendrovės akcijų prekiaujama biržoje. Atsižvelgiant į investuotojo sprendimų priėmimą, svarbus akcijos likvidumas (galimybė akcijas parduoti nenumušant rinkos kainos). Geriausiai akcijos likvidumą atspindi akcijų apyvarta, todėl norint sužinoti ar sumažėjus akcijų apyvartai investuotojai sieks parduoti savo akcijas buvo aiškintasi AB „Apranga“ akcijų apyvartos vienetais kitimas bei analizuojamas investuotojo požiūris apie įmonę, jos kuriamą vertę.



2.4 pav. AB „Apranga“ akcijų apyvartos vienetais kitimas 2005-2009 m.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq OMX Vilnius 2005-2009 m. informacija.

¹⁵ SEB banko akcijos tyrimas. Mažmeninė prekyba drabužiais, AB „Apranga“ (2008). Prieiga per internetą: < www.seb.lt/Archyvas/Apranga_akciju_tyrimas.pdf>

Remiantis 2.4 paveikslo ir 2.3 lentelės duomenimis, pastebima, kad aukščiausia AB „Apranga“ akcijų apyvarta buvo 2007 m. (178,11 Lt.) ir 2009 m. II – III ketvirtį, nes AB „Apranga“ išleido naują akcijų emisiją. Nagrinėjant 2009 m. IV ketvirtį, galima paminėti, kad tais metais buvo ženklus apyvartos sumažėjimas – 21,37 Lt. Atsižvelgiant į investuotojo sprendimus, reikia įvertinti sudėtingą ekonomikos padėtį Baltijos šalyse ir greitai krintančius pardavimus bei generuojamus nuostolius. Taigi banko analitikai rekomenduoja įmonės akcijas laikyti. Nuo 2009 m. IV ketvirčio AB „Aprangos“ aktyvų plėtros etapą keičia kaštų valdymo iššūkiai. Esant sudėtingai ekonomikos padėčiai regione, įmonės laukia verslo konsolidacijos etapas ir tai keičia prielaidas dėl įmonės vertinimo. Įmonė vienu metu susiduria su keliais iššūkiais. Pirma, greitai smunkantys pardavimai. Antra, įmonės veiklos išlaidų mažinimas, t.y. visų išlaidų peržiūrėjimas: nuo nuomos, darbuotojų iki atsargų užsakymų. Trečia, parduotuvių tinklo optimizavimas. AB „Apranga“ yra ryškus drabužių mažmeninės prekybos lyderis su labai geru verslo modeliu. Vis tik dėl ekonomikos realijų 2009 m. akcijų apyvarta smuko, o reikšmingesnio pelningumo atsigavimo galima laukti tik po metų. Būtent dėl šios priežasties investuotojams rekomenduojama laikyti akcijas.

Akcijų kainą įtakoja nemažai veiksnių. Akcijų pasiūla ir paklausa lemia jų kainas. Kaip matyti iš 2.3 ir 2.4 paveikslo akcijų apyvartai didėjant (2007 m.), kyla ir akcijų kainos. Kitaip tariant, kai pirkėjų yra daugiau nei pardavėjų, AB „Apranga“ akcijų kaina kyla. Iš esmės tai lemia trys pagrindiniai veiksniai, kurie pritraukia akcijų pirkėjus ir savo ruožtu sukelia akcijų kainų didėjimą: tikrasis grynojo pelno didėjimas (grynasis pelningumas 2007 m. lyginant su 2006 m. išaugo 40,41 %), gražos didėjimo prognozė ir bendras akcijų rinkos kilimas

2009 m. birželio 1 d. baigėsi AB „Apranga“ 20.000.000 litų akcijų emisijos platinimas, pradėtas 2009 m. gegužės 19 d. Platinimo metu bendrovės akcininkai viso pasirašė ir apmokėjo 57.642.141 naujai išleidžiamą akciją, iš jų:

- pasinaudodami Akcinių bendrovių įstatyme numatyta pirmumo teise akcininkai pagrindinėmis akcijų pasirašymo sutartimis pasirašė ir apmokėjo 16.955.200 naujai išleidžiamų akcijų;
- papildomomis akcijų pasirašymo sutartimis pasirašyta ir apmokėta 40.686.941 naujai išleidžiama akcija.

2009 m. birželio 3 dienos AB „Apranga“ valdybos sprendimu papildomomis akcijų pasirašymo sutartimis pasirašiusiems akcininkams skirta 3.044.800 akcijų, o visiems šias sutartis sudariusiems akcininkams jų pasirašytų akcijų skaičius

mažinamas dauginant jį iš koeficiento (0,0748345519512022) ir suapvalinant gautą skaičių pagal aritmetines ¹⁶.

Remiantis užsienio šalių praktine patirtimi iširta, jog kapitalo rinkos plėtrai įtaką daro daugybė veiksnių. AB „Apranga“ investicijų srautus ir akcijų kainas neigiamai lemia tiek išorinės, tiek vidinės aplinkos veiksniai. K. Levišauskaitė, I. Koncevičienė (2002) nurodo šiuos veiksnius: blogi šalies makroekonominiai rodikliai, nepalankūs įstatymai ar Vyriausybės nutarimai, blogi bendrovės veiklos rezultatai ir kita. Todėl investuotojai, stebėdami akcijų kainų pokyčius, nagrinėja šių pokyčių priežastis bei pasekmes, prognozuoja perspektyvas – galimybę pirkti, parduoti ar laikyti AB „Apranga“ akcijas.

2.4. AB „Apranga“ kapitalo svertų ir vidinių veiksnių, lemiančių kapitalo struktūros formavimą, 2005-2009 m. įvertinimas

Kapitalo svorto ir vidinių veiksnių, įtakančių kapitalo struktūros formavimą (turto nematerialumas, mokesčių skydas, pelningumas, bankroto rizika) rodikliai skaičiuoti, norint įvertinti jų ryšį su AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo strategija. AB „Apranga“ kapitalo struktūros valdymo modelio formavimo prielaidos pagrindžiamos naudojant kapitalo svertus lemiančių veiksnių atrankos proceso loginę schemą, kuri atspindi tyrimo proceso nuoseklumą (2.4 lentelė). D. Cibulskienės (2007) ekonometriniame modelyje išskiriami trys priklausomi kintamieji – kapitalo svertai.

2.4 lentelė

Kapitalo svertų apibūdinimas AB „Apranga“ 2005-2009 m.

Svorto žymėjimas, formulė	Apibūdinimas	2005 m.	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.
LR1=DL/E	Finansinio svorto lygis	0,45	0,32	0,32	0,047	0,025
LR2=D/A	Skolinto kapitalo kvota	0,52	0,54	0,57	0,58	0,46
LR3=D/E	Skolos nuosavybės koeficientas	1,09	1,19	1,34	1,39	0,87

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Cibulskiene, D. (2007)

Finansinės analizės literatūroje nurodoma finansinio svorto reikšmė laikomas koeficientas 0,5 arba artima šiam dydžiui reikšmė. Jis geriausias, kai įmonė naudoja du trečdalius nuosavo ir vieną trečdalį skolinto kapitalo. Nukrypus koeficientui į vieną ar kitą pusę suardoma verslo pusiausvyra. Nuokrypis

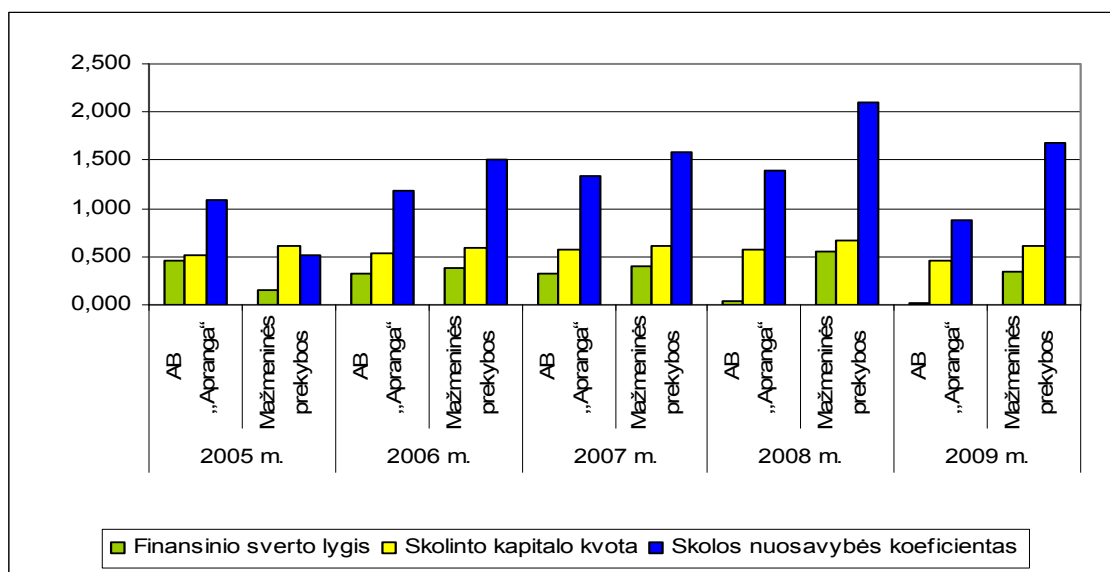
¹⁶ Dėl APB „Apranga“ 20.000.000 litų akcijų emisijos platinimo rezultatų. [žiūrėta: 2010-02-15]. Prieiga per internetą: http://www.apranga.lt/investuotojams/index.php/puslapio_struktura/naujienos/reglamentuojama_informacija/del_apb_apranga_20000000_litu_akciju_emisijos_platinimo_rezultatu/734

palankus, kai sąmoningai nesilaikoma verslo pusiausvyros. AB „Apranga“, remiantis prieš tai paminėtais teiginiais, finansinio svėro lygis buvo geriausias 2006 m. ir 2007 m. (0,32). Kuo didesnė finansinio svėro reikšmė, tuo didesnė finansinė rizika, nes bankroto atveju su kreditoriais reikės atsiskaityti anksčiau, negu su savininkais. Galima teigti, kad finansinio svėro rodiklis parodo bendrovės finansinį savarankiškumą, t.y. dinamiškas šio rodiklio augimas rodo finansinės priklausomybės didėjimą, ir atvirkščiai. Kita vertus, finansinio svėro didėjimas rodo, kad įmonės savininkai linkę didinti nuosavo kapitalo apimtį finansavimo struktūroje.

Skaičiuojant skolinto kapitalo kvotą paaiškėjo, kad ji didžiausia buvo 2008 m. ir siekė 0,47. Skolos nuosavybės koeficientas per analizuojamus metus sumažėjo 0,22. Tai reiškia, kad skolintu kapitalu padengiama nuosavo kapitalo dalis sumažėjo. 2008 m. šis rodiklis buvo aukščiausias ir siekė 1,39.

Baltijos šalių ekonomika akivaizdžiai lėtėja ir tai neabejotinai paveiks daugelį regiono įmonių. Mažmeninė prekyba (drabužių verslas), nėra atsparus verslo ciklo svyravimams ir ekonomikos sulėtėjimas neabejotinai turės įtakos AB „Apranga“ veiklos rezultatams.

Naudojantis Statistikos departamento pateikiamais įmonių finansiniais rodikliais 2005-2009 m., 2.5 paveiksle pateikiama AB „Apranga“ kapitalo svėrų lyginamoji analizė su mažmeninės prekybos šakos rodikliais (5 priedas).



2.5 pav. AB „Apranga“ ir mažmeninės prekybos sektoriaus kapitalo svėrų dinamika 2005-2009 m.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis ir Statistikos departamento informacija.

Kaip rodo 2.5 paveikslo duomenys mažmeninės prekybos šakoje įmonės finansinis svertas svyruoja nuo 0,35 iki 0,58. Reikia pažymėti, jog šiame sektoriuje skolinamasi labai daug. Tai gali būti pagrindžiama tuo, kad įmonėms gali trūkti apyvartinių lėšų projektų įgyvendinimui, todėl pasirenkamos ilgalaikės skolos, nes jų nereikia gražinti tuoj pat, o per pasirinktą laikotarpį. Visu analizuojamu laikotarpiu AB „Apranga“ finansinio sverto dydis yra mažesnis už mažmeninės prekybos sektoriaus. Lyginant įmonės skolinto kapitalo kvotą su šakos, galima pastebėti, kad analizuojamais metais šie dydžiai yra labai panašūs, pvz. 2005 m. AB „Apranga“ siekė 0,52, tuo tarpu mažmeninės prekybos srityje 0,54. Taigi LR2, lyginant abu dydžius, skiriasi nežymiai, išskyrus 2008 m. (AB „Apranga“ – 0,58, mažmeninės prekybos sektorius – 0,67). Didžiausias skirtumas lyginant AB „Apranga“ kapitalo svertus su mažmeninės prekybos sektoriaus, pastebimas, skaičiuojant skolos nuosavybės koeficientą. AB „Apranga“ skolinto ir nuosavo kapitalo santykis 2008 m., 2009 m., dvigubai mažesnis nei mažmeninės prekybos srityje.

Palyginus AB „Apranga“ ir mažmeninės prekybos sektoriaus kapitalo svertus, pastebima, jog bendrovės skolinto kapitalo kvota analizuojamu laikotarpiu yra ganėtinai nenuitolusi nuo šakos rodiklių. Ryškesni skirtumai išvelgiami analizuojant skolos nuosavybės koeficientą, kuris AB „Apranga“ 2008-2009 m. buvo beveik dvigubai mažesnis nei mažmeninės prekybos įmonių sektoriuje. Tuomet pastebimi ryškesni svyravimai dėl besikeičiančios padėties ekonomikoje, kurie įtakojo didesnius atotrūkius tarp LR3 įmonėje ir šakoje.

Tiriant pelningumo ir finansinio sverto (LR1) priklausomybę, pasirinktas grynojo pelningumo koeficientas. Šis koeficientas, parodo, kokia kiekvieno lito dalis (koks procentas), įdėta į pardavimą, lieka kompensavus sąnaudas. Rodiklis tiksliausiai atspindi įmonės finansinius rezultatus, finansinę veiklos sėkmę. Grynojo pelningumo duomenis (2.5 lentelė) bus galima palyginti su finansinio sverto reikšmėmis.

Verslo finansavimo šaltinių racionalios struktūros pasirinkimas yra aktualus kiekvienai įmonei, kuris yra vadinamas svertu. Finansinis svertas ekonominėje literatūroje plačiai nagrinėjamas, todėl labai svarbu išnagrinėti grynojo pelningumo ir finansinio sverto ryšį. Įdomu patikrinti, kaip pasirinkimo eilės teorija atitinka AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo strategiją, kuri pavaizduota 2.5 lentelėje.

AB „Apranga“ 2005-2009 m. grynojo pelningumo ir finansinio svėro rodikliai

Metai	Grynasis pelningumas, proc.	Finansinis svėras, proc.
2005 m.	3,61	0,45
2006 m.	6,21	0,32
2007 m.	8,72	0,32
2008 m.	4,53	0,047
2009 m.	7,4	0,025

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.

Pastebėta, kad 2008-2009 m. įmonė naudoja labai mažai skolinto finansinio kapitalo. Išimtimi laikytini 2005 m., kai ilgalaikės finansinės skolos sudaro 45 proc. nuosavo kapitalo dydžio. Grynojo pelningumo koeficientą analizuojamu laikotarpiu galima vertinti patenkinamai. Pagal pasirinkimo eilės teoriją, C. Myers (1984) supratimu, pelningiausios įmonės naudoja ne itin didelį finansinį svėrą dėl mažesnio skolinimosi poreikio, priešingai mažesnius pelnus kaupiančioms įmonėms. Autoriaus teigimu įmonėms priimtinau panaudoti vidaus finansavimą (AB „Apranga“ kapitalo formavimo politika: nuosavas kapitalas per analizuojamą laikotarpį padidėjo 73,12 proc., skolintas kapitalas 38,05 proc.) ir tik po to naudotis finansavimu skolintomis lėšomis. AB „Apranga“ kaip ir teigia, pasirinkimo eilės teoriją šalininkai, finansinis svėras auga kartu su ilgalaikiu materialiuoju turtu bei investicijų galimybėmis ir mažėja, didėjant pelningumui (2.5 lentelė). Kitaip tariant AB „Apranga“ investicijas finansuoja nepaskirstytu pelnu, išlaikydamos pastovų skolos koeficientą, išskyrus 2009 m., kai sumažėjo skolintas kapitalas visame kapitale (2.1 lentelė). Tarp finansinio svėro ir grynojo pelningumo susiformavo neigiamas ryšys.

Pasitelkus statistinę funkciją CORREL, kur x - pelningumo rodikliai, y – kapitalo svėrai, apskaičiuotas ryšių stiprumas.

Kapitalo svėrų koreliacijos koeficientai su pelningumo rodikliais

	LR1	LR2	LR3
Bendrasis pardavimo pelningumas (%)	0,3566875	0,9541789	0,9439991
Grynasis pardavimo pelningumas (%)	-0,1805361	-0,0969281	-0,0506926
Turto pelningumas (%)	-0,0428637	0,1938531	0,2314369
Veiklos pelningumas (%)	0,2414017	0,6191007	0,6191007
Nuosavo kapitalo pelningumas, ROE (%)	0,034194	0,4190194	0,4515682

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.

Paskaičiuoti koreliacijos koeficientai rodo (2.6 lentelė), kad labai stiprus ryšys egzistuoja tarp bendrojo pardavimo pelningumo ir skolinto kapitalo kvotos (0,954) bei bendrojo pardavimo pelningumo ir skolos nuosavybės koeficiento (0,943). Tai reiškia, kad įmonės kapitalo struktūros formavimo sprendimai lemia pardavimų pelningumo išaugimą. Pastebimas ryšys tarp veiklos pelningumo ir skolintos kapitalo kvotos, veiklos pelningumo ir skolos nuosavybės koeficiento, nes, kaip rodo, gauti rezultatai, koreliacijos koeficientas yra 0,619. Nuosavo kapitalo pelningumas labiausiai koreliuoja su skolinto kapitalo kvota (0,419), skolos nuosavybės koeficientu (0,451). Ne toks stiprus ryšys tarp bendrojo pardavimo pelningumo ir finansinio svėro lygio (0,356). Statistikai įvertinus tai vidutinis stiprumas. Tarp likusių rodiklių ryšys egzistuoja, tačiau jis nereikšmingas.

Daug Lietuvos įmonių, kurioms uždirbamo pelno pakanka veiklai finansuoti, nėra linkę veiklai finansuoti naudoti skolintą kapitalą. Tikslingas skolinimasis, siekiant sumažinti kapitalo kainą palankiomis įmonei sąlygomis, nėra labai populiarus. Tiesa, taip pat yra nemažai pelningai dirbančių Lietuvos įmonių, kurios vis dėlto naudoja santykinai nemažai skolinto kapitalo. Dažnai egzistuoja tendencija vis daugiau pelno uždirbančioms įmonėms mažiau skolintis. Galbūt situacija Lietuvos rinkoje kryptingai artėja prie padėties Vakarų šalyse, kur pasirinkimo eilės teorija laikoma tiksliausiai paaiškinančia įmonių sprendimus formuojant kapitalą.

Remiantis konceptualiojoje darbo dalyje analizuotų mokslininkų teiginiais apie kapitalo struktūros formavimo sprendimams didžiausią įtaką darančius veiksnius išskiriant tuos, kurie, svarbiausi iš jų (turto materialumas, mokesčių skydas, pelningumas ir I. A. E. Altman Z indeksas), bei kurių įtaką kapitalo struktūros formavimui realiai galima įvertinti. Renkantis tyrimui veiksnius atsižvelgta ir į tai, kad atrinkti veiksniai sietųsi su pagrindinėmis kapitalo struktūros teorijomis. Veiksmų ištyrimas analogiškai leistų įvertinti teorijų teiginių ir įmonių realių sprendimų atitikimą.

Jei Z reikšmė yra mažiau nei 1,80, bankroto tikimybė labai didelė. Kai Z reikšmės svyruoja tarp 1,81 ir 2,70, bankroto tikimybė didelė, kai tarp 2,80 ir 2,90 – bankrotas galimas. Bankroto tikimybė labai maža, jei Z reikšmė – daugiau nei 3,00 (2.7 lentelė).

2.7 lentelė

AB „Apranga“ 2005-2009 m. bankroto tikimybės analizė pagal 5 I. E. Altman koeficientų Z modelį

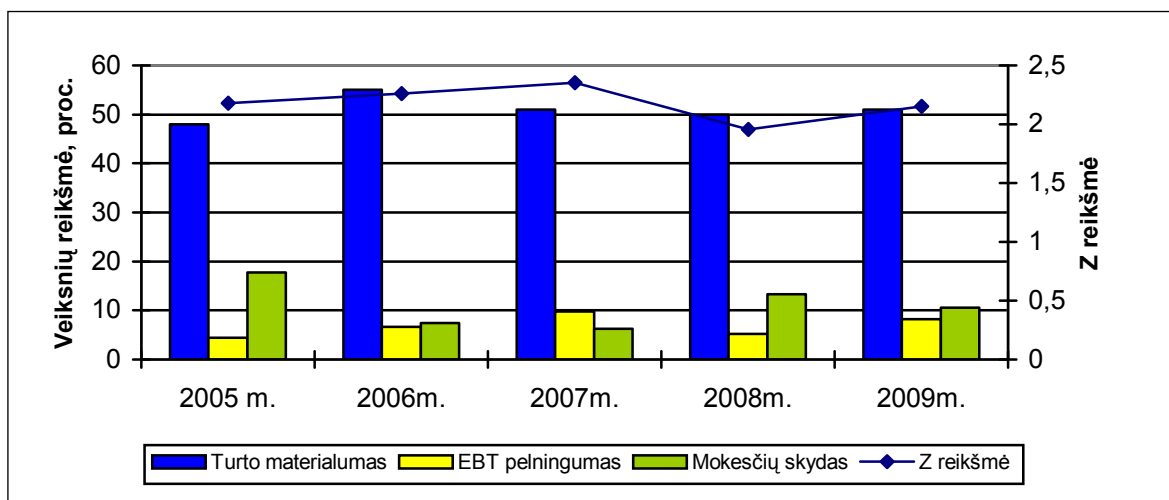
Koeficientas	2005 m.	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.
x1*1,2	0,25644	0,06843	0,0651	-0,07114	0,09681
x2*1,4	0,05797	0,11222	0,15553	0,08184	0,10640
x3*3,3	0,1661	0,28594	0,40887	0,22262	0,28051
x4*0,6	0,55128	0,50226	0,44858	0,4318	0,64252

x5*1,0	1,14703	1,29181	1,27359	1,29100	1,02734
Z reikšmė	2,17881	2,26069	2,35166	1,95612	2,15357
Bankroto tikimybė	Didelė	Didelė	Didelė	Didelė	Didelė

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.

Kaip matyti iš 2.7 lentelės, analizuojamu laikotarpiu bankroto tikimybė pagal I. E. Altman modelį buvo didelė. 2005 m. rodiklis buvo 2,17881, 2006 m. - 2,26069, 2007 m. - 2,35166, 2008 m. - 1,95612, bei 2009 m. - 2,15357. tikimybė per analizuojamus metus yra didelė. Įmonė turi imtis priemonių norėdama mažinti bankroto tikimybę. Analizuojant 2.7 lentelės duomenis, galima teigti, kad lemiamos reikšmės bankroto tikimybės dydžiui turėjo x3 bei x5. Trečiajaj I. E. Altman koeficiento reikšmei įtakos turėjo pelno prieš mokesčius bei turto augimas 2005-2009 m. Penktasis Z koeficientas analizuojamu laikotarpiu buvo didžiausias ir dėl to daugiausiai didino AB „Apranga“ bankroto tikimybę, nes bendrovė išlaikė aukštą pardavimo lygį bei didino turta.

Nagrinėjant AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo ypatumus, būtina išanalizuoti 2.6 paveiksle pateiktus veiksniai. Čia pateikiami ir įvertinami kapitalo struktūros formavimo sprendimams didžiausią įtaką darantys veiksniai. Šie trys rodikliai apskaičiuojami remiantis I. Dumbravitės (2006) rekomendacijomis. Turto materialumas apskaičiuojamas kaip ilgalaikio turto ir viso turto santykis. Mokesčių skydas – tai pelno mokestis dalintas iš pelno prieš apmokestinimą. EBT pelningumas skaičiuojamas, kaip santykis tarp pelno prieš apmokestinimą ir pardavimo pajamų.



2.6 pav. AB „Apranga“ kapitalo struktūrą veikiantys veiksniai 2005-2009 m.

Šaltinis: sudaryta autorės, pagal Dumbravitę, I. (2006) ir remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.

2.6 paveikslo duomenys leidžia teigti, kad AB „Apranga“ kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai didėjo 2005-2007 m., o paskui mažėjo. 2006 m. turto materialumas įmonėje sudarė 55 proc. AB „Apranga“ 2009 m. galėjo 51 proc. savo turto naudoti kaip užstatą. Šis rodiklis per 2005-2009 m., nagrinėjant kapitalo struktūrą lemiančius veiksnius, vienintelis išaugo (6,25 proc.). Lietuvoje EBT pelningumo rodiklis turi didžiausią įtaką finansiniam svertui. AB „Apranga“ EBT pelningumas didžiausiais buvo 2007 m. (9,73 proc.), kai finansų rinkose buvo galimybė didinti įmonės vertę. Analizuojant mokesčių skydą paaiškėjo, kad jis per 2005-2009 m. sumažėjo (67,4 proc.). Tai įmonės vedamai palūkanų apmokestinimo politikai daro neigiamą įtaką, nes gaunama mažesnė nauda iš apmokestinimo. Kaip rodo 2.6 paveikslas, bankroto tikimybė analizuojamu laikotarpiu buvo didelė.

Remiantis analitinėje darbo dalyje apibūdinama AB „Apranga“ veikla, pagal 2009 m. rugsėjo 30 d. įmonės pateiktus duomenis, kontrolinis akcijų paketas priklauso investiciniam holdingui „MG Baltic Investment“ (53,67 proc.), „Swedbank AS“ (9,84 proc.) ir „Minvista“ (6,46 proc.). Atlikus AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo analizę 2005-2009 m., paaiškėjo, kad įmonės veikla didžiąja 2005-2008 m. buvo finansuojama iš skolintų lėšų, tačiau 2009 m. įvykiai finansų rinkoje pakoregavo priimamus sprendimus – sumažindama įsipareigojimus, kurie 2009 m. lyginant su 2008 m. sumažėjo 29,98 proc., o nuosavybė padidindama 12,23 proc. Įvertinus AB „Apranga“ pelningumo rodiklius, paaiškėjo, kad dauguma pelningumo rodiklių geriausi buvo 2007 m. ROA siekė 11,11 proc., o ROE – 25,97 proc. Akcijų kainų ir apyvartos dinamikos analizė NASDAQ OMX tiriamu laikotarpiu parodė, kad pokyčiai finansų rinkoje lėmė prekybos akcijomis kainas. Nuo 2008 m. II ketvirčio pastebimas akcijų kainų kritimas. 2009 m. IV ketvirtį naujai išplatinta AB „Apranga“ akcijų emisija padidino akcijos kainą 5,73 proc., palyginus su tų pačių metų III ketvirčiu. Kapitalo struktūros formavimo sprendimams didžiausią įtaką darančių veiksnių analizė AB „Apranga“, patvirtino teiginį, kad Lietuvoje EBT pelningumas turi didžiausią įtaką finansiniam svertui.

Dažnai įmonės ieško optimalios kapitalo struktūros, norėdamos padidinti ekonominę pridėtinę vertę finansų rinkoje krizės metu.

3. AB „APRANGA“ VERTĖS DIDINIMO GALIMYBIŲ VERTINIMAS FINANSŲ RINKOJE KRIZĖS METU

3.1 AB „Apranga“ ekonominės pridėtinės vertės 2005-2009 m. analizė

Analizuojant AB „Apranga“ svertinius vidutinius kapitalo kaštus bei jiems apskaičiuoti reikalingus rodiklius buvo remtasi konceptualiojoje darbo dalyje pateikiamomis formulėmis. Nustatant skolinto kapitalo dalį bei vertinant kapitalo struktūrą (skolinto kapitalo bei akcininkų nuosavybės dalis) naudojama kintamųjų D ir E vertės.

WACC modelyje skaičiavimai atliekami darant prielaidą, jog balansinė suteiktų paskolų vertė atitinka rinkos vertę. Akcininkų nuosavybės vertei apskaičiuoti naudojamos akcijų rinkos duomenys t.y. akcijų skaičius padauginamas iš vienos akcijos rinkos vertės. Skaičiuojant kapitalo struktūros rodiklius, reikalingus nagrinėjant WACC ir EVA, buvo remtasi AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis (žr. 2 priedas).

3.1 lentelė

AB „Apranga“ skolinto ir nuosavo kapitalo analizė 2005-2009 m.

	2005m.	2006m.	2007m.	2008m.	2009 m.
Skolintas kapitalas (likutis metų pabaigoje, tūkst. Lt)	50095	63650	89253	98563	69157
Akcininkų nuosavybė (likutis metų pabaigoje, tūkst. Lt)	46027	53282	66728	70998	79686
Akcijų skaičius	35291960	35291960	35291960	35291960	35291960
Akcijos kaina Lietuvos rinkoje metų pabaigoje, Lt	11.2	10.0	13.2	14.35	2.16
Akcinio kapitalo rinkos vertė (likutis metų pabaigoje, Lt)	395269952	352919600	465853872	506439626	7623063,36
Skolinto kapitalo dalis	52,12%	54,43%	57,22%	58,13%	46,46%
Akcinio kapitalo dalis	47,88%	45,57%	42,78%	41,87%	53,54%

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.

Remiantis aukščiau pateikta informacija, apskaičiuojami WACC modeliui reikalingi rodikliai. Analizuojant AB „Apranga“ skolinto ir nuosavo kapitalo dinamiką, paaiškėjo, kad skolinto kapitalo dalis visame įdarbintame kapitale per analizuojamus metus kito neženkiai. Likutinė skolinto kapitalo dalis visame įdarbintame kapitale 2009 m. pabaigoje sudarė 46,46 proc. Akcijų skaičius 2005-2009 m. nekito. Akcinio kapitalo sumažėjimui (-98,07 proc.) analizuojamu metu lemiamos reikšmės turėjo nukritusi akcijų kaina (-80,71 proc.). Skolinto kapitalo dalis AB „Apranga“ 2005-2009 m. sumažėjo, tačiau išaugo nuosavas kapitalas.

Matematiškai vidutinė skolinto kapitalo kaina apskaičiuojama ataskaitinio periodo palūkanų sąnaudas dalinant iš skolinto kapitalo likutinės ar vidutinės vertės. Vidutinė skolinto kapitalo kaina, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinių ataskaitų duomenimis, apibendrinta žemiau pateiktoje lentelėje.

3.2 lentelė

Skolinto kapitalo kainos nustatymas AB „Apranga“ 2005-2009 m.

	2005m.	2006m.	2007m.	2008m.	2009 m.
Palūkanų sąnaudos (ataskaitinio periodo, tūkst. Lt)	1135	1251	2078	3332	2563
Skolintas kapitalas (likutis metų pabaigoje, tūkst. Lt)	50095	63650	89253	98653	69157
Skolinto kapitalo kaina (pagal skolinto kapitalo likutį metų pabaigoje) išreikštos procentine dalimi	2,26%	1,96%	2,32%	3,37%	3,7%

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.

Skaičiuojant svertinius vidutinius kapitalo kaštus (1.3 formulė) naudotas skolinto kapitalo kainos dydis, išreikštas procentais. Mažiausia skolinto kapitalo kaina fiksuota 2006 m. 1,96 proc., aukščiausia - 2009 m., siekusi 3,7 proc. Tam įtakos turėjo sumažėjęs skolintas kapitalas.

Naudojama palūkanų norma (R_m), pagal kurią skolinasi Lietuvos Vyriausybė – 6,1 proc. Nerizikinga investicijų gražos norma gali būti nustatoma atsižvelgiant į ilgo laikotarpio (10-30 metų) analizuojamos šalies vertybinių popierių gražą. Skaičiuojant vidutinius svertinius kapitalo kaštus 2005-2009 m., naudota 2008 metų LR VVP vertybinių popierių graža (3,77 proc.)¹⁷. Analizuojant vidutinius svertinius kapitalo kaštus 2005-2008 m. remiantis Valstybinės mokesčių inspekcijos duomenimis, efektyvioji pelno norma (T) siekė 15 proc., 2009 m. – 20 proc. Remiantis anksčiau darbe pateiktais duomenimis bei atliktais skaičiavimais, apskaičiuojami svertiniai vidutiniai kapitalo kaštai (6 priedas). β koeficientas prilyginamas Lietuvos Respublikos ilgalaikių vertybinių popierių palūkanų normai, kuri 2005 m. buvo 3,5 proc.¹⁸. Apskaičiuojama reikalaujama akcininkų nuosavybės graža po mokesčių 2005 m.:

$$r_{e2005} = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) = 3,77 + 3,5 \cdot (6,1 - 3,77) = 11,92 \text{ proc.}$$

¹⁷ Nutarimas: dėl LR vyriausybės 2008 m. rugsėjo 3 d. Nutarimo nr. 849 „Dėl LR vyriausybės vidutinės trukmės skolinimosi ir skolos valdymo strategijos patvirtinimo“ pakeitimo.

¹⁸ Lietuvos akcijų rinka: kiek tęsis augimas? (2005). Parengė: UAB „Investicijų portfelių valdymas“. [žiūrėta 2010-03-07]. Prieiga per internetą: <<http://www.verslobanga.lt/lt/patark.printer/4350088911db5>>

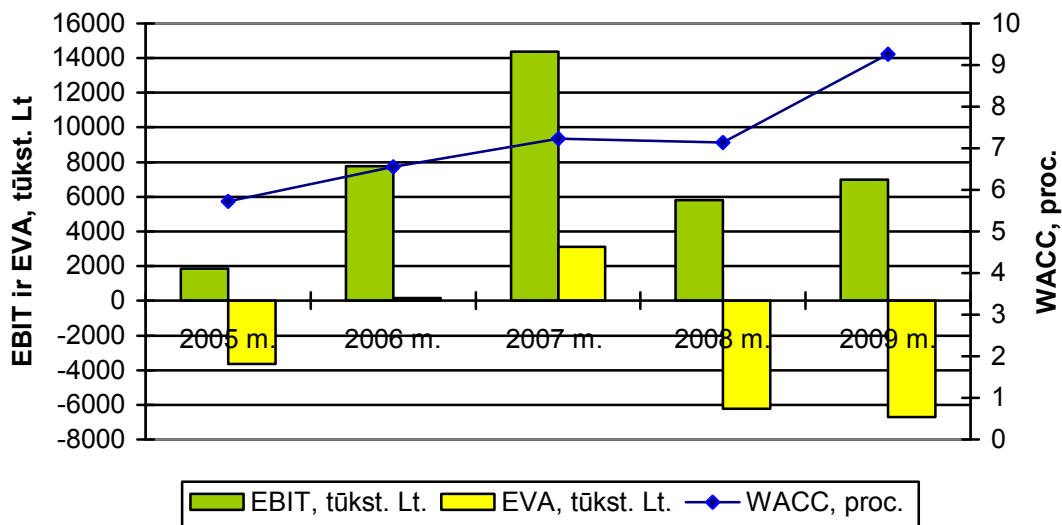
EBIT yra pelnas prieš palūkanas ir mokesčius (*angl. earnings before interest and taxes*), kuris 2005 m. buvo 1852 tūkst. Lt. Toliau apskaičiuojama WACC dydis, pagal 1.3 formulę:

$$WACC_{2005} = (1 - T) \cdot r_D \cdot \frac{D_b}{A_b} + r_e \cdot \frac{E_b}{A_b} = (1 - 0,15) \cdot 2,26 \cdot 0,5212 + 11,92 \cdot 0,4788 = 5,71 \text{ proc.}$$

Išanalizavus ekonomikos teoriją, galima teigti, kad vienas iš įmonės vertės nustatymo metodų, plačiai naudojamų pasaulyje, yra EVA metodas. Ekonominiu požiūriu vertė sukuriama tuomet, kai įmonė gauna pajamas, didesnes nei kaštai šioms pajamoms uždirbti. Nuolatinis ir darnus EVA augimas ilgainiui turėtų didinti bendrovės vertę. EVA skaitinė reikšmė nėra tokia svarbi, kur kas svarbiau, kaip ir kiek ji auga laike ir kiek atspindi bendrą įmonės augimą. EVA rodiklis apskaičiuojamas pagal 1.1 formulę, kuris 2005 m. buvo:

$$EVA_{2005} = 1852 - (96122 \cdot 0,0571) = -3636,56$$

Atliekamas AB „Apranga“ realių duomenų sąveikos tarp kapitalo struktūros rodiklių ir ekonominės pridėtinės vertės dydžio pokyčių tyrimas. Sąveika tarp rodiklių pavaizduota 3.1 paveiksle, kuris atspindi vieno rodiklio dinamikos poveikį kitam su juo susijusiam rodikliui. Įmonės vadovai privalo turėti apskaičiavę vidutinius svertinius kapitalo kaštus, kurie padeda įvertinti naudojamų lėšų efektyvumą bei investicinės politikos tikslingumą.



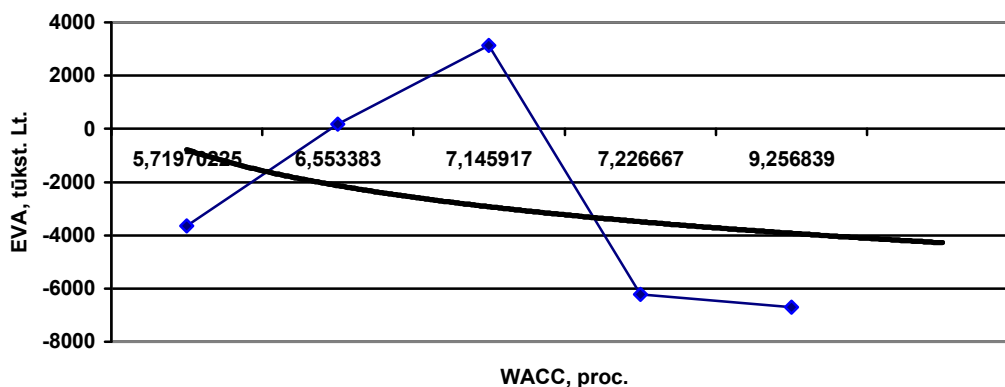
3.1 pav. AB „Apranga“ 2005-2009 m. EBIT, EVA ir vidutinių svertinių kapitalo kaštų dinamika

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.

Kaip rodo 3.1 paveikslo duomenys, didėjant vidutiniams svertiniams kapitalo kaštams, mažėja AB „Apranga“ vertė. Išskyrus 2006 m. ir 2007 m., kai EVA reikšmė teigiama (2006 m. - 171,42 tūkst. Lt.,

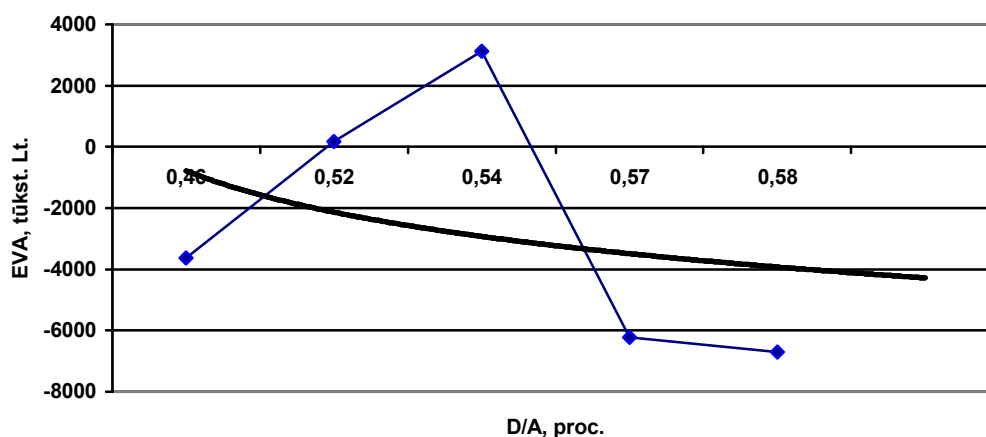
2007 m. - 3131,36 tūkst. Lt.). Didžiausią įtaką EVA išaugimui turėjo EBIT didėjimas (2006 m.- 7772 tūkst. Lt, 2007 m. - 14362 tūkst. Lt.), kurio reikšmė didžiausia buvo 2006-2007 m. AB „Apranga“ vadovai ir savininkai siekdami vertės didinimo ateityje gali sumažinti kapitalo kaštus. Tam gali padėti kapitalo struktūros pakeitimas. AB „Apranga“ nuosavo ir skolinto kapitalo dinamika 2005-2009 m. rodo įmonės finansų struktūros pasirinkimą. 2009 m. bendrovė savo veiklą daugiau finansavo iš nuosavo nei iš skolinto kapitalo.

EVA ir vidutinių svertinių kapitalo kaštų priklausomybė pavaizduota 3.2 paveiksle. EVA ir skolos koeficiento priklausomybės vertinimas pateiktas 3.3. paveiksle.



3.2 pav. EVA ir vidutinių svertinių kapitalo kaštų priklausomybės vertinimas

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.



3.3 pav. EVA ir skolos koeficiento priklausomybės vertinimas

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Apranga“ 2005-2009 m. finansinėmis ataskaitomis.

Optimali kapitalo struktūra AB „Apranga“ pasiekama, kai maksimizuojama EVA ir minimizuojami WACC. Pagal 3.2 ir 3.3 paveikslų duomenis, galima teigti, kad įmonės optimali

kapitalo struktūra, finansų rinkoje krizės metu, pasiekiami, kai skolos koeficientas lygus 0,54, tada EVA siekia 3131,36 tūkst. Lt. Aukšta įsipareigojimų kaina, mažina skolinto kapitalo patrauklumą įmonėje, kuris priklauso nuo palūkanų normos dydžio finansų rinkoje. Esant aukštai skolinto kapitalo kainai, įmonė renkasi finansavimą nuosavu kapitalu. AB „Apranga“ daugiau skolinto kapitalo naudotumet, kai jo kaina pasibaigus ekonomikos recesijai bus mažesnė.

EVA padeda vadovybei suderinti du pagrindinius finansų principus sprendimų priėmimo procese. Pirmasis – kiekvienos kompanijos pirminiai finansiniai tikslai turėtų būti savininkų turto didinimas. Antrasis – kompanijos vertė priklauso nuo to, kiek investuotojai tikisi augsiant ar smuksiant kompanijos pelną. AB „Apranga“ pridėtinė ekonominė vertė 2005-2009 m. buvo neigiama, išskyrus 2006 m. ir 2007 m.

Atliktas tyrimas rodo, kad AB „Apranga“ visų įsipareigojimų dalis kapitalo struktūroje didėjo (2005-2008 m. nuo 52,12 iki 58,13 proc.), išskyrus 2009 m. (2009 m. lyginant su 2008 m. įsipareigojimai sumažėjo 29,83 proc). 2005-2008 m. bankai pakankamai lengvai dalino įvairaus tikslo bei termino paskolas, už kurias reikalavo nedidelių palūkanų. Tai paskatino bendrovę vis daugiau naudoti skolintų lėšų. Galima teigti, kad auganti skolinto kapitalo dalis įmonės kapitalo struktūroje nerodė optimistinių nuotaikų mažmeninės prekybos sektoriuje, todėl AB „Apranga“ 2009 m. privalėjo sumažinti įsipareigojimus. Rekomenduotina, kad šis rodiklis būtų kiek įmanoma stabilesnis ir garantuojantis maksimalų nuosavo kapitalo pelningumą.

Vertinant AB „Apranga“ EVA didinimo galimybes finansų rinkoje krizės metu, modeliuojami racionalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantai pagal atskiras alternatyvas.

3.2 AB „Apranga“ ekonominės pridėtinės vertės didinimo galimybės ir kapitalo struktūros sprendimų variantų įvertinimas

Kiekviena įmonė, formuodama savo kapitalo struktūrą ir pasirinkdama finansavimo alternatyvas, numato: maksimizuoti įmonės vertę ar minimizuoti kapitalo kaštus. Geriausia, kai įmonėje įmanoma derinti abu šiuos tikslus. Svarbu įvertinti, kaip nuosavo kapitalo kaštai yra veikiami finansavimo sprendimų. Šie svarstymai reikšmingi apskaičiuojant minimalius kapitalo kaštus, t.y. siekiant maksimalios įmonės vertės ir tuo pačiu optimalios kapitalo struktūros.

Vertinant kapitalo struktūros sprendimų variantus, finansavimo santykis (kapitalo struktūra) traktuojamas kaip linijinė augančių kapitalo kaštų funkcija (3.1 ir 3.2 formulė). Nuosavo ir skolinto kapitalo kaštus galima apskaičiuoti naudojant formules¹⁹:

$$r_e = a + b x^c \quad (3.1)$$

$$r_d = g + h x^j \quad (3.2)$$

Kapitalo kaštų apskaičiavimas ir įvertinimas padeda nustatyti optimalią kapitalo struktūrą. Pateikiami duomenys, reikalingi optimalios kapitalo struktūros skaičiavimui pagal atskiras alternatyvas AB „Apranga“:

- Visas turtas lygus (A) 10 tūkst. Lt. = 100 proc.
- $r_i = a = 10$ proc. ir 15 proc.
- $r_d = h = 2,5$ proc. ir 6 proc.
- $x = D/E$.
- $b = 2$.
- $T = 0,2$.
- $EBIT = 6991$ tūkst. Lt..
- $A_k = (EBIT/wacc) / r_e$.

Priimama prielaida, kad įmonės turtas (A) lygus 100 %. Modeliuojamos situacijos su skirtingomis kapitalo kaštų (r_d ; dar vadinama palūkanų norma) ir vidinės reikalaujamos savininkų pelno normos (r_i) reikšmėmis. Vidinė reikalaujama savininkų pelno norma pagal atskiras kapitalo struktūros alternatyvas: 10 proc. ir 15 proc., kapitalo kaštai – 2,5 proc. ir 6 proc. Pelnas prieš palūkanas ir mokesčius (EBIT) lygus 6991 tūkst. Lt., remiantis 2009 m. AB „Apranga“ finansinėmis ataskaitomis.

Taigi remiantis aukščiau apibūdintais racionalios kapitalo struktūros skaičiavimo bei vertinimo metodikomis, analizuojamais atvejais, modeliuojant skirtingas kapitalo kaštų ir vidinės reikalaujamos savininkų pelno normos reikšmes, įvertinamos įvairios kapitalo struktūros formavimo alternatyvos, iš kurių pagal didžiausią vidutinių svertinių kapitalo kaštų ir ekonominės pridėtinės vertės kriterijų išrenkama viena.

¹⁹ Cibulskienė, D., Lileikienė, A., Marcišauskienė, J. (2008). Kapitalo struktūros sprendimai kaip apsisprendimo problema modernioje finansavimo teorijoje. *Ekonomika, vadyba ir aktualijos*, 4(13), p. 78.

Optimalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantai pagal atskiras kapitalo struktūros alternatyvas ($r_i = 15, r_d = 6$)

D	E	D/A	E/A	D/E	r_i	r_e	r_d	WACC	Ak	EVA
0	100	0	1	0	15	15	6	15	31,0711	5491
10	90	0,1	0,9	0,11111	15	15,2222	6,11111	14,1889	32,3678	5572,11
20	80	0,2	0,8	0,25	15	15,5	6,25	13,4	33,6591	5651
25	75	0,25	0,75	0,33333	15	15,6667	6,33333	13,0167	34,2817	5689,33
33,3	66,7	0,33	0,667	0,49925	15	15,9985	6,49925	12,3868	35,2777	5752,32
40	60	0,4	0,6	0,66667	15	16,3333	6,66667	11,9333	35,8676	5797,67
46	54	0,46	0,54	0,85185	15	16,7037	6,85185	11,5415	36,2631	5836,85
50	50	0,5	0,5	1	15	17	7	11,3	36,3925	5861
55	45	0,55	0,45	1,22222	15	17,4444	7,22222	11,0278	36,3408	5888,22
60	40	0,6	0,4	1,5	15	18	7,5	10,8	35,9619	5911
66,7	33,3	0,667	0,33	2,003	15	19,006	8,003	10,5424	34,8907	5936,76
71,4	28,6	0,714	0,286	2,4965	15	19,993	8,4965	10,5712	33,0778	5933,88
75	25	0,75	0,25	3	15	21	9	10,65	31,2587	5926

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Cibulskienė, D., Lileikienė, A., Marcišauskienė, J. (2008). ir AB „Apranga” finansinėmis ataskaitomis.

Nagrinėjant optimalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantus pagal atskiras kapitalo struktūros alternatyvas, kai $r_i = 15, r_d = 4$ (3.3 lentelė), paaiškėjo, jog vidutinių svertinių kapitalo kaštų reikšmė mažiausia buvo 10,54 proc., kai įmonės ekonominė pridėtinė vertė maksimizuojama iki 5936,76 tūkst. Lt. WACC minimumas (10,54 proc.) parodo įmonės finansavimo politiką, kai finansavimui iš skolintų lėšų tenka 66,7 proc., o nuosavo kapitalo dalis yra 33,3 proc.

Optimalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantai pagal atskiras kapitalo struktūros alternatyvas ($r_i = 15, r_d = 2,5$)

D	E	D/A	E/A	D/E	r_i	r_e	r_d	WACC	Ak	EVA
0	100	0	1	0	15	15	2,5	15	31,0711	5491
10	90	0,1	0,9	0,11111	15	15,2222	2,61111	13,9089	33,0194	5600,11
20	80	0,2	0,8	0,25	15	15,5	2,75	12,84	35,1271	5707
25	75	0,25	0,75	0,33333	15	15,6667	2,83333	12,3167	36,2301	5759,33
33,3	66,7	0,33	0,667	0,49925	15	15,9985	2,99925	11,4628	38,1214	5844,72
40	60	0,4	0,6	0,66667	15	16,3333	3,16667	10,8133	39,5827	5909,67
46	54	0,46	0,54	0,85185	15	16,7037	3,35185	10,2535	40,8183	5965,65
50	50	0,5	0,5	1	15	17	3,5	9,9	41,5389	6001
55	45	0,55	0,45	1,22222	15	17,4444	3,72222	9,48778	42,2394	6042,22
60	40	0,6	0,4	1,5	15	18	4	9,12	42,5865	6079
66,7	33,3	0,667	0,33	2,003	15	19,006	4,503	8,67478	42,4023	6123,52
71,4	28,6	0,714	0,286	2,4965	15	19,993	4,9965	8,572	40,7924	6133,8
75	25	0,75	0,25	3	15	21	5,5	8,55	38,9362	6136

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Cibulskienė, D., Lileikienė, A., Marcišauskienė, J. (2008). ir AB „Apranga” finansinėmis ataskaitomis.

Pagal 3.4 lentelėje pateiktus duomenis matome, kad didžiausias galimas skolinto kapitalo dydis įmonei tenka tuomet, kai EVA reikšmė didinama iki 6136 tūkst. Lt, o WACC minimizuojami iki 8,55 proc. Ši alternatyva paneigia pagrindinį pasirinkimo eilės teorijos teiginį, kad įmonėse pirmumas priimant finansavimo sprendimus teikiamas nuosavam kapitalui, nes skolintos lėšos siekia 75 proc. visoje kapitalo struktūroje, o nuosavam kapitalui tenka 25 proc.

3.5 lentelė

Optimalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantai pagal atskiras kapitalo struktūros alternatyvas ($r_i = 10$, $r_d = 6$)

D	E	D/A	E/A	D/E	r_i	r_e	r_d	WACC	Ak	EVA
0	100	0	1	0	10	10	6	10	69,91	5991
10	90	0,1	0,9	0,11111	10	10,2222	6,11111	9,68889	70,5862	6022,11
20	80	0,2	0,8	0,25	10	10,5	6,25	9,4	70,8308	6051
25	75	0,25	0,75	0,33333	10	10,6667	6,33333	9,26667	70,7273	6064,33
33,3	66,7	0,33	0,667	0,49925	10	10,9985	6,49925	9,0518	70,2216	6085,82
40	60	0,4	0,6	0,66667	10	11,3333	6,66667	8,93333	69,0507	6097,67
46	54	0,46	0,54	0,85185	10	11,7037	6,85185	8,84148	67,5602	6106,85
50	50	0,5	0,5	1	10	12	7	8,8	66,2027	6111
55	45	0,55	0,45	1,22222	10	12,4444	7,22222	8,77778	63,9999	6113,22
60	40	0,6	0,4	1,5	10	13	7,5	8,8	61,1101	6111
66,7	33,3	0,667	0,33	2,003	10	14,006	8,003	8,89238	56,1315	6101,76
71,4	28,6	0,714	0,286	2,4965	10	14,993	8,4965	9,1412	51,009	6076,88
75	25	0,75	0,25	3	10	16	9	9,4	46,4827	6051

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Cibulskienė, D., Lileikienė, A., Marcišauskienė, J. (2008). ir AB „Apranga“ finansinėmis ataskaitomis.

Pagal 3.5 lentelėje pateiktus duomenis, modeliuojama situacija, kai kapitalo kaštai 6 proc. ir vidinė reikalaujama savininkų pelno norma 10 proc. Šiuo atveju svertinių kapitalo kaštų reikšmė - 8,77 proc., o įmonės pridėtinė ekonominė vertė 6113,32 tūkst. Lt. Šie dydžiai nusako ganėtinai atsargią finansavimo politiką, siekiant išvengti nuostolių pasirenkama tokia kapitalo struktūra, kai finansavimui iš skolintų lėšų tenka 55 proc. AB „Apranga“ formuodama kapitalo struktūrą pagal šią alternatyvą, renkasi didesnę dalį skolinto kapitalo (55 proc.), nes jo kaina yra mažesnė.

**Optimalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantai pagal atskiras kapitalo struktūros
alternatyvas ($r_i = 10$, $r_d = 2,5$)**

D	E	D/A	E/A	D/E	r_i	r_e	r_d	WACC	Ak	EVA
0	100	0	1	0	10	10	2,5	10	69,91	5991
10	90	0,1	0,9	0,11111	10	10,2222	2,61111	9,40889	72,6868	6050,11
20	80	0,2	0,8	0,25	10	10,5	2,75	8,84	75,3178	6107
25	75	0,25	0,75	0,33333	10	10,6667	2,83333	8,56667	76,5066	6134,33
33,3	66,7	0,33	0,667	0,49925	10	10,9985	2,99925	8,1278	78,2047	6178,22
40	60	0,4	0,6	0,66667	10	11,3333	3,16667	7,81333	78,9488	6209,67
46	54	0,46	0,54	0,85185	10	11,7037	3,35185	7,55348	79,0804	6235,65
50	50	0,5	0,5	1	10	12	3,5	7,4	78,7275	6251
55	45	0,55	0,45	1,22222	10	12,4444	3,72222	7,23778	77,6173	6267,22
60	40	0,6	0,4	1,5	10	13	4	7,12	75,5294	6279
66,7	33,3	0,667	0,33	2,003	10	14,006	4,503	7,02478	71,0546	6288,52
71,4	28,6	0,714	0,286	2,4965	10	14,993	4,9965	7,142	65,2876	6276,8
75	25	0,75	0,25	3	10	16	5,5	7,3	59,8545	6261

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Cibulskienė, D., Lileikienė, A., Marcišauskienė, J. (2008). ir AB „Apranga“ finansinėmis ataskaitomis.

Analizuojant 3.6 lentelėje pateiktus optimalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantus, paaiškėjo, jog šiuo atveju minimalūs WACC yra 7,02 proc., o maksimali įmonės pridėtinė vertė – 6288,52 tūkst. Lt. Esant tokiai situacijai, skolintas kapitalas sudaro 66,7 proc., nuosavas kapitalas – 33,3 proc. Taigi galima teigti, kad tuomet, kai kapitalo kaštai siekia 2,5 proc. ir vidinė reikalaujama savininkų pelno norma 10 proc., bendrovė renkasi didinti skolinimąsi ir mažesnę dėmesį skiria nuosavom lėšom.

Optimalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantų pagal atskiras kapitalo struktūros alternatyvas vertinimas parodė, kad įmonė naudodama skirtingus kapitalo kaštus (2,5 proc. ir 6 proc.) ir vidinę reikalaujamą savininkų pelno normą (10 proc. ir 15 proc.), didžiąją dalį kapitalo struktūroje skiria skolintoms lėšoms. Taigi įmonės veiklos finansavimas, naudojant skolintą kapitalą, duoda teigiamą efektą bendrovės ekonominiams veiklos rezultatams, nes pasiekama maksimali pridėtinė ekonominė vertė ir minimizuojami vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai.

Galima teigti, jog nors finansavimo kaštų mažinimas, naudojant kapitalo struktūros didinimą finansų rinkoje, nėra itin populiarus reiškinys įmonėse, tačiau tai turėtų tapti žymiai svarbesniu instrumentu krizės laikotarpiu. Nepasinaudojimas galimybe minimizuoti kapitalo kaštus gali sumenkinti bet kurios įmonės konkurencingumą finansų rinkoje.

IŠVADOS IR REKOMENDACIJOS

Atlikus AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo analizę ir įvertinus vertės didinimo galimybes finansų rinkoje krizės metu nustatyta, kad pagrindinis įmonės finansų politikos rodiklis - jos pasirinkto kapitalo struktūra, ypač jos skolų ir nuosavybės santykio dydis. Išnagrinėjus įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijų raidos bei jų skirtumų analizę, galima daryti išvadą, kad F. Modigliani ir M. Miller (1958) prielaidomis abejoję autoriai kritikavo kapitalo struktūros, nesant mokesčių hipotezę, tačiau būtent ji davė pradžią tolesniems moksliniams tyrimams bei padėjo ieškoti veiksnių, kuriems esant įmonės kapitalo struktūra būtų optimali. Ši teorija patvirtino teiginį, kad bendrovės, naudojančios skolintą kapitalą veiklai finansuoti, vertė yra didesnė nei įmonės, kurios veikla finansuojama tik nuosavu kapitalu.

Vertinant AB „Apranga“ kapitalo struktūros formavimo analizę 2005-2009 m., paaiškėjo, kad įmonės veikla didžiąja dalimi 2005-2008 m. buvo finansuojama iš skolintų lėšų, tačiau 2009 m. įvykiai finansų rinkoje pakoregavo priimamus sprendimus – sumažindama įsipareigojimus. Nepakankamas Lietuvos kredito rinkos išsivystymas iš dalies galėtų paaiškinti 2009 m. situaciją finansų rinkoje bei ribotą AB „Apranga“ naudojimąsi skolintu kapitalu. Kita vertus, tokį vidutinį kredito panaudojimo lygį Lietuvoje galėjo apspręsti didelis verslo nepastovumas, kurį išryškina ir pelningumo rodiklių svyravimai. Įvertinus AB „Apranga“ pelningumo rodiklius, paaiškėjo, kad dauguma pelningumo rodiklių geriausi buvo 2007 m., grynasis pardavimų pelningumas siekė 8,72 proc., ROA - 11,11 proc., veiklos pelningumas – 11,03 proc., ROE – 25,97 proc.

Įmonės vertę lemiantys vidiniai veiksniai (turto materialumas, EBT pelningumas, mokesčių skydas, bankroto tikimybė) yra kiekvienos veiklos įvertinimo dydis, kurio pasikeitimas keičia kompanijos kuriamą vertę. Kaip parodė, atlikta vidinių veiksnių AB „Apranga“ analizė, 2005-2009 m. bankroto tikimybė įmonėje buvo didelė, mokesčių skydas sumažėjo 67,4 proc., turto materialumas išaugo 6,25 proc., EBT pelningumas pokytis buvo 88,38 proc. Kapitalo struktūros formavimo sprendimams didžiausią įtaką darančių veiksnių analizė AB „Apranga“, patvirtino teiginį, kad Lietuvoje EBT pelningumas turi didžiausią įtaką finansiniam svertui.

Daug Lietuvos įmonių, kurioms uždirbamo pelno pakanka veiklai finansuoti, nėra linkę veiklai finansuoti naudoti skolintą kapitalą. Tikslingas skolinimasis, siekiant sumažinti kapitalo kainą palankiomis įmonei sąlygomis, nėra labai populiarus. Tiesa, taip pat yra nemažai pelningai dirbančių Lietuvos įmonių, kurios vis dėlto naudoja santykinai nemažai skolinto kapitalo. Dažnai egzistuoja tendencija vis daugiau pelno uždirbančioms įmonėms mažiau skolintis. Galbūt situacija Lietuvos

rinkoje kryptingai artėja prie padėties Vakarų šalyse, kur pasirinkimo eilės teorija laikoma tiksliausiai paaiškinančia įmonių sprendimus formuojant kapitalą. AB „Apranga“ kaip ir teigia, pasirinkimo eilės teoriją šalininkai, finansinis svertas auga kartu su ilgalaikiu materialiuoju turtu bei investicijų galimybėmis ir mažėja, didėjant pelningumui. Kitaip tariant AB „Apranga“ investicijas finansuoja nepaskirstytu pelnu, išlaikydamos pastovų skolos koeficientą, išskyrus 2009 m., kai sumažėjo skolintas kapitalas visame kapitale. Tarp finansinio svarto ir grynojo pelningumo susiformavo neigiamas ryšys.

AB „Apranga“ pelningumo rodikliai susiję su kapitalo svertais. Analizuojant šių rodiklių tarpusavio ryšį, paaiškėjo, kad tarp bendrojo pardavimo pelningumo ir skolinto kapitalo kvotos bei skolos nuosavybės koeficiento egzistuoja stiprus ryšys. Tai reiškia, kad įmonės kapitalo struktūros sprendimai lemia pardavimų pelningumo išaugimą. Tarp likusių rodiklių ryšys egzistuoja, bet ne toks reikšmingas.

Kiekviena įmonė negali išvengti rizikos. Didesnė rizika, susijusi su padidėjusiu skolingumo lygiu, pasireiškia mažėjančia akcijų kaina. Tačiau prognozuojamas didesnis akcinio kapitalo pelningumas akcijų kainą vėl padidina. NASDAQ OMX vertybinių popierių biržoje esantys prekybos akcijomis duomenys sudarė pagrindą tyrimui atlikti apie AB „Apranga“ akcijų kainų ir apyvartos dinamiką, kuri parodė, kad pokyčiai finansų rinkoje lėmė prekybos akcijomis kainas. Nuo 2008 m. II ketvirčio pastebimas žymus akcijų kainų kritimas. Situacija finansų rinkose verčia įmones ieškoti naujų kapitalo pritraukimo galimybių. Įmonė, negaunanti ekonominio pelno, sunkiai pritrauks daugiau kapitalo savo plėtros finansavimui, nes jos akcijų kaina turės tendenciją mažėti, taip pat tokia bendrovė mokės didesnes palūkanas už obligacijas ar banko paskolas. Pagrįsti finansavimo sprendimai gali būti itin svarbus įmonės vertės kūrimo veiksnys.

Siekiant sukurti kuo didesnę vertę, įmonės valdymo strategijoje turi būti aiškiai apibrėžta kiekvieno veiksnio įtaka ekonominio pelno rodikliui ir, atsižvelgiant į šiuos veiksnius, turi būti atitinkamai nustatomi įmonės tikslai, keliami ne tik vadovams, bet ir visiems padaliniams. Taigi, galima pagrįstai teigti kad, bendrasis valdymo tikslas, kartu integruojantis visus kitus iškeltus tikslus, yra nuolatos didinti vertę.

Vienas iš šiuo metu dažniausiai nagrinėjamų įmonės vertės rodiklių yra EVA. Ekonominės pridėtinės vertės (EVA) metodas naudotinas kaip vienas iš pagrindinių matavimų, įvertinančių įmonės veiklos efektyvumą, tiek visos bendrovės mastu, tiek investicijų srityje. EVA parodo, ar bendrovės veiklos efektyvumas kapitalo investicijose didesnis nei kapitalo kaina – veikla pasižymi akcininkų vertės kūrimu ar naikinimu. Šis metodas pateikia reikšmingą informaciją apie akcininkų grąžą tiek trumpalaikiu (vieneri metai), tiek ilgalaikiu laikotarpiu. Jei įmonių vadovai veiktų išvien su

akcininkais, jų bendras tikslas turėtų būti EVA maksimizavimas. Žinant, kaip ji apskaičiuojama, galima visai paprastai išvesti pagrindinius įmonės vertės kūrimo principus

EVA ir WACC analizė AB „Apranga“ 2005-2009 m. parodė, kad 2006 m. ir 2007 m. mažėjant vidutiniams svertiniams kapitalo kaštams, didėja AB „Apranga“ ekonominė pridėtinė vertė. Kitais metais EVA nebuvo maksimali, nes aukšta įsipareigojimų kaina mažino skolinto kapitalo patrauklumą įmonėje, kuris priklauso nuo palūkanų normos dydžio finansų rinkoje.

Atlikus analizę, galima formuluoti tokias rekomendacijas. Ištyrus alternatyvius kapitalo struktūros sprendimų variantus, pastebėta, jog šių variantų pasirinkimo problema išlieka, priklauso nuo įmonės tipo ir nuo bendrovės siekiamų tikslų. Įmonė, formuodama kapitalo struktūrą ir pasirinkdama finansavimo alternatyvas, nustato tikslus: minimizuoti kapitalo kaštus ar maksimizuoti įmonės pridėtinę vertę. Idealiausias variantas, kai derinamai abu šie tikslai.

Dažnai įmonės ieško optimalios kapitalo struktūros, norėdamos padidinti ekonominę pridėtinę vertę finansų rinkoje krizės metu. Galima teigti, kad optimalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantai pagal atskiras kapitalo struktūros alternatyvas parodė, kad įmonė naudodama skirtingus kapitalo kaštus (2,5 proc. ir 6 proc.) ir vidinę reikalaujamą savininkų pelno normą (10 proc. ir 15 proc.), didžiąją dalį kapitalo struktūroje skiria skolintoms lėšoms.

Iškeltą mokslinę hipotezę, kad kapitalo struktūra laikytina optimalia tuomet, kai yra toks paskolų ir akcinio kapitalo derinys, kuris padidina įmonės EVA iki aukščiausio lygio, reikia patvirtinti. Finansų rinkoje krizės metu, modeliuojant optimalios kapitalo struktūros pasirinkimo variantus pagal atskiras kapitalo struktūros alternatyvas, paaiškėjo, kad AB „Apranga“ pasiekia aukščiausią EVA, kai skolinto kapitalo dalis įmonėje yra 55 proc., 66,7 proc. ir 75 proc., nuosavo kapitalo – 25 proc., 33,3 proc. bei 45 proc.

LITERATŪRA

1. AB „Apranga“ akcijų kainos istorija. [žiūrėta 2010-01-06]. Prieiga per internetą: <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LT0000102337&list=2&date=20100117&pg=details&tab=historical&lang=lt¤cy=0&start_d=1&start_m=12&start_y=2004&end_d=31&end_m=12&end_y=2009>
2. AB „Apranga“ akcijų prospektas. (2009) [Internetė]. Vilnius. [žiūrėta 2010-02-09]. Prieiga per internetą: <http://www.apranga.lt/investuotojams/reports/omx_2009_yb_lt_ltl.pdf>
3. Adomavičiūtė, I. (2006). *Verslo finansavimo šaltinių įtaka kapitalo pelningumui*. [žiūrėta 2008-12-10]. Prieiga per internetą: <www.lzuu.lt/jaunasis_mokslininkas/smk_2006/finansai/Adomaviciute%20Inga.pdf>
4. *Aiškinamasis ekonomikos anglų – lietuvių kalbų žodynas* (2006). Ats. red. A. Buračas. Vilnius: TEV.
5. Aleknevičienė, V. (2009). *Įmonės finansų valdymas*. Kaunas: Spalvų kraitė.
6. Benito, A. (2006). The capital structure decision of firms: is there a pecking order? [žiūrėta 2009-04-20]. Prieiga per internetą: <<http://www.bde.es/informes/be/docs/dt0310e.pdf>>
7. Biržos prekybos informacija. [žiūrėta 2009-12-11]. Prieiga per internetą: <http://www.apranga.lt/investuotojams/index.php/puslapio_struktura/informacija_apie_akcijas/_birzos_prekybos_informacija/70>
8. Boguslauskas, V., Jagelavičius, G. (2002). *Įmonės veiklos finansinis vertinimas*. Kaunas: Technologija.
9. Burkštaitienė, D., Juozapavičienė, A. (2008). Įmonės vertės kūrimą ir jos valdymą atspindintys vertės matai. *Ekonomika ir vadyba*, 13, p. 467-474.
10. Butkus, M., Cibulskienė, D. (2007). *Investicijų ekonomika: realios investicijos*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla.
11. Cibulskienė, D. (2007). *Įmonių kapitalo struktūros formavimas finansų rinkos globalizacijos procesuose*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla.
12. Cibulskienė, D., Butkus, M. (2006). *Investicijų ekonomika*. Šiauliai: Šiaulių universitetas.
13. Cibulskienė, D., Grigaliūnienė, Ž. (2008). Lietuvos įmonių kapitalo struktūros formavimas tarptautinio kapitalo judėjimo aspektu. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*, 4 (13), p. 60-71.
14. Cibulskienė, D., Marcišauskienė, J. (2009). Savininkų nuosavybės rizikos įvertinimas: įmonės vertės koncepcija. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*, 1(14), p. 53-61.

15. Cibulskienė, D., Lileikienė, A., Marcišauskienė, J. (2008). Kapitalo struktūros sprendimai kaip apsisprendimo problema modernioje finansavimo teorijoje. *Ekonomika, vadyba ir aktualijos*, 4(13), p. 72 – 80.
16. Copeland, T. E. (1994). Why value value? *The McKinsey Quarterly*, 4, p. 97–109. [žiūrėta: 2009-11-19]. Prieiga per internetą: <<http://www.metacomsys.com/content%20files/value-value.pdf>>
17. DeAngelo, H., Masiulis, R. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, p. 3-29.
18. Dėl AB „Apranga“ 20.000.000 litų akcijų emisijos platinimo rezultatų. [žiūrėta: 2010-02-15]. Prieiga per internetą: <http://www.apranga.lt/investuotojams/index.php/puslapiu_struktura/naujienos/reglamentuojama_informacija/del_apb_apranga_20000000_litu_akciju_emisijos_platinimo_rezultatu/734>
19. Dumbraitė, I. (2006). *Įmonės kapitalo struktūrą veikiantys veiksniai*. [žiūrėta 2008-12-20]. Prieiga per internetą: <www.lzuu.lt/jaunasis_mokslininkas/smk_2006/finansai/Dumbraite%20Inga.pdf>
20. Girdzijauskas, S., Mackevičius, R. (2009). Kapitalo augimo modeliai ir logistinė kapitalo valdymo teorija. Naujas požiūris į ekonomines krizes. *Ekonomika ir vadyba*, 14, p. 757-762.
21. Hatfield, G.B., Cheng, L. T. W., Davidson, W. N. (1994). The Determination of optimal Capital Structure: the Effect of Firm and Industry debt ratios on market value. *Journal Of Financial And Strategic Decisions*, 3, p. 1-14.
22. Jakutis, A., Stepanovas, A. (2005). *Ekonomikos teorija*. Vilnius: Eugrimas.
23. Jankauskas, M. (2008). Optimali kapitalo struktūra: realaus pasaulio atspindys ar matematinė iliuzija? *Vadovo pasaulis*, 4, p. 76.
24. Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76. [žiūrėta: 2009-12-20]. Prieiga per internetą:<<http://www.bmibourse.org/Report/Files/SSRN-id99580.pdf>>
25. Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. [žiūrėta 2009-04-15]. Prieiga per internetą: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043>
26. Kancerevyčius, G. (2004). *Finansai ir investicijos*. Kaunas: Smaltijos leidykla.
27. Keršytė, A., Keršienė, R. (2007). Pagrindinio kapitalo kainos modelis ir jo tobulinimo galimybės. *Ekonomika ir vadyba*, 12, p. 202-208.
28. Kipšas, T. (2004). Kapitalo struktūros optimizavimo problema Lietuvos įmonėse eurointegracinių procesų sąlygomis. *Organizacijų vadyba*, 31, p. 103-115.

29. Kuizinaitė, V., Pauliulytė, I. (2008). Kapitalo struktūros įtakos įmonių veiklos finansiniams rodikliams analizė. *Jaunųjų mokslininkų darbai*, 1(17), p. 138-149.
30. Kvedaraitė, V. (1997). *Įmonės finansų valdymas*. Vilnius: Lietuvos informacijos institutas.
31. Levišauskaitė, K., Koncevičienė, I. (2002). Lietuvos akcijų rinkos efektyvumo vertinimo metodologiniai ir taikomieji aspektai. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*, 22, p. 147-161.
32. *Lietuvos Respublikos Akcinių bendrovių įstatymas*. 2000 m. liepos 13 d. Nr. VIII – 1835. Vilnius [Internete]. [žiūrėta 2008-12-10]. Prieiga per internetą: <www3.lrs.lt/cgi-bin/preps2?Condition1=224405&Condition2=>>
33. Lietuvos akcijų rinka: kiek tęsis augimas? (2005). Parengė: UAB „Investicijų portfelių valdymas“. [žiūrėta 2010-03-07]. Prieiga per internetą: <<http://www.verslobanga.lt/lt/patark.printer/4350088911db5>>
34. Mackevičius, J. (2007). Įmonių veiklos analizė. Vilnius: TEV.
35. Mackevičius, J., Poškaitė, D. (2003). Finansinio sverto apskaičiavimas ir metodika. *Ekonomika*, 61, p. 20-34.
36. Maclean, J. R. (2007). Solow - Swan Classical Growth Theory. [žiūrėta 2009-05-03]. Prieiga per internetą: <www.jamesmaclean.com/mw/index.php/Solow-Swan_Classical_Growth_Theory - 21k>
37. Majauskienė, D. (2005). *Įmonių finansinių rezultatų ir kapitalo struktūros formavimo sprendimų sąveika*. [žiūrėta 2008-12-12]. Prieiga per internetą: <http://www.lzuu.lt/jaunasis_mokslininkas/smk_2005/Finansai/Majauskiene%20Daiva.htm>
38. *Makroekonomika* (2006). Ats. red. V. Skominas. Vilnius: Vilniaus Universitetas.
39. Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, p. 81 – 102.
40. Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 34 (3). [žiūrėta 2009-12-03]. Prieiga per internetą: <http://ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314524/myers_-_cs_puzzle_1983.pdf>
41. Nutarimas: dėl LR vyriausybės 2008 m. rugsėjo 3 d. Nutarimo nr. 849 „Dėl LR vyriausybės vidutinės trukmės skolinimosi ir skolos valdymo strategijos patvirtinimo“ pakeitimo. (2009) [Internete]. [žiūrėta 2009-12-01]. Prieiga per internetą: <http://www.lrv.lt/Posed_medz/2009/090930/06_papildymas.pdf>
42. Norvaišienė, R., Stankevičienė, J. (2007). Vidinių veiksnių įtaka finansavimo sprendimams Baltijos šalių listinguojamose įmonėse. *Ekonomika ir vadyba*, 12, p. 230-238.

43. Pass, C., Lowes, B., Davies, L. (1997). *Ekonomikos terminų žodynas*. Vilnius: Baltijos Biznis.
44. Pat, O. C. (1998). *Verslo finansų pagrindai*. Kaunas: Technologija.
45. Rajan, R. G., Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50.
46. Rumšaitė, D. (2000) *Įmonės finansavimo strateginių sprendimų formavimas. Daktaro disertacija*. Kauno technologijos universitetas, Kaunas.
47. Rumšaitė, D. (1997). Optimalios kapitalo struktūros nustatymo teorijų pagrindiniai bruožai. *Ekonomika ir vadyba*, 35, p. 239-242.
48. Rutkauskas, A.V., Damašienė, V. (2002). *Finansų valdymas*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla.
49. Schiefner, L., Schmidt, R. (2003). Shareholder Value at Risk: Concept for Company Valuation, Implementation and Simulation Example. [žiūrėta: 2009-12-15]. Prieiga per internetą: <<http://www2.wiwi.uni-halle.de/wiwi/lui/bwl/bank//schmidt/MLU-WIWI-WP47-2003.pdf>>
50. SEB banko akcijos tyrimas. Mažmeninė prekyba drabužiais, AB „Apranga“ (2008). [žiūrėta: 2010-01-25]. Prieiga per internetą: < www.seb.lt/Archyvas/Apranga_akciju_tyrimas.pdf>
51. Simerly, L., Li, M. (2000). Re-Thinking the capital structure decision. [žiūrėta:2009-03-12]. Prieiga per internetą:< <http://www.westga.edu/~bquest/2002/rethinking.htm> >
52. Stewart, S. & Co. Research (2000) [Internete]. IT Outsourcing and Shareholder Value [Internete]. [žiūrėta:2009-09-12]. Prieiga per internetą: <http://www.sternstewart.com.br/publicacoes/pdfs/it_outsourcing_and_shareholder_value.pdf>
53. Stiglitz, J. E. (1994). Modigliani, the Modigliani-Miller Theorem, and Macroeconomics. [žiūrėta 2009-04-12]. Prieiga per internetą:<www.newschool.edu/cepa/conferences/papers/050414_stiglitz_Modigliani-Miller.pdf>
54. Süchting, J. (1995). Finanzmanagement. 6 Auflage. *Wiesbaden*. [žiūrėta: 2009-05-22]. Prieiga per internetą: < [http://books.google.lt/books?id=yWkkNLrTqC8C&lpg=PA184&ots=978QcTsPMg&dq=S%C3%BCc%20hting%20J.%20\(1995\)%20Finanzmanagement.%206.%20Aufl.%20Wiesbaden.&pg=PP1#v=onepage&q=&f=true](http://books.google.lt/books?id=yWkkNLrTqC8C&lpg=PA184&ots=978QcTsPMg&dq=S%C3%BCc%20hting%20J.%20(1995)%20Finanzmanagement.%206.%20Aufl.%20Wiesbaden.&pg=PP1#v=onepage&q=&f=true)>
55. Valakevičius, E. (2008). *Investavimas finansų rinkose*. Kaunas: Technologija.
56. Vasiliauskaitė, A., Rumšaitė, D. (2000). Įmonės finansinio svėro sprendimams įtaką darančių veiksnių tyrimas. *Ekonomika*, 4 (25), p. 46-57.

57. Vidutinės svertinės kapitalo kainos (WACC) skaičiavimo metodika ir rezultatai: pristatymas rinkos dalyviams. (2005). Ryšių reguliavimo tarnybos „UAB Ernst & Young Baltic“. [žiūrėta 2009-11-25]. Prieiga per internetą: <62.212.198.172/get_file.php?file...PHPSESSID=3D715cd9cf98a%3D >
58. Žaptorius, J. (2006). Įmonės vertė: vertinimo koncepcija ir finansavimo politikos įtaka. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*, 1(6), p. 190-197.
59. Žaptorius, J., Garbanovas, G. (2006). Finansavimo politikos įtaka nustatant įmonės vertę. *Tiltai*, 2, (35), p. 14-25.
60. Коупленд, Т., Коллер, Т., Муррин., Д. (2003). *Стоимость компаний: оценка и управление*. Москва : ЗАО „Олимп-Бизнес“.

PAGRINDINIŲ SĄVOKŲ ANALIZĖ

Šios sąvokos magistro darbe pateikiamos remiantis šaltiniais: Pass, C., Lowes, B., Davies, L. (1997). *Ekonomikos terminų žodynas*. Vilnius: Baltijos Biznis; *Aiškinamasis ekonomikos anglų – lietuvių kalbų žodynas* (2006). Ats. red. A. Buračas. Vilnius: TEV.

A

Akcija (*share*) – akcinės bendrovės išleidžiamos nuosavybės vertybinis popierius, pažymintis akcijos turėtojo (savininkų, akcininkų) dalį akcinės bendrovės kapitale ir patvirtinantis jo teisę dalyvauti valdant įmonę ir gauti pelno dalį dividendais, taip pat likviduojamos įmonės dalį.

Akcinė bendrovė (*public company*)– bendrovės rūšis, kai grupė žmonių įneša lėšas jai finansuoti, už tai tapdami bendrovės dalininkais.

Akcijos kaina (*share price*) – vyraujanti bendrovės akcinio kapitalo vieneto rinkos kaina.

B

Bankrotas (*bankruptcy*) – teisinė procedūra, kurios metu nemokaus skolininko turtas yra artimas dažniausiai jo kreditorių labui.

Bendrasis pelningumas (*gross profit margin*)– bendrojo pelno ir pardavimų santykis.

D

Dividendas (*dividend*)- išmokos akcininkams grynaisiais pinigais arba paprastosiomis akcijomis.

E

Ekonominės ir finansinės krizės (*Economic and Financial Crisis*)– tai krizės, susijusios su įmonių veikla finansų rinkose.

Ekonominis ciklas (*trade cycle*) – reguliarūs ekonominės veiklos lygio svyravimai, kai veiklos plėtros ir nuosmukio laikotarpiai išsidėsto pakaitomis.

F

Finansai (*finance*)– kapitalas pinigų pavidalu, t.y. finansinėse rinkose ar institucijose pasiskolintos ar joms paskolintos lėšos paprastai kapitalo sudarymo tikslais.

Finansinis svertas (*leverage*)– įmonės veiklos rizikos vertinimo rodiklis, rodantis, kiek įmonė naudoja skolintų lėšų, apskaičiuojamas kaip įmonės išsipareigojimų ir kapitalo santykis. Įmonės siekia padidinti finansinio sverto rodiklį, kad padidintų kapitalo pelningumą, tačiau taip jos rizikuoja sumažinti akcinio kapitalo grąžą tuo atveju, jei sumažėtų įmonės pelnas.

G

Grynasis pelningumas (*net profitability*)– grynojo pelno ir pardavimų santykis.

K

Kapitalas (*capital*)– indėlis į gamybą, investuojant į materialųjį kapitalą (pvz. įmones, įstaigas, įrangą, įrankius) ir intelektualųjį kapitalą (pvz. bendrą išsilavinimą, profesinį parengimą).

Kapitalizacija (*capitalizacion*)– bendroji vertybinių popierių vertė, skaičiuojama vertybinių popierių skaičių dauginant iš šių vertybinių popierių rinkos kainos. Kai skaičiuojama įmonės akcijų bendroji rinkos kaina, gaunama įmonės kapitalizacija, o kai skaičiuojama visų vertybinių popierių biržoje parduodamų akcijų rinkos kaina, gaunama rinkos kapitalizacija.

Kapitalo formavimas (*capital formation*) – pagrindinio kapitalo grynasis priedas, atskaičiuos nuvertėjimą.

Kapitalo struktūra (*capital structure*)– įmonės finansavimo procese naudojamas skolinto kapitalo ir nuosavo kapitalo derinys.

Kapitalo kaštai (*cost of capital*)– kapitalo išlaidoms finansuoti reikalingų įvairių kapitalo šaltinių kaštai, matuojami procentinėmis dalimis.

Krizė (*a crisis*)– tai atsitiktinis ar tam tikrų vystimosi procese susiformavusių veiksnių sąlygotas kritinis momentas, kuris pažeidžia normalų sistemos funkcionavimą ir ji tada nebegali vystytis planuota kryptimi.

N

Nuosavas kapitalas (*equity*) – įmonės turto dalis, likusi iš viso turto atėmus įsipareigojimus.

P

Pelnas prieš palūkanas ir mokesčius (*earnings before interest and taxes, EBIT*) - įmonės veiklos vertinimo rodiklis, lygus įmonės pelnui prieš sumokant palūkanas ir mokesčius.

Pelningumas (*profitability*)– įmonės veiklos efektyvumo, vertybinių popierių ar jų pajamingumo vertinimas lyginant uždirbtą pelną ar pajamas (dividendus, palūkanas) su tam tikru pasirinktu dydžiu – apyvarta, kapitalu, akcijos nominaliąja verte ir pan. Pelningumas gali būti vertinamas skaičiuojant grynąjį pelningumą, turto grąžą ar pajamingumą.

Pridėtinė ekonominė vertė (*Economic Value Added, EVA*) – įmonės veiklos efektyvumo ir investicijų grąžos vertinimo rodiklis, jis gali būti apskaičiuojamas, pvz., iš įmonės veiklos rezultato (sumokėjus mokesčius) atimant nuosavo kapitalo ir skolinto kapitalo kainą arba kitais būdais. Pridėtinė ekonominė vertė išreiškiama absoliučia suma (valiutos vienetais).

R

Recesija (*recession*) - ekonominio ciklo nuosmukio laikotarpis, kuris prasideda pasiekus ekonominio pakilimo viršūnę ir pasibaigia žemiausiame taške.

Rinka (*market*)– mainų mechanizmas, suvedantis produkto, gamybos veiksnių ar vertybinių popierių pardavėjus ir pirkėjus.

S

Skolintas kapitalas (*borrowed capital*)– lėšos, skirtos paskolų paklausai tenkinti grynujų pinigų arba vertybinių popierių forma; tai firmos naudojami pinigai, buvę pasiskolinti iš išorinių šaltinių nustatytam laikui, išleidžiant vertybinius popierius su nustatytomis palūkanomis, pavyzdžiui, obligacijas.

Svertiniai vidutiniai bendrojo kapitalo kaštai (*the weighted average cost of total capital, WACC*) – kapitalą sudaro keli kapitalo komponentai, o kiekvieno jų kaštai yra skirtingi, tai įmonės kapitalo kaštai

apskaičiuojami kaip šių komponentų svertinis vidurkis, kur kiekvieno komponento svoris yra jo dalis bendrajame įmonės kapitale.

PRIEDAI

AB „Aprangos“ 2005-2009 m. duomenys (tūkst. Lt)

	Metų duomenys						12 mėnesių duomenys	
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2008	2009
Mažmeninė apyvarta (su PVM)	94 745	136 625	200 780	299 372	437 353	509 206	509 206	392 629
<i>Apyvartos pokytis</i>	26%	44%	47%	49%	46%	16%	16%	-23%
Pardavimai	80 797	115 466	170 058	253 489	368 907	418 622	418 622	314 912
<i>Pardavimų pokytis</i>	27%	43%	47%	49%	46%	14%	14%	-25%
Bendras pelnas	32 757	49 211	75 175	114 178	167 942	186 203	186 203	130 144
<i>BP pokytis</i>	30%	50%	53%	52%	47%	11%	11%	-30%
Pelnas (nuostoliai) prieš mokesčius	6 649	7 317	11 093	21 050	30 042	17 466	17 466	-19 770
<i>EBT pokytis</i>	8%	13%	52%	90%	43%	-42%	-42%	-2,1 k.
EBITDA	10 817	14 871	22 151	34 516	48 499	41 822	41 822	6 121
<i>EBITDA pokytis</i>	23%	37%	49%	56%	41%	-14%	-14%	-85%
Grynasis pelnas (nuostoliai)	5 463	6 082	8 899	17 436	24 923	13 784	13 784	-19 482
<i>GP pokytis</i>	8%	11%	46%	96%	43%	-45%	-45%	-2,4 k.

AB „Apranga“ 2005-2009 m. balansas

TURTAS		2005	2006	2007	2008	2009
A.	ILGALAIKIS TURTAS					
	Ilgalaikis materialus turtas	39231	54315	69653	72796	64097
	Ilgalaikis nematerialus turtas	425	509	843	1158	969
	Investicijos į dukterines įmones	6608	8453	9377	9987	10631
	Išankstiniai apmokėjimai ir kitos gautinos sumos	332	551	300	425	460
	Prekybos ir kitos gautinos sumos			100	84	
		46596	63828	80273	84450	76157
	TRUMPALAIKIS TURTAS					
	Atsargos	25586	31179	44958	57730	41949
	Ilgalaikis turtas, skirtas parduoti	9078	1118	1118	1118	1118
	Gautinos sumos ir išankstiniai apmokėjimai	13510	18495		1466	390
	Pinigai ir jų ekvivalentai	1352	2312	2990	1797	1289
	Prekybos ir kitos gautinos sumos			25511	23400	27940
	Išankstiniai apmokėjimai			1531		
		49526	53104	75708	85111	72686
	TURTAS IŠ VISO	96122	116932	155981	169651	148843
	NUOSAVYBĖ IR ĮSIPAREIGOJIMAI					
	Nuosavybė					
	Akcinis kapitalas	35292	35292	35292	35292	55292
	Privalomas rezervas	882	1018	1550	2416	2912
	Akcijų priedai					
	Valiutos kurso pokyčių įtaka					
	Sukauptas pelnas	9853				
	Nepaskirstytas pelnas		16909	29886	33290	21482
		46027	53282	66728	70998	79686
	Ilgalaikiai įsipareigojimai					
	Paskolos		16567		53811	
	Išleistos obligacijos	20000		20000		
	Atidėtų mokesčių įsipareigojimai	724	525	1991	3199	1863
	Išperkamosios nuomos įsipareigojimai	301	37	16		
	Kiti ilgalaikiai įsipareigojimai	85	86		201	187
		21110	17215	22007	3400	2050
	Trumpalaikiai įsipareigojimai					
	Paskolos	16026	6273	47735	53811	50123
	Išleistos obligacijos	436	20436	653	20656	
	Išperkamosios nuomos įsipareigojimai	625	18			
	Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	11898	19530	18732	20650	16920
	Lizingo įsipareigojimai			20	16	
	Pelno mokesčio įsipareigojimai			106		
		28985	46435	67246	95163	67107
	Įsipareigojimai iš viso	50095	63650	89253	98563	69157
	NUOSAVYBĖ IR ĮSIPAREIGOJIMAI IŠ VISO	96122	116932	155981	169651	148843

AB „Apranga“ 2005-2009 m. pelno (nuostolių) ataskaita

Straipsniai	2005 m.	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.
Pardavimai	110255	151055	198656	219019	152912
Parduotų prekių savikaina	71544	98212	126198	140068	102595
Bendrasis pelnas	38711	52483	72458	78951	50317
Pardavimų sąnaudos	30704	41998	52431	63472	15784
Bendrosios ir administracinės sąnaudos	5955	8994	15212	17802	14010
Kitos veiklos grynosios pajamos	4353	9837	17068	17618	14010
Grynoji teigiama (neigiama) valiutos kursų pokyčių įtaka	27	12	22	39	32
Veiklos pelnas	6378	11676	21905	15256	9026
Finansinės sąnaudos	1540	1544	2579		3626
Pelnas prieš apmokestinimą	4838	10132	19326	11445	12652
Pelno mokesčio sąnaudos	858	759	1198	1528	1340
Grynasis pelnas	3980	9373	17328	9917	11312
Paprastas ir sumažintas pelnas, tenkantis vienai akcijai (Lt)	0,11	0,27	0,49	0,28	-0,24

AB „Apranga“ 2005-2009 m. pelningumo rodikliai

Eil. Nr.	Pelningumo rodiklis	Formulė	Metai				
			2005 m.	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.
1.	Bendrasis pardavimo pelningumas (%)	Bendrasis pelnas/Pardavimai x 100	35,11	34,74	36,47	36,05	32,91
2.	Grynasis pardavimo pelningumas (%)	Grynasis pelnas/Pardavimai x 100	3,61	6,21	8,72	4,53	7,40
3.	Turto pelningumas (%)	Grynasis pelnas/Turtas x 100	4,14	8,02	11,11	5,85	7,60
4.	Veiklos pelningumas (%)	Veiklos pelnas/Pardavimai x 100	5,78	7,73	11,03	6,97	5,90
5.	Nuosavo kapitalo pelningumas, ROE (%)	Grynasis pelnas/Nuosavas kapitalas x 100	8,65	17,59	25,97	13,97	14,20

AB „Apranga“ ir mažmeninės prekybos sektoriaus kapitalo svėrų lyginamoji analizė 2005-2009

m.

	2005 m.		2006 m.		2007 m.		2008 m.	
	AB „Apranga“	Mažmeninės prekybos	AB „Apranga“	Mažmeninės prekybos	AB „Apranga“	Mažmeninės prekybos	AB „Apranga“	Mažmeninės prekybos
Finansinio svėro lygis	0,45	0,54	0,32	0,57	0,32	0,58	0,047	0,46
Skolinto kapitalo kvota	0,52	0,54	0,54	0,57	0,57	0,61	0,58	0,67
Skolos nuosavybės koeficientas	1,09	0,51	1,19	1,5	1,34	1,58	1,39	2,09

EVA ir vidutinių svertinių kapitalo kaštų analizė

Metai	2005 m.	2006 m.	2007 m.	2008 m.	2009 m.
Rodiklis					
Pelno mokesčio tarifas, %	0,15	0,15	0,15	0,15	0,2
Skolinto kapitalo kaštai,%	2,26	1,96	2,32	3,37	3,7
Skolinto kapitalo rinkos vertės santykis su bendrojo kapitalo rinkos verte	0,0052	0,5443	0,5722	0,5813	0,4646
Nuosavo kapitalo rinkos vertės santykis su bendrojo kapitalo rinkos verte	0,4788	0,4557	0,4278	0,4187	0,5354
Beta, %	3,5	3,7	4,5	4	4,7
EBIT, tūkst. Lt	22151	34516	48499	41822	6121
Nerizikinga investicijų grąžos norma, %	3,77 %				
R_m	6,1 %				
Akcininkų nuosavybės grąža po mokesčių, %	11,92	12,39	14,25	13,09	14,72
WACC, %.	5,71	6,53	7,22	7,14	9,25