

ŠIAULIŲ UNIVERSITETAS
SOCIALINIŲ MOKSLŲ FAKULTETAS
EKONOMIKOS KATEDRA

Vilija BUJANAUSKIENĖ
Ekonomikos studijų programos studentė

OPTIMALIOS KAPITALO STRUKTŪROS
FORMAVIMAS AB “SMILTYNĖS PERKĖLA”

Magistro darbas

Šiauliai, 2014

ŠIAULIŲ UNIVERSITETAS
SOCIALINIŲ MOKSLŲ FAKULTETAS
EKONOMIKOS KATEDRA

Vilija BUJANAUSKIENĖ

OPTIMALIOS KAPITALO STRUKTŪROS
FORMAVIMAS AB “SMILTYNĖS PERKĖLA”

Magistro darbas
Ekonomika (L100),

Darbo vadovė:

Doc. dr. Angelė Lileikienė

Teigiu, kad magistro darbas, kurį teikiu studijų krypties magistro kvalifikaciniam laipsniui įgyti yra originalus autorinis darbas.

(Studento parašas)

SANTRAUKA

Vilija Bujanauskienė

Optimalios kapitalo struktūros formavimas AB „Smiltynės perkėla”

Magistro darbas.

Kapitalo struktūros formavimas lemia priimamus sprendimus įmonėje bei jos veiklos sėkmę. Tinkamas kapitalo struktūros pasirinkimas garantuoja pelningą ir ilgalaikę veiklą, todėl magistro darbe analizuojama AB „Smiltynės perkėla“ optimalios kapitalo struktūros formavimo problemos. Kapitalo struktūros formavimas paveikiamas ne tik endogeniniais, bet ir egzogeniniais veiksniais. Atliekant kompleksinę veiklos analizę, santykinų rodiklių reikšmės perkoduojami į rangines skales nuo 1 iki 5, remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodikos bei išvesti jų aritmetiniai svertiniai vidurkiai. Vertinant endogeninių ir egzogeninių veiksnių įtaką AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros rodikliams, remiamasi regresine analize, sukuriant vidinių ir išorinių veiksnių su kapitalo struktūros rodikliais modelius. Analizės pagrindu atliktas tyrimas leido nustatyti optimalią kapitalo struktūrą, remiantis 2004 -2012 metų finansiniais rodikliais apskaičiuota įmonės verte ir sumodeliuoti investicinio plano įgyvendinimą, bei nustatyti jo teigiamą poveikį AB „Smiltynės perkėla“ optimaliai kapitalo struktūrai.

SUMMARY

Vilija Bujanauskienė

Optimal capital structure formation of AB „Smiltynės perkėla“

Master's work

Formation of capital structure determines decisions inside the company and the success of it. Suitable selection of capital structure ensures profitable and long lasting well-being of the company. That is why in this work analysis of the problems of optimal capital structure of AB “Smiltynės perkėla” is made. Formation of capital structure is influenced not only by endogenic as well as by egzogenic factors. During the complex analysis of the company activity, values of relative ratios are transcoded into ranking scales from 1 to 5. The weighted average values are calculated according to methodology of evaluation of financial ratios of the State Statistical bureau. During the evaluation of the influence of endogenic and egzogenic factors to AB “Smiltynės perkėla” capital structure, regressive analysis is used and model of the ratios of internal and external factors is created. Research allowed to define optimal capital structure, based on company value, calculated for the period of 2004-2012 company financial ratios, to create the investment model and define positive impact to optimal capital structure of AB „Smiltynės perkėla“ .

TURINYS

ĮVADAS.....	8
1.KAPITALO ESMĖS, STRUKTŪROS IR KAPITALO FORMAVIMO PRINCIPAI	11
1.1. Kapitalo esmės konceptualusis požiūris	11
1.2. Kapitalo struktūros formavimo teorijos	16
1.3. Kapitalo struktūros formavimą įtakojantys veiksniai	28
1.4. Optimali kapitalo struktūra	39
2.AB „SMILTYNĖS PERKĖLA“ KAPITALO FORMAVIMO STRUKTŪRINĖ ANALIZĖ	43
2.1 Tyrimo metodologija	43
2.2 AB “Smiltynės perkėla” 2004 – 2012 metų veiklos analizė	46
2.2.1 AB „Smiltynės perkėla“ veiklos charakteristika	46
2.2.2 AB „Smiltynės perkėla“ santykinų rodiklių analizė	47
2.3 AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros 2004 – 2012 metų analizė	55
2.4 Įmonės kapitalo 2004-2012 m. struktūros formavimo sprendimams įtaką darančių veiksnių įvertinimas	64
3.KAPITALO STRUKTŪROS VALDYMO SPRENDIMŲ MODELIAVIMAS	71
3.1 Kapitalo struktūros valdymo modelio ekonometrinis pagrindimas.....	71
3.2 Optimalios kapitalo struktūros valdymo modelis.....	78
IŠVADOS.....	88
LITERATŪROS SĄRAŠAS	91
PAGRINDINIŲ SĄVOKŲ ANALIZĖ	99
PRIEDAI	102
1 priedas. Finansinių rodiklių vertinimas	
2 priedas. Skolos nuosavybės koeficiento kitimo priežastis	
3 priedas. Skolinto kapitalo dalies kitimo priežastis	
4 priedas. Makroekonominiai rodikliai	
5 priedas. Išorinių veiksnių nustatymo duomenys	
6 priedas. Kapitalo struktūros rodiklių procentinių pokyčių liekamosios paklaidos normalumo tikrinimas	
7 priedas. Kapitalo struktūros rodiklių liekamosios paklaidos normalumo tikrinimas	
8 priedas. Išorinių veiksnių rodikliai ir kapitalo struktūros rodiklių procentiniai pokyčiai per 2005 – 2012 metus	
9 priedas. Vidinių veiksnių ir kapitalo struktūros rodikliai per 2004 – 2012 metus	

- 10 priedas.** Išorinių veiksnių ir kapitalo struktūros rodiklių koreliacijos ir determinacijos koeficientai bei Durbin Watson reikšmės
- 11 priedas.** Durbin – Watson koeficientų lentelė su 99 procentų reikšmingumo lygmeniu
- 12 priedas.** Vidinių veiksnių ir kapitalo struktūros rodiklių Fišerio reikšmės
- 13 priedas.** Vidinių veiksnių ir kapitalo struktūros rodiklių Stjudento reikšmės
- 14 priedas.** Homoskesdatiškumo patikra 99 procentų reikšmingumo lygmenyje
- 15 priedas.** Regresijos modelių vidutinės absoliutinės procentinės paklaidos
- 16 priedas.** Vidinių veiksnių ir skolos – nuosavybės koeficiento koreliacijos ir determinacijos koeficientai bei Durbin Watson reikšmės
- 17 priedas.** Vidinių veiksnių ir skolinto kapitalo dalies rodiklio koreliacijos ir determinacijos koeficientai bei Durbin Watson reikšmės
- 18 priedas.** Vidinių veiksnių ir skolos – nuosavybės koeficiento Fišerio reikšmės
- 19 priedas.** Vidinių veiksnių ir skolinto kapitalo dalies rodiklio Fišerio reikšmės
- 20 priedas.** Vidinių veiksnių ir skolos – nuosavybės koeficiento Stjudento reikšmės
- 21 priedas.** Vidinių veiksnių ir skolinto kapitalo dalies rodiklio Stjudento reikšmės
- 22 priedas.** Homoskesdatiškumo patikra 99 procentų reikšmingumo lygmenyje
- 23 priedas.** Regresijos modelių vidutinės absoliutinės procentinės paklaidos
- 24 priedas.** Pardavimo pajamų apskaičiavimas įgyjant greitaeigį laivą
- 25 priedas.** Savikainos ir veiklos sąnaudų apskaičiavimas įgyjant greitaeigį laivą
- 26 priedas.** AB „Smiltynės perkela“ 2004 – 2012 metų pelno – nuostolio ataskaita
- 27 priedas.** AB „Smiltynės perkela“ 2004 – 2012 metų turto balansas
- 28 priedas.** AB „Smiltynės perkela“ 2004 – 2012 metų nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų balansas

PAVEIKSLAI

1 pav. Įmonės finansavimo šaltiniai	13
2 pav. F. Modigliani ir M. Miller kapitalo struktūros formavimo teorija atmetant mokesčius	15
3 pav. Modigliani ir M. Miller kapitalo struktūros formavimo teorija esant mokesčiams	19
4 pav. Mokesčių nuslėpimo ir finansiškai praskolinto turto arešto teorija	23
5 pav. Kapitalo struktūros veiksniai	30
6 pav. Vidiniai kapitalo struktūrą sąlygojantys veiksniai	34
7 pav. Makroekonominiai kapitalo struktūros formavimo sprendimus sąlygojantys veiksniai	35
8 pav. E.Solomon tradicinė kapaitalo struktūros formavimo teorija	40
9 pav. Finansinio sverto ir pelningumo priklausomybė	41
10 pav. Tyrimo metodologijos schema	43
11 pav. Skolinto ir nuosavo kapitalo procentiniai santykiai kapitalo struktūroje	56
12 pav. Kapitalo struktūros rodikliai 2004 - 2012 metais	57
13 pav. Įsipareigojimų struktūra 2004 - 2012 metų	59
14 pav. Nuosavo kapitalo struktūra 2004 - 2012 metais	60
15 pav. Nuosavo kapitalo pokytis per 2004 - 2012 metus	61
16 pav. AB „Smiltynės perkėla“ ekonominės pridėtinės vertės ir vidutinės svertinės kapitalo kainos dinamika per 2004 – 2012 metus	80
17 pav. AB „Smiltynės perkėla“ įmonės vertės ir vidutinės svertinės kapitalo kainos dinamika per 2004 – 2012 metus	81
18 pav. Perkeltų keleivių į abi puses suvestinė 2010-1012 m.	83

LENTELĖS

1 lentelė	Finansinio svėro rodiklio skaiėiavimo metodikos	14
2 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ 2004 – 2012 metų pelningumo rodikliai	48
3 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ pelningumo rodiklių perkodavimas į rangines skales remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodikos	50
4 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ mokumo/likvidumo rodikliai	51
5 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ mokumo/likvidumo rodiklių perkodavimas į rangines skales remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodika	52
6 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ apyvartumo rodikliai	53
7 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ apyvartumo rodiklių perkodavimas į rangines skales remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodika	54
8 lentelė	Kapitalo struktūros rodiklių kitimo tendencijos	58
9 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ skolinto kapitalo kaina	59
10 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ nuosavo kapitalo kainos apskaiėiavimas	62
11 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ vidutinė svėrtinė kapitalo kaina	63
12 lentelė	Finansiniai rodikliai apibūdantys vidinius veiksnius formuojant kapitalo struktūrą	65
13 lentelė	Koreliacijos analizė tarp kapitalo struktūros ir makroekonominių rodiklių	66
14 lentelė	Koreliacijos analizė tarp kapitalo struktūros ir finansinių rodiklių	69
15 lentelė	Išorinių veiksnių ir AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros rodiklių regresijos modelių funkcijų išvestinės	71
16 lentelė	Regresijos modelių reikšmingumų ir statiškumų tikrinimo reikšmės	72
17 lentelė	Vidinių veiksnių ir AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros rodiklių regresijos modelių funkcijų išvestinės	74
18 lentelė	Regresijos modelių reikšmingumo ir kokybiškumo tikrinimo reikšmės	75
19 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ ekonominės pridėtinės vertės skaiėiavimas	79
20 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ įmonės vertės (EV) apskaiėiavimas per 2004 – 2012 metus	80
21 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ įmonės vertės ir vidutinės svėrtinės kapitalo kainų santykiai	81
22 lentelė	Kapitalo kainų perskaiėiavimas įgyjant greitaeigį laivą 2012 metų pradžioje	84
23 lentelė	AB „Smiltynės perkėla“ ekonominės pridėtinės vertės skaiėiavimas	86

ĮVADAS

Kapitalo struktūros valdymo problemą analizuoja kapitalo struktūros teorijos, kurios yra vienos iš naujausių finansų valdymo teorijų sričių. Ši problema pradėta nagrinėti tik XX a. šeštojo dešimtmečio viduryje. Mokslinėje literatūroje diskutuojama nuo ko priklauso įmonių pasirenkamas įsiskolinimo lygis ir kokius kapitalo valdymo sprendimus reiktų priimti, siekiant kuo efektyviau subalansuoti skolintas ir nuosavas lėšas kapitalo struktūroje

Tyrimo problema ir aktualumas. Daugelis įmonių priimamų sprendimų pagrįsti kapitalo struktūros formavimo teorijomis. Egzistuoja klasikinė kapitalo struktūros formavimo teorija bei tradicinis ir modernusis kapitalo struktūros formavimo požiūriai, kurie skiriasi prielaidomis bei veiksniais, įtakančiais įmonių finansavimo sprendimus. Egzistuojantys kapitalo struktūros formavimo požiūriai ne visuomet gali paaiškinti, kuo remiantis įmonės pasirenka skolas ir nuosavybės santykį. Tinkamas kapitalo struktūros pasirinkimas gali garantuoti pelningą ir ilgalaikę įmonės veiklą. Finansinis stabilumas ir nemokumo rizikos problemos visų pirma siejamos su skolinto kapitalo dydžiu kapitalo struktūroje arba tiesiog finansinio svorto lygiu. Pasirenkant racionaliausią finansinių išteklių pritraukimo alternatyvą, reikia nustatyti ir įvertinti veiksnius, darančius poveikį, priimant strateginius finansavimo sprendimus. Kuris iš egzistuojančių modelių geriausiai atspindi dabartinę įmonių elgseną ir kokie veiksniai lemia įmonių vadovų priimamus finansavimo sprendimus, iki šiol tebėra aktuali mokslinė problema.

Šalies ekonomika nėra apdrausta nuo sutrikimų, o tai gali baigtis netgi krizėmis. Lietuvos ekonomika patyrė du stiprius sukrėtimus - 1995 metų bankų krizė ir 1998 metų Rusijos krizė įtakojo Lietuvos ekonomiką, bei 2008 metų finansinę, ekonominę ir politinę krizę. Įrodyta, kad krizės ištikimo atvejis gali būti iš anksto numatomas, stebint makroekonominių rodiklių pokyčius, jų santykinės reikšmės bei palyginant su teorijoje aprašytais tendencijomis, kurios remiasi pasauline praktika. Bankų krizės ir nuosmukio patirtis parodė, kad Lietuvoje nebuvo nagrinėjami galimi sutrikimai, tačiau tiek bankų sistemos krizė, tiek ekonomikos nuosmukis galėjo būti numatomi. Atliekant ekonominių procesų ir jų svyravimų analizę, pastebėjus nepageidautinus makroekonominius santykius, galima imtis atitinkamų ekonominės politikos priemonių, kad bent jau sušvelninti neigiamas pasekmes. Lietuvos ekonomikos situacija būtų galėjusi būti kur kas geresnė, jeigu būtų buvę kvalifikuotai analizuojami makroekonominiai procesai, išryškintos nepageidautinos jų kitimo tendencijos.

Ištirtumas. Kapitalo struktūros formavimą įmonėse tyrė daugelis mokslininkų, pradedant klasikinės kapitalo struktūros teorijos autoriais baigiant lietuvių autoriais. 1958 metais Modigliani ir Miller paskelbė mokslinį darbą, apimančią vieną esminių šiuolaikinių finansų valdymo teorijų, kuris vėliau buvo pripažintas svarbiausiu finansavimo problemas nagrinėjusiu straipsniu. Jame

kapitalo struktūros klausimai pirmą kartą buvo tiriami moksliniu aspektu ir padėjo pagrindus tyrimų grandinei, kuri tęsiasi iki šių dienų. Kai kuriose mokslinėse studijose pagrindinis dėmesys buvo skiriamas kapitalo struktūros teorijų pritaikomumo įmonių veiklos sprendimams tyrimui: Shyman-Sunder L. ir Myers S.C. (1999), Fama E.F. ir French K.R. (2002), Frank M.Z. ir Goyal V.K. (2003) testavo pasirinkimo eilės hipotezės pritaikomumą, o Hovakimian A., Opler T. ir Titman S. (2001), Dissanaika G., Lambrecht B.M. ir Saragga A. (2001) testavo statinės kompromisinės teorijos taikymo galimybes.

Black F. ir Scholes M. (1973) analizavo finansavimo sprendimų priklausomų ir nepriklausomų kintamųjų tarpusavio sąveiką. Brennan M. ir Schwartz E. (1984), bei Titman S. ir Tsyplakov S. (2004) tyrė sąveiką tarp investicijų ir finansavimo sprendimų. Dixit (1989) nagrinėjo akcijų išleidimo ir pardavimo, kaip veiklos finansavimo nuosavu kapitalu, sprendimų efektyvumą. Fries, Miller ir Perraudin (1997) tyrė kaip akcijų išleidimas ir pardavimas lemia įmonės turto įvertinimą ir kapitalo struktūrą. Dybvig P.H, Zender J.F.(1991) analizavo, kokią įtaką turi vadovas įmonės finansavimo sprendimams. Quan V.D.H. (2002) teigė, kad įmonės formuoja kapitalo struktūrą remiantis pasirinkimo eilės teorija. Wood J.S.; Leitch G. (2004) teigimu, kapitalo struktūros formavimui įtakos turi investavimo projektas, kuris gali pakeisti skolos - nuosavybės santykį per tam tikrą laiką.

Kita mokslininkų grupė remiasi Hopenhayn (1992a, 1992b) bei Hopenhayn ir Rogerson (1993) darbais, kur pradinės pusiausvyros koncepcija naudojama rinkos dinamikos analizei. Daugelis tyrimų rezultatų konstatuoja, kad visos įmonės finansuojasi nuosavu kapitalu. Cooley ir Quadrini (2001) naudoja kapitalo struktūros sprendimus savo tyrimuose ir studijuoja kaip finansiniai nesutarimai paaiškina neigiamą įmonių veiklos dinamikos priklausomybę nuo jų dydžio ir gyvavimo trukmės. Ši analizė remiasi asimetrine informacija, kuriai atlikti naudojami skaitmeniniai metodai.

Nagrinėtoje mokslinėje literatūroje daugiausia dėmesio skiriama veiksniams, lemiantiems kapitalo struktūrą Booth L.V. ir Aivazian A. (2001), Rajan R. ir Zingales L. (1995), Fan J.P.H., Titman S. ir Twite G. (2010), La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. ir Vishny R. (2002), Demirguc-Kunt A. ir Maksimovic V. (1999), Davydenko S. ir Franks J. (2008), tačiau pasigendama teorijų, analizuojančių kapitalo struktūros sudėtį ir skolinto kapitalo terminą. Kapitalo struktūrą nagrinėjančios teorijos analizuoja finansavimo pasirinkimą lemiančius veiksnius, dėl asimetrijos atsirandančius papildomus kaštus ir finansinių tarpininkų svarbą finansų politikos pasirinkime Bulan L. ir Yan Z. (2010), La Rocca M. La Rocca T. Cariola A. (2010), Hernández-Cánovas G. ir Martínez-Solano P. (2006), Hernandez-Canavas G. ir Koeter-Kant J.(2008), Martinova M. ir Renneboog L. (2008), bet pastebėtas trūkumas tyrimų, nagrinėjančių kapitalo struktūros sudėtį pagal finansinius rodiklius.

Nors kapitalo struktūros formavimo problemos buvo nagrinėjamos formuojamoje teorijoje dar prieš 50 metų, tačiau Lietuvoje šia tema susidomėta tik perkopus 2000 m. Kapitalo struktūros sprendimus ir jų problemas nagrinėjančių mokslininkų Lietuvoje nėra daug. Šia tema parašytos ir kelios disertacijos orientuotos į finansinių išteklių telkimo modelio įmonėse formavimą Rumšaitė D. ir kt. (2001). Didesnis dėmesys Lietuvos mokslininkų darbuose skiriamas įmonės vertės skaičiavimams ir jos maksimizavimo, orientuoto į savininkų nuosavybės didinimą, klausimams. Šią problemą nagrinėjo Boguslauskas V., Jagelavicius G. (2002), Valentinavičius S. (2009), Ulys D. (2004) ir kt., kurie savo darbuose plačiau analizavo ekonominės pridėtinės vertės sąvoką ir svarbą. Įmonių finansų valdymo ir modeliavimo aspektus plačiau analizuoja Simanauskas L. (2002), Miečinskienė A. (2003) ir kt. Finansų rizikos ir jos valdymo, turinčio poveikį efektyviai įmonės veiklai, klausimus plačiau tiria Rutkauskas A.V. (2004). Vienos pirmųjų įmonių finansiniam svertui darančių veiksnių įtaką tyrė Vasiliauskaitė A. (2000). Kapitalo struktūros formavimo sprendimais bei finansinio svarto optimizavimo klausimais taip pat domėjosi Kipišas T. (2004), Borodulinaitė A. (2005), Majauskienė D. (2005), Gustas R. (2006), Norvaišienė R., Stankevičienė J. (2007). Pastarosios analizavo endogeninių veiksnių ir kapitalo struktūros sprendimų sąveiką Baltijos šalių listinguojamose įmonėse. Tyrimai parodė, kad Baltijos šalių įmonių kapitalo struktūra skiriasi nuo išsivysčiusių valstybių įmonių kapitalo struktūros. Atlikus ankstesnių mokslinių tyrimų analizę, pasigendama tyrimų, kurie vertintų egzogeninių veiksnių įtaką įmonių finansavimo sprendimų parinkimui.

Darbo objektas: AB „Smiltynės perkėla“ **kapitalo** struktūra.

Darbo tikslas. Išanalizuoti AB „Smiltynės perkėla“ **kapitalo** struktūrą.

Hipotezė: AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros formavimą ekonominiu aspektu stipriau veikia endogeniniai (vidiniai) nei egzogeniniai (išoriniai) veiksniai.

Tiksliui pasiekti keliami šie uždaviniai:

1. Išanalizuoti tradicines ir naujausias kapitalo struktūros formavimo teorijas.
2. Atlikti 2004-2012 metų AB „Smiltynės perkėla“ santykinį finansinių rodiklių ir kapitalo struktūros analizę.
3. Išanalizuoti veiksnius, įtakojančius AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūrą.
4. Remiantis išanalizuota moksline medžiaga ir atliktu tyrimu, sudaryti AB „Smiltynės perkėla“ optimalios kapitalo struktūros modelį.

Atliekant įmonių kapitalo struktūros analizę, taikyti šie metodai: mokslinės literatūros sisteminimas ir apibendrinimas, santykinė (finansinių rodiklių) analizė ir sintezė, koreliacinė analizė, modeliavimo ir palyginimo metodai. Empiriniam tyrimui atlikti pasitelktas Microsoft Office programų paketas ir statistinių duomenų apdorojimo programa SPSS.

Darbo apimtis 98 puslapiai.

1. KAPITALO ESMĖS, STRUKTŪROS IR KAPITALO FORMAVIMO PRINCIPAI

1.1. Kapitalo esmės konceptualusis požiūris

Nuosavas kapitalas yra vienas svarbiausių įmonių finansinę būklę apibūdinančių rodiklių. Nuo jo tinkamo suformavimo, naudojimo ir pokyčių (didinimo arba mažinimo) priklauso įmonės veiklos rezultatai, jos konkurencingumas ir plėtros galimybės. Todėl labai svarbu nuolat analizuoti kapitalo sudėtį, struktūrą, pelningumą, jo pokyčius lemiančius veiksniai.

Rinkos sąlygomis, intensyvaus ūkio plėtros laikotarpiu labai aktuali problema tampa įmonės racionalios finansavimo šaltinių struktūros pasirinkimas. Kiekvienos įmonės finansavimo šaltiniai - tai įmonės kapitalas, kuris skirstomas į nuosavą ir skolintą. LR Buhalterinės apskaitos įstatyme ir 2-ajame, 4-ajame, 8-ajame Verslo apskaitos standartuose (VAS) nuosavas kapitalas apibūdinamas kaip „ūkio subjekto (įmonės) turto dalis, likusi iš viso turto atėmus visus įsipareigojimus". Savo ruožtu skolintas kapitalas, o kitaip tariant – įsipareigojimai, 2-ajame VAS apibūdinami, kaip „prievolė, atsirandanti dėl atliktų ūkinių operacijų ir ūkinių įvykių, kuri turės būti įvykdyta ir kurios dydį galima objektyviai nustatyti". Pagal 2-ąjį VAS balanso straipsnį, „Mokėtinos sumos ir įsipareigojimai" detalizuojamas į:

- Po vienerių metų mokėtinos sumos ir ilgalaikiai įsipareigojimai;
- Per vienerius metus mokėtinos sumos ir trumpalaikiai įsipareigojimai (LR buhalterinės apskaitos įstatymas, 2001; Verslo apskaitos standartai).

Kapitalo struktūra - tai įmonės finansavimo procese naudojamas skolinto ir nuosavo kapitalo derinys. 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. Iš esmės minėtos problemos pasireiškia įmonei negalint laiku įvykdyti finansinių įsipareigojimų kreditoriams. Todėl svarbu gebėti dirbti su skolintu kapitalu taip, kad nekiltų nemokumo problemų ir įmonė galėtų efektyviai vykdyti savo veiklą. Įmonei sunku nuspręsti, kokią kapitalo struktūrą pasirinkti, nes nežinoma, kaip kapitalo struktūros pokyčiai sąlygos įmonės veiklos rezultatus (Kuizinaitė V.; Paliulytė I. 2008).

Pasak Juozaitienės L. (2007), kapitalo struktūra - ilgalaikio įmonės finansavimo šaltinių dalinė sudėtis, išreikšta procentais. Autorė išskiria ilgalaikį įmonės finansavimą. Tačiau kapitalas yra visos lėšos, kuriomis įmonė gali finansuoti savo veiklą, kurios gali būti ir trumpalaikiai įsipareigojimai (trumpalaikės finansinės skolos). Analizuojant kapitalo struktūrą, nuosavas ir skolintas kapitalas paprastai išreiškiami procentais nuo viso kapitalo. Tai akcentuojama apibrėžiant ir pačią kapitalo struktūros sąvoką.

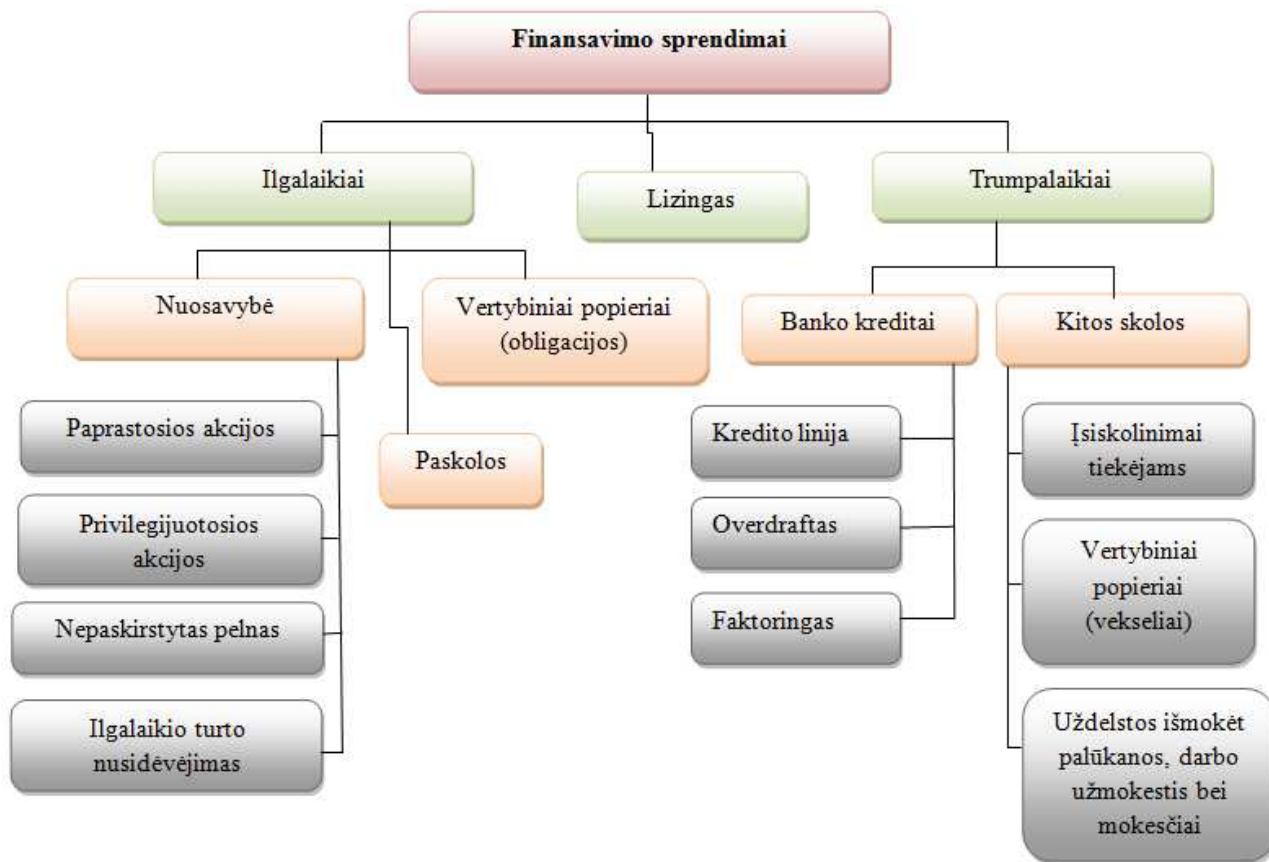
Rutkausko A. V. (2007) teigimu, kapitalo struktūra - tai įmonės finansavimo procese naudojamas paskolų ir akcinio kapitalo derinys. Įmonės, finansuodamos savo veiklą, turi pasirinkti, kokią dalį kapitalo struktūroje užims nuosavas ir skolintas kapitalas. Nuosavas kapitalas traktuojamas kaip savininkų (t. y. akcininkų) nuosavybė, todėl gali būti vadinamas ir akciniu kapitalu. Nuosavas kapitalas suteikia įmonės valdymo teisę, o esant per didelei skolinto kapitalo daliai, įmonės savininkai rizikuoja prarasti teisę ją valdyti. Skolintas kapitalas turi būti gražinamas pagal sutartyje nustatytą terminą. Taigi, atsiranda rizika, kad įmonė reikiamu momentu negalės gražinti paskolų. Skolinto kapitalo savininkų pirmumo teisė į pelną ir turtą pasireiškia tuo, kad palūkanos skolintojams yra vertinamos kaip finansinės išlaidos. Grynasis pelnas apskaičiuojamas atskaičius palūkanų ir kitas išlaidas ir tik po to iš grynojo pelno yra skirstomi dividendai nuosavo kapitalo savininkams.

Racionaliai parinkta finansavimo šaltinių struktūra parodo įmonės veiklos finansinę pusiausvyrą. Įvairių šalių mokslininkai, Faulkender M. ir Petersen M.A. (2003), Anginer D. (2010), daug diskutavo koku būdu galėtų būti finansuojamas ilgalaikis turtas. Neretai diskusijų objektu tampa kapitalo kaina arba finansinio sverto samprata. Dabartiniu metu įmonėms prieinama nemaža finansavimo šaltinių įvairovė. Skolintas kapitalas gali būti formuojamas skolinantis pinigus, naudojant lizingą, faktoringą ar platinant obligacijas. Nuo įmonės finansavimo šaltinių, t.y. skolinto kapitalo santykio su nuosavu kapitalu, priklauso ne tik įmonės finansinis stabilumas, bet ir rizikos dydis. Todėl siektina, kad tarp nuosavo ir skolinto kapitalo būtų pusiausvyra.

Įmonės įsipareigojimus yra įprasta skirstyti į ilgalaikius ir trumpalaikius. Dažniausiai trumpalaikes skolas įmonės naudoja siekdamos finansuoti trumpalaikį turtą. Tam panaudodami trumpalaikius įsiskolinimus tiekėjams, banko kreditai, vekseliai ir vertybiniai popieriai, kurie gali būti greitai realizuojami, taip pat uždirbtos, bet delsimos išmokėti palūkanos, mokesčiai ir kitokios skolos. Poreikis trumpalaikiam finansavimui atsiranda periodiškai, dažniausiai tai siejama su apyvartinio kapitalo apyvartos ciklu. Trumpalaikio finansavimo privalumai yra greitas paskolų gavimas, lankstumas ir žemi kaštai, lyginant su ilgalaikėmis paskolomis. Tačiau reikia pažymėti, kad trumpalaikių paskolų palūkanų normų svyravimai yra žymiai didesni, lyginant su ilgalaikėmis paskolomis, bet ir žymiai didesnė rizika, kad trumpalaikė paskola nebus pratęsta (Bružauskas, 2006).

Skolintu kapitalu tampa ir paskolų substitutai, tokie kaip lizingas. Ekonominiu požiūriu lizingas suprantamas, kaip ilgalaikis kreditas, kuris buhalterinėje apskaitoje fiksuojamas kaip skola. Literatūroje lizingas apibūdinamas kaip mašinų, įrengimų, transporto priemonių, skaičiavimo technikos, taip pat gamybinės paskirties pastatų, statinių išperkamoji nuoma, kurią atlieka bankai arba jų antrinės įmonės - lizingo kompanijos. Pastaruoju metu lizingas yra ypač populiarus. Jis suteikia šimtaprocentinį finansavimą, dėl to paspartėja kapitalo investicijos, leidžia išvengti

nuostolių, susijusių su įrengimų moraliniu nusidėvėjimu, nes pasibaigus sutarčiai, įmonė gali išsinuomoti modernesnę techniką (Eisfeldt, Rampini, 2008). Įmonės galimi finansavimo sprendimai pateikiami 1 paveiksle.



1 pav. Įmonės finansavimo šaltiniai

Šaltinis: Eisfeldt, A.L., Rampini, A.A. 2008. Leasing, Ability to Reposeess, and Debt Capacity.

Kapitalo struktūra – tai įmonės finansų politikos rezultatas, skolinto ir nuosavo kapitalo derinys. Kiekvienai konkrečiai įmonei kapitalo struktūros valdymas yra sudėtingas, problemiškas ir labai aktualus, nes tik tinkamas šios struktūros pasirinkimas gali garantuoti pelningą ir ilgalaikę įmonės veiklą. Finansinis stabilumas ir nemokumo rizikos problemos pirmiausia siejamos su skolintu kapitalo dydžiu kapitalo struktūroje arba tiesiog finansiniu svertu.

Dauguma mokslininkų (Faulkender M., Petersen M.A. 2006; Pattenden K. 2006) teigia, kad verslą finansuoti iš skolintų lėšų naudinga, nes įmonei reikia mažiau nuosavo kapitalo, tokiu būdu nuosavo kapitalo pelningumas išauga. Be to, už paskolas sumokėtos palūkanos mažina apmokestinamąjį pelną, dėl to nuosavo kapitalo grąža tampa didesnė.

Dėl pakankamai didelio alternatyvių finansavimo šaltinių kiekio, formuojant įmonės kapitalą svarbu nuspręsti, kokią dalį sudarys nuosavos lėšos ir kokią reikės pasiskolinti. Finansinis svertas literatūroje apibūdinamas kaip skolintų lėšų naudojimas įmonės kapitalo struktūroje siekiant ne tik padidinti nuosavo kapitalo pelningumą, bet ir iki tam tikros ribos sumažinti įmonės kapitalo kaštus. Kitaip tariant, finansinio sverto rodiklis parodo, kiek vienam nuosavybės litui tenka skolintų lėšų.

Įvairioje literatūroje pateikiamos skirtingos finansinio svėro apskaičiavimo metodikos. Nors dažniausiai finansinis svėras išreiškiamas įsipareigojimų ir kapitalo santykiu, tačiau dažnai autorių nuomonės skiriasi ne tik dėl įsipareigojimų (ar visi įsipareigojimai, ar tik ilgalaikiai), bet ir dėl kapitalo (nuosavo, akcinio ar pastovaus), santykio (Mackevičius, Poškaitė, 2003). Mackevičius ir Poškaitė, analizuodami finansinio svėro apskaičiavimo metodikas, pateikia tokius rezultatus (žr. 1 lent.).

1 lentelė

Finansinio svėro rodiklio skaičiavimo metodikos

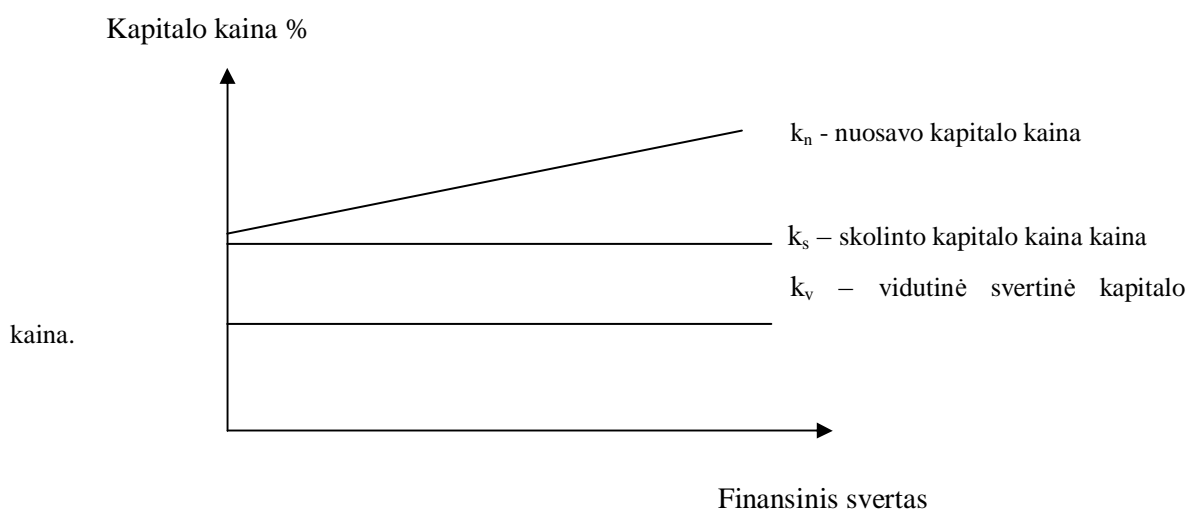
Autorius	Rodiklių pavadinimas	Apskaičiavimas
Įmonių finansinės būklės vertinimo rodikliai. Statistikos departamentas	Skolos ir nuosavybės svėro koeficientas	$\frac{VI}{SN}$
Starkevičiūtė M., Paškevičius A., Buračas V.	1. Skolos ir nuosavybės koeficientas	$\frac{VI}{SN}$
	2. Ilgalaikių įsiskolinimų koeficientas	$\frac{II}{II+SN}$
Stickney C.	1. Ilgalaikių įsiskolinimų koeficientas	$\frac{II}{II+SN}$
	2. Ilgalaikių įsipareigojimų ir nuosavybės santykis	$\frac{II}{SN}$
Bernstein L.	Visų įsipareigojimų ir viso kapitalo (skolinto ir nuosavo) santykis	$\frac{TI+II}{NK+VI}$
Gibson CH.	Skolos-nuosavybės koeficientas	$\frac{VI}{SN}$
Palmer F.	1. Visų įsipareigojimų ir nuosavybės santykis	$\frac{TI+II}{SN}$
	2. Ilgalaikių įsipareigojimų ir nuosavybės santykis	$\frac{II}{SN}$
	3. Trumpalaikių įsipareigojimų ir nuosavybės santykis	$\frac{TI}{SN}$
Accounting and audit practice, Studytext ACCA	1. Kapitalo svėro rodiklis	$\frac{II}{SN+II}$
	2. Finansinis svėras	$\frac{SN}{SN-II} \text{ arba } \frac{SN}{T-TI}$
Kovaliov V.V.	Nuosavo kapitalo koncentracijos koeficientas	$\frac{NK}{II+TI+NK}$

Šaltinis: Mackevičius, J., Poškaitė, D. 2003. Finansinio svėro apskaičiavimas ir interpretavimas.

Čia VI - visi įsipareigojimai, SN - savininkų nuosavybė, II - ilgalaikiai įsipareigojimai, TI - trumpalaikiai įsipareigojimai, T - turtas, NK - nuosavas kapitalas (Mackevičius, Poškaitė, 2003).

Yra įvairių nuomonių, koks finansinio svėro dydis padėtų išsaugoti skolinto ir nuosavo kapitalo pusiausvyrą. Rinkos ekonomikos šalyse rimtai įsiskolinusiomis laikomos tokios įmonės, kurių finansinis svėras didesnis nei 0,5 arba 50 procentų. Anot Gusto (2006), tarptautinėje

praktikoje bankai taiko taisyklę, pagal kurią nuosavo ir skolinto kapitalo santykis yra 0,3:0,7, kai kuriais atvejais gali būti 0,2:0,8, tačiau dauguma mokslininkų tokį finansinį svertą laiko priimtinu tik tuo atveju, jei investicijų poreikis pateisinamas ekonominiu atsipirkimu bei laukiamu pelningumu. Autoriaus nuomone, būtina įvertinti tai, kad finansinio sverto dydis gali priklausyti ir nuo kitų veiksnių, tokių kaip pramonės šakos ypatumai, pajamų gavimo pastovumas, galimybės gauti paskolas, ekonominis (gamybinis) ciklas bei tos šalies įvairūs makroekonominiai veiksniai. Pagal Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymą, nuosavas kapitalas negali būti mažesnis kaip 1/2 įstatuose nurodyto įstatinio kapitalo dydžio (Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymas, 2000). Kita vertus, įmonės pasirinkta kapitalo struktūra gali būti visiškai atsitiktinė.



2 pav. F. Modigliani ir M. Miller kapitalo struktūros formavimo teorija atmetant mokesčius

Šaltinis: Samuels J. M., Wilkens F. M., Brayshaw R. E., 1994

F. Modigliani ir M. Miller (1958) mokslinis darbas, jau tapęs klasikiniu, atskleidė netradicinį požiūrį į skolinimosi problemą. F. Modigliani ir M. Miller teigė, jog, nustačius racionalias kainas kapitalo rinkoje, įmonė negali kitaip padidinti savo bendros rinkos vertės nei skolintis pinigų. Autoriai tvirtino, kad konkreči įmonė, norinti padidinti savo pajamas, tai turėtų atlikti nepriklausomai nuo finansavimo būdo. Todėl, pagal F. Modigliani ir M. Miller, įmonių priimami geri investavimo sprendimai negali paveikti akcininkų turto didinimo. Remiantis šiais teiginiais, buvo suformuotas pirmasis, antrasis ir trečiasis pasiūlymai.

1 pasiūlymas. Finansinio sverto pasikeitimas negali įtakoti įmonės metinių pinigų srautų, nes jie priklauso nuo turto, į kurį įmonė investavusi, o ne nuo to, kaip tas turtas finansuojamas. Tačiau padidėjęs finansinis svertas metinius pinigų srautus pakeičia dėl pakitusios palūkanų išmokėjimo ir dividendų proporcijos.

2 pasiūlymas. To paties rizikos laipsnio įmonės, esant rinkos pusiausvyrai, turi tą pačią vidutinę svertinę kapitalo kainą.

3 pasiūlymas. Finansinio svėro pasikeitimas neįtakoja vidutinės svėrinės kapitalo kainos. Tai reiškia, kad didėjant finansiniam svėrui gaunami dvejopi rezultatai, kurie vienas kitą panaikina:

- Naudojant skolintą kapitalą įmonė laimi dėl mažesnės skolinto kapitalo kainos;
- Be saiko didinant finansinį svėrą, didėja finansinė rizika, dėl kurios investuotojai reikalauja didesnio pelningumo.

Jeigu įmonė patiria nuostolių, gali būti, kad dividendai nebus mokami, tačiau palūkanų išlaidos turi būti sumokėtos. Nuosavas kapitalas yra stabilesnis, nes jis labiau priklauso nuo esamos įmonės finansinės būklės, esamų aplinkybių. Didinant nuosavą kapitalą, kartu didinamas ir įmonės stabilumas, kadangi santykinai sumažėja skolinto kapitalo dalis ir įmonė tampa mažiau priklausoma nuo kreditorių. Nuosavo kapitalo didinimas patrauklus ir tuo, kad jis gali būti garantija lėšoms skolintis. Tačiau daug nuosavo kapitalo įmonei turėti finansiškai nenaudinga, nes jo kaina yra didesnė nei skolinto kapitalo. Pasak J. Kiršienės ir A. Tikniūtės (2004), investicinis (nuosavas) kapitalas atlieka ir užtikrinamąją funkciją, nes jis pritraukia skolintą kapitalą. Skolintas kapitalas - tai įmonės įsiskolinimai.

Įmonė skolintu kapitalu gali naudotis ribotą laiką. D. Šlekienė ir I. Klimavičienė (2000) teigia, kad skolintas kapitalas - tai lėšos, kuriomis laikinai disponuoja įmonė ir kurios, priklausomai nuo disponavimo trukmės bei pobūdžio, gali būti įvairiai grupuojamos. J. Kiršienė ir A. Tikniūtė (2004) teigia, kad administruoti skolintą kapitalą dažniausiai yra daug paprasčiau ir pigiau, tačiau jis yra ne toks prieinamas, ypač tiems, kurie negali pasiūlyti prievolių užtikrinimo priemonių. Skolinto kapitalo prieinamumą sąlygoja įmonės galimybės jį įsigyti. Jeigu įmonės įsipareigojimai yra dideli ir ji neturi pakankamai garantijų, užtikrinančių paskolos grąžinimą, egzistuoja didesnė rizika, todėl tokiai įmonei paskolos palūkanos bus aukštesnės.

Apibendrinant galima teigti, kad kapitalo struktūros sampratą autoriai analizuoja savo darbuose panašiai, tik galima pastebėti, kad kai kurie autoriai labiau akcentuoja įmonės ilgalaikę finansavimą, o kiti kalba bendrai apie skolinto ir nuosavo kapitalo pasirinkimą.

1.2. Kapitalo struktūros formavimo teorijos

Daugelis įmonių priimamų sprendimų pagrįsti kapitalo struktūros formavimo teorijomis. Egzistuoja klasikinė kapitalo struktūros formavimo teorija bei tradicinis ir modernieji kapitalo struktūros formavimo požiūriai, kurie skiriasi prielaidomis bei veiksniais, įtakančiais finansavimo sprendimus įmonėse. Egzistuojantys kapitalo struktūros formavimo požiūriai ne visuomet gali paaiškinti, kuo remiantis įmonės pasirenka skolos ir nuosavybės santykį. Tinkamas kapitalo struktūros pasirinkimas gali garantuoti pelningą ir ilgalaikę įmonės veiklą. Finansinis stabilumas ir nemokumo rizikos problemos visų pirma siejamos su skolintu kapitalo dydžiu

kapitalo struktūroje arba tiesiog finansiniu svertu. Pasirenkant racionaliausią finansinių išteklių pritraukimo alternatyvą, reikia nustatyti ir įvertinti veiksnius, darančius poveikį priimant strateginius finansavimo sprendimus. Kuris iš egzistuojančių modelių geriausiai atspindi dabartinę įmonių elgseną ir kokie veiksniai lemia įmonių vadovų priimamus įmonės finansavimo sprendimus iki šiol tebėra aktuali mokslinė problema.

Beveik visi įmonių priimami finansiniai sprendimai bei dividendų politika remiasi finansų teorijos vystymosi laikotarpiu susiformavusiomis tam tikromis nuostatomis ir principais. Kapitalo struktūros parinkimo teorijos buvo pradėtos nagrinėti įvedant nemažai realaus pasaulio sąlygomis negaliojančių prielaidų ir apribojimų. Vėliau kiti teoretikai tas teorijas tobulino, stengdamiesi kuo labiau priartinti jas prie realių sąlygų. Tuo tikslu buvo atlikti tyrimai įvairiose pasaulio šalyse, sudaryta nemažai modelių, padedančių spręsti įmonių finansinio aprūpinimo problemas, tačiau anot Vasiliauskaitės A. ir Rumšaitės D. (2000) tikslaus atsakymo į klausimą kaip ir kokią kapitalo struktūrą turėtų pasirinkti įmonė iki šiol nėra.

Pirmosios kapitalo struktūros formavimo teorijos buvo suformuluotos XX a. antrojoje pusėje. Daugelio užsienio ir Lietuvos autorių kapitalo struktūros teorijos pradininkais įvardijami Modigliani ir Miller (1958), kurie 1958 m. „Journal of Finance“ paskelbė darbą apie kapitalo struktūros tyrimus (Hatfield, Cheng, Davidson, 1994; Stiglitz, 1994; Kipišas, 2004; Rutkauskas, Majauskienė, 2005; Cibulskienė, 2007). Pagal tradicinę kapitalo struktūros teoriją, sukurtą prieš pusšimtį metų Modigliani ir Miller (1958), įmonės kapitalo struktūrą lemia akcininkų ir kreditorių požiūris į įmonę ir riziką. Visos kitos kapitalo struktūros teorijos pagrįstos klasikinės teorijos teiginiais patvirtina arba paneigia kai kurias jos prielaidas. Modigliani ir Miller (1958) nuomone, kapitalo struktūra yra nesvarbi, nes nėra sandorio, mokesčių ir bankroto sąnaudų. Pasak jų, tobulame pasaulyje įmonės vertė priklauso nuo valdomo turto dydžio, o ne nuo finansavimo šaltinio. Jei įmonė skolinasi finansų rinkose, tai pelnas tam tikru procentu pasiskirsto tarp akcininkų ir skolintojų, jei ne – viskas atitenka akcininkams. Mokslininkų nuomone, vienodo dydžio turtą valdančių įmonių, kurių skolos ir nuosavybės santykis skiriasi, vertės yra vienodos (Jankauskas, 2008).

Modigliani ir Miller kapitalo struktūros formavimo teorija. Modigliani ir Miller (1958) analizavo įmonės vertės nustatymą, tačiau tyrimuose naudojo tobulos kapitalo rinkos prielaidas, iš kurių svarbiausios buvo šios: (Watkins, Valley, 2008):

- **Palūkanų normos yra vienodos skolinant ar skolinantis įmonėms ar asmenims.** Esant bet kokiam rizikos laipsniui, asmenys ir įmonės gali pasiskolinti bet kokią pinigų sumą už tokią pačią palūkanų normą, kuri nekinta, nepriklausomai nuo finansinio svertu. Netobuloje rinkoje palūkanų normos gerokai skiriasi priklausomai nuo to, kam skolinama – juridiniam ar fiziniam asmeniui. Palūkanų normos dydis priklauso nuo prisiimamos

rizikos, disponuojamo turto vertės ir kitų veiksnių, todėl savaime suprantama, kad palūkanų normų dydžiai skirtingi įmonei ir privačiam asmeniui.

- **Nėra bankroto ir informacijos teikimo išlaidų.** Prielaida, jog įmonės nepatiria bankroto ir informacijos teikimo išlaidų, egzistuoja tik esant tobulai rinkai. Netobuloje rinkoje, perimant įmonės nuosavybę, atsiras informacijos teikimo ir sutarčių išlaidų, taip pat su įmonės likvidavimu susijusių juridinių išlaidų. Nors iš tiesų, siekiant kuo mažesnės rizikos, dažniausiai skolinamasi tik nedideliais kiekiais, todėl tikimybė, jog atsiras bankroto ar informacijos teikimo išlaidų, yra maža. Todėl ši prielaida nėra tokia jau svarbi ir ginčytina.
- **Nėra mokesčių išlaidų.** Tai prielaida, dėl kurios F. Modigliani ir M. Miller buvo kritikuojami. Netobuloje rinkoje gali neegzistuoti mokesčių išlaidos. Mokesčių svarba kapitalo formavime iš skolinto ar nuosavo kapitalo buvo apibrėžta M. Miller ir F. Modigliani 1958 metais. Vėliau (1963 ir 1977 metais) jie patikslino, kad esant tam tikroms sąlygoms, optimali kapitalo struktūra gali būti suformuota tik iš skolinto kapitalo dėl lengvatinio jo apmokestinimo, lyginant su nuosavo kapitalo apmokestinimu. Pavyzdžiui, JAV palūkanos už skolintą kapitalą yra neįtraukiamos, apskaičiuojant korporatyvinius mokesčius. Rezultate, kapitalo struktūroje nuosavą kapitalą keičiant skolintu, mažėja įmonės mokamų mokesčių dydis.
- **Akcijos perkamos ir parduodamos be sutarčių išlaidų.** Tai visiškai neatitinka realybės, nes prekyba akcijomis susijusi su komisiniais mokesčiais brokeriams ir kitomis išlaidomis. Įmonės neturi ribotos atsakomybės pranašumo.
- **Kapitalo rinkos yra efektyvios.** Investuotojai, įvertinę kapitalo rinkas, investuoja ten, kur pajamos gaunamos su tam tikra rizika. Todėl ir su tam tikra rizika gautos pajamos yra vertingos.

Investuotojai ir mokslininkai ginčija efektyvios rinkos hipotezę. Ekonomikos mokslininkai Daniel Kahneman, Amos Tversky, Richard Thaler, ir Paul Slovic, tyrinėjantys investuotojų elgseną, priskiria netobuloms finansų rinkoms perdėtą pasitikėjimą, perdėtą reakciją, informacijos klaidas bei visas kitas žmogiškąsias klaidas, vertinant prielaidas bei informaciją. Šios klaidos vertė daugelį investuotojų vengti vertės akcijų ir pirkti augimo akcijas didesnėmis kainomis, tuo tarpu tiek, kurie gali tiksliau vertinti informaciją, perka mažiau kainuojančias vertės akcijas bei parduoda augimo akcijas ir taip uždirba daugiau.

Empirinių įrodymų šalininkai Berry B.J.L, Conkling E.C., Ray D.M. (1997) taip pat nepritarė efektyvios rinkos hipotezėms. Jie teigė, kad žemo P/E santykio (price/earnings – akcijos kaina/įmonės pajamų dalis, tenkanti vienai akcijai) akcijos turi aukštesnę grąžą.

Spekuliaciniai ekonomikos burbulai – tarkime Juodasis 1987 metų spalio 19 dienos

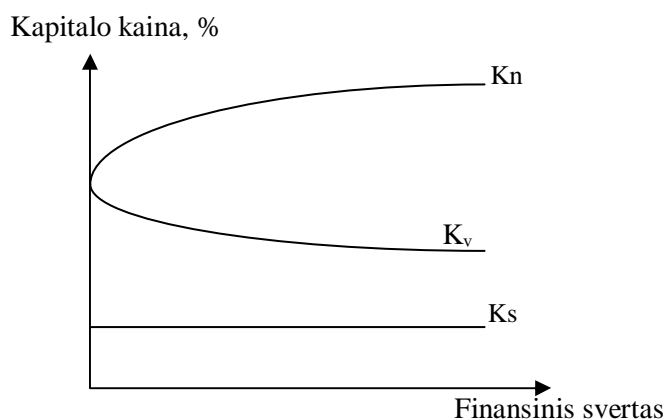
pirmadienis, taip pat yra neefektyvios finansų rinkos įrodymas, nes jis parodė, kad rinką buvo užvaldęs „iracionalus energingumas“, kaip tai yra įvardinęs JAV Federalinio rezervų banko vadovas Alanas Greenspan'as. Kiti ekonomistai kaip vieną tokių reiškinių priežasčių įvardija ir rinkos sentimentus - per didelį investuotojų tikėjimą, kad akcijų kursai ir toliau kils.

Visi šie teiginiai parodo, kad realiame verslo pasaulyje efektyvios rinkos neegzistuoja.

- **Nėra skirtumo tarp asmeninio ir įmonės skolinimosi rizikos aspektų.** Tobulosios rinkos sąlygomis gali neegzistuoti skirtumas įmonėms ar asmenims skolinantis, tačiau netobuloje rinkoje rizika skolinantis tarp atskirų grupių egzistuoja.

Esant minėtoms prielaidoms, F. Modigliani ir M. Miller įrodinėjo, kad finansinio svarto pasikeitimas negali turėti įtakos metiniams įmonės pinigų srautams.

Antroji Modigliani ir Miller kapitalo struktūros formavimo teorija išvystyta priimant prielaidą, kad yra mokami mokesčiai. Ši teorija patvirtino teiginį, kad įmonės, savo veiklai finansuoti naudojančios skolintą kapitalą, vertė yra didesnė nei tos įmonės, kurios veikla finansuojama tik nuosavu kapitalu (žr. 3 pav.). Aleknevičienės V. (2004) teigimu, nuo finansinio svarto dydžio priklauso bankroto rizika. Didinant finansinį svartą, įmonės vertė didėja, nes palūkanoms mokėti lėšos neapmokestinamos.



3 pav. Modigliani ir M. Miller kapitalo struktūros formavimo teorija esant mokesčiams

Šaltinis: Samuels J. M., Wilkens F. M., Brayshaw R. E., 1994

Rutkauskas A. V., Damašienė V. (2002) teigia, kad skolintas kapitalas didina įmonės vertę tik todėl, kad paskolos palūkanos yra išskaitomos iš įmonės apmokestinamojo pelno, ko pasekoje, investuotojams tenka didesnė įmonės pagrindinės veiklos pelno dalis. Taigi vidutinė svertinė kapitalo kaina mažėja kylant finansiniam svartui.

Trečioji F. Modigliani ir M. Miller teorija buvo išplėtotą, darant prielaidą, kad yra finansinio sukretimo išlaidos. F. Modigliani ir M. Miller kapitalo struktūros formavimo teorijos atskleidė prieštaravimus ir dėl to kylančius ryšio tarp finansinio svarto ir vidutinės svertinės kapitalo kainos pasikeitimus. Šie mokslininkai pagrindė finansinės rizikos didėjimą kylant svartui, t. y. pripažino, kad didėjantis skolų lygis prisideda prie pajamų, tenkančių vienai akcijai, kintamumo.

Tradicinė kapitalo struktūros formavimo teorija niekuomet nebuvo moksliskai įrodyta, tačiau tradiciškai tikima tam tikro ryšio tarp finansinio sveto ir vidutinės svertinės kapitalo kainos egzistavimu. Pasak Benito A. (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 sąnaudų lygį, derinant įvairius kapitalo šaltinius. Simerly L. ir Li M. (2000) teigia, kad tyrėjai, nepaisant Modigliani F. ir Miller M. (1958) teorijų teiginių, nenustatė universalios racionalios kapitalo struktūros. Jų manymu, didžiausi tyrinėjimų laimėjimai buvo ekonomistų pasiūlymai apie kapitalo struktūros formavimo ir įmonės trumpalaikių tikslų derinimą. Šie autoriai pateikė išvadą, kad netikslinga ieškoti racionalios kapitalo struktūros, o pagrindinį tyrimų klausimą reikėtų formuluoti taip: kokiomis sąlygomis tikslinga taikyti finansinį svetą, kaip savininkų turto maksimizavimo kriterijų?

Vėliau susiformavusios teorijos vadinamos *moderniosiomis kapitalo struktūros teorijomis*, kurios skiriasi nagrinėjamais rodikliais bei aiškina kapitalo struktūros formavimo skirtumus, tai – *kompromisiniai modeliai, pasirinkimo eilės teorija, mokesčių nuslėpimo ir finansiškai praskolinto turto arešto teorija, asimetrinė informacija ir signalinė teorija, finansavimo pasirinkimo, finansinio tarpininkavimo, agentų santykių teorija ir agentūros problemos teorija*.

Esminis *kompromisinių modelių* teorijos prieštaravimas yra empiriniai įrodymai apie neigiamą įmonės pelningumo ir įsiskolinimo koreliaciją. Pagal šią teoriją didesnis rentabilumas padidina svetimo finansavimo mokesčius privalumus bei sumažina nemokumo sąnaudas, ir, priešingai empirinių tyrimų rezultatams, teoriškai laukiamas didesnis įsiskolinimo laipsnis (Cibulskienė D. 2007). Vasiliauskaitė A., Rumšaitė D.(2000) pabrėžia, jog racionali kapitalo struktūra, nustatoma, ieškant kompromiso tarp maksimalios galimos mokesčių ekonomijos, pritraukus skolintas lėšas, ir finansinių sunkumų sąnaudų, kurių tikimybė auga kartu su skolinto kapitalo dalies didėjimu.

Kompromisinių modelių teorija teigia, kad tarp pelningumo ir finansinio sveto egzistuoja teigiamas ryšys. Pelningos įmonės siekia išlaikyti kiek galima aukštesnį finansinio sveto 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.

Kompromisiniai modeliai nėra skirti konkrečios įmonės optimaliai struktūrai parinkti, tačiau leidžia suformuluoti svarbias nuostatas, susijusias su skolinto kapitalo panaudojimu:

- Įmonės, kurių materialusis turtas yra realizuojamas rinkoje, pvz., nekilnojamasis turtas, gali naudoti daugiau skolinto kapitalo, nei tos įmonės, kurių vertę daugiausiai sudaro nematerialusis turtas (patentai, numatomi augimo tempai, prestižas ir pan.). Taip yra todėl, kad pastarasis turtas nuvertėja daug sparčiau nei materialusis turtas.

- Didesnius mokesčius mokančios ir tą patį darysiančios ateityje įmonės gali turėti sąlyginai didesnį kreditinį įsiskolinimą, nei tos įmonės, kurios moka mažesnius mokesčius. Esant dideliems bendrovės mokesčių tarifams, padidėja finansavimo skolintu kapitalu privalumai; vadinasi, aukštus mokesčių tarifus mokančios įmonės gali leisti pritraukti lėšas tokiu dydžiu, iki kol mokesčių teikiami privalumai sutaps su finansinių sunkumų ir kontrolės išlaidomis.
- Labai rizikingos įmonės, kurių kapitalo pelningumas, esant tam tikroms vienodoms sąlygoms, labai svyruoja, turėtų naudoti mažiau skolinto kapitalo nei mažai rizikingos įmonės, nes kuo labiau svyruoja pelningumas, tuo didesnė tikimybė, kad atsiras finansinių sunkumų, esant bet kokiam įsiskolinimo lygiui, ir su tuo susijusios išlaidos bus didesnės. Nedidelio rizikos laipsnio įmonės kapitalą gali skolintis daug aktyviau, ir taip yra tol, kol laukiamos finansinių sunkumų išlaidos neviršija mokesčių teikiamų privalumų, susijusių su kapitalo pritraukimu.

Pagal kompromisinį modelį, bet kuri įmonė turi stengtis išlaikyti tokią kapitalo struktūrą, kuriai esant, finansinio svorto išlaidos ir nauda būtų maksimaliai subalansuoti, kadangi tik tokia struktūra maksimizuoja įmonės vertę. Kompromisiniai modeliai patrauklūs tuo, kad jie neigia tiek finansavimą vien skolintu, tiek – vien nuosavu kapitalu. Kompromisiniai modeliai turi ir praktinių patvirtinimų. Pavyzdžiui, įmonės apsirūpinusios materialiais ištekliais, paprastai daug intensyviau pritraukia lėšas nei įmonės, kurių vertės pagrindas yra nematerialusis turtas ir augimo galimybės. Tačiau egzistuoja ir kompromisinius modelius paneigiantys stebėjimai.

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

Jei F. Modigliani ir M. Miller (1958) kapitalo struktūros formavimo teorijoje, esant mokesčiams, pabrėžiami įmonės veiklos finansavimo skolintu kapitalu privalumai, tai pasirinkimo eilės teorija nagrinėja atvirkštinę priklausomybę tarp pelningumo ir finansavimo skolomis. Danaldson (1963) padarė išvadą, kad įmonės kapitalo struktūros parinkimas priklauso nuo įmonės investavimo alternatyvų ir pelningumo lygio. Labai pelningos įmonės investicijas finansuoja nepaskirstytuoju pelnu, išlaikydamos pastovų skolos koeficientą. Tuo tarpu mažiau pelningos įmonės priverstos finansavimui naudoti skolintą kapitalą. Tarp finansinio svorto ir pelningumo susiformuoja neigiamas ryšys.

Analizuojant pasirinkimo eilės teoriją, galima suformuoti tokius pagrindinius teiginius, atspindinčius jos esmę:

- Dividendų mokėjimo politika derinama su įmonės investavimo galimybėmis, kadangi taip išvengiama staigių įmonės dividendų politikos pokyčių.
- Įmonės pirmenybę teikia vidutiniams veiklos finansavimo šaltiniams.
- Trūkstant vidinių finansavimo šaltinių, pasitelkiami išoriniai, pirmiausiai skolinti finansavimo šaltiniai.

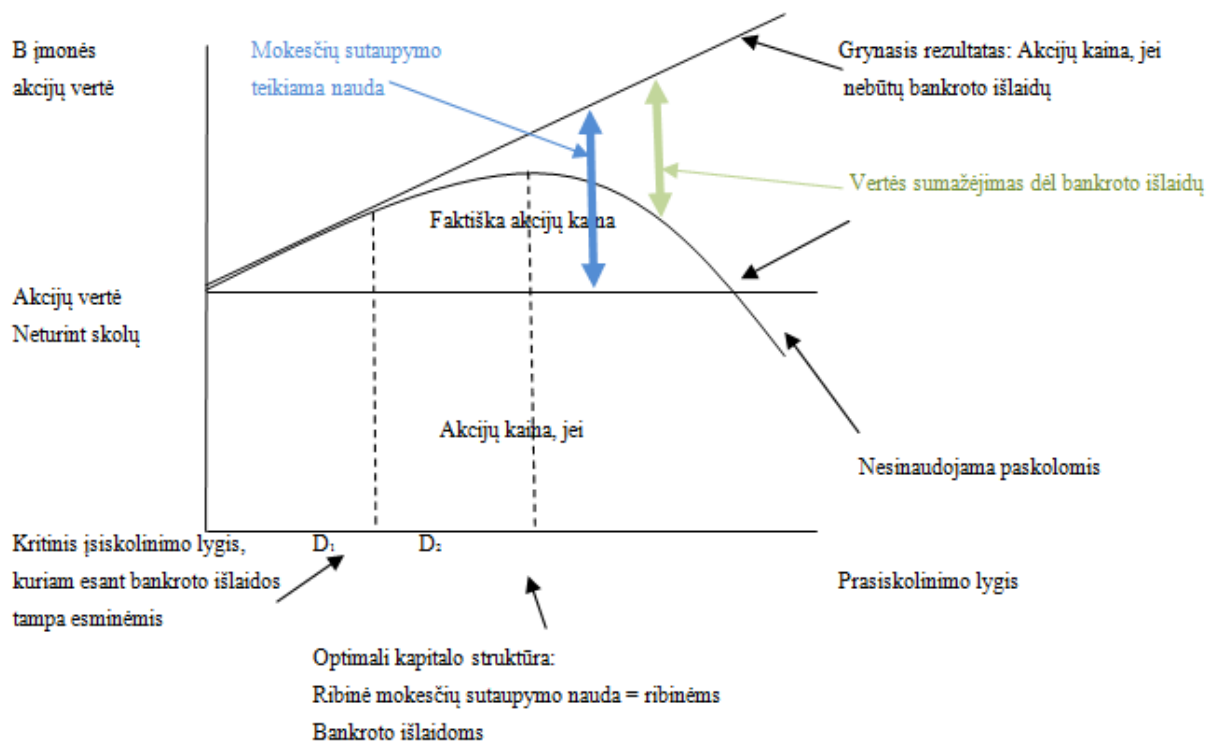
Ši teorija paaiškina, kodėl didžiausius pelnus gaunančios įmonės skolinasi mažiau – ne todėl, kad yra nusistačiusios žemą skolos lygį, bet todėl, kad joms nereikia išorinių pinigų. Ir atvirkščiai, įmonės, uždirbančios mažesnius pelnus, yra priverstos daugiau skolintis, kadangi jų vidiniai pinigų srautai yra nepakankami užtikrinti įmonės finansavimą. Taip pat ši teorija teigia, jos vidiniai finansavimo šaltiniai neturi emisijos išlaidų, tačiau jei yra būtinas išorinis finansavimas – pasirenkamas skolintas, o ne akcinis kapitalas, nes pastarojo išleidimo išlaidos yra didesnės.

Higgins (1977) analizavo pardavimų augimą, pelningumą ir išorinio finansavimo poreikius. Jis pastebėjo, jog labai pelningos, lėtai augančios įmonės gali uždirbti daugiau laisvų pinigų ir finansavimui naudoti nuosavas lėšas. Mažiau pelningoms, greitai augančioms įmonėms reikia didesnio išorinio finansavimo ir skolinto kapitalo. Pastaruoju metu mokslininkai ir finansų vadovai vis labiau linkę įrodinėti, kad formuodamos kapitalo struktūrą, įmonės elgiasi pagal pasirinkimo teoriją. Tai yra, pelningai dirbančios įmonės investicijoms finansuoti pirmiausiai naudoja nepaskirstytą pelną. Esant nepaskirstytojo pelno trūkumui, šios įmonės skolinasi kredito rinkoje.

Finansavimo pasirinkimo teorija. Modeliai, naudojami paaiškinti skolinto kapitalo poveikį įmonių pelningumui yra finansavimo pasirinkimo teorija ir informacijos asimetrija. Remiantis Mayers ir Majluf (1984) ir Bulan ir Yan (2010), stambios kompanijos gali sumažinti informacijos asimetriją tarp vadovaujančio personalo ir akcininkų, pereinant prie išorinio finansavimo pritraukimo, jei trūksta turimų lėšų. Atsiradus finansavimo poreikiui, principas išlieka toks pats – skolintas kapitalas yra pasirenkamas prieš išleidžiant naujus nuosavybės vertybinius popierius. Aukšto pelningumo įmonės gali panaudoti daugiau vidinių išteklių (nepaskirstytas pelnas ir kt.). Pastebėta atvirkštinė priklausomybė tarp finansinio svėro ir pelningumo, įmonės turinčios aukštą pelningumą pasižymi žemesnių skolinto kapitalo lygiu.

Mokesčių nuslėpimo ir finansiškai praskolinto turto arešto teorija. Šiuolaikinė finansų teorija įrodė, kad finansiškai praskolinto turto arešto išlaidos yra mokesčių nuslėpimo naudos alternatyva. Šis argumentas teigia, jog yra keli skolingumo slenksčiai, nuo kurių su bankrotu susijusios išlaidos tampa vis svarbesnės. Pat O.C. (1998) įrodinėjo, kad egzistuoja keli skolos lygiai, nuo kurių su bankrotu susijusios išlaidos tampa vis svarbesnės bei vis didesniu tempu mažina paskolų, dėl kurių gaunamos mokesčių lengvatos, teikiamą naudą. Taigi, klasikinė kapitalo

struktūros teorija įvertino rinkos netobulumą ir dėl jo kylančius ryšio tarp finansinio svėro bei vidutinės svertinės kapitalo kainos pasikeitimus (žr. 4 pav).



4 pav. Mokesčių nuslėpimo ir finansiškai praskolinto turto arešto teorija

Šaltinis: PatO. C. Verslo finansų pagrindai, 1999.

Ypač įsidėmėtina, kad aukščiau D_2 taško prie pelno mokesčio nuslėpimo naudos prisijungia ir finansiškai praskolinto turto arešto išlaidos. Tačiau nuo šio taško turto arešto išlaidos yra didesnės. Taigi didžiausia įmonės turto vertė yra prie taško D_2 . Šis taškas ir yra optimalios kapitalo struktūros taškas, o po to įmonės turto vertė pradeda mažėti.

Informacijos asimetrijos ir signalinė teorija taip pat naudojama įmonės dydžio skolos santykio priklausomybei paaiškinti. Stambiose kompanijose informacijos asimetrija yra didesnė įmonės akcininkams, nedalyvaujantiems valdyje, todėl priimant finansavimo sprendimus, pirmumas būtų teikiamas nuosavam nei skolintam kapitalui. Jei tai būtų patvirtinta, tada egzistuotų atvirkštinė priklausomybė tarp įmonės dydžio ir skolinto kapitalo santykio. Kita vertus, įmonės dydis gali būti priešingas veiksnys įmonės bankroto tikimybei, nes stambios kompanijos yra labiau diversifikavusios savo riziką ir turi mažesnę tikimybę bankrutuoti.

Egzistuojant informacijos asimetrijai, įmonės kokybė (bankroto, skolos grąžinimo, patikimumo) ir jos projektų vertinimas tampa sudėtingu procesu išorės kapitalo rinkoms, įmonėms gali tapti sudėtinga finansuoti visus teigiamus projektus dėl finansavimo trūkumo (Stiglitz J. ir Weiss A. 1981). Tokie atsirandantys finansiniai trukdžiai leidžia atsirasti kitokiems finansų rinkoms ar institucijoms. **Finansinis tarpininkavimas** yra šių finansinių trukdžių pasekmė

(Haubrich J., 1989, Diamon D., 1991). Finansiniai tarpininkai yra skolintojai, specializuojantys rinkti informaciją apie skolininkus, kuri vėliau naudojama patvirtinant kredito sprendimus. Sąveikaudami su paskolos gavėjais ilgą laikotarpį, finansinis tarpininkas gali turėti galimybę iš dalies sumažinti informacijos asimetriją, kuri yra rinkos nepakankamumo priežastis. Finansiniai tarpininkai (bankai) gali turėti pranašumą prieš rinkos sąlygomis konkuruojančius skolintojus (obligacijų rinka) kai suteikiamas kapitalas. Jeigu kontrolė po sandorio didina sėkmės tikimybę (užtikrinimas efektyvus projektų pasirinkimas arba vykdymą užtikrinančios savininko pastangos), tada finansiniai tarpininkai gali būti pageidautinas finansavimo šaltinis (Diamond D. 1991, Mester L. ir kt., 1998). Finansiniai tarpininkai gali būti efektyvesni restruktūrizuojant įmones, kurios turi finansinių sunkumų. Panašią mintį plėtoja ir Faulkender M. (2003) ir La Rocca M. ir kt. (2010), teigdami, kad įmonės su didesne rizika (didesnė tikimybė, kad reiks restruktūrizuoti), nedidelės, mažiau prieinama informacijos apie finansinę padėtį, labiausiai tikėtina, kad pasiskolins iš finansinių tarpininkų. Stambios ir finansinę informaciją atskleidžiančios įmonės, tikėtina, pasiskolins iš kapitalo rinkų. Tačiau finansinių tarpininkų vykdomas stebėjimas ir išlaidos, atsirandančios dėl įmonių restruktūrizavimo, yra gana dideli kaštai. Šios išlaidos atitenka įmonei, tai reiškia, kad įmonės kapitalo kaštai netobuloje rinkoje priklauso ne tik nuo projekto rizikos, bet ir reikalingų resursų patikrinti projektų gyvybingumui. Nors institucinis atsakas (finansų tarpininkai ir skolinimosi santykių plėtra) gali iš dalies sumažinti rinkos iškraipymus, tačiau visiškai eliminuoti jų neįmanoma. Stebėjimo kaštai skolininkui yra perduodami aukštesnių palūkanų suteikimu. Tai priverčia įmonę sumažinti skolos naudojimą kapitale. Jei įmonės stebėjimas ir papildomos informacijos rinkimas, atliktas finansų tarpininkų, visiškai nepanaikino informacijos asimetrijos, skolinimasis vis dar gali būti racionalizuotas (rizikingų projektų įmonės vis tiek skolinsis net ir už aukštesnę kainą (palūkanų normą).

Kai kurie finansų srities mokslininkai, tiriantys paskatinamųjų signalų klausimus, (Leland H. (1977), Pat Obi (1990)), aptaria savininko/vadovo arba profesionalaus vadovo įtaką naujų projektų finansavimui. Šie autoriai yra įrodę, kad kapitalo struktūra, įgalinanti pakeisti įmonės kapitalo vertę, gali pasikeisti tik tuo atveju, jei į įmonę daugiau savo kapitalo įdeda vadovai. Mat vadovas taip darys tada, kai tikėtis didesnio pelningumo. Vadinasi, įmonės vadovų sprendimas padidinti savo kapitalo dalį, gali tapti įmonei nedviprasmišku investavimo galimybių signalu.

Finansinio tarpininkavimo teorija parodo, kad asimetrinė informacija vaidina svarbų vaidmenį skolos deryboms dėl sutarčių tarp banko ir įmonės. Tai dar labiau išryškėja mažoms įmonėms, nes jos paprastai negali suteikti patikimos informacijos savo bankui (Berger A.N. 2001) Bankai reaguoja į šiuos rinkos trūkumus, mažindami paskolų terminus. Trumpesnės paskolos leidžia bankams dažniau stebėti įmonės rezultatus ir, jei būtina, keisti sutarčių sąlygas, kad galimi nuostoliai būtų minimalūs (Diamond D. 1991; Rajan R.G. 1992). Norėdami padidinti banko

pasirengimą pagerinti skolos sutarties sąlygas, ilgesnės trukmės paskolos terminus arba jų prieinamumą, daugiau galimybių gauti kreditą, įmonės gali pagerinti informacijos srautus bankui laikant glaudesnius įmonės-banko santykius (Berger A.N. ir Udell G.F, 1995; Harhoff D. ir Körting T. 1998; Petersen M.A. ir Rajan R.G., 1994).

Agentūros problemos teorijos teiginiai nagrinėjami remiantis Booth L.V., Aivazian A. (2001), Jensen M.C. ir Meckling W.H. (1976) argumentais. Pirminiai Frank M.Z. ir Goyal V.K. (2003) ir kitose empirinėse studijose. Pirminiai agentavimo santykiai atsiranda tarp:

- Savininkų nuosavybės.
- Savininkų ir vadovų.

Kapitalo struktūros pasirinkimą gali paveikti nesutarimai tarp jų. Siekdami sumažinti prieštaravimus savininkai patiria išlaidų, kurios susijusios su išlaidomis, skirtomis vadovams priversti veikti akcininkų turto maksimizavimo linkme. Stambių įmonių vadovai paprastai turi tik labai nedidelę akcijų dalį, todėl, pasak Vasiliauskaitės A., Rumšaitės D. (2000), akcininkų turto maksimizavimas nėra pirmaeilis jų tikslas. Kai valdymu siekiama įmonės augimo tikslų, iš išorės gaunamas akcinis kapitalas naudingas įmonėms su stipriomis investicinėmis galimybėmis, kadangi valdymo atstovų ir akcininkų interesai sutampa. Priešingai, įmonių, neturinčių stiprių investicinių galimybių, skola yra ribojama, tai patvirtina pastarojo metodo teiginiai.

Daugelis stambių įmonių savininkų negali aktyviai valdyti įmonės užsienio šalyse. Šiam darbui jie samdo vadovus (agentus), kuriems yra suteikiama teisė priimti sprendimus. Šie sprendimai gali ne visuomet sutapti su akcijų ir obligacijų turėtojų interesais. Tai agentavimo santykių teorijos nagrinėjimo objektas. Šios teorijos svarbiausi tyrinėtojai yra Jensen ir Meckling (1976). Pasak Jensen M.C. ir Meckling W.H. pirminiai agentavimo santykiai atsiranda tarp:

- Savininkų ir kreditorių.
- Savininkų ir vadovų.

Pasak Mackevičiaus J., Poškaitės D. (1998), kapitalo struktūros pasirinkimą gali paveikti prieštaravimai tarp savininkų (akcininkų) ir vadovų. Siekdami sumažinti iškylančius prieštaravimus, savininkai patiria kontrolės išlaidas, kurios yra susijusios su išlaidomis, skirtomis priversti vadovus veikti akcininkų turto maksimizavimo linkme. Jeigu savininkai nesiima jokių priemonių vadovų veiksmams paveikti, tada kontrolės išlaidos lygios nuliui, tačiau akcininkų nuostoliai dėl neefektyvios vadovų veiklos yra beveik neišvengiami. Ir atvirkščiai, jei savininkai stengsis pilnai suderinti savo interesus su vadovų veiksmais, tuomet kontrolės išlaidos bus gana didelės.

Kita kontrolės išlaidų rūšis apima skolinto kapitalo panaudojimą ir santykius tarp įmonės akcijų ir obligacijų turėtojų. Jei nėra jokių apribojimų, įmonės administracija gali priimti įmonės

akcininkams palankius sprendimus obligacijų turėtojų nenaudai. Dėl to obligacijos yra apsaugomos ribojančiom sąlygom (privalomaisiais draudimais, dividendų išmokėjimą ribojančiomis sąlygomis ir pan.). Taip pat svarbu kontroliuoti kaip įmonė laikosi tų apribojimų. Tokios ribojančios sąlygos padeda sumažinti kontrolės išlaidas, nes kontrolės išlaidos atitenka akcininkams per didesnę skolinto kapitalo kainą.

Egzistuoja ir tokia kontrolės išlaidų rūšis, susijusi su santykiais tarp įmonės vadovų ir išorės akcininkų. Obligacijų turėtojų kontrolės išlaidos auga kartu su skolinto kapitalo dalies didėjimu, o išorinių akcininkų kontrolės išlaidos kinta atvirkščiai – didėjant finansavimu skolintu kapitalu, kontrolės išlaidos mažėja.

Agentūros problemos teorija. Konfliktas tarp savininkų ir įmonės valdytojų yra neišvengiamas ir tai gali įtakoti kapitalo struktūrą. Agentūros problema atsiranda, kai agentai (įmonės vadovaujantis personalas) įmonės lėšas naudoja „imperijos kūrimui“ (darbo automobiliai, privatūs lėktuvai, privilegijos, biuro tobulinimas) ar pardavimų maksimizavimui, priešingai nei to norėtų akcininkai. Šiai problemai spręsti yra atlikta nemažai tyrimų. Jensen M.C. (1986) teigia, kad finansavimas skolintu kapitalu sumažina šias anksčiau paminėta išlaidas, taip pat ir pinigų srautus, kuriais agentai gali disponuoti, bet ir prideda papildomą kontrolės elementą kaip skolintojai. Gonenc H. (2003), Martinova M. ir Renneboog L. (2008) papildė prieš tai išsakytą mintį, kad vienas iš būdų sumažinti agentūros problemą, yra didinti skolinto kapitalo dalyje visame turte, tačiau reikia neužmiršti, kad per didelis skolinto kapitalo dydis pats savaime sukuria problemą, susijusią su rinka. Įmonės, turinčios aukštą finansinį svertą, gali atsisakyti gerų investavimo galimybių. Skolintas kapitalas ne tik didina bankroto galimybę, tačiau kartu atsiranda galimas konfliktas tarp akcininkų ir skolintojų. Akcininkai gali pradėti vykdyti rizikingesnius projektus, nes išaugus finansiniam svertui, didesnė rizika pereina į skolintojų pusę. Šiuo atveju įmonės augimo perspektyvos yra grindžiamos agentūros kaštų persiskirstymų link skolintojų pusės. Tačiau kartu yra pastebėta, kad egzistuoja neigiamas ryšys tarp skolos lygio įmonėje ir augimo perspektyvų.

Agentūros problema yra labai skirtinga, jei analizuojamos atskiros įmonės, paprastai tai priklauso nuo esamos kapitalo struktūros. *Įmonės turto materialumas* yra laikomas vienu iš galimų agentūros kaštų veiksmų. Kuo daugiau įmonė turi materialaus turto tuo įmonei lengviau išleisti užstatu patvirtintą paskolą ir mažiau atskleidžiama įmonės vidinės informacijos apie ateities pelnus. Taip pat įmonė, turinti daugiau ilgalaikio turto, gali pasiskolinti daugiau. Booth L.V. ir kt. (2001) teigia, kad įmonės turto materialumas yra siejamas su ilgalaikės skolos santykiu, nes didėjant materialiajam turtui, auga ilgalaikė skola. Tai turėtų būti siejama su ilgalaikio finansavimo strategija: ilgalaikis turtas turi būti finansuojamasi ilgalaikio skola.

Kitas naudojamas būdas yra paskirti į valdytojus kažką iš akcininkų grupės arba pasamdyti išorės specialistus, kurie stebėtų kaip vykdomi kapitalo finansavimo pasirinkimai. Išorės akcininkų paskyrimas į valdytojus sumažina interesų skirtumą tarp valdymo personalo ir išorės akcininkų. Priešingos nuomonės laikosi Gonenc H. (2003), kuris atliko Turkijos įmonių kapitalo struktūros analizę. Rezultatai buvo priešingi: skolinto kapitalo savininkai geriau užtikrina agentūros problemos sumažinimą. Booth L.V. ir kt. (2001) papildė šių priemonių sąrašą valstybės valdymo politika. Įmonės yra linkusios prisitaikyti prie vyriausybių priimamų įstatymų ir pagal tai adaptuoja kapitalo struktūrą. Nagrinėjamos teorijos papildė sąrašą veiksnių, lemiančių kapitalo struktūrą.

Neoklasikinius teiginius, nagrinėjančius pusiausvyrą, išsamiai apibūdina Cibulskienė D. (2007). Aiškinamasi galimybė ar yra pusiausvyroje *racionali* kapitalo struktūra, kuri nulemia efektyvų įmonės tikslų įgyvendinimą ir kokiame įsiskolinimo laipsnyje pasiekama racionali kapitalo struktūra. Neoklasikiniuose teiginiuose svarbiausiu įmonės tikslu tampa savininkų turto vertės maksimizavimas, kur įmonės valdymas nukreiptas į savininkų interesus

Skiriamos trys kapitalo rūšys t.y. nuosavo kapitalo kaštai, skolinto kapitalo kaštai ir bendrojo kapitalo kaštai. Cibulskienė D., Lileikienė A., Marcišausienė J. (2008) nurodo, kad nuosavo ir skolinto kapitalo kaštai suprantami kaip esminės įmonės veiklos sumos.

$$WaccA = Eb/Ab \cdot re + Db/Ab \cdot rD \cdot (1 - T)$$

WaccA – svertiniai vidutiniai bendrojo kapitalo kaštai;

re – nuosavo kapitalo kaštai;

rD – skolinto kapitalo kaštai;

Ab – bendrojo kapitalo balansinė vertė;

Eb – nuosavo kapitalo balansinė vertė;

Db – skolinto kapitalo balansinė vertė;

T – pelno mokesčio tarifas.

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

Apibendrinant teorinius kapitalo struktūros formavimosi aspektus, galima teigti, kad dažnai šios teorijos susipina, finansų valdymo sprendimų priėmimas yra itin komplikotas daugelio veiksnių įvertinimo procesas. Nagrinėjama, ar pusiausvyroje galima racionali kapitalo struktūra, kuri lemia efektyvų įmonės tikslų įgyvendinimą. Šios teorijos išskiria nemažai specifinių veiksnių, turinčių įtakos įmonių kapitalo struktūros sprendimams.

1.3. Kapitalo struktūros formavimą įtakojantys veiksniai

Nagrinėtoje mokslinėje literatūroje daugiausia dėmesio skiriama veiksniams, lemiantiems kapitalo struktūrą Booth L.V. (2001), Rajan R. ir Zingales L. (1995), Fan J.P., Titman S. ir Twite G. (2010), La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. ir Vishny R. (2002), Demirguc-Kunt A. ir Maksimovic V. (1999), Davydenko S. ir Franks J. (2008), tačiau pasigendama teorijų analizuojančių kapitalo struktūros sudėtį ir skolinto kapitalo terminą. Kapitalo struktūrą nagrinėjančios teorijos analizuoja finansavimo pasirinkimą lemiančius veiksnius, dėl asimetrijos atsirandančius papildomus kaštus ir finansinių tarpininkų svarbą finansų politikos pasirinkime (Bulan L. ir Yan Z. (2010), La Rocca M. (2010), Hernández-Cánovas G. ir Martínez-Solano P. (2006), Hernandez-Canavas G. ir Koeter-Kant J. (2008), Martinova M. ir Renneboog L. (2008), bet pastebėtas trūkumas tyrimų, nagrinėjančių kapitalo struktūros sudėtį pagal finansinius rodiklius. Kapitalo struktūra – tai įmonės finansų politikos rezultatas, skolinto ir nuosavo kapitalo derinys.

Siekiant identifikuoti kapitalo struktūros formavimą sąlygojančius veiksnius, svarbu aptarti mokslininkų spęstas problemas. Viena iš dažniausiai spendžiamų problemų, tai finansinio svorto kintamumas, kuri atsiranda padidėjus savininkų nuosavybės pelningumui ir rizikai. Tuo tarpu rizika atsiranda tikrai tose įmonėse, kurios kapitalo poreikius finansuoja skola.

Kaip matyti, analizuojant kapitalo struktūrą susiduriama su rizikos įvertinimo aspektais. Mokslininkai dažnai ieško atsakymų, ar kapitalo poreikiai ir lėšos pagrįsti įmonės rizikingumo lygiu. Krause A. (2006) teigia, kad, didėjant įmonės įsiskolinimo koeficientui, didėja ir jos finansinė rizika. Mokslininko teigimu, pasireiškus didesniai įmonės pelningumo nepastovumui, įmonė susiduria su finansine rizika. Tokiu būdu, įmonės finansinės būklės komplikotumas didėja esant didesniai rizikos laipsniui, kuris neišvengiamai siejamas su padidėjusiu skolos lygiu. To pasekmė dažniausiai būna mažėjanti akcijų kaina. Tačiau autorius pabrėžia, jog prognozuojamas didesnis akcinio kapitalo pelningumas akcijų kainą vėl padidina. Tokiu būdu, Krause siūlo nustatyti tikslią įmonės kapitalo struktūrą. Autoriaus teigimu, priklausomai nuo rizikos laipsnio ir pelningumo pusiausvyros, tokia kapitalo struktūra būtų optimali, kuri atitiktų paskolų ir akcinio kapitalo vertybinių popierių derinį. Kitaip tariant, problemos sprendimo kelias būtų didinti iki didžiausio lygio įmonės akcijų rinkos kainą.

Antra vertus, įmonės, naudojančios skolintą kapitalą, tokiu būdu naudojančios vienokias ar kitokias paskolas, susiduria ne tik su finansine, bet ir su verslo rizika. Dažnai sutinkama autorių nuomonė, kad verslo rizika yra ateityje investuotino kapitalo prognozuojamojo pelningumo neapibrėžtumas. Autorius verslo riziką traktuoja kaip įmonės laukiamo pelningumo prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą kintamumas, jis verslo riziką vadina kaip daugelio priežastinių

veiksnių liekamąjį poveikį. Krause A. (2006) išskiria tokius veiksnius:

- įmonės išlaidų struktūra;
- paklausos kintamumas;
- kainų kintamumas;
- rinkos konkurentai.

Šie veiksniai susiję su įmonės verslo rizika tuo, kad veiklos svertas kinta keičiantis kintamosioms išlaidoms. Kitaip tariant, pastoviųjų išlaidų dalis yra įmonės verslo rizikos indikatorius: kuo aukštesnė pastoviųjų išlaidų dalis, tuo didesnė įmonės verslo rizika. Jei pastoviųjų išlaidų dalis didelė, net ir nedidelis pardavimų apimtį sumažėjimas gali būti didelio veiklos pelno sumažėjimo priežastis. Todėl, kuo didesnės įmonės pastoviosios išlaidos, net jei kiti veiksniai nekinta, tuo didesnė įmonės veiklos rizika.

Kiekvienai įmonei reikalingas kapitalas, kuris, formuojamas tiek skolintomis, tiek nuosavomis lėšomis. Įmonės kapitalo struktūros formavimas pasitelkiant skolintas lėšas, kaip jau minėta anksčiau, turi keletą privalumų. Dauguma mokslininkų, tyrinėję kapitalo struktūros formavimo klausimus, sutinka su tuo, kad vienas iš skolinto kapitalo privalumų yra iš apmokestinamojo pelno išskaičiuojamos palūkanos, kreditoriai gali pretenduoti tik į fiksuotas pajamas, bei jie neturi balsavimo teisių. Antra vertus, didėjant skolos koeficientui, didėja ir rizika, kas sąlygoja ir palūkanų normos didėjimą.

Atsakyti į klausimą, kuris iš mokslininkų požiūrių - tradicinis, Modigliani ir Miller ar šiuolaikinis - labiau tinka formuojant įmonės kapitalą, vienareikšmiškai būtų sunku. Tačiau viena aktualiausių ir opiausių problemų laikoma veiksniai, sąlygojantys skirtingų įmonių kapitalo struktūros pasirinkimo sprendimus.

Palyginant įvairias kapitalo struktūros formavimo teorijas, paaiškėjo, kad ekonomistai neturi vieningos nuomonės, kuris iš egzistuojančių modelių geriausiai atspindi ir dabartinę įmonių elgseną. Nėra prieita vieningos nuomonės, kokie konkrečiai veiksniai įtakoja finansavimo sprendimus. GustoR. (2006) teigimu, nuomonių skirtumus neretai lemia individualūs požiūriai į ekonomines problemas. Šių nuomonių nesutapimas tik labiau parodo kapitalo struktūros formavimo problematiškumą.

Dėl šių priežasčių nėra išskirta vieno vienintelio modelio optimaliausiai kapitalo struktūrai pasirinkti. Taip pat nėra nustatyta veiksnio ar veiksnių, kurie įtakotų kapitalo struktūros formavimo sprendimus įmonėse, ar būtų būdingi pramonės šakai, ar vienodai reikšmingi kelių šalių įmonėms. Sander P. (2003) teigimu, skirtingos teorijos ir modeliai identifikuoja daugybę potencialių veiksnių, sąlygojančių kapitalo struktūros formavimo sprendimą. Dažniausiai šie veiksniai skirstomi į vidinius - endogeninius ir išorinius - egzogeninius (makroekonominius). Jei vidiniai - endogeniniai veiksniai priklauso tik nuo konkrečios įmonės rodiklių, tai išoriniai -

egzogeniniai veiksniai yra vienodi visoms toje rinkoje veikiančioms įmonėms, tačiau jų reikšmingumas gali gerokai skirtis.

Kiekviena įmonė savo kapitalą formuoja pagal savo poreikius. Tai priklauso nuo daugelio veiksnių, tokių kaip įmonės tikslų, naudojimosi nuosavomis lėšomis galimybių, įmonės dydžio, turto struktūros (Rimšaitė D. 1998). Kapitalo struktūrą lemiantiems veiksniams kai kurie autoriai (Cibulskienė D. 2005; Kipišas T. 2004), priskiria įmonių turto materialumą, nuosavo kapitalo pelningumą bei turto apyvartumą.



5pav. Kapitalo struktūros veiksniai

Šaltinis: Sander P. 2003, Capital structure choice in Estonian companies: a survey // Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai

Kapitalo struktūros pasirinkimą lemia ne tik vidiniai, bet ir išoriniai veiksniai. Įmonės savo veiklą vykdo skirtingu valstybių rinkose, taigi jas veikia šalies makroaplinka. Vasiliauskaitė A., Rumšaitė D. (2000) išskiria makroekonominis veiksniai: infliacijos kitimo tempus, palūkanų normos svyravimus, bendro vidinio produkto pokytį. Minėti autoriai savo darbuose daugiausia dėmesio skiria veiksnių įtakai įvertinti, tačiau retai analizuojama kapitalo struktūros pokyčių įtaka. Be to, jos pramonės įmonėse ištyrė finansinio sverto sprendimams įtaką darančius veiksniai, tačiau nebuvo įvertinta, kaip kapitalo struktūros pokytis gali veikti tiriamų įmonių finansinių rodiklių pokyčius.

Ankstesni tyrimai nagrinėję santykiškai pagrįstu skolinimosi, dėl bankų finansavimo poveikio MVĮ sąnaudoms, rodo labai skirtingus rezultatus visose Europos šalyse. Harhoff D. ir Körting T. (1998), Lehmann E. ir Neuberger D. (2001) atlikti tyrimai nerado reikšmingo koreliacijos tarp santykiškai pagrįstu skolinimosi ir banko skolos kaštų Vokietijos įmonėse. Priešingą priklausomybę Italijos ir Belgijos įmonėse pateikia Angelini P. ir kt. (1998) – ilgajame laikotarpyje santykiškai pagrįstu bendradarbiavimu gerokai padidina skolinimosi sąnaudas. Hernández-Canovas G. ir

Martinez-Solano P. (2006) tyrimas nustatė, kad Ispanijos MVĮ dirbančios su mažiau bankų gauna paskolas mažesniais kaštais.

Banko finansavimo įtaka mažoms įmonėms Europoje, gali būti lemiama šalies, kurioje sutartys sudaromos. Holmstrom B. ir Tirole J. (1997) nuomone, kad mažos firmos yra labiau apribotos gauti išorinį finansavimą nei didelės įmonės ir todėl instituciniai veiksniai gali būti svarbesni finansinio svarto nustatyme. Hall G.C. ir kt. (2004) atliktas tyrimas parodė, kad skiriasi tiek MVĮ kapitalo struktūrą ir kapitalo struktūros veiksniai tarp aštuonių Europos šalių. Be to, Detragiache E. ir kt. (2000) parodė, kad nustatant bankų santykius su įmonėmis, dažniausiai priklauso nuo institucinių veiksnių, tokių kaip paskolos vykdymo užtikrinimo mechanizmas ir bankų pažeidžiamumas. Nors šie tyrimai paremti spėjimais, kad šalies specifika yra svarbi aiškinant santykiais pagrįstu MVĮ skolinimusi bankų finansavime, bet vis dar trūksta išsamių tyrimų šioje srityje. Hernandez-Canavas G. ir Koeter-Kant J. (2008) papildė šią spragą savo tyrimu, kuris analizuoja santykiais pagrįstą MVĮ skolinimąsi bankų paskolos terminus, įtraukiant ir papildomą veiksnių kaip šalių nevienalytiškumas. Vietos valdžios instituciniai veiksniai mažų ir vidutinių įmonių (MVĮ2) kapitalo struktūrai išlieka ypatingai svarbūs. Šios įmonės susiduria su skirtingais iššūkiais, pasirinkimo galimybėmis ir apribojimais pagal geografinę aplinką, kurioje jos įsikūrusios (Pollard J. 2003). Demircug-Kunt A. ir Maksimovic V. (1999) pabrėžė, kad instituciniai veiksniai veikia įmonių finansavimo politiką skirtingai mažoms ir didelėms įmonėms. Kol stambios kompanijos gali veikti tarptautiniu mastu (pasiskolinti pasaulio rinkose) jas veikia tik šalių instituciniai veiksniai, kai tuo tarpu mažoms ir vidutinėms įmonėms vietos valdžios instituciniai veiksniai išlieka pakankamai svarbūs nepaisant globalizacijos ir rinkų integracijos.

Daugelis šių empirinių studijų buvo orientuotos į optimalų svortą lemiančių veiksnių tyrimą, analizuojant priklausomybę tarp stebėto svorto koeficiento ir paaiškinamųjų kintamųjų naudojant nedinaminius modelius.

Siekiant identifikuoti kapitalo struktūros formavimą sąlygojančius veiksniai, svarbu aptarti mokslininkų spręstas problemas. Viena iš dažniausiai spendžiamų problemų, tai finansinio svorto kintamumas, kuri atsiranda padidėjus savininkų nuosavybės pelningumui ir rizikai. Tuo tarpu rizika atsiranda tikrai tose įmonėse, kurios kapitalo poreikius finansuoja skola.

Kaip matyti, analizuojant kapitalo struktūrą susiduriama su rizikos įvertinimo aspektais. Mokslininkai dažnai ieško atsakymų, ar kapitalo poreikiai ir lėšos pagrįsti įmonės rizikingumo lygiu. Krause A. (2006) teigimu, didėjant įmonės įsiskolinimo koeficientui, didėja ir jos finansinė rizika. Mokslininko teigimu, pasireiškus didesniai įmonės pelningumo nepastovumui, įmonė susiduria su finansine rizika. Tokiu būdu, įmonės finansinės būklės komplikotumas didėja esant didesniai rizikos laipsniui, kuris neišvengiamai siejamas su padidėjusiu skolos lygiu. To pasekmė dažniausiai būna mažėjanti akcijų kaina. Tačiau autorius pabrėžia, jog prognozuojamas didesnis

akcinio kapitalo pelningumas akcijų kainą vėl padidina. Tokiu būdu, Krause A. (2006) siūlo nustatyti tikslią įmonės kapitalo struktūrą. Autoriaus teigimu, priklausomai nuo rizikos laipsnio ir pelningumo pusiausvyros, tokia kapitalo struktūra būtų optimali, kuri atitiktų paskolų ir akcinio kapitalo vertybinių popierių derinį. Kitaip tariant, problemos sprendimo kelias būtų didinti iki didžiausio lygio įmonės akcijų rinkos kainą. Kita vertus, įmonės, naudojančios skolintą kapitalą, tokiu būdu naudojančios vienokias ar kitokias paskolas, susiduria ne tik su finansine, bet ir su verslo rizika. Dažnai sutinkama autorių nuomonė, kad verslo rizika yra ateityje investuotino kapitalo prognozuojamojo pelningumo neapibrėžtumas. Tokie autoriai kaip Krause apibūdina, kad verslo rizika traktuojama kaip įmonės laukiamo pelningumo prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą kintamumas. Autorius verslo riziką vadina kaip daugelio priežastinių veiksnių liekamąjį poveikį. Krause A. (2006) išskiria tokius veiksnius:

- įmonės išlaidų struktūra;
- paklausos kintamumas;
- kainų kintamumas;
- rinkos konkurentai.

Šie veiksniai susiję su įmonės verslo rizika tuo, kad veiklos svertas kinta keičiantis kintamosioms išlaidoms. Kitaip tariant, pastoviųjų išlaidų dalis yra įmonės verslo rizikos indikatorius: kuo aukštesnė pastoviųjų išlaidų dalis, tuo didesnė įmonės verslo rizika. Jei astoviųjų išlaidų dalis didelė, net ir nedidelis pardavimų apimtį sumažėjimas gali būti didelio veiklos pelno sumažėjimo priežastis. Todėl, kuo didesnės įmonės pastoviosios išlaidos, net jei kiti veiksniai nekinta, tuo didesnė įmonės veiklos rizika.

Analizuojant vadovų sprendimus kokią riziką prisiimti, formuojant skolos ir nuosavybės santykį, matyti, kad šie klausimai yra nelengvi. Šių klausimų sprendimų keblumas pasireiškia tame, kad optimali kapitalo struktūra yra skirtinga ne tik įvairių įmonių, bet ir įvairiais laikotarpiais. Wood J.S., Leitch G. (2004) teigimu, įmonė turėtų nuodugniai įvertinti investavimo projektą, kuris gali pakeisti kapitalo struktūrą per tam tikrą laiką. Kitaip tariant, reikalaujama grąža iš investuoto kapitalo priklauso nuo projekto rizikingumo ir su įmonės rizika susijusios kapitalo kainos, kuri savo ruožtu priklauso nuo kapitalo struktūros. Kapitalo struktūra, anot autorių, priklauso nuo rinkos, nuosavo kapitalo ir skolos vertės, kuri savo ruožtu priklauso nuo investuotojų reikalaujamo pelningumo. Tokiu būdu išryškėja problema, kaip nuosavybės struktūra veikia nuosavo kapitalo pelningumą.

Literatūroje sutinkama finansinio skolingumo sverto problematiškumas, kuris būtų sprendžiamas atsakant į klausimą, kaip reaguoja finansinis svertas, padidėjus savininkų nuosavybės pelningumui ir rizikai. Borodulinaitės A. (2005), kuri tyrė finansinį svertą, nuomone skolintą kapitalą įmonės dažnai pasitelkia, norėdamos padidinti akcinio kapitalo pelningumą. Įsiskolinimo

koeficientui padidėjus, savininkų nuosavybės pelningumas taip pat padidėja. Bancel, Mittoo nuomone, įmonėms naudojant skolintą kapitalą pasireiškia papildoma akcininkų sukelta rizika. Finansinės rizikos poveikis pasireiškia įmonės pelningumo nepastovumu. Paskolų sukeltą finansinės rizikos mastą įvertina finansinio skolingumo sverto lygis.

Finansinio skolingumo sverto lygis ir finansinė rizika įvertina akcininkams priklausančio pelno nepastovumą dėl veiklos pajamų pasikeitimo. Vasiliauskaitės A., Rumšaitės D. (2002) nuomone, šis nepastovumas yra rizikos matas. Literatūroje sutinkama nuomonė, kad finansinio skolingumo sverto svyravimas apie du reiškia, kad, sumažėjus pelnui prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą, tos įmonės akcijų pelningumas sumažėja du kartus. Kuo didesnis finansinio skolingumo sverto lygis, tuo didesnis akcijų pelningumo pasikeitimo efektas. Didėjantis rodiklis rodo finansinės rizikos didėjimą. Jei įmonė jau yra nusistačiusi optimalią kapitalo struktūrą, pradėjus kilti vidutinei svertinei kapitalo kainai, įmonės kapitalo vertė pradeda mažėti.

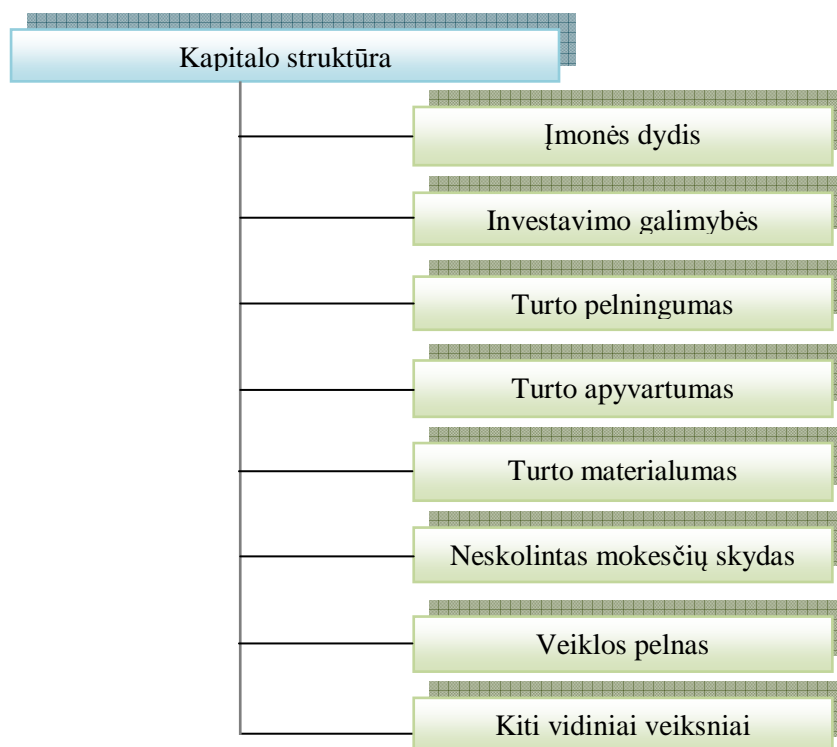
Nemažai mokslininkų tiria paskatinamųjų signalų poveikį kapitalo vertei. Vyrauja nuomonė, kad kapitalo struktūros pasirinkimas gali turėti poveikį įmonės kapitalo vertei, jei reikiama informacija yra perduodama investuotojams, susijusiems su būsimu įmonės pelnu. Įmonės vadovų siekis yra plačiai paskleisti informaciją, apie geresnes jų įmonės būsimą pelningumą perspektyvas, tokiu būdu padidinant akcijų rinkos kainas.

Tuo tarpu Lietuvoje kapitalo struktūros formavimo problemomis pradėta domėtis visai neseniai, nors kapitalo struktūros formavimo tyrimų, atliktų Lietuvos įmonėse, visgi yra. Gana įdomų ir išsamų tyrimą atliko Kipišas A. (2004). Autoriaus tyrime nustatyta, kad Lietuvos įmonės ribotai disponuoja skolintu kapitalu, veiklai finansuoti įmonės naudoja vidinius šaltinius, vengia skolintis, o tai, anot autoriaus, sąlygojo nepakankamą kredito rinkos išsivystymą. Kipišas tai grindžia pasireiškusiu neigiamu ryšiu tarp finansinio sverto ir įmonių turto pelningumo. Paaiškėjo, jog pelningos įmonės paprastai naudoja nedidelį finansinį svertą dėl mažesnio skolinimosi poreikio.

Apibendrinamas tyrimą, autorius padarė išvadą, kad skolos - nuosavybės derinimo sprendimai Lietuvoje priimami, siekiant užtikrinti finansinį stabilumą, tačiau neturint tikslo optimizuoti finansinį svertą. Kipišas tai grindžia tuo, kad jo analizuotų įmonių finansinio sverto dydžiai gerokai skiriasi nuo teorinių, kurie laikomi optimaliais. Tačiau mokslininkas nepažymi to fakto, kad tik teoriškai optimalus finansinis svertas gali būti vienodas įmonėse ar šakose. Vis dėlto autoriaus atlikti tyrimai parodė, jog veiksniai, įtakojantys finansinio sverto lygį Lietuvoje, atitinka kapitalo struktūros formavimo teorijas (Kipišas A. 2004).

Kaip parodė atlikta literatūros analizė, mokslininkai labiau linkę vertinti endogeninių, t.y. nuo įmonės priklausančių, veiksnių įtaką įmonės kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Dažniausiai mokslininkų tiriami vidiniai įmonės veiksniai, kurie gali turėti reikšmingą įtaką

kapitalo struktūros formavimo sprendimams pateikiami 6 paveiksle.



6 pav. Vidiniai kapitalo struktūrą sąlygojantys veiksniai

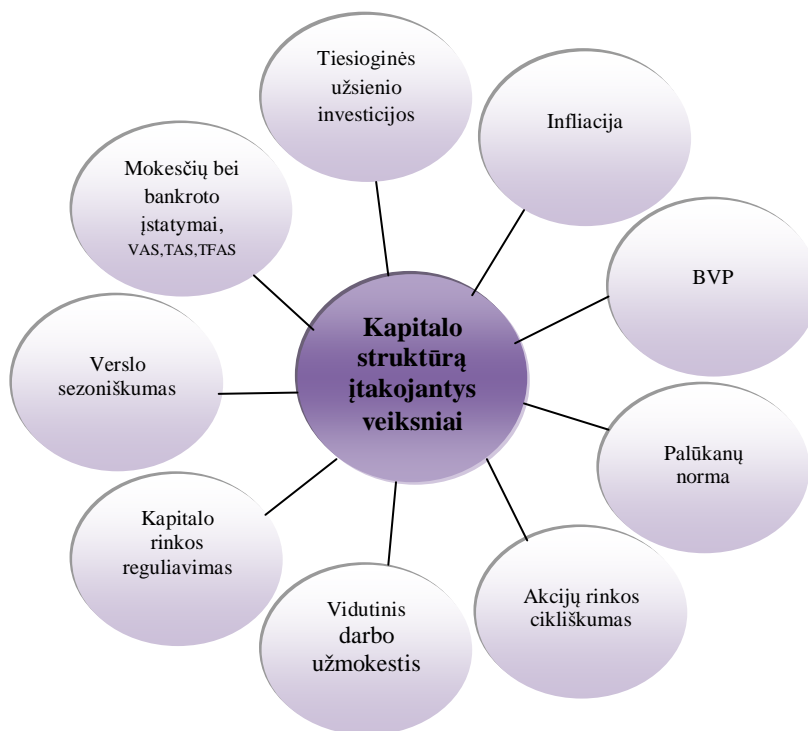
Šaltinis: Kipišas T. 2004. Kapitalo struktūros optimizavimo problema Lietuvos įmonėse eurointegracinių procesų sąlygomis.

Kaip jau minėta anksčiau, makroekonominiai veiksniai yra vienodi visoms įmonėms, bet jų įtaka gali skirtis tiek atskirose įmonėse, tiek atskirose pramonės šakose. Pasigendama išsamaus šių veiksnių poveikio kapitalo struktūros formavimo sprendimams tyrimų ne tik Lietuvoje, bet ir kitose šalyse. Tai tik įrodo, kad kapitalo struktūros formavimo sprendimai nėra visapusiškai ištirti net išsivysčiusiose šalyse.

Analizuotini egzogeniniai veiksniai, kurių įtaka įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimams gali būti reikšminga, išskiriami tokie: bendrasis vidaus produktas (BVP), infliacija, palūkanų norma likvidumo paskoloms bei tiesioginės užsienio investicijos Lietuvoje (TUI). Prie egzogeninių veiksnių priskiriama ir mokesčių įstatymų įtaka, bankroto įstatymai, Verslo apskaitos standartai (VAS), Tarptautiniai apskaitos standartai (TAS), Tarptautiniai finansinės atskaitomybės standartai (TFAS) bei šių įstatymų ir standartų pasikeitimai. Tačiau įstatymų ir standartų įtaką būtų labai sunku patikimai statistiškai įvertinti. Ne mažiau svarbūs veiksniai yra verslo sezoniškumas, akcijų rinkos cikliškumas veiksnio bei vidutinis darbo užmokestis.

7 paveiksle pateikti išoriniai kapitalo struktūros formavimo sprendimus sąlygojantys veiksniai. Tikėtina, kad šie makroekonominiai veiksniai gali turėti reikšmingos įtakos Lietuvos

įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimams, tačiau Lietuvoje egzogeninių veiksnių įtakos kapitalo struktūros formavimo sprendimams netyrė nė vienas autorius.



7 pav. Makroekonominiai kapitalo struktūros formavimo sprendimus sąlygojantys veiksniai

Šaltinis: Kipišas T. 2004. Kapitalo struktūros optimizavimo problema Lietuvos įmonėse eurointegracinių procesų sąlygomis.

Mokslininkai Fama E.F., French K.R. (2002); Pat Obi (2000) teigia, kad finansinis svertas didėja kartu su ilgalaikiu materialiuoju turtu bei investicijų galimybėmis ir mažėja didėjant pelningumui, įmonės dydžiui ir produkto unikalumui. Tuo tarpu Douglas A.V.S. (2006), Faulkender M., Petersen M.A. (2006), Krause A. (2006) teigimu, augant ilgalaikiam materialiajam turtui įmonės naudoja didesnę finansinį svertą ne dėl palūkanų įtakos mokesčiams, bet dėl ilgalaikio materialiojo turto nusidėvėjimo įtakos mokesčiams. Tačiau, atlikus ankstesnių mokslinių tyrimų analizę, pasigendama tyrimų, kurie vertintų egzogeninių veiksnių įtaką ne tik įmonės finansavimo sprendimų parinkimui, bet ir atspindėtų šakos įmonių kapitalo struktūros formavimo tendencijas.

Veiksniai įtakoiantys skolinto kapitalo struktūrą. Pagal Mayers S. (1977). Barclay M. ir Smith C. Jr. (1995) yra trys vyraujančios skolinto kapitalo struktūros teorijos: sandorio kaštai, signaling ir mokesčių efektas. Kompanijos pasižyminčios aukštu augimo tempu yra linkusios mažiau naudoti ilgalaikę skolą. Paminėti autoriai savo atliktame tyrime pastebi, kad žemesnės kokybės (didesnė tikimybė, kad įmonė bankrutuos) įmonės yra linkusios išleisti daugiau ilgalaikių

skolos vertybinių popierių. Taip pat kaip ir stambios korporacijos naudoja daugiau ilgo laikotarpio skolintą kapitalą. Apžvelgtos skolos pasirinkimo kapitalo struktūroje teorijos.

Skolos sandorio kaštai. Mayers S. (1977) atlikto tyrimo pagrindinis akcentas buvo kapitalo struktūros pasirinkimas pagal *įmonės augimo perspektyvas*. Autorius argumentavo, kad įmonės turtas yra kaip pasirinkimo sandoris, o jo vertė priklauso nuo būsimų investicijų. Atsirandantis poreikis naujoms investicijoms, gali būti laikytas augimo perspektyva. Kita vertus, turimos lėšos įmonėje mažina papildomų investicinių lėšų pritraukimą. Papildomas investicijų finansavimas priklauso nuo mokėjimų kreditoriams. Skola gali būti naudojama ne skatinti priimti neoptimalių investicijų ir didinti įmonės vertę. Rizikingos įmonės naudoja daugiau ilgalaikės skolos nei sąlyginai saugios siekdamos, kad rizika daugiau pereitų skolintojams. *Skolos gražinimą užtikrinantis turtas* yra rodiklis labai svarbus skolintojams, pagal tai galima spręsti apie įmonės padėti ir galimybes pasiskolinti. Susirūpinimą keliančios įmonių vertė nustatoma pagal įmonės keliamus tikslus ateičiai ir išlaidas. Šios išlaidos apima ne vien tik įrangą ir įrengimus, bet ir naujoms technologijoms, tyrimams ir plėtrai ir kt. Spartaus augimo įmonės nėra linkusios pasidalinti būsima sukuriama verte su skolos VP savininkais. Kadangi sparčiai besiplečiančios įmonės daugiau naudoja vidinius išteklius investicijoms, nuosavam kapitalui turėtų būti teikiama pirmenybė nei skolai.

Dalbor M.C., Upneje A. (2002) ir Anginer D. (2010) įrodinėja, kad yra ryšys tarp augimo perspektyvų ir skolos įdarbinimo kaštų. Jeigu įdarbinimo kaštai būtų vienodi, tuomet kompanijos rinktųsi trumpalaikę skolą. Trumpalaikę skolas yra brangi finansavimo priemonė, tačiau dėl alternatyvių kaštų pasirenkama gana dažnai. Tuo tarpu ilgalaikė skola reikalinga daugiau įsipareigojimų bei yra ganėtinai brangi priemonė. Dažnai ilgalaikė paskola yra neprieinama mažoms, bet greitai augančioms kompanijoms. Jensen M. (1986) teigia, kad mokėjimai akcininkams sukuria konfliktą tarp valdytojų ir savininkų. Naujų akcijų išleidimas didina įmonės veiklos stebėjimo išlaidas kapitalo rinkoje, kai tuo tarpu dividendų mokėjimai mažina resursų pasirinkimą valdytojams. Skolintas kapitalas didina valdytojų valdomų resursų pasirinkimą ir kartu priverčia dirbti efektyviau, bei mokėti nustatyto dydžio mokėjimus skolintojams visame paskolos laikotarpyje. Ši Jensen M. (1986) koncepcija yra panaši su Mayers S. (1977) augimo perspektyvų hipoteze. Valdytojų efektyvumo didinimas ir kaštų optimizacija, lėto augimo ir didelių nuosavų lėšų disponuojamose įmonėse, galima naudojant daugiau skolinto kapitalo. Tai argumentuojama, kad tokioms įmonėms gali sau leisti didesnes pastovias išlaidas. Tai patvirtina ir Wald J. (1999) atliktas tyrimas Japonijoje, JAV ir Didžiojoje Britanijoje, jog egzistuoja teigiamas ryšys tarp įmonės dydžio ir ilgalaikės paskolos.

“Signaling” efektas. Įmonės skolos terminas taip pat gali būti signalas kapitalo rinkoms. Kadangi obligacijų kainos remiasi būsimų mokėjimų dabartine verte, mokėjimai gali būti

klaidingai įvertinti. Kale J. ir Noe T. (1990) ir Wahyundi I. (2011) teigia, kad klaidingas obligacijos įvertinimas yra svarbesnis ilgalaikėms paskoloms. Investuotojai supranta paskatas dėl klaidingų obligacijų vertinimo. Kaip jau buvo minėta egzistuojantis klaidingas įvertinimas tiek ilgalaikėms tiek trumpalaikėms paskoloms, aukštos kokybės (maža bankroto tikimybė) įmonės nori minimizuoti klaidingą įvertinimą ilgalaikėms paskoloms ir vietoj to naudoja trumpalaikę paskolą. Diamond D. (1993) argumentuoja, kad didesnio tikėtino būsimo pelno įmonės rinktųsi paskolą trumpajam laikotarpiui. Trumpalaikės paskolos trūkumai yra dažnas paskolos restruktūrizavimas ir rizika negauti paskolos pasikeitus aplinkybėms. Tyrimai parodė, kad aukštos kokybės įmonės yra linkusios priimti šią riziką. Kale J. ir Noe T. (1990) tyrimas parodė, kad investuotojai kai kada gali neatskirti tarp žemos ir aukštos kokybės įmonių. Dėl egzistuojančio klaidingo paskolų įvertinimo, žemos kokybės įmonės siekia pasinaudoti šiuo klaidingu vertinimu ir išleisti pervertinta ilgalaikę paskolą, kai tuo tarpu aukštos kokybės įmonės siekia paskolų su trumpesniu laikotarpiu.

Mokesčių efektas. Įmonės turinčios aukštesnius ribinius mokesčių tarifus yra linkusios išleisti daugiau skolos vertybinių popierių (DeAngelo H. ir Marsulis R. 1980). Pagal Scholes M. ir Wolfson M. (1992), aukščiausius ribinius mokesčių tarifus turinčios įmonės išleidžia pačius rizikingiausius skolos VP. Tačiau jie neaprašė kokio tai termino (ilgojo ar trumpojo laikotarpio) skolos vertybiniai. Autoriai Barclay M. ir Smith C. (1995) apibūdino mokesčių tarifą kaip veiksnį atsakingą už įmonės finansinę sėkmę ar nesėkmę. Norback ir Tekin-Koru (2010) papildė teoriją, kad sėkmingai veikiančios įmonės turėtų turėti daugiau ilgalaikės skolos VP, dėl galimybės lengviau įveikti galimus finansinius sunkumus; šios įmonės gali būti turėti daug po mokesčių lėšų, bet pasižymėti žemomis augimo perspektyvomis. Jei skolos lygis ir trukmė būtų pasirenkama vienu metu, mokesčiai nevaidentų svarbios rolės mokesčių trukmės pasirinkime. Naujausi duomenis tik patvirtina anksčiau atliktų mokslininkų tyrimo hipotezes, kad mokesčių sukuriamas skydas tampa vis svarbesniu įmonių finansų valdymo priemone. Visa tai dar reikalauja tolimesnės analizės dėl mokesčių efekto įmonėms.

Mokesčių sistema ir ypač mokesčių administravimas dėl palūkanų ir dividendų mokėjimų yra laikomas viena iš svarbiausių veiksnių lemiančių kapitalo struktūros sprendimus, praktiškai nuo Modigliani F. ir Miller M. (1958) atliktų tyrimų. Toliau yra apžvelgiamas pagrindinės mokesčių kategorijos (Fan J.B.H., Titman S. ir Twite G. 2010):

1. Klasikinė mokesčių sistema.
2. Mokesčių sistema su dividendų lengvata.
3. Dvigubo apmokestinimo išvengimo mokesčių sistema.

Pirmoji paminėta mokesčių sistema, kurioje dividendų mokėjimai yra apmokestinami du kartus – tiek įmonės tiek ir individai; palūkanų mokėjimai yra atskaitomi kaip įmonės išlaidos. Klasikinė mokesčių sistema egzistuoja Brazilijoje, Čilėje, Kinijoje, Honkonge, Indijoje,

Indonezijoje, Izraelyje, Japonijoje, Korėjoje, Malaizijoje, Olandijoje, Pakistane, Peru, Filipinuose, Singapūre, PAR, Šveicarijoje, Jungtinėje Karalystėje (po 2000m.) JAV, Lietuvoje.

Antroji mokesčių sistema, kurioje dividendai yra apmokestinami lengvatiniu tarifų individo lygyje. Dividendų lengvata pagrįsta mokesčių sistema randama Austrijoje, Danijoje, Švedijoje, Graikijoje, Portugalijoje, Belgijoje. Tačiau Graikijoje ir Turkijoje dividendai nėra apmokestinami individų lygyje.

Trečioji mokesčių sistema yra dvigubo apmokestinimo išvengimo mokesčių sistema. Įmonės gali priskirti palūkanas savo išlaidoms; įmonės vidaus akcininkams suteikiamas mokesčių kreditas už sumokėtą pelno mokestį. Principo tikslas yra apmokestinti tik įmonės pelną. Šios mokesčių sistemos yra Australijoje, Kanadoje, Prancūzijoje, Vokietijoje, Ispanijoje, Norvegijoje ir kt. Mokesčių kredito dydis vyrauja tarp šalių.

Jei kiti veiksmai būtų laikytini nekintami, tuomet galima teigti, kad skolintas kapitalas bus naudojamas rečiau tose šalyse, kur veikia dividendų lengvata ir dvigubo apmokestinimo išvengimo mokesčių sistemoje nei klasikinėje sistemoje, kur egzistuoja dvigubas apmokestinimas. Gaunama nauda iš finansų svarto gali būti tiek teigiama tiek neigiama. Mokesčių nauda dėl finansinio svarto gali turėti teigiamas ir neigiamas reikšmes. Neigiama reikšmė atsiranda mokesčių sistemoje su dividendų lengvata, kai fizinių asmenų pajamų mokesčio tarifas palūkanų pajamoms yra didesnis nei įmonių pelno mokesčio tarifas ir asmens mokesčio tarifas dividendų pajamoms yra mažesnis nei įmonių pelno mokesčio tarifas. Tokia praktika būdinga Graikijoje, Turkijoje, Belgijoje ir Tailande. Mokesčių nauda dėl finansų svarto lygi nuliui, dvigubo apmokestinimo išvengimo mokesčių sistemoje, tai praktiškai įgyvendinta Australijoje, Italijoje Naujojoje Zelandijoje ir Norvegijoje. Kitose šalyse mokesčių nauda dėl finansų svarto yra teigiama.

Įmonės įsiskolinimo lygis ir kapitalo struktūros pasirinkimas. Rodikliai naudojami įmonės įsiskolinimo lygiui matuoti ekonominėje literatūroje (Titman S. ir Wessels R. (1988); Guedes J. ir Opler T. (1996); Rajan R. ir Zingales L.(1995) apima veiksnius lemiančius finansinį svartą ir skolos trukmės struktūrą. Pagrindiniai naudojami rodikliai yra *turto materialumas* (ilgalaikio turto ir viso turto santykis), *pelningumas* (grynojo pelno ir viso turto santykis), įmonės dydis (naturallogarithmoftotalassets) ir *rinkos/buhalterinės vertės santykis* (nuosavo kapitalo rinkos verte ir buhalterinės vertės santykis). Rečiau naudojami rodikliai dėl duomenų neprieinamumo ar jų trukumo yra efektyvus mokesčių lygis, veiklos rizika, tyrimų ir plėtros išlaidos, kapitalo išlaidos ir pardavimo išlaidos (Titman S. ir Wessels R. 1988).

Apibendrinant galima teigti, kad veiksnių, lemiančių kapitalo struktūrą teorinė analizė parodė, kad tikslinga juos skirstyti į vidinius ir išorinius. Įvertinus skolinto kapitalo struktūrą įtakančius veiksnius, nustatyta, kad skolos sandorio kaštai, įmonės įsiskolinimo lygis ir mokesčių efektas yra glaudžiai susiję finansavimo pasirinkime. Išnagrinėjus įmonės finansinius rodiklius,

pastebėta, kad vieni iš svarbiausių yra mokestinė nauda, teisinė sistema, instituciniai veiksniai, interesų konfliktas. Atlikus išorės investuotojų poveikio analizę kapitalo pasirinkimui, nustatyta, kad išorės investuotojai kaip ir vidiniai veiksniai turi svarią įtaką skolos dydžiui visame turte.

1.4. Optimali kapitalo struktūra

Literatūroje kapitalo struktūra apibūdinama kaip įmonės finansavimo procese naudojamas įsipareigojimų ir įmonės nuosavo kapitalo derinys. Kapitalo struktūros sprendimai lemia tikslinės kapitalo struktūros pasirinkimą (Pat.O.C. 1999).

Tikslinė kapitalo struktūra - tai optimalus paskolos, privilegijuotųjų akcijų ir paprastųjų akcijų kapitalų derinys, kuriuo planuojama finansuoti investicijų poreikius. Nuo kapitalo struktūros politikos priklauso rizikos ir pelningumo alternatyvos pasirinkimas.

- **Pranašumai.** Kuo daugiau firma naudoja paskolų, palyginti su nuosavybe, tuo didesnė savininkų nuosavybės prognozuojamoji pajamų norma.
- **Silpnybės.** Didėjant įmonės įsiskolinimo koeficientui, didėja ir jos finansiinė rizika. Finansiinę riziką rodo padidėjęs įmonės pelningumo nepastovumas.

Didesnė rizika, susijusi su padidėjusiu skolingumo 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 tikslinę įmonės kapitalo struktūrą. 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.

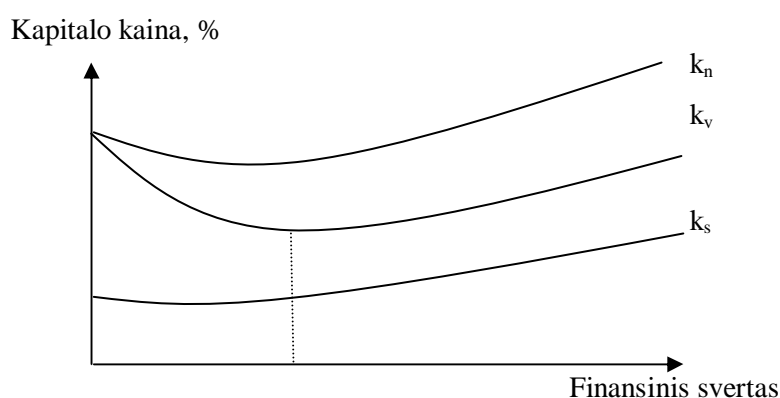
Anot mokslininkų, Casey K.M., Summer G., Packer J. (2006) bei Eriotis N. (2007), tikslinė kapitalo struktūra – tai optimalus paskolų, privilegijuotųjų akcijų ir paprastųjų akcijų derinys, kuriuo planuojama finansuoti investicijas. Teoriškai egzistuoja optimalios kapitalo struktūros sąvoka. Optimali kapitalo struktūra mokslininkų apibrėžiama kaip paskolų ir nuosavo kapitalo derinys, kuris leidžia padidinti iki didžiausio laipsnio kapitalo vertę. Mokslininkų diskusijų objektu tapo optimalios kapitalo struktūros klausimas, kur nėra aišku, koks šis derinys turėtų būti ir dažniausiai neįmanoma jį nustatyti. Be to vienu keičiasi investicijų projektai, ekonominės sąlygos, todėl vienu konkrečiu laikotarpiu optimali gali būti viena kapitalo struktūra, kitu laikotarpiu – kita.

*Optimali kapitalo struktūra*arbasiektina *kapitalo struktūra* – tai skolinto bei nuosavo kapitalo santykis, kuris užtikrintų aukščiausią nuosavybės vertę. Nėra vieno skaičiaus, kuris parodytų optimalų santykį visoms įmonėms. Tai priklauso nuo veiklos sektoriaus, finansiinės aplinkos, įmonės rizikingumo bei kitų faktorių.

Skaičiuojant efektyvią kapitalo struktūrą naudojamas svertinių kaštų metodas (WACC), ir kuo svertiniai kapitalo kaštai mažesni, tuo kapitalo struktūra yra efektyvesnė. Nuosavo kapitalo kaštai yra didesni nei skolinto kapitalo kaštai, ir jei įmonė naudoja tik nuosavą kapitalą, tai nebus efektyvi kapitalo struktūra. Kita vertus, jei įmonės finansinis svertas bus pernelyg didelis, tai pabrangins tiek nuosavo, tiek ir skolinto kapitalo kaštus.

Tradicinė arba klasikinė kapitalo struktūros formavimo teorija teigia, kad egzistuoja vienintelė optimali kapitalo struktūra t.y. skolos ir nuosavybės santykis, kuris maksimizuoja įmonės rinkos vertę, minimizuojant visutinę kapitalo kainą.

Ezra Solomon iškėlė hipotezę, kad egzistuoja trys finansinio sverto didinimo stadijos. Pirmojoje stadijoje įmonė, didindama finansinį svertą, mažina vidutinę svertinę kapitalo kainą, nes skolinto kapitalo kaina yra mažesnė dėl mokesčių efekto. Antrojoje stadijoje didėja tiek skolinto, tiek nuosavo kapitalo kaina, tačiau didėjant skolos daliai bendrame kapitale vidutinį svertinę kapitalo kainą lieka nepakitusi. Tuo tarpu trečiojoje stadijoje dėl padidėjusios finansinės rizikos, pradeda sparčiai augti tiek nuosavo, tiek skolinto kapitalo kaina. Bendra įmonės rinkos vertė pradeda sparčiai mažėti kartu su svertu, nes skolos ir nuosavybės santykio pasikeitimai negali kompensuoti šio didėjimo ir dėl to padidėja vidutinė svertinė kapitalo kaina. Grafiškai požiūris pateiktas 8 paveiklėse.



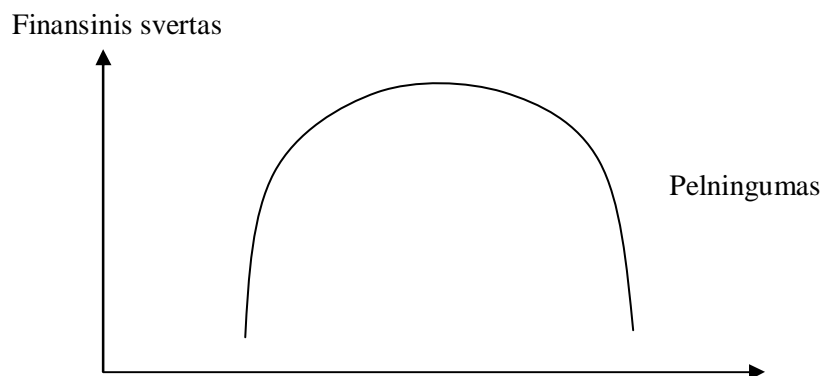
8 pav. E.Solomon tradicinė kapitalo struktūros formavimo teorija

Šaltinis: Samuels J.M., Wilkens F.M., Brayshaw R.E., 1994

Jang S. ir Tang C.H. (2009) atliko analizę apie Tarptautinę diversifikaciją ir finansinio sverto įtaka pelningumui. Tradicinės kapitalo struktūros teorijos numato tiesinę priklausomybę tarp finansinio sverto ir pelningumo, tačiau empirinių tyrimo rezultatai yra kontraversiški. Gauti rezultatai randa priešingą priklausomybę tarp šių kintamųjų arba neranda jokio tarpusavio ryšio. Tokie rezultatai siūlo, kad naudos ir sąnaudų santykio įtaka gali priklausyti nuo finansinio sverto.

Augantis finansinis svertas kartu didina skolos kaštus ir bankroto riziką, kol galiausiai nauda yra mažesnė nei kaštai ir įmonė išnaudoja pasiskolinimo galimybes, tuomet kyla reali bankroto grėsmė. Įmonės, kuriose finansinis svertas yra žemas, ribiniai skolos kaštai yra mažesni nei skolos

nauda. Priešingai nei įmonėse su aukštu finansiniu svertu – ribiniai kaštai didesni už naudą. Tyrimė keliama hipotezė, kad tarp finansinio svėrtu ir pelningumo egzistuoja apverstos U formos ryšys (9 pav.). Itin mažas ir labai didelis finansinis svėrtas mažina pelningumą. Šia hipoteze bandyta įrodyti, kad egzistuoja optimali kapitalo struktūra.



9 pav. Finansinio svėrtu ir pelningumo priklausomybė

Šaltinis: Jang S., Tang C.H. (2009). Simultaneous Impacts of international diversification and financial leverage on profitability//Journal of Hospitality & Tourism research, Nr.33.

Remiantis Modigliani F. & Miller M. (1958) prielaidomis, įmonės turi optimalią kapitalo struktūrą. Faulkender M. ir Petersen M.A. (2003) papildo šią teoriją savo atliktame tyrimė apie finansavimo šaltinių poveikį kapitalo struktūrai. Įmonės pasiekia savo optimalų finansinį svėrtą, apskaičiuodamos mokesčių lengvatas, finansines išlaidas, klaidingą kainą ir paskatas naudoti skolą palyginti su nuosavybe. Mokslininkai empiriniuose tyrimuose ieškojo kapitalo struktūrą paaiškinančios teorijos, naudodami finansinį svėrtą kaip funkciją įmonės charakteristikos. Įmonėms kurioms mokesčių skydas dėl skolos yra didesnis, finansiniai kaštai yra mažesni, ir klaidingas skolos kainų nustatymas, palyginti su nuosavybe yra mažesnis, numatoma, kad įmonė turės didesnį finansinį svėrtą. Kai įmonė nustato, kad skolos nauda yra teigiama, tada įmonės optimali kapitalo struktūra koreguojama išleidžiant daugiau skolos vertybinių popierių arba mažinant nuosavybę. Dažniausia priimama prielaida, kad įmonės finansinis svėrtas yra įmonės paklausos funkcija. Kitaip tariant, kapitalo pasiūla yra visiškai elastinga teisingai kainai, kapitalo kaštai priklauso tik nuo prisiimamos įmonės rizikos.

Graham (2000) tvirtina, kad įmonės klaidingai įvertina galimybes sukurti pridėtinę vertę didinant finansinį svėrtą ir mažinti mokėtiną pelno mokesčių, priimant prielaidą, kad kiti skolos kaštai yra nekintantys; įmonė turi galimybę gauti paskola. Stiglitz J. ir Weiss A. (1981) rašo, kad rinkos netobulumas įtakojantis kapitalo struktūros pasirinkimus (*informacijos asimetrija ir investicijų iškraipymai*) gali reikšti, kad įmonių sprendimai iš dalies priklauso nuo skolintojų. Titman S. ir Wessels R. (1988) nuomone, skaičiuojant įmonės finansinį svėrtą yra svarbu įvertinti ne tik finansinio svėrtu veiksnius (paklausos pusė) bet ir kintamuosius, kurie leistų įvertinti suvaržymus įmonės gebėjimui didinti savo finansinį svėrtą (pasiūlos pusė).

Faulkender M. ir Petersen M.A. (2003) teigimu, ekonominė literatūra bankus ir privačius investuotojus apibūdina kaip pakankamai patikimus neskaidrių įmonių atranką vykdančius objektus ir gebančius nustatyti vertingus skolininkus. Įmonės kapitalo šaltinis gali būti susietas su įmonės gebėjimu patekti į skolų rinkas. Neskaidrios įmonės (sunkiai įvertinti jų finansinę padėtį) arba įmonės, kurios turi daugiau laisvės sprendžiant savo investavimo galimybes (turinčios daugiau vidinių lėšų; skolintojams sunku suvaržyti tokias įmonės sutartimis) yra tikėtina pasiskolins iš aktyvių skolintojų; teorija teigia, kad tokios įmonės turėtų būti labiau suvaržytos, būtų sunkiau joms pasiskolinti. Neturinčios priėjimo prie skolos VP rinkų yra apribotos skolintojų galimybėms suteikti joms paskolą, tai turėtų reikšti žemesnį skolinimosi reitingą. Tobuloje kapitalo rinkoje įmonėms suteikiamas finansavimas, jei projekto grynoji pridėtinė vertė (NPV) yra teigiama. Išorės investuotojai, kaip ir vidiniai veiksniai turi ne mažesnę įtaką kapitalo struktūrai. Vienas pastebimas išorės investuotojų trūkumas yra ribota įmonių galimybė pasirinkti norimą investuotoją. Pasirinkimo teisė šiuo atveju priklauso nuo investuotojo politikos ir tik tada nuo įmonės finansų poreikio.

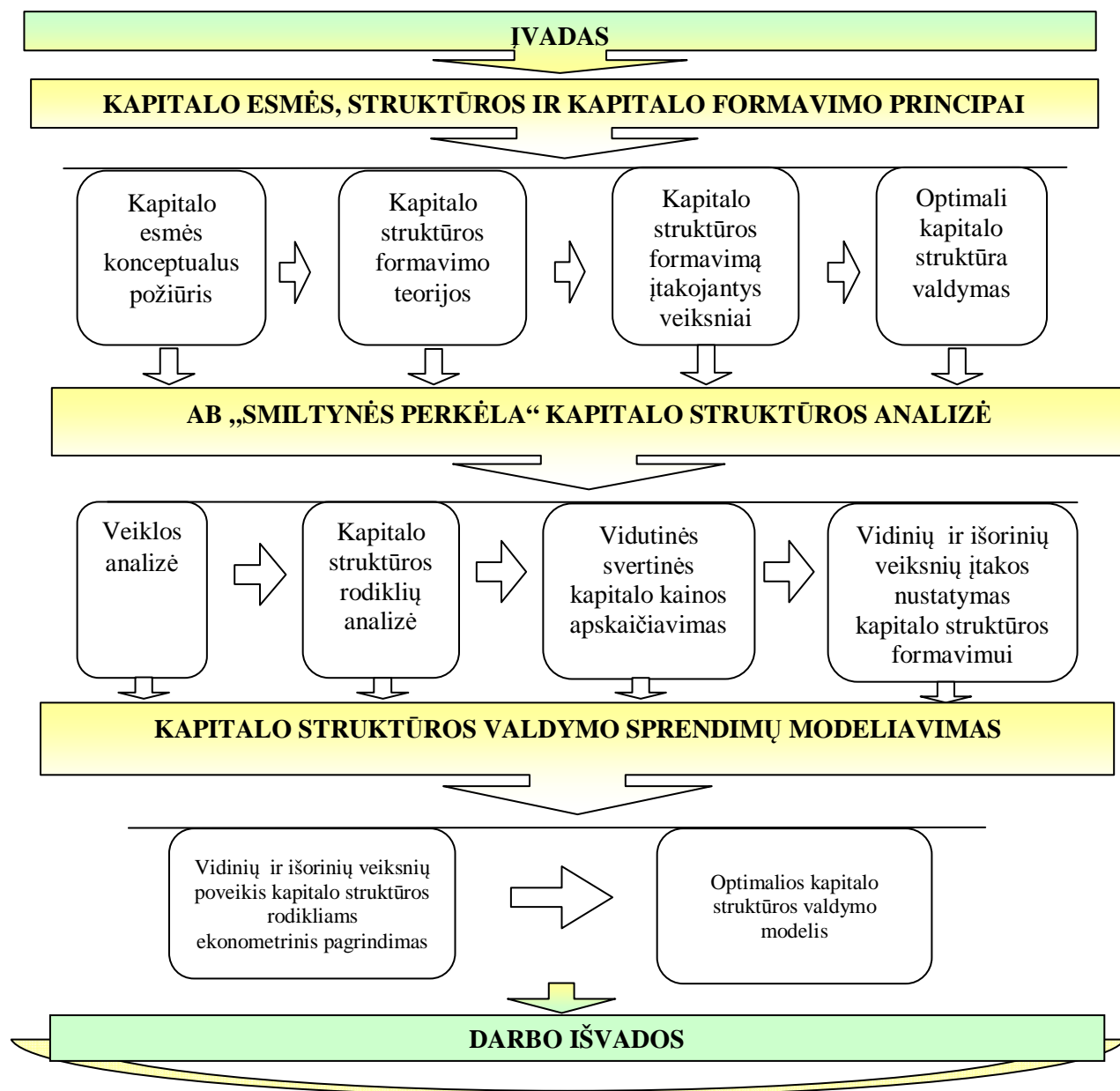
Apibendrinant galima teigti, kad mokslininkai analizuojantys optimalią kapitalo struktūrą prieina bendros išvados, kad optimali kapitalo struktūra yra toks paskolų ir akcinio kapitalo derinys, kuris padidina akcijų kainą iki didžiausio laipsnio. Įmonės kapitalo struktūrą veikia du svarbiausieji veiksniai: verslo rizika ir finansinė rizika.

Aukščiau pateiktos teorijos, nepaaiškina pakankamai kapitalo struktūros problemos. Problema, susijusi su įmonės kapitalo struktūros formavimu, atsispindi daugelyje teorijų ir yra viena iš pagrindinių problemų, aptariamų finansinės ekonomikos ir įmonės vertės didinimo srityse. Literatūroje randama keletą siūlymų kaip klasifikuoti kapitalo struktūros teorijas. Jas galima suskirstyti į dvi grupes. Iš vienos pusės egzistuoja teorijos, teigiančios, kad egzistuoja optimali kapitalo struktūra. Iš kitos pusės kitos teorijos teigia, kad nėra aiškiai ir vienareikšmiškai apibrėžto kapitalo struktūros pasirinkimo. Pirmoje grupėje tarp kitų yra standartinis kompromisinis modelis paremtas F. Modigliani ir M. Miller prielaidomis, kad kapitalo struktūra gali būti optimali tik, kai ribinė vertė iš mokesčių naudos dėl papildomos skolos buvo lygi ribinei vertei finansinių sunkumų dėl tos pačios skolos. Antroje kapitalo teorijų grupėje yra viena, kuri teigia, kad nėra optimalios kapitalo struktūros. Pagal šią teoriją įmonės teikia pirmenybę finansavimui iš vidaus (pajamos, amortizacija) ir tik situacijose, kai vidinio finansavimo nepakanka, jos pradeda naudoti kitą finansavimą – paskolas, kreditus. Kaip paskutinę priemonę, įmonės naudoja išorines finansavimo priemones – pavyzdžiui išleidžia akcijas. Ši teorija teigia, kad nėra galimybės vienareikšmiškai apibrėžti finansinį svertą, nes jis neturi aiškaus suskirstymo į vidinį ir išorinį.

2. AB „SMILTYNĖS PERKĖLA“ KAPITALO FORMAVIMO STRUKTŪRINĖ ANALIZĖ

2.1 Tyrimo metodologija

Tyrimo metodika - visuma būdų kuriam nors darbui tikslingai atlikti arba būdų visumos panaudojimo praktika; techninių operacijų ir veiksmų visuma, jų seka ir tarpusavio ryšys. Siekiant atkleisti magistro darbo temą bei iškeltus uždavinius ir hipotezę, loginė seka pateikta 10 paveiksle.



10 pav. Tyrimo metodologijos schema

Šaltinis: sudaryta autorės

Atliekant AB „Smiltynės perkėla“ 2004 – 2012 metų veiklos analizę, remtasi santykinų rodiklių analize. Veiklos analizei atlikti apskaičiuojami pelningumo, mokumo/likvidumo ir apyvartumo 2004 – 2012 metų finansiniai rodikliai. Rodiklių apskaičiavimo metodikos pateiktos lentelėse kartu su gautais rezultatais. Rodiklių vertinimas atliktas remiantis Statistikos

departamento vertinimo metodikos kriterijumi, kuris pateiktas 1 priede. 2004 – 2012 metų finansinių rodiklių rezultatų rodiklių reikšmės perkoduotos į rangines skalės reikšmes nuo 1 iki 5 pagal Statistikos departamento vertinimo metodikos kriterijus:

- Labai geras – 1;
- Geras – 2;
- Patenkinamas – 3;
- Nepatenkinamas – 4;
- Blogas – 5.

Atliekant kompleksinį rodiklių įvertinimą per 2004 – 2012 metus, apskaičiuojamas ranginių skalių svertinis aritmetinis vidurkis. AB „Smiltynės perkėla“ 2004 – 2012 metų kapitalo struktūros analizei atlikti remtasi dvejų rodiklių apskaičiavimu:

- **Skolos – nuosavybės koeficientas** = *visi įsipareigojimai / nuosavo kapitalo*

Skolos - nuosavybės koeficientas skaičiuojamas kaip skolinto ir nuosavo kapitalo santykis, todėl, jeigu rodiklis lygus 1, tai reiškia, kad skolinto ir nuosavo kapitalo santykiai lygūs bendroje kapitalo struktūroje. Rodiklis vertinimas gerai, kai jis yra mažiau 1, tai reiškia, kad nuosavo kapitalo dalis didesnė negu skolinto kapitalo dalis bendroje struktūroje. Kuo šio rodiklio reikšmė didesnė, tuo įmonės padėtis mokumo atžvilgiu blogesnė, nes skolintas kapitalas viršija nuosavą kapitalą. Tačiau šio rodiklio vertinimas gali būti interpretuojamas skirtingai, priklausomai nuo ūkio šakos specifikos.

- **Skolinto kapitalo dalies rodiklis** = *visus įsipareigojimus / viso turto vertės x 100*

Skolinto kapitalo dalies rodiklis parodo, kokia dalis turto yra finansuojama skolintomis lėšomis. Jeigu rodiklis lygus 50 procentų, tai reiškia, kad turtas finansavimas skolintomis ir nuosavomis lėšomis yra lygūs. Rodiklis vertinimas gerai, kai jis yra mažiau 50 procentų, tai reiškia, kad turto finansavimas vykdomas daugiausia nuosavomis lėšomis.

Kapitalo struktūrą apibūdančius rodiklius bei jų pasikeitimo priežasčių nustatymui 2005 – 2012 m., taikomas grandininio pasikeitimo metodas.

Per 2004-2012 metus AB „Smiltynės perkėla“ skolintos lėšos gautos skirtingomis palūkanų normomis. Bendrovės 2004 – 2012 metų skolinto kapitalo palūkanų norma apskaičiuojama:

$$\frac{\text{sumokėtų palūkanų suma atitinkamais metais} \times 100}{\text{skolinto kapitalo suma atitinkamais metais}}$$

- **Skolinto kapitalo kaina** = *skolinto kapitalo suma atitinkamais metais*

Sumokėtos palūkanų sumos atsispindi AB „Smiltynės perkėla“ pinigų – srautų ataskaitoje. Taip pat apskaičiuojama skolinto kapitalo kaina, įvertinus pelno mokesčio normą 15 procentų, gauta palūkanų norma padauginta iš 1-0,15.

AB „Smiltynės perkėla“ 2004 – 2012 metų nuosavo kapitalo kaina apskaičiuojama remiantis išmokėtais dividendais.

išmokėti dividendai vienai akcijai

➤ **Nuosavo kapitalo kaina** = $\frac{\text{išmokėti dividendai vienai akcijai}}{\text{paprastosios akcijos nominalios vertės}}$

Bendrovės dividendai apmokestinami 15 procentų mokesčių našta, todėl gauta nuosavo kapitalo kaina padauginta iš 1-0,15.

AB „Smiltynės perkėla“ vidutinė svartinė kapitalo kaina apskaičiuojama pagal formulę:

$WACC = \text{Skolinto kapitalo kaina} * \text{skolinto kapitalo dalis bendroje struktūroje} + \text{nuosavo kapitalo kaina} * \text{nuosavo kapitalo dalis bendroje struktūroje}.$

Kapitalo struktūros formavimo sprendimams įtakojančių veiksnių nustatymui atlikta koreliacinė analizė. Empiriniam tyrimui atlikti, pasitelktas Microsoft Office programų paketas ir statistinių duomenų apdorojimo programa SPSS. Šapiro–Vilko testo pagalba patikrinamas koreliacijos koeficiento tinkamumas. Testo reikšmė $\geq 0,05$ rodo, kad standartizuotosios paklaidos yra normalios. Jei Šapiro–Vilko reikšmė viršys 0,05, tai reiškia skirsniai normalūs, tuomet apskaičiuojamas Pirsono koreliacijos koeficientas. Jeigu Šapiro–Vilko reikšmė neviršys 0,05, tai reiškia, kad skirstiniai nenormalūs ir toliau bus skaičiuojamas Spirmeno koreliacijos koeficientas. Koreliacijos koeficientų reikšmingumo tikrinimas atliekamas remiantis gautos stebimosios reikšmingumo lygmens p – level reikšmės palyginimu su pasirinktu stebimuoju reikšmingumo lygiu ($\alpha = 0,05$). Jeigu gauta p – level reikšmė viršija pasirinktą stebimąjį reikšmingumo lygį 0,05, tai reiškia, kad koreliacijos koeficientas nereikšmingas. Jeigu gauta p – level reikšmė neviršija 0,05, tai reiškia, kad koreliacijos koeficientas reikšmingas ir tinkamas analizei.

Tiesinės regresijos analizės padės atsakyti į klausimą, kaip keičiasi AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros rodikliai, kintant vidiniams arba išoriniams veiksniams. Analizei atlikti panaudoti 2004 – 2012 metų kapitalo struktūros ir pelningumo rodikliai bei 2005 – 2012 metų kapitalo struktūros procentinių pokyčių rodikliai ir išorinių veiksnių metiniai statistiniai duomenys. Regresijos modelių funkcijų išvestinės sudarymui pasitelktas SPSS 17 paketas. Stjudento, Fišerio, Goldfield – Quandt testo reikšmės apskaičiuojamos EXCEL paketo pagalba, siekiant nustatyti modelių ir įverčių reikšmingumus bei įvertinti ar modeliams būdingas homoskedastiškumas.

Regresijos modelių funkcijų išvestinės vykdomos logine seka, sprendžiant šiuos uždavinius:

1. Įvertinama, ar egzistuoja autokoreliacija, siekiant nustatyti ar modelio paklaidos yra susijusios tarpusavyje;
2. Atliekamas duomenų homoskedastiškumo tikrinimas Goldfield – Quandt testo pagalba;
3. Tikrinamas determinacijos koeficiento reikšmingumas Fišerio testu pagalba;
4. Tikrinamas įverčių reikšmingumas Stjudento testu pagalba;
5. Įvertinama modelio kokybė MAPE koeficientu pagalba.

2.2 AB „Smiltynės perkėla“ 2004 – 2012 metų veiklos analizė

2.2.1 AB „Smiltynės perkėla“ veiklos charakteristika

AB „Smiltynės perkėla“ įregistruota 1991 m. gegužės 30 d., tačiau pačios perkėlos istorija skaičiuojama nuo 1945 metų, kai ji buvo įkurta kaip karinio upių laivyno padalinys, turėjęs vykdyti strateginę užduotį - garantuoti susisiekimą tarp dviejų krantų. AB „Smiltynės perkėla“ – vienintelė Lietuvos bendrovė, turinti daugiau nei pusės amžiaus patirtį keleivinio vidaus vandens transporto sferoje. Bendrovės paslaugos realizuojamos dviejose perkėlose: I-ojoje perkėloje (Senoji perkėla) Žvejų g. 8, Klaipėda (jau iškelta į *Šiaurinįragą*), ir II - ojoje perkėloje (Naujoji perkėla) Nemuno g. 8, Klaipėda. Paslaugos vartotojams teikiamos penkiais keltais. Naujojoje perkėloje dirba 3 savaeigiai keltai: „Baltija“ (2005 m.) „Neringa“ (2004 m.) ir „Žalgiris“ (2009 m.). Vienas tokio tipo keltas gali vienu metu gabenti 40 lengvųjų automobilių ir 100 keleivių. Tokio tipo keltai kelia ne tik lengvuosius automobilius, bet ir sunkiąją techniką. Senojoje perkėloje šiuo metu dirba 2 keleiviniai keltai: „Nida“ (2006 m.) ir „Kintai“ (1977 m.). Šiais keltais vežami tik keleiviai.

AB „Smiltynės perkėla“ misija - užtikrinti saugų ir savalaikį keleivių ir transporto priemonių perkėlimą per Kuršių marias. Atsižvelgiant į klientų poreikius ir lūkesčius, nuolat tobulinti teikiamų paslaugų kokybę.

AB „Smiltynės perkėla“ vizija - tapti modernia, socialiai atsakinga, reprezentuojančia Lietuvą bendrove.

AB „Smiltynės perkėla“ vertybės:

- Klientų aptarnavimo kokybė.
- Darbuotojų profesionalumas, operatyvumas bei atsakomybė.
- Sužeidimų ir susirgimų prevencija, nuolatinis darbo sąlygų gerinimas.
- Gamtinių išteklių tausojimas ir taršos prevencija.
- Taikomų teisinių ir kitų reikalavimų įgyvendinimas.

Bendrovės vykdoma pagrindinė veikla – keleivių ir transporto priemonių perkėlimas keltais per Kuršių marias ir su tuo susijusių paslaugų teikimas. Bendrovė iš šios veiklos uždirba daugiausia pajamų, kurios sudaro apie 95 proc. visų pajamų. Taip pat Bendrovė užsiima kita įstatuose numatyta veikla: keltų nuoma, dalies nenaudojamo nekilnojamojo turto nuoma, automobilių stovėjimo aikštelės eksploatavimu ir nuoma, reklaminių plotų nuoma, keleivių pervežimais autotraukinukais bei jų nuoma. Iš šios veiklos Bendrovė uždirba apie 5 proc. visų pajamų. Bendrovės teikiamų paslaugų paklausa auga. Tai įtakoja eilė faktorių, tarp kurių galima paminėti tai, kad AB „Smiltynės perkėla“ išlieka vienintele profesionalia keleivių ir transporto priemonių kėlimo keltais per Kuršių marias paslaugų teikėja, be to, didėja atvykstanto ir vidaus

turizmo srautai, o Kuršių Nerija Lietuvoje yra viena iš didžiausių traukos taškų rekreacijai ir turizmui.

Pagrindiniai paslaugos vartotojai - atvykstantys užsieniečiai (pavieniai, kruizinių laivų keleiviai). Nidos KTIC „Agila“ pateiktais duomenimis Neringą kasmet aplanko apie 700 tūkst. lankytojų, įskaitant nakvojančius turistus, vienadienius lankytojus ir tranzitinius keliautojus. 72 proc. jų – užsienio turistai, kurių skaičius Neringoje pastaruoju metu ženkliai išaugo. Prioritetinės Kuršių Nerijos atvykstamojo turizmo rinkos – Vokietija, Ispanija, Latvija, Lenkija, Prancūzija, Rusija. Ypač auga – Italijos, Anglijos, Estijos rinka, daugėja turistų iš Skandinavijos, ypač Suomijos.

AB „Smiltynės perkėla“ – vienintelė Lietuvos bendrovė, turinti daugiau nei pusės amžiaus patirtį keleivinio vidaus vandens transporto sferoje. Keleivių pervežimas Kuršių mariomis – išskirtinė AB „Smiltynės perkėla“ veikla, kurios profesionaliam lygmenyje daugiau nevykdo jokios kompanijos.

2.2.2 AB „Smiltynės perkėla“ santykinų rodiklių analizė

Santykinų rodiklių analizė užima pagrindinę vietą atliekant veiklos analizę. AB „Smiltynės perkėla“ yra Valstybės valdoma bendrovė, todėl apskaičiuoti jos santykiniai rodikliai naudingi tiek vidiniams vartotojams, tiek ir išoriniams, prie kurių priskiriami mokesčių mokėtojai. Bendrovės finansinė būklė yra svarbi tiek visuomenės atžvilgiu, nes atlieka svarbias socialines funkcijas, tokias kaip keleivių pervežimas per Kuršių marias, kurios yra įtrauktos į UNESCO pasaulio paveldo sąrašą, tiek ir ekonominiu atžvilgiu, nes išmokami dividendai bei sumokami mokesčiai į šalies biudžetą.

Veiklos analizei atlikti apskaičiuojami AB „Smiltynės perkėla“ pelningumo, mokumo ir apyvartumo rodikliai. AB „Smiltynės perkėla“ 2004 – 2012 metų pelningumo rodikliai pateikti 2 lentelėje. AB „Smiltynės perkėlos“ bendras pelningumo rodiklis, kuris išreikštas procentais, per analizuojamą laikotarpį svyruoja nuo 33,16 iki 48,11 %. Aukščiausias bendro pelno ir pardavimo pajamų santykis pasiektas 2004 metais ir buvo lygus 48,11 %, žemiausias bendrasis pelningumas pastebimas nuosmukio metu 2007 metais ir tesiekė 33,16%. Remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodika (1 priedas), rodiklis vertinamas labai geru per visą analizuojamą laikotarpį, nors nuosmukio metu (2007 – 2008 m.) apskaičiuotų rodiklių reikšmės buvo vertinamos gerai.

Tačiau bendrasis pelningumas nėra išsamus rodiklis, nes nėra įvertina AB „Smiltynės perkėla“ finansinės ir investicinės (palūkanos už lizingo būdu įsigytą turtą, lizingo paslaugų administracinis mokestis, baudos ir delspinigiai už pavėluotus atsiskaitymus ar mokesčių

sumokėjimą, valiutos pirkimo sąnaudos ir kitos finansinės ir investicinės veiklos sąnaudos) bei veiklos sąnaudos.

2 lentelė

AB „Smiltynės perkėla“ 2004 – 2012 metų pelningumo rodikliai

Rodiklis	Formulė	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2004 - 2012 metų procentinis pokytis
Bendrasis pelningumas, proc.	Bendrasis pelnas / Pardavimų pajamos	48.11	43.73	36.68	33.16	34.8	38.45	39	39.2	39.51	-8.6
Grynasis pelningumas, %	Grynasis pelnas / Pardavimų pajamos	1.49	1.12	1	-2.91	0.11	3.95	9.78	9.15	10.52	9.03
Turto pelningumas, %	Grynasis pelnas / Turtas	0.58	0.39	0.26	-1.05	0.04	1.16	3.07	3.11	3.73	3.15
Nuosavo kapitalo pelningumas %	Grynasis pelnas / Nuosavas kapitalas	2.07	1.73	1.61	-6.42	0.13	2.79	6.79	6.4	7.23	5.16

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais.

Analizuojant įmonės grynąjį pelningumą per 2004 – 2012 metus pastebima, kad jis nėra aukštas. Remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodikos (1 priedas), grynasis pelningumas laikomas patenkinamu jeigu neviršija 10 procentų. AB „Smiltynės perkėla“ atveju, iš 1 lentelės matyti kad rodiklis buvo vertinimas gerai tik 2012 metais, nes apskaičiuota reikšmė buvo 10,52 %. Palyginus rodiklių rezultatus nuo 2004 metų iki finansinės krizės pradžios, matyti, kad grynasis pelningumo rodiklis svyravo nuo -2,91% iki 1,49%. Taigi, AB „Smiltynės perkėla“ grynasis pelningumas iki 2008 metų vertinimas nepatenkinamai, o 2007 metais bendrovė patyrė nuostolius, todėl grynojo pelningumo reikšmė buvo neigiama. Nuo 2009 metų, pastebimas spartus kilimas, kadangi grynasis pelnas turėjo tendenciją augti, o 2010 – 2012 metai fiksuojamas aukščiausias rezultatas per visą analizuojamą laikotarpį.

2008 – 2012 metais, svyruojantis nuo 34,8 iki 39,51 % bendrasis pelningumas, parodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ grynojo pelningumo augimui įtakos turėjo finansinės ir investicinės bei veiklos sąnaudų mažėjimas. Veiklos sąnaudos 2012 metais lyginant su 2008 metais sumažėjo 21 %, o finansinė ir investicinė veikla per minėtą laikotarpį sumažėjo 66 %, kas ir turėjo įtakos grynojo pelno augimui.

Vertinant AB „Smiltynės perkėla“ turto pelningumą per 2004 – 2012 metus, matyti, kad jis nėra aukštas. Dėl specifinės veiklos, turtas, kurio sudėtį pagrindė sudaro keltų vertė, yra ypač svarbus, kadangi jis yra pardavimo pajamų šaltinis. Remiantis Statistikos departamento finansinių

rodiklių vertinimo metodika, turto pelningumas vertinamas nepatenkinimai (1 priedas), nes neviršija 8 %. Tačiau pastebimos tendencijos, analogiškos su grynojo pelningumo kitimu, kad nuo 2008 iki 2012 metų turto pelningumas didėjo. Turto pelningumui įtakos turėjo lizingo būdu 2004 – 2009 metais įsigyti trys šiuolaikiniai keltai, dėka kurių AB „Smiltynės perkėla“ visas turtas 2009 metais lyginant su 2004 metais padidėjo 88 %, o grynasis pelnas išaugo 2,7 karto arba 271 %.

Apibendrinant turto pelningumo augimo laikotarpį, visas turtas 2012 metais lyginant su 2009 metais padidėjo 5,52 %, o grynasis pelnas, lyginant tą patį laikotarpį 2012 metus su 2009 metais, išaugo 181,03 %. Kaip matyti iš pateiktų pokyčių, įsigyti nauji keltai turėjo įtakos ne tik grynajam pelno augimui, bet ir visiems pelningumą apibūdinantiems rodikliams.

Nuosavo kapitalo pelningumas taip pat pasižymi vienodomis augimo ir smukimo tendencijomis kaip ir kiti pelningumo rodikliai. Remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodika (1 priedas), AB „Smiltynės perkėla“ nuosavo kapitalo pelningumą galima laikyti patenkinamu, kadangi rodiklis per 2004 – 2012 metus neviršija 10 %. Mažiausia šio rodiklio reikšmė buvo 2007 metais, kuomet siekė -6,42 %, o didžiausia 2012 metais, kuri siekė 7,23 %. Pastebimos nuosavo kapitalo pelningumo rodiklio augimo tendencijos, nes per 2007 – 2012 metus užfiksuotas pastovus kasmetinis rodiklio didėjimas. Lyginant 2012 metus su 2007 metais – nuosavas kapitalas išaugo 215 %, o tai yra daugiau negu du kartus. Tačiau kaip matyti iš 1 lentelės, aukšti nuosavo kapitalo pelningumo rodikliai per 2010 – 2012 metus parodo, kad sparčiai didėjančiam nuosavam kapitalui, AB „Smiltynės perkėla“ grynasis pelnas taip pat augo spartesniais tempais. Galima teigti, kad grynojo pelno augimui per 2010 – 2012 metus, taip pat turėjo įtakos nuosavo kapitalo didėjimas nuo 2007 metų, kuris pagrinde susidaro iš įstatinio kapitalo. Įstatinis kapitalas nuo 2007 iki 2009 metų padidėjo 204 procentų, o tai reiškia, kad į AB „Smiltynės perkėla“ veiklą buvo investuoti 12 mln. litų. Nuosavo kapitalo augimo priežastys nagrinėjamos sekančiame skyriuje.

Atlikti pelningumo rodiklių skaičiavimai parodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ veikla per 2004 – 2012 metus nepasižymi aukštu pelningumu, daugiausiai rodiklis vertinamas ties patenkinimo riba. Lyginant 2012 metus su 2004 metais, iš lentelės matyti, kad išskyrus bendrojo pelningumo, visi likusieji pelningumo rodikliai turėjo tendenciją augti. Tačiau atliekant kompleksinę kiekvieno AB „Smiltynės perkėla“ pelningumo rodiklio įvertinimą per 2004 – 2012 metus, rodikliai perkoduojami į rangines skales nuo 1 iki 5, remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodikos bei išvesti jų aritmetiniai svertiniai vidurkiai, kurie suteiks visapusišką įvertinimą per 2004 – 2012 metus. Ranginės skalės sudarytos tokios pagal Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodikas: labai geras - 1, geras - 2, patenkinamas - 3, nepatenkinamas - 4, blogas - 5. Finansinių rodiklių reikšmės perkoduotos į rangines skales nuo 1

iki 5 remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodikos. Perkoduotos AB „Smiltynės perkėla“ finansinių rodiklių reikšmės pateiktos 3 lentelėje.

3 lentelė

**AB „Smiltynės perkėla“ pelningumo rodiklių perkodavimas į rangines skales remiantis
Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodikos**

Rodiklis	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Vidurkis
Bendrasis pelningumas, proc.	1	1	1	2	2	1	1	1	1	1.22
Grynasis pelningumas, %	4	4	4	5	4	4	3	3	2	3.67
Turto pelningumas, %	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4.11
Nuosavo kapitalo pelningumas %	4	4	4	5	4	4	4	4	4	4.11

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais perkodavimais.

Įvertintas bendrasis pelningumas per 2004-2012 metus laikomas labai geru pagal Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodiką. Tai įrodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ pakankamai gerai generuoja pardavimo pajamas savikainos atžvilgiu. Įvertinti kiti rodikliai, tokie kaip grynasis, turto ir nuosavo kapitalo pelningumai, laikomi nepatenkinimu pagal orientacinį vertinimo lygį per 2004 -2012 metus (1 priedas). Bendrojo ir kitų pelningumo rodiklių skirtumai parodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ vykdo finansinę ir investicinę veiklą, o taip pat bendrovę slegia aukšta veiklos sąnaudų našta. Tačiau iš apskaičiuotų pelningumo rodiklių, galima išvelgti ir teigiamas tendencijas, nes visi pelningumo rodikliai nuo 2009 metų auga, o geriausi rezultatai yra pasiekti 2012 metais per visą analizuojamą laikotarpį.

Mokumas ir likvidumas yra vienas iš svarbiausių veiksnių, apibūdinančių įmonės gebėjimą esamą turtą paversti pinigais ir laiku padengti įsipareigojimus. Įmonės mokumo pajėgumas yra vertinamas kaip finansinis stabilumas tiekėjų, vartotojų bei kreditorių atžvilgiu. Apskaičiuoti AB „Smiltynės perkėla“ mokumo ir likvidumo rodikliai pateikti 3 lentelėje. Įvertinus AB „Smiltynės perkėla“ bendrąjį likvidumą per 2004 – 2012 metus(3 lentelė) matyti, kad trumpalaikis turtas vienam trumpalaikiam įsiskolinimo litui svyruoja nuo 0,28 Lt iki 1,72 Lt per visą analizuojamą laikotarpį. Remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodika, rodiklis laikomas geru tik 2005 ir 2011 – 2012 metais (1 priedas), kuomet svyruoja nuo 1,59 iki 1,72 Lt vienam įsipareigojimo litui, rodiklis laikomas labai geru, jeigu vienam įsipareigojimų litui yra padengti daugiau negu 1,5 Lt trumpalaikio turto. Pačios mažiausios reikšmės pasiektos 2006 – 2008 metais nuosmukio metais, kuomet rodiklis svyravo nuo 0,28 Lt iki 0,65 Lt vienam įsipareigojimų litu. Šiam laikotarpiui, rodiklių prastėjimą lėmė trumpalaikių įsipareigojimų didėjimas bei trumpalaikio turto mažėjimas. Per 2006 – 2008 metus trumpalaikiai įsipareigojimai didėjo vidutiniškai kasmet 95 %, o trumpalaikis turtas turėjo tendenciją mažėti vidutiniškai kasmet

9 %. Kadangi trumpalaikis turtas viršija trumpalaikius įsipareigojimus daugiau negu 1,5 litų, rodiklis vertinamas gerai, bet neatsižvelgiama į turto sudėtį, nes tik likvidus turtas, skubiai prireikus, gali padengti įsipareigojimus. Trumpalaikio turto sudėtyje atsargos laikomos pačiu nelikvidžiausiu turtu, todėl reikia atkreipti dėmesį į greitąjį trumpalaikį mokumą.

4 lentelė

AB „Smiltynės perkėla“ mokumo/likvidumo rodikliai

Rodiklis	Formulė	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2004 - 2012 metų procentinis pokytis
Bendrasis likvidumas, Lt	Trumpalaikis turtas / Trumpalaikiai įsipareigojimai	0.93	1.65	0.65	0.29	0.28	1.06	1.49	1.72	1.59	70.97
Greitasis trumpalaikio mokumas, Lt	Trumpalaikis turtas - atsargos / Trumpalaikiai įsipareigojimai	0.83	1.54	0.62	0.27	0.25	0.97	1.4	1.65	1.56	87.95
Trumpalaikio įsiskolinimo koeficientas, proc.	Trumpalaikiai įsipareigojimai / Turtas	10.29	8.56	21	42.32	25.97	8.47	9.16	8.59	9.95	-0.34
Bendrasis mokumo koeficientas	Savininkų nuosavybė / visi įsipareigojimai	0.43	0.31	0.2	0.2	0.53	0.71	0.82	0.95	1.07	148.84

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais.

Kaip matyti 3 lentelėje, greitojo trumpalaikio mokumo reikšmės turi analogiškas didėjimo ir mažėjimo tendencijas. Lyginant šiuos rodiklius su bendrojo likvidumo rodiklių, jų vidurkiai siekia 1,01 ir 1,07 Lt. Tai leidžia daryti išvadą, kad atsargos AB „Smiltynės perkėla“ trumpalaikio turto sudėtyje sudaro mažą dalį. Mokumo atžvilgiu tai vertinama teigiamai, nes atsargos gali sudaryti kitose įmonėse didžiausią dalį bendroje trumpalaikio turto struktūroje, o bendras likvidumo rodiklis gali suteikti neišsamią informaciją apie mokumą. Didelė atsargų dalis trumpalaikio turto sudėtyje gali sutrukdyti įvykdyti skubius įsipareigojimų apmokėjimus, nes atsargos yra lėčiausiai pinigais paverčiamas turtas iš viso trumpalaikio turto struktūros.

Trumpalaikio įsiskolinimo koeficientas rodo, kokia įmonės turto dalis finansuojama trumpalaikiais įsipareigojimais. Analizuojant 2004 – 2012 metų AB „Smiltynės perkėla“ turto finansavimą trumpalaikiais įsipareigojimais, matyti, kad reikšmingiausiais finansavimas užfiksuotas 2006 – 2008 metais, kadangi trumpalaikių įsipareigojimų dalis bendroje struktūroje, sudarė nuo 26.31 iki 51.13 procentų visų įsipareigojimų per minėtą laikotarpį. Remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodika, rodiklis laikomas patenkinamu 2007 metais (1 priedas), nes neviršija 80 %. Kiti metai pagal vertinimo metodiką laikomi geri, nes neviršija 30 %. Apibendrinant AB „Smiltynės perkėla“ turto finansavimo šaltinius, galima teigti,

kad žemas trumpalaikio įsiskolinimo koeficientas parodo, jog daugiausiai turtas finansuojamas ilgalaikiais įsipareigojimais. Mokumo atžvilgiu tai yra teigiamas reiškinys, nes turto finansavimas didžiąją dalimi vyksta ilgalaikiais įsipareigojimais, ir tai leidžia sumažinti prireikusių skubių trumpalaikių įsipareigojimų padengimu. Kompleksinis mokumo ir likvidumo įvertinimas 2004 – 2012 m. pateiktas 4 lentelėje.

AB „Smiltynės perkėla“ bendrojo mokumo koeficientas 2004 – 2012 m. parodo, kad vienam įsipareigojimo litui tenka nuo 0,20 iki 1,07 Lt nuosavo kapitalo. Rodiklis vertinamas patenkinamai tik 2012 metais, nes vienam įsipareigojimo litui AB „Smiltynė perkėla“ turėjo 1,07 Lt. nuosavo kapitalo. Rodiklis >1 rodo, kad nuosavas kapitalas viršija skolintą kapitalą. Bendrasis mokumo koeficientas per 2004 – 2007 metus yra prasčiausias ir svyruoja nuo 0,2 Lt iki 0,43 Lt. Tam įtakos turėjo kapitalo struktūros formavimo derinys, kuris bus atidžiau analizuojamas sekančiame skyriuje, be to, prasčiausiems rezultatams įtakos turėjo didelė skolinto kapitalo dalis bendroje struktūroje, kuri svyravo nuo 70,11 iki 83,44 %. 2008 – 2012 metais bendrasis mokumas turėjo tendenciją augti, o tam įtakos turėjo nuosavo kapitalo dalies didėjimas bendroje struktūroje t.y. nuo 34,6 iki 51,61 %. Iš atliktų tyrimų matyti, kad iki 2011 metų rodiklis neviršija vieneto, ir tai reiškia, kad įsipareigojimai viršijo nuosavą kapitalą. Finansiniu atžvilgiu tai blogas reiškinys, nes veikla buvo finansuojama didžiąją dalimi skolintomis lėšomis, o tai reiškia, kad bendrovėje aukšta nemokumo rizika.

5 lentelė

**AB „Smiltynės perkėla“ mokumo/likvidumo rodiklių perkodavimas į rangines skales
remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodika**

Rodiklis	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Vidurkis
Bendrasis likvidumas, Lt	5	2	5	5	5	4	3	2	2	3.67
Greitasis trumpalaikio mokumas, Lt	4	1	5	5	5	4	2	1	1	3.11
Trumpalaikio įsiskolinimo koeficientas, proc.	2	2	2	3	2	2	2	2	2	2.11
Bendrasis mokumo koeficientas	5	5	5	5	4	4	4	4	3	4.33

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais perkodavimais.

Atlikti svertinio aritmetinio vidurkio skaičiavimai pagal orientacinį vertinimą parodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ per 2004 – 2012 metus pasižymi silpnu mokumu bei likvidumu. Bendrasis likvidumo rodiklis per 2004 – 2012 metus vertinamas nepatenkinamai, o tai reiškia, kad bendrovė turi nepakankamai trumpalaikio turto padengti trumpalaikiams įsipareigojimams. Greitasis trumpalaikis mokumas vertinamas patenkinamai ir tai rodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ turi pakankamai likvidaus turto prireikus skubiai apmokėti įsipareigojimus. Trumpalaikių įsipareigojimų dalies turto finansavime rodiklis laikomas geru, maža rodiklio reikšmė parodo, kad

turtas didžiąja dalimi finansuojamas ilgalaikiais įsipareigojimais ir nuosavu kapitalu. Šis derinys rodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ finansavimas vykdomas pastoviu kapitalu, kuris susidaro iš nuosavo kapitalo ir ilgalaikių įsipareigojimų. Bendrasis mokumas vertinamas nepatenkinamai, o tai rodo, kad skolintos lėšos sudaro didžiausią dalį bendroje struktūroje per 2004 – 2012 metus.

Apyvartumo rodiklių grupės tikslas - parodyti įvairias įmonės veiklos puses ir jas įvertinti. Ši grupė kartais vadinama efektyvumo rodiklių grupe. AB „Smiltynės perkėla“ apyvartumo rodikliai pateikti 6 lentelėje.

6 lentelė

AB „Smiltynės perkėla“ apyvartumo rodikliai

Rodiklis	Apskaičiavimas	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2004 – 2012 metų procentinis pokytis
Manevringumo koeficientas, Lt	Trumpalaikis turtas/ Nuosavas kapitalas	0.34	0.63	0.84	0.75	0.21	0.22	0.30	0.30	0.31	-8.82
Viso turto apyvartumas, Lt	Pardavimo pajamos/ Visas turtas	0.39	0.35	0.26	0.36	0.41	0.29	0.31	0.34	0.35	-10.26
Pirkėjų įsiskolinimo apyvartumas, dienomis	Pirkėjų įsiskolinimas*365/ Pardavimo pajamos	51.37	9.41	12.21	36.07	42.47	45.84	44.00	16.18	10.65	-79.27

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais.

Turto panaudojimo efektyvumo rodiklių analizė siejasi su tikslinga ūkyje turimo turto, išteklių valdymo veikla, siekiant užtikrinti ekonomiškai sėkmingą ūkio veiklą, didinti pajamingumą ir pelningumą. Apskaičiuotas manevringumo koeficientas parodo kokią savininkų nuosavybės dalį sudaro trumpalaikiai gryniesi aktyvai, tai yra, kokia apimtimi įmonė yra finansiškai nepriklausoma. Pagal orientacinį vertinimo lygį, rodiklis laikomas geru tik 2005 – 2007 metais, kuris svyruoja nuo 0,63 iki 0,84 Lt. Tai reiškia kad vienam nuosavo kapitalo litui tenka nuo 0,63 iki 0,84 Lt trumpalaikio turto ir tai parodo, kad bendrovė tais metais buvo finansiniu aspektu pakankamai nepriklausoma.

AB „Smiltynės perkėla“ manevringumo koeficientas svyruoja 0,21 – 0,34 Lt ribose, tai reiškia, kad bendrovės nuosavas kapitalas panaudojamas nepakankamai efektyviai, o grynasis trumpalaikis turtas vidutiniškai sudaro tik 28 % savininkų nuosavybės.

Viso turto apyvartumas parodo, kiek vienam turto litui tenka pardavimo pajamų. AB „Smiltynės perkėla“ turto apyvartumas svyruoja 0,26 – 0,41 Lt ribose. Vidutiniškai per 2004 – 2012 metus vienam turto litui tenka 0,34 Lt pardavimo pajamų. Remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertimo metodika(1 priedas), rodiklis per 2004 – 2012 laikomas nepatenkinamu, tačiau žemam rodikliui turi įtakos bendrovės specifinė veikla. Kadangi AB

„Smiltynė perkėla“ užsiima keleivių pervežimu Kuršių mariose, atitinkamai pagrindinis turtas, dėka kurio bendrovė uždirba pagrindines pardavimo pajamas yra keltai, o jų turto vertė labai aukšta. Pavyzdžiui nuo 2004 – 2009 metų buvo įsigyti trys keltai, kurių bendra turto vertė 36752255 Lt.

Vertinant AB „Smiltynės perkėla“ pirkėjų skolos apyvartumą, per 2004 – 2012 metus pirkėjai atsiskaitydavo kas 30 dieną. Greičiausias atsiskaitymas dienomis buvo pasiektas 2005 metais, kuomet pirkėjai atsiskaitydavo per 9 dienas, o vėliausia atsiskaitymo trukmė pasiekta 2009 metais, kai pirkėjai atsiskaitydavo per 46 dienas. 2004 ir 2009 metais rodiklis laikomas patenkinamu, kitais metais rodiklių reikšmės vertinamos labai gerai ir gerai.

Atkreiptinas dėmesys į AB „Smiltynės perkėla“ pirkėjų įsiskolinimo struktūrą, kurių skolos pagrinde susidaro iš perkėlimo paslaugų ir iš nuomos paslaugų. Didžiausią dalį pirkėjų įsiskolinimą sudaro perkėlimo paslaugos, kurių pirkėjai yra Klaipėdos m. savivaldybės administracija (lengvatinių bilietų kompensavimas) ir Lietuvos automobilių kelių direkciją prie susisiekimo ministerijos (kompensuotinos sumos už neatlygintą perkėlimą). Taigi, pagrindiniai skolininkai yra LR valstybės valdomi objektai, kurių atsiskaitymų uždelsimas gali atsirasti tik valstybės bankroto atveju.

Apibendrinant AB „Smiltynės perkėla“ 2004 – 2012 metų apyvartumo rodiklius, išvestas kompleksinis visų metų vertinimas, kuris pateiktas 7 lentelėje.

7 lentelė

**AB „Smiltynės perkėla“ apyvartumo rodiklių perkodavimas į rangines skales remiantis
Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodika**

Rodiklis	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Vidurkis
Manevringumo koeficientas	4	1	1	1	4	4	4	4	4	3.00
Viso turto apyvartumas	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4.00
Pirkėjų įsiskolinimo apyvartumas	3	1	1	2	2	3	2	1	1	1.78

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais perkodavimais.

Atliktas kompleksinis 2004 – 2012 metų apyvartumo rodiklių vertinimas parodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ manevringumo koeficientas vertinamas patenkinamai, o tai reiškia, kad bendrovė per analizuojamą laikotarpį buvo pakankamai nepriklausoma finansiniu aspektu. AB „Smiltynės perkėla“ turto apyvartumas laikomas nepatenkinamu, nors egzistuoja tam tikros priežastys dėl specifinės veiklos. Keltų vertė yra labai aukšta, o tai turi įtakos žemam rodikliui. Pirkėjų įsiskolinimo apyvartumas laikomas geru, tam įtakos turi pirkėjų tipas prie kurių priskiriamos LR institucijos.

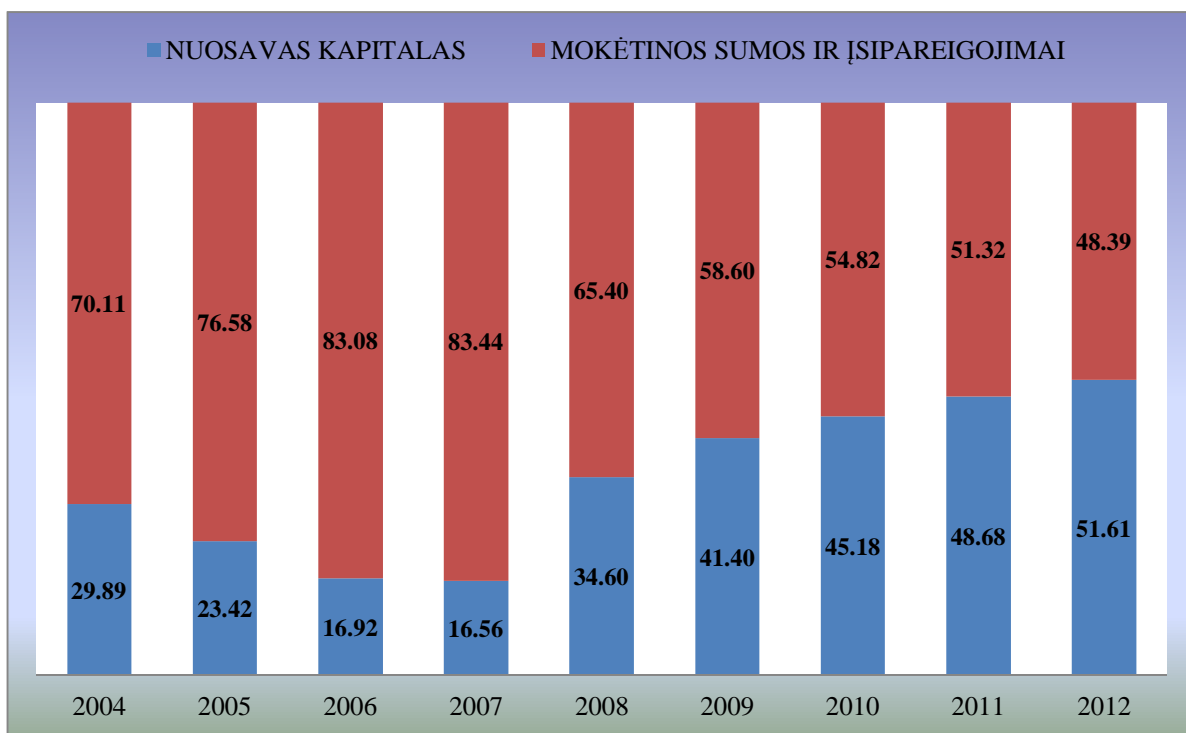
Atlikta AB „Smiltynės perkėla“ 2004 – 2012 metų veiklos analizė remiantis santykinų rodiklių skaičiavimais parodo, kad bendrovė nepasižymi aukštu pelningumu per analizuojamus metus. Bendrasis pelningumas laikomas pakankamai geru, tačiau grynas pelningumas parodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ taip pat vykdo finansinę ir investicinę veiklą, kas galėjo turėti neigiamos įtakos pelningumo rodikliams. Turto ir nuosavo kapitalo pelningumas taip pat vertinamas nepatenkinamai, o tam įtakos turi keleivių pervežimo veikla, o perkėlimo transporto (keltų) vertė yra pakankamai aukšta, kas turi neigiamos įtakos rodikliams. Analizuojant likvidumo rodiklius, iš apskaičiuotų bendrojo likvidumo ir greitojo mokumo rodiklių skirtumų, matyti, kad nelikvidžiausias turtas - atsargos užima pakankamai mažą dalį bendroje struktūroje. Tai parodo, kad įmonė turi pakankamai likvidaus trumpalaikio turto prireikus skubiai apmokėti įsipareigojimus. Turto pagrindinis finansavimas didžiaja dalimi vykdomas ilgalaikiais įsipareigojimais, o tai parodo trumpalaikio įsiskolinimo koeficientas, kuris vertinamas gerai remiantis Statistikos departamento finansinių rodiklių vertinimo metodika. Ilgalaikių įsipareigojimų (lizingo) būdu įsigyti trys keltai, kurių vertė buvo virš 35 mln. Lt. Nuosavo kapitalo kiekis vienam įsipareigojimo litui taip pat vertinamas nepatenkinamai per 2004 – 2012 metus. Tai rodo, kad veiklos finansavimas didžiaja dalimi buvo vykdomas skolintomis lėšomis. Mokumo atžvilgiu tai yra teigiamas reiškinys, nes skolinto kapitalo dalis viršija nuosavo kapitalo dalį. AB „Smiltynės perkėla“ yra finansiniu aspektu pakankamai nepriklausoma, kadangi vienam nuosavo kapitalo litui tenka pakankamai trumpalaikio turto. Turto apyvartumas vertinamas neigiamai, nes nepakankamai sugeneruoja pardavimo pajamų. Tačiau tam įtakos turi jau minėta specifinė veikla ir turto vertė.

Apibendrinant, AB „Smiltynės perkėla“ finansinę padėtį, galima teigti, kad bendrovė nepasižymi aukštu pelningumu, mokumas vertinamas gerai, nes yra pakankamai lėšų padengti įsipareigojimus, tuo tarpu bendrovės turtas finansuojamas ilgalaikiais įsipareigojimais, o pati veikla finansuojama taip pat ilgalaikiais įsipareigojimais ir nuosavu kapitalu. Tačiau prie visų silpnųjų, pastebėtos teigiamos tendencijos, nes nuo 2010 metų, tiek pelningumo, tiek mokumo ir apyvartumo rodikliai stiprėjo ir geriausi rezultatai buvo pasiekti per visą analizuojamą laikotarpį 2012 metais. Tai parodo, kad bendrovės finansinė padėtis ir stabilumas tik stiprėja, o jeigu tokios pačios tendencijos išliks ir 2013 m. tai galima tikėtis tik geresnių rezultatų ir aukštų dividendų išmokėjimo į valstybės biudžetą.

2.3 AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros 2004 – 2012 metų analizė

Kapitalo struktūros analizė atskleidžia įmonės finansinio stabilumo problemą, kuri išreikšta per skolinto ir nuosavo kapitalo santykį. Atliekant AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros analizę, svarbu išsiaiškinti skolinto kapitalo ir nuosavo kapitalo dydžius bendroje kapitalo

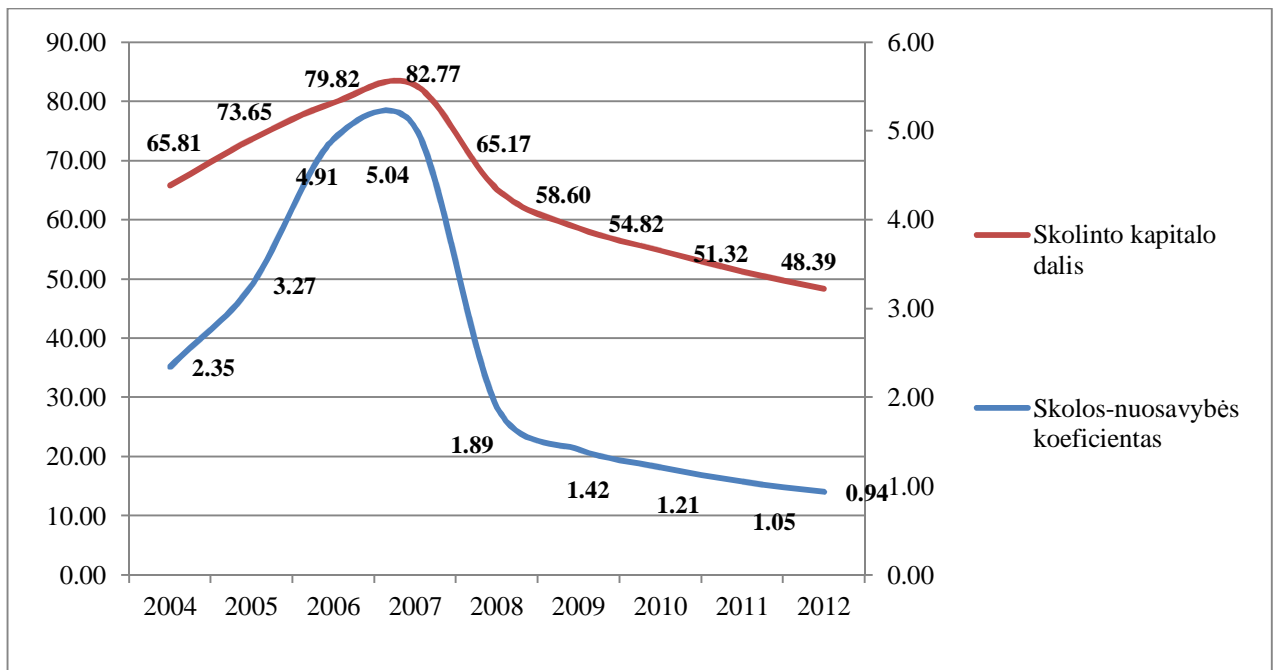
struktūroje. AB „Smiltynės perkėla“ nuosavo ir skolinto kapitalo procentinis santykis pateiktas 11 paveiksle. Apskaičiuoti nuosavo ir skolinto kapitalo procentinių santykių vidurkiai per 2004 – 2012 metus yra lygūs atitinkamai 34,25% ir 65,75 %, tai parodo, kad skolinto kapitalo dalis sudaro didžiąją dalį bendroje kapitalo struktūroje per analizuojamus metus. 2006 – 2007 metais skolinto kapitalo dalis siekė aukščiausias reikšmes per analizuojamą laikotarpį ir svyravo nuo 83,08% iki 83,44 % kapitalo struktūroje, mokumo, rizikos bei veiklos tęstinumo atžvilgiu tai vertinama neigiamai, kadangi rinkos ekonomikos šalyse pakankamai įsiskolinusiomis laikomos tokios įmonės, kurių skolinto ir nuosavo kapitalo santykis yra lygus. Remiantis atliktais skaičiavimais, galima daryti išvadas, kad AB „Smiltynės perkėla“ veiklos finansavimas vykdomas daugiausiai skolintomis lėšomis. Tyrimo eigoje pastebėta tendencija, kad nuo 2007 metų iki 2012 metų nuosavo kapitalo dalis kasmet auga, vidutiniškai per tą laikotarpį nuosavo kapitalo vertė kasmet didėja 30,49 % per analizuojamą laikotarpį.



11 pav. Skolinto ir nuosavo kapitalo procentiniai santykiai kapitalo struktūroje

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis ataskaitos duomenimis

Nors nuosavo kapitalo vertė auga, tačiau tam, kad įvertinti kapitalo struktūrą, būtina atsižvelgti taip pat ir į įsipareigojimų pokyčius. Atsižvelgti į šiuos veiksnius kartu padės kapitalo struktūros rodiklių analizė. Tinkamam AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros įvertinimui pasitelkta skolos - nuosavybės ir skolinto kapitalo dalies rodiklio, kurie aiškiai parodo skolinto kapitalo vaidmenį struktūroje ir finansavime. Skaičiavimų rezultatai pateikti 12 paveiksle.



12 pav. Kapitalo struktūros rodikliai 2004 - 2012 metais

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis ataskaitos duomenimis

Per 2004 – 2012 metus skolos – nuosavybės koeficientas laikomas nepatenkinamu, išskyrus 2012 metus, kai rodiklis neviršija vieneto. Kitais metais (2006 – 2007) skolintas kapitalas viršija nuosavą kapitalą, ypač ženkliai, net 5 kartais. Tyrimo eigoje, pastebėta tendencija, kad nuo 2007 metų iki pat 2012 metų, rodiklis pradeda mažėti nuo 5,04 iki 0,94 punkto. Tai rodo, kad per tą laikotarpį keitėsi kapitalo struktūra nuosavo kapitalo didėjimo naudai.

Atsižvelgiant į skolinto kapitalo dalies rodiklį, kuris skaičiuojamas kaip skolinto kapitalo ir turto santykis bei parodo kokia dalis turto yra finansuojama skolintomis lėšomis. Analizuojant skolinto kapitalo dalies rodiklį išskiriami du laikotarpiai. 2004 – 2007 metais skolinto kapitalo dalis turto finansavime didėjo nuo 65,81% iki 82,77 % ir vidutiniškai kasmet augo 5,65%. Kitas laikotarpis (2008 – 2012 metai), kai skolinto kapitalo dalies rodiklis mažėjo vidutiniškai 6,87 % ir 2012 metais skolinto kapitalo dalies rodiklis sumažėjo iki 48,39%. Tai reiškia, kad turto finansavimas per antrąjį laikotarpį didele dalimi vyko nuosavų kapitalu. Šių rodiklių pokyčių priežastys atskleidžiamos remiantis grandininio pasikeitimo metodu sekančioje lentelėje.

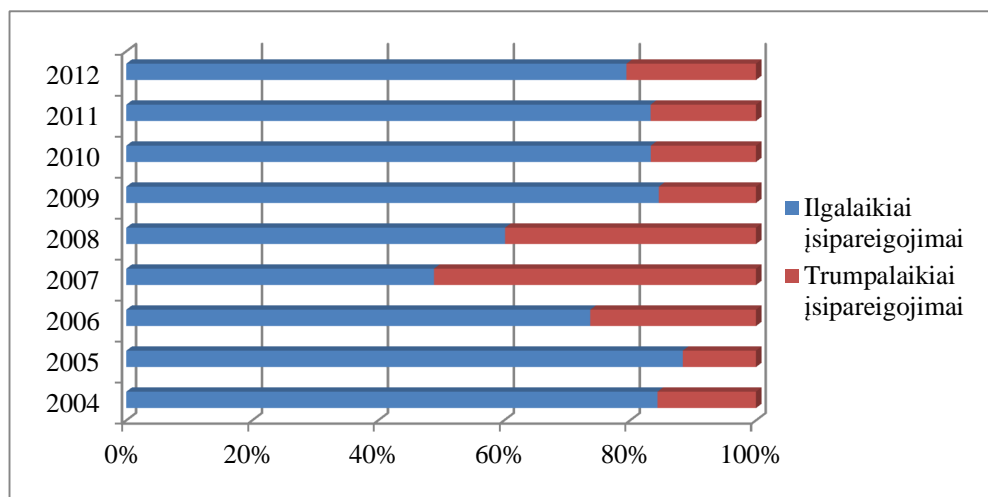
Nustatytos minėtų rodiklių pokyčių priežastys parodo (2-3 priedai), kad esminę įtaką skolos – nuosavybės koeficiento kitimui turėjo visų įsipareigojimų vertės kitimai, kurie pasireiškia 2005 – 2007 ir 2010 – 2012 metais, kadangi įsipareigojimų pokyčiai turėjo stipriausią įtaką minėtam rodiklio kitimui. Skolinto kapitalo dalies rodikliui taip pat stipriausią įtaką kitimui turėjo įsipareigojimų pokyčiai, kurie pasireiškia 2005 – 2006 metais, 2008 ir 2010 – 2012 metais. Todėl apskaičiuojami skolinto ir nuosavo kapitalo kaštai bei įvertinama jų struktūra.

Kapitalo struktūros rodiklių kitimo tendencijos

Metai	Skolos – nuosavybės koeficientas	Skolinto kapitalo dalies rodiklis
2005	Skolos nuosavybės koeficientas lyginant su 2004 metais padidėjo 0.92 punkto, šiam koeficientų didėjimui stipriausią įtaką turėjo visų įsipareigojimų vertės pasikeitimas, kuri padidėjo 40.51 %, atitinkamai koeficientas didėjo 0.94 punkto. Nuosavo kapitalo vertės didėjimas 0.79 % įtakojo koeficiento reikšmės mažėjimą neženkliai – tik 0.02 punkto.	2005 metais skolinto kapitalo dalis turto finansavime padidėjo 7.84 % lyginant su 2004. Reikšmingiausią įtaką pasikeitimui turėjo visų įsipareigojimų vertės didėjimas 40.51 procentų, kuris lėmė 21.23 % skolinto kapitalo dalies rodiklio pasikeitimo didėjimą, tuo tarpu turto vertės didėjimas 25.55 % turėjo įtakos dalies pasikeitimo mažėjimui tik 13.39 %.
2006	Lyginant 2006 metus su 2007 metais, skolos – nuosavybės koeficientas didėjo 1.64 punkto. Šio koeficiento didėjimą 1.67 punkto lėmė visų įsipareigojimų vertės didėjimas 51.62 %. Nuosavo kapitalo vertės didėjimas 0.94 % nulemia koeficientų mažėjimą tik 0.03 punktu.	2006 metais skolinto kapitalo dalis turto finansavime padidėjo 6.17 %. Stipriausią įtaką didėjimui turėjo visų įsipareigojimų vertės didėjimas 51.62 %, kuris lėmė 27.18 % skolinto kapitalo dalies didėjimą, o turto vertės didėjimas 39.91 % sumažino skolinto kapitalo dalies rodiklio didėjimą 21.01 %.
2007	2007 metais skolos – nuosavybės didėjo 0.13 punkto. Stipriausią įtaką pasikeitimui turėjo visų įsipareigojimų mažėjimas 4.51 %, kuris sumažino koeficiento pasikeitimą – 0.24 punkto. Nuosavo kapitalo vertės mažėjimas 6.89 % nulėmė šio koeficiento augimą 0.36 punkto.	2007 metais skolinto kapitalo dalis turto finansavime didėjo toliau 2.95 %. Įtakos augimui turėjo turto vertės mažėjimas 7.91 %, kuris padidino skolos kapitalo dalies 6.85 %. Visų įsipareigojimų vertės mažėjimas 4 % lėmė skolinto kapitalo dalies rodiklio mažėjimą 3.91 %.
2008	2008 metais skolos – nuosavybės koeficientas mažėjo 3.15 punkto. Pasikeitimui stipriausią įtaką turėjo nuosavo kapitalo vertės didėjimas 89.18 %, kuris nulėmė koeficiento mažėjimą 2.44 punkto. Visų įsipareigojimų mažėjimas 27.17 % įtakojo koeficiento pasikeitimo mažėjimą tik 0.71 punkto.	Skolinto kapitalo dalies rodiklis 2008 metais turėjo tendencija mažėti 17.59%. Reikšmingiausią įtaką pasikeitimui turėjo visų įsipareigojimų vertės mažėjimas 27.17 %, kuris lėmė skolinto kapitalo dalies pasikeitimą 24.31%. Turto vertės mažėjimas 7.51 % lėmė skolinto kapitalo dalies rodiklio didėjimą 6.72%.
2009	Skolos – nuosavybės koeficientas mažėjo toliau 2009 metais – 0.48 punkto. Nuosavo kapitalo vertės didėjimas 53.77 procentų sumažino koeficiento pasikeitimą 0.63 punkto, tuo tarpu visų įsipareigojimų didėjimas 12.22 procentų lėmė skolos – nuosavybės koeficiento augimą 0.15 punkto.	2009 metais taip pat pasižymi mažėjimų – 6.58%. Stipriausią įtaką pasikeitimui turėjo turto vertės padidėjimas 24.81 procentų, kuris lėmė skolinto kapitalo dalies rodiklio mažėjimą 12.96 procentų, tuo tarpu visų įsipareigojimų augimas 12.22 procentų padidino skolinto kapitalo dalies rodiklį 6.38 procentais.
2010	Taip pat pastebimas tolimesnis skolos – nuosavybės koeficiento mažėjimas, kuris 2010 metais siekė – 0.2 punkto. Didžiausią įtaką koeficientų pasikeitimui turėjo visų įsipareigojimų mažėjimas 8.80 %, kuris sumažino minėtą koeficientą 0.12 punkto, o nuosavo kapitalo didėjimas 6.36 % sumažino skolos – nuosavybės koeficientą tik 0.12 punkto.	2010 metais skolinto kapitalo dalis turto finansavime mažėja toliau – 3.77 %. Visų įsipareigojimų vertės mažėjimas 8.80 % lėmė skolinto kapitalo dalies pasikeitimo mažėjimą 5.29 % didėjimą. Neigiamą įtaką skolinto kapitalo dalies rodiklio didėjimui 1.52 % turėjo turto vertės mažėjimas 2.52 %.
2011	2011 metais koeficientas mažėjo toliau – 0.16 punkto. Reikšmingiausią įtaką pasikeitimui turėjo įsipareigojimų vertės mažėjimas 12.66 %, dėl to, koeficientas sumažėjo 0.15 punkto, o nuosavo kapitalo vertės didėjimas 0.52 %, sumažino koeficientą tik 0.01 punkto.	2011 metais skolinto kapitalo dalis turto finansavime taip pat toliau mažėjo 3.50 %. Skolinto kapitalo dalies rodiklio mažėjimą 7.44 % lėmė visų įsipareigojimų vertės mažėjimas 12.66 %, tuo tarpu skolinto kapitalo dalies rodiklio didėjimą 3.94 % lėmė turto vertės mažėjimas 6.71 %.
2012	2012 metais išlieka skolos – nuosavybės koeficiento mažėjimo tendencija, kuris sumažėja 0.12 punkto. Stipriausią įtaką pasikeitimui, turėjo įsipareigojimų vertės mažėjimas 9.65 %, kuris sumažino koeficientą 0.10 punkto, o 0.02 punkto mažėjimą lėmė nuosavo kapitalo vertės didėjimas 9.65 %.	Skolinto kapitalo dalies rodiklis 2012 metais mažėjo 2.93 %. Skolinto kapitalo dalies rodiklio mažėjimą 5.17 % įtakojo visų įsipareigojimų mažėjimas 9.65 %, o skolinto kapitalo dalies rodiklio didėjimą 2.24 % turėjo įtakos turto vertės mažėjimas 4.18 %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais.

Prieš apskaičiuojant skolinto kapitalo kaštus, būtina įvertinti įsipareigojimų struktūrą. Apskaičiuota įsipareigojimų struktūra (žr. 13 pav.) parodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ veikla finansuojama ilgalaikiais įsipareigojimais. Per 2004 – 2012 metus vidutiniškas ilgalaikių ir trumpalaikių santykis yra 74.63 ir 25.37 procentų atitinkamai.



13 pav. Įsipareigojimų struktūra 2004 - 2012 metų

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis ataskaitos duomenimis

Didžiąja dalimi veiklos finansavimas vyksta ilgalaikiais įsipareigojimais, todėl yra tikimybė, kad bendrovė naudojasi keliais finansavimo šaltiniais, įvairių projektų finansavimui, todėl palūkanų norma gali būti skirtinga. Apskaičiuojama vidutinė skolinto kapitalo kaina nuo sumokėtų palūkanų kiekvienais metais. Remiantis AB „Smiltynės perkėla“ 2004–2012 m. finansinių ataskaitų duomenimis, 9 lentelėje pateiktas skolinto kapitalo kiekis bei sumokėtos palūkanos.

9 lentelė

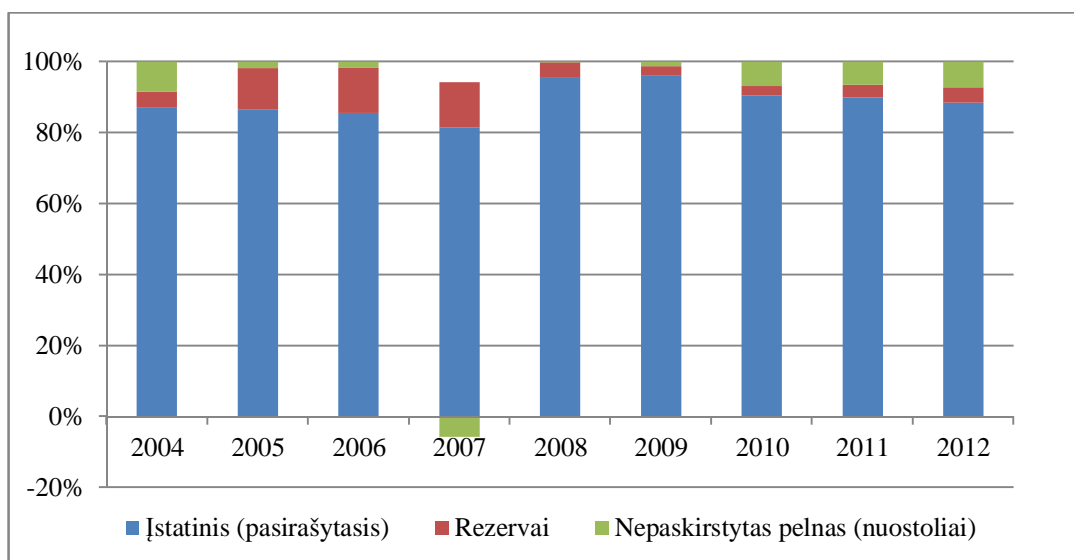
AB „Smiltynės perkėla“ skolinto kapitalo kaina

Metai	Skolintas kapitalas	Sumokėtos palūkanos	Skolinto kapitalo kaina, proc.	Skolinto kapitalo kaina įvertinus pelno mokesčio norma
2004	15835429	406022	2.56	2.18
2005	22250349	744025	3.34	2.84
2006	33736915	639330	1.90	1.61
2007	32216712	1519979	4.72	4.01
2008	23463510	1516326	6.46	5.49
2009	26329941	1190841	4.52	3.84
2010	24013583	689477	2.87	2.44
2011	20972560	709576	3.38	2.88
2012	18947704	583749	3.08	2.62

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis ataskaitos duomenimis ir atliktais skaičiavimais.

Palūkanų norma yra vieną iš pagrindinių rizikos rūšių ir neapibrėžtumų su kuriais susiduria įmonė, nes įmonės pinigų srautai iš finansinės veiklos yra stipriai priklausomi nuo rinkos palūkanų normų (EURIBOR) pokyčių. AB „Smiltynės perkėla“ skoloms taikomos kintamos palūkanos, susijusios su EURIBOR ir svyruojančios nuo EURIBOR+1,0 % iki EURIBOR+2,5 %.

Atlikti skolinto kapitalo kainos skaičiavimai AB „Smiltynės perkėla“ parodo, kad aukščiausia skolinto kapitalo kaina buvo 2007 – 2009 metais, kuri svyravo nuo 4.01 iki 5.49 %. Žemiausia kaina užfiksuota 2006 metais, kuri siekė 1.61 %. Vidutiniškai per 2004 – 2012 metus skolinto kapitalo kaina siekė 3.10%. Skolinto kapitalo kainos augimas 2007 – 2009 metais lyginant su praeitais metais, sutapo su ekonominės krizės laikotarpiu Lietuvoje bei visame pasaulyje. Ekonomikos teorijoje palūkanų norma yra viena iš makroekonominių rodiklių, apibūdančių šalies ekonominę būklę bei ekonomikos ciklus. Palyginus skolinto kapitalo kainos ir vidutinės metinės palūkanų normos šalyje (4 priedas) pokyčius, pastebėtos tos pačios didėjimo tendencijos, nes aukščiausios metinės vidutinės palūkanų normos šalyje per 2004 – 2012 užfiksuotos 2007 – 2009 metais. Taigi, galima teigti, kad ekonomikos ciklą pasikeitimas lėmė skolinto kapitalo kainos augimą 2007 – 2009 metais. 2012 metų AB „Smiltynės perkėla“ ataskaitoje pateikta, kad jei bendrovės skoloms su kintama palūkanų norma taikoma vidutinė metinė palūkanų norma padidėtų (arba sumažėtų) 1 %, 2012 m. gruodžio mėn. 31 d. pasibaigusiu finansinių metų palūkanų sąnaudos ir metų pelnas būtų sumažėję (arba padidėję) apytikriai 195 tūkst. Lt (2011 m. – 222 tūkst. Lt). Iš ataskaitos skaičiavimų matyti, kad aukšta skolinto kapitalo palūkanų norma taip pat gali būti laikoma vieną iš priežasčių dėl AB „Smiltynės perkėla“ patirtų nuostolių 2007 metais.



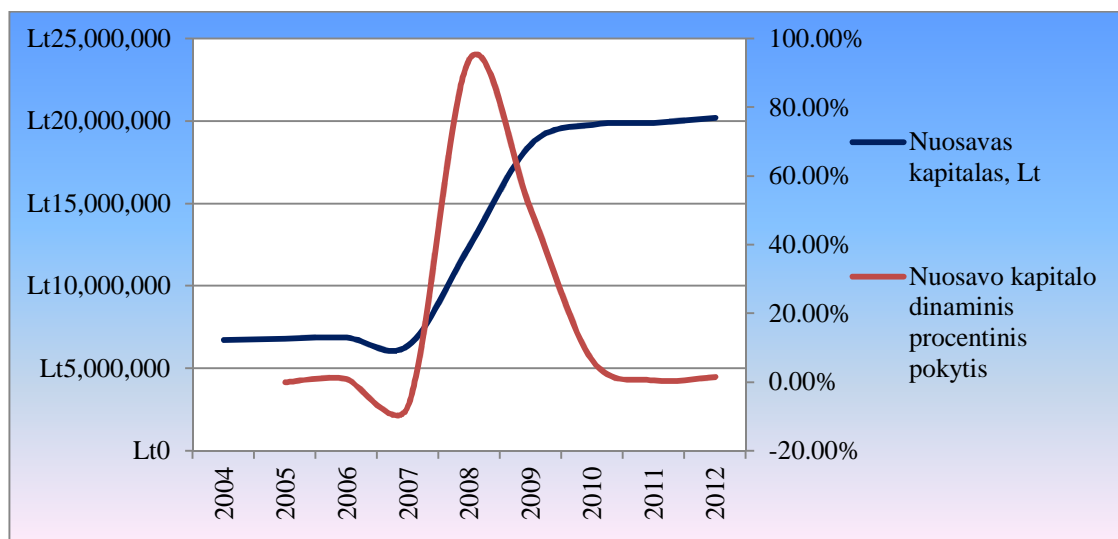
14 pav. Nuosavo kapitalo struktūra 2004 - 2012 metais

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis ataskaitos duomenimis

Prieš nuosavo kapitalo kainos apskaičiavimą, pateikiami nuosavo kapitalo apimties pokyčiai bei jo struktūra per 2004 – 2012 metus (14 paveiksle). AB „Smiltynės perkėla“ nuosavas kapitalas sudarytas iš įstatinio kapitalo, rezervų ir nepaskirstytojo pelno.

Visas nuosavas kapitalas susideda iš įstatinio kapitalo. Vidutiniškai per 2004 – 2012 metus įstatinis kapitalas nuosavo kapitalo struktūroje sudaro 88.49 % su standartiniu nuokrypiu 3.63 %, rezervai sudaro 4.27 % su standartiniu nuokrypiu 4.79%, nepaskirstytas pelnas – 7.23 % su standartiniu nuokrypiu 4.71 %. Didžiausią dalį bendroje struktūroje įstatinis kapitalas sudarė 2009 metais, kuris buvo lygus 96.11 % visame nuosavam kapitale, o mažiausią 2005 metais – 86.44 procentų. Nepaskirstytas pelnas per 2004 – 2012 metus nuosavo kapitalo struktūroje svyruoja nuo -6.42 iki 8.43 %. Rezervai per 2004 – 2012 metus bendroje struktūroje svyruoja nuo 2.78 iki 14.45 %, tuo pačiu rezervai pasireiškia, kaip daugiausiai svyruojanti dalis bendroje struktūroje, kadangi turi aukštesnę standartinę nuokrypį.

Nuosavo kapitalo pokyčiai pateikti 15 paveiksle. Nuo 2004 iki 2007 metų paprastųjų akcijų skaičius siekė 98 030 vienetų, kurių nominali vertė 60 Lt. 2008 metais akcijų skaičius didėjo iki 198 030 vienetų su tokia pačia nominalią vertę 60 Lt. Valstybei atstovauja Susisiekimo ministerija, patikėjimo teise valdanti 295 030 paprastąsias vardines akcijas arba 98,99 % įstatinio kapitalo, o kitos 3000 akcijų arba 1.01 % įstatinio kapitalo priklauso privatiems akcininkams.



15 pav. Nuosavo kapitalo pokytis per 2004 - 2012 metus

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis ataskaitos duomenimis

2008 - 2009 metais nuosavas kapitalas turėjo tendenciją didėti. 2008 metais nuosavas kapitalas didėjo 94.06 % lyginant su 2007 metais. 2009 metais nuosavas kapitalas didėjo - 49.90 % lyginant su 2008 metais. Kadangi nuosavas kapitalas formuojamas įstatiniu kapitalu, kuris susidaro iš paprastųjų akcijų, tai akcijų didėjimas turėjo įtakos nuosavo kapitalo augimui. Pagal LRV 2008 m. rugpjūčio 27 d. nutarimą Nr.850 „Dėl valstybės turto investavimo ir akcinių bendrovių įstatinio

kapitalo didinimo“ iš susisiekimo vidaus vandens keliais užtikrinimo programos gauta 6000000 Lt. kaip papildomas įnašas kapitalo didinimui. 2009 metais paprastųjų vardinių akcijų skaičius didėjo iki 298030 vienetų, iš susisiekimo vidaus vandens keliais užtikrinimo programos gauta dar papildomai 6000000 Lt. kaip papildomas įnašas kapitalo didinimui. Taigi, nuosavo kapitalo augimui įtakos turėjo LRV programa, pagal kurią per 2008 – 2009 metus gauta 12000000 Lt. kaip papildomas įnašas kapitalo didinimui.

10 lentelė

AB „Smiltynės perkėla“ nuosavo kapitalo kainos apskaičiavimas

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Dividendų išmokėjimas, Lt	211457	23900	47707	62460	0	13893	161199	1145771	1167945
Paprastųjų vardinių akcijų skaičius, vnt.	98030	98030	98030	98030	198030	298030	298030	298030	298030
Dividendų išmokėjimas vienai akcijai, Lt	2.16	0.24	0.49	0.64	0.00	0.05	0.54	3.84	3.92
Akcijos nominali vertė, Lt	LTL 60	LTL 60	LTL 60	LTL 60	LTL 60	LTL 60	LTL 60	LTL 60	LTL 60
Nuosavo kapitalo kaina, %	3.60	0.41	0.81	1.06	0.00	0.08	0.90	6.41	6.53
Nuosavo kapitalo kaina įvertinus 15 % mokesčių našta(1-0.15)	3.06	0.35	0.69	0.90	0.00	0.07	0.77	5.45	5.55

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktas skaičiavimais

AB „Smiltynės perkėla“ paprastosios vardinės akcijos sudaro pagrindinę bendrovės akcijų dalį, apytiksliai 90 procentų viso nuosavo kapitalo per 2004 – 2012 metus, todėl apskaičiuojant nuosavo kapitalo kainą, pasitelkta metodų, kur dividendų išmokėjimas vienai akcijai dalijamas iš akcijos nominalios vertės. Nuosavo kapitalo kainos apskaičiavimas pateiktas 10 lentelėje. Iš lentelėje pateiktų duomenų matyti, kad aukščiausios nuosavo kapitalo kainos buvo 2004 ir 2011 – 2012 metais. Tam įtakos turėjo AB “Smiltynės perkėlos” pelningi metai, nes dividendų išmokėjimas vienai akcijai per tą laikotarpį siekė nuo 2.16 iki 3.92 Lt. Nuo 2005 iki 2010 metų, išskyrus 2008 metus, kai dividendų išmokėjimas vienai akcijai siekė nulį, t.y. dividendai nebuvo mokami, per minėtą laikotarpį dividendų išmokėjimas vienai akcijai svyravo nuo 0.05 iki 0.54 Lt. Tai ir turėjo neigiamos įtakos nuosavo kapitalo kainai, kuri tuo tarpu neviršija netgi 1 %. Per visą analizuojamą laikotarpį išskiriami 2008 metai, kur užfiksuota nulinė nuosavo kapitalo kaina. Tam įtakos turėjo neišmokėti tais metais dividendai paprastųjų vardinių akcijų savininkams, nes tuo

laikotarpiu AB „Smiltynės perkėla“ veikla nuo 2007 – 2008 metais buvo nuostolinga. Per tuos metus užfiksuoti nuostoliai siekė 410462 ir 296427 Lt. AB „Smiltynės perkėla“ nuosavo kapitalo grąžos augimo tendencijos matyti nuo 2009 iki 2012 metų. Tam įtakos turėjo Susisiekimo Ministerijos įnašai didinti nuosavą kapitalą nuo 98030 iki 298030 paprastųjų vardinių akcijų. Įvertinant 2012 metus, grynasis pelnas lyginant su 2009 metais išaugo 181 procentų, o dividendų išmokėjimas turėjo tendenciją didėti 8306%, kas ir turėjo įtakos nuosavo kapitalo kainos augimui.

Vidutinė nuosavo kapitalo kaina per 2004 – 2012 metus lygi 1.87 %, lyginant su skolinto kapitalo kaina per 2004 – 2012, kuri siekė 3.65 %. Nuosavo kapitalo kaina yra du kartus didesnė nei skolinto kapitalo kaina. Nuosavas kapitalas yra patrauklesnis nei skolintas kapitalas kainos atžvilgiu, tačiau skirtingo kapitalo pritraukimo procesai turi savo specifiką ir kainas. AB „Smiltynės perkėla“ atveju, tai yra Valstybės valdoma bendrovė, kurios kapitalo pritraukimas gali būti vykdomas per LR programas, kaip papildomas įnašas kapitalo didinimui. Tačiau nuosavo kapitalo kainą, kuri išreikšta per dividendų išmokėjimą, galima vertinti kaip grąžą mokesčių mokėtojams, nes tai matyti AB „Smiltynės perkėla“ 2011 – 2012 pelno – nuostolio ataskaitoje, dividendų išmokėjimai siekė nuo 1.14 iki 1.16 mln. Lt, iš kurių 98.99 % atiteks valstybei.

11 lentelė

AB „Smiltynės perkėla“ vidutinė svertinė kapitalo kaina

	Skolinto kapitalo dalis	Skolinto kapitalo kaina	Nuosavo kapitalo dalis	Nuosavo kapitalo kaina	WACC
2004	70.11	2.18	29.89	3.06	2.44
2005	76.58	2.84	23.42	0.35	2.26
2006	83.08	1.61	16.92	0.69	1.45
2007	83.44	4.01	16.56	0.90	3.50
2008	65.40	5.49	34.60	0.00	3.59
2009	58.60	3.84	41.40	0.07	2.28
2010	54.82	2.44	45.18	0.77	1.68
2011	51.32	2.88	48.68	5.45	4.13
2012	48.39	2.62	51.61	5.55	4.13

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktas skaičiavimais

Įvertinant tai, kad AB „Smiltynės perkėla“ yra monopolinė įmonė keleivinio vidaus vandens transporto sferoje ir iš šios veiklos surenkama apie 90 procentų nuo visų pajamų, valstybės bendrovei nėra sunku pritraukti skolintą kapitalą iš komercinių bankų. Kaip rodo bendrovės statistika, lizingo (finansinės nuomos) būdu įsigyti trys keltai: „Neringa“ (2004 m.), „Baltija“ (2005 m.) „Žalgiris“ (2009 m.), kurių įsigijimo vertė 36752255 Lt. Skolinanti institucija yra „Danske lizingas“, o bendra bendrovės turimų paskolų suma 2012 metais gruodžio mėn. 31 d.

siekė 16798585 Lt, tai yra 88.66 % visų įsipareigojimų. Įvertinti viso kapitalo kainą sunku, todėl apskaičiuota vidutinė svertinė kapitalo kaina (WACC). Skaičiavimai pateikti 11 lentelėje.

Atlikti WACC rodiklio skaičiavimai parodo AB „Smiltynės perkėla“ vidutinę svertinę kapitalo kainą per 2004 – 2012 metus. Iš atliktų skaičiavimų galime matyti viso kapitalo kainą per analizuojamus metus, kuri svyruoja nuo 1.45 iki 4.13 %. Aukščiausios kainos užfiksuotos 2007 – 2008 metais, kurios svyravo nuo 3.5 iki 3.59 %, ir 2011 – 2012 metais, kurios buvo lygus 4.13 %. Didžiausią įtaką 2011 – 2012 metų WACC rodikliams turėjo aukšta nuosavo kapitalo kaina, kuri siekė nuo 5.45 iki 5.55 dėl aukščiausių per analizuojamus metus dividendų išmokėjimų. Nuosavo kapitalo kaina WACC rodiklyje sudarė per analizuojamus metus nuo 48.68 iki 51.61 %. 2007 – 2008 metais, didžiausią įtaką WACC rodikliams turėjo skolinto kapitalo įtaka, kuri siekė nuo 65.4 iki 83.44 %, o skolinto kapitalo didėjimą lėmė priklausomybė nuo rinkos palūkanų normų, kurios didėjo sunkmečio metu. Pati mažiausia vidutinė svertinė kapitalo kaina pasiekta 2006 metais ir įtakos šiam rodikliui turėjo skolinto kapitalo vaidmuo, kuris struktūroje siekė 83.08 %, o skolinto kapitalo kaina taip pat pati mažiausia buvo per 2004 – 2012 metus.

Apibendrinant kapitalo struktūros formavimą, iš atliktų skaičiavimų matyti, kad per 2004 – 2012 metus vertinant bendrai, pagrindinį vaidmenį veiklos finansavime užima skolintas kapitalas. Finansinių stabilumo atžvilgiu, tai yra neigiamas reiškinys, kadangi skolintas kapitalas viršija nuosavą kapitalą. Tačiau pastebėtos ir teigiamos tendencijos, nes nuo 2008 metų nuosavo kapitalo dalis bendroje struktūroje didėja, tam įtakos turėjo LR programa, dėka kurios nuosavas kapitalas buvo padidintas 12 mln. Lt per 2007 - 2008 metus. Analizuojant įsipareigojimų struktūrą, matyti, kad veikla finansuojama ilgalaikiais įsipareigojimais. Apskaičiuota AB „Smiltynės perkėla“ vidutinė svertinė kapitalo kaina per 2004 – 2012 metus yra gana neaukšta. Nuosavo kapitalo kainą lėmė įstatinio kapitalo didėjimas bei išmokėti dividendai. Šis veiksmų pokytis priskiriamas prie vidinių veiksmų, tuo tarpu skolinto kapitalo kaina lėmė rinkos palūkanų normą, kuri svyruoja keičiantis ekonomikos ciklams, kas yra priskiriama prie išorinių veiksmų.

2.4 Įmonės kapitalo 2004-2012 m. struktūros formavimo sprendimams įtaką darančių veiksmų įvertinimas

Kapitalo struktūra parodo įmonės finansų formavimo politikos rezultata, kadangi kapitalo struktūros valdymas yra sudėtingas ir probleminis procesas. Tinkamas struktūros pasirinkimas garantuoja pelningą ir ilgalaikę įmonės veiklą. Kapitalo struktūrą sudaro skolinto ir nuosavo kapitalo derinys, todėl atsiranda įvairūs veiksniai, lemiantys kapitalo struktūrą. Šalies makroekonominė padėtis gali lemti skolinto ir nuosavo kapitalo derinį, nes ekonominė būklė taip pat turi įtakos bankų veiklai, o tai gali padaryti sudėtingesnę arba prastesnę procesą skolintam kapitalui pritraukti. Formuojant tinkamą kapitalo struktūros derinį, atsižvelgiama ir į įmonės

rodiklius, kadangi tokie vidiniai veiksniai, kaip pelningumo ir apyvartumo rodikliai, gali lemti optimalų kapitalo struktūros derinį bei formavimo principų pasirinkimą. Įvertinant AB „Smiltynės perkėla“ vidinių ir išorinių veiksnių įtaką kapitalo struktūros rodikliams, tokiems kaip skolos – nuosavybės koeficientui ir skolinto kapitalo dalies rodikliui, atliekama koreliacinė analizė. Prie vidinių veiksnių priskiriami tokie rodikliai kaip: įmonės vertė, EBIT, turto apyvartumas, turto pelningumas ir grynas pelningumas. Prie išorinių veiksnių priskiriami tokie makroekonominiai rodikliai kaip: infliacija, nominalaus BVP procentinis pokytis, vidutinė palūkanų norma, vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis ir tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis (4 priedas). Finansiniai rodikliai, apibūdinantys AB „Smiltynės perkėla“ vidinius veiksnius, pateikiami 12 lentelėje.

12 lentelė

Finansiniai rodikliai apibūdinantys vidinius veiksnius formuojant kapitalo struktūrą

Metai	Įmonės vertė, Lt	EBIT, %	Turto apyvartumas kartais	Turto pelningumas, %	Grynas pelningumas, %
2004	21631228	6.13	0.39	0.58	1.49
2005	27110376	8.42	0.35	0.39	1.12
2006	38707200	7.59	0.26	0.26	1.00
2007	37633728	7.85	0.36	-1.05	-2.91
2008	35222724	10.58	0.41	0.04	0.11
2009	43800814	14.2	0.29	1.16	3.95
2010	41826412	16.71	0.31	3.07	9.78
2011	37922261	15.31	0.34	3.11	9.15
2012	36418578	16.71	0.35	3.73	10.52

Šaltinis: sudaryta autorės remiantis atliktais skaičiavimais

Atlikta koreliacinė analizė tarp kapitalo struktūros apibūdančių rodiklių ir egzogeninių veiksnių. Apskaičiuoti kapitalo struktūros rodikliai paverčiami į pokyčius, siekiant sustiprinti ryšius, todėl toliau koreliuojami 2005 – 2012 metų kapitalo struktūros rodiklių pokyčiai su išoriniais veiksniais (5 priedas). Atliekant koreliacijos koeficientų reikšmingumo tikrinimą, pasirinktas reikšmingumo lygmuo $\alpha = 0.05$. Koreliacijos koeficiento skaičiavimo pasirinkimui, pasirinktas Šapiro – Vilko metodas. Apskaičiuota skolos – nuosavybės koeficiento pokyčiui Šapiro – Vilko reikšmė 0.578 yra didesnė, negu pasirinktas reikšmingumo lygmuo 0.05 (6 priedas), tai reiškia, kad skirstiniai normalūs ir bus skaičiuojamas Pirsono koreliacijos koeficientas. Apskaičiuota skolinto kapitalo dalies pokyčiui Šapiro – Vilko reikšmė 0.696 rodo (6 priedas), kad skirstiniai normalūs ir bus toliau taip pat skaičiuojamas Pirsono koreliacijos koeficientas. Apskaičiuoti koreliacijos ir determinacijos koeficientai ir stebimieji reikšmingumo lygmenys p-level pateikti 13 lentelėje.

Koreliacijos koeficientų reikšmingumas tikrinamas, lyginant pasirinktą stebimąjį reikšmingumo lygmenį su apskaičiuotu p-level rodikliu. Jeigu pasirinktas stebimasis reikšmingumo lygmuo 0.05 didesnis už apskaičiuotą p-level, tai reiškia, kad koreliacijos koeficientas reikšmingas. Atlikta skolos – nuosavybės koeficiento procentinio pokyčio koreliacinė analizė su makroekonominiais rodikliais parodo, kad reikšmingi koreliacijos koeficientai yra tarp vidutinio mėnesinio darbo užmokesčio ir tiesioginių užsienio investicijų procentinių pokyčių.

13 lentelė

Koreliacijos analizė tarp kapitalo struktūros ir makroekonominių rodiklių

	Pirsono koreliacija su skolos - nuosavybės koeficientu proc. pokyčių	R ²	Stebimasis reikšmingumo lygmuo p-level
Infliacija	-0.59	0.35	0.12
Nominalus BVP procentinis pokytis	0.36	0.13	0.39
Vidutinė palūkanų norma	-0.46	0.21	0.25
Vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis	-0.89	0.79	0.00
TUI procentinis pokytis	0.86	0.74	0.01
	Pirsono koreliacija su skolinto kapitalo dalies proc. pokyčių	R ²	Stebimasis reikšmingumo lygmuo p-level
Infliacija	-0.573	0.15	0.138
Nominalus BVP procentinis pokytis	0.41	0.44	0.312
Vidutinė palūkanų norma	-0.43	0.10	0.285
Vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis	-0.90	0.81	0.002
TUI procentinis pokytis	0.94	0.88	0.001

Šaltinis: sudaryta autorės remiantis atliktais skaičiavimais

Apskaičiuotos mažesnės minėtų rodiklių p-level reikšmės už pasirinktą stebimąjį reikšmingumo lygmenį rodo, kad koreliacijos koeficientai yra reikšmingi. Kiti makroekonominiai rodikliai, tokie kaip infliacija, BVP to meto kainomis procentinis pokytis ir vidutinė palūkanų norma yra nereikšmingi koreliuojant su skolos – nuosavybės koeficiento procentiniu pokyčiu, kadangi apskaičiuoti p-level rodikliai viršija pasirinktą stebimąjį reikšmingumo lygmenį.

Tarp vidutinio mėnesinio bruto darbo užmokesčio ir skolos – nuosavybės koeficiento procentinio pokyčio per 2005 – 2012 metus egzistuoja netiesioginis stiprus ir reikšmingas koreliacinis ryšis, kuris lygus 0.89 punkto. Apskaičiuotas determinacijos koeficientas parodo, kad 79 % skolos – nuosavybės koeficiento kitimas paaiškinamas vidutinio mėnesinio bruto darbo užmokesčio kitimu. Taigi, didėjant šalyje vidutiniam darbo užmokesčiui, skolos – nuosavybės koeficientas mažėja ir atvirkščiai, mažėjant šalyje vidutiniam darbo užmokesčiui, skolos –

nuosavybės koeficientas didėja. Skolos – nuosavybės koeficiento mažėjimas pasireiškia per nuosavo ir skolinto kapitalo vertės kitimus, tai reiškia, kad gerėjant rodikliui, nuosavo kapitalo vertė turi didėti, skolinto kapitalo vertė – mažėti. Taigi, didėjantys atlyginimai gali signalizuoti įmonės finansinį stabilumą, kuris gali pasireikšti per mažėjančią skolinto kapitalo dalį bendroje struktūroje. Atlyginimų mažėjimas gali reikšti, kad įmonės finansinis stabilumas prastas ir įmonė gali būti įsiskolinusi, kadangi mažėjant pelnui, mažinami įmonėje kaštai bei peržiūrimas optimalus skolinto ir nuosavo kapitalo derinys siekiant pritraukti papildomas skolintas lėšas ir didinti veiklos pelną. AB „Smiltynės perkėla“ atžvilgiu, mažėjantis skolos – nuosavybės koeficientas per analizuojamus metus parodo, kad reikšmingiausi rodiklio mažėjimai pastebimi nuo 2008 metų. Atitinkamai, stiprus koreliacinis ryšis parodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokesčio lygis turėjo augti. Žvelgiant per AB „Smiltynės perkėla“ darbo užmokesčio kitimo prizmę, didėjantis vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokesčio lygis įmonėje parodo jos stabilią finansinę padėtį, kadangi AB „Smiltynės perkėla“ pajėgi didinti veiklos sąnaudas. Veiklos sąnaudų didinimas gali parodyti, kad įmonė dirba pelningai. Pelno uždirbimas gali taip pat tiesiogiai prisidėti prie nuosavo kapitalo augimo, kuris gali lemti skolos – nuosavybės koeficiento teigiamą pokytį, kadangi uždirbtas pelnas perskirstomas į rezervus ir į nepaskirstytąjį pelną. AB „Smiltynės perkėla“ nepaskirstytas pelnas ir rezervai sudaro apytiksliai apie 12 procentų viso nuosavo kapitalo per 2004 – 2012 metus, tai ir turi esminę įtaką nuosavo kapitalo formavimui, neįtraukiant įstatinio kapitalo.

Tarp tiesioginių užsienio investicijų procentinių pokyčių ir skolos nuosavybės koeficientų taip pat egzistuoja stiprus tiesioginis koreliacinis ryšis, kuris lygus 0.86 punkto. Determinacijos koeficientas paaiškina 74 % skolos – nuosavybės koeficiento kitimą tiesioginių užsienio investicijų atžvilgiu. Tai reiškia, kad didėjant tiesioginėms užsienio investicijoms šalyje, didėja skolos – nuosavybės koeficientas, ir tai logiška, nes vykdant investicijas, didėja įsipareigojimų našta, kas gali lemti skolinto kapitalo didėjimą ir atitinkamai skolos – nuosavybės koeficiento didėjimą.

Stebint koreliacijos ryšius tarp makroekonominių rodiklių ir skolinto kapitalo dalies rodiklių bei lyginant su skolos – nuosavybės koeficientų ryšiais, pastebėta, kad skolinto kapitalo dalies rodiklis turi ryškesnius koreliacijos ryšius su makroekonominiais rodikliais. Tarp skolinto kapitalo dalies procentinių pokyčių ir vidutinės palūkanos normos, infliacijos bei BVP to meto kainomis procentinių pokyčių vidutiniai koreliacijos ryšiai, kurie svyruoja nuo -0.432 iki 0.573. Tačiau apskaičiuoti jų stebimieji reikšmingumo lygmenys p-level reikšmės didesnės už pasirinktą stebimąjį reikšmingumo lygmenį parodo, kad gauti koreliacijos koeficientai nereikšmingi. Reikšmingi koreliacijos koeficientai pastebėti tarp skolinto kapitalo dalies rodiklio ir vidutinio mėnesinio bruto darbo užmokesčio bei tiesioginių užsienio investicijų procentinių pokyčių, kurių apskaičiuotos p-level reikšmės 0.002 ir 0.001 atitinkamai yra mažesnės už pasirinktą stebimąjį lygmenį 0.05. Tarp

skolinto kapitalo dalies procentinio pokyčio ir vidutinio mėnesinio bruto darbo užmokesčio egzistuoja stiprus atvirkštinis ryšys, kuris lygus 0.90 punkto. Determinacijos koeficientas parodo, kad 81 % skolinto kapitalo dalies kitimas paaiškinamas vidutinių mėnesinių bruto darbo užmokesčio pokyčiu. Didėjant šalyje vidutinio mėnesinio bruto darbo užmokesčiui – skolinto kapitalo dalis mažėja, tai reiškia, kad didėjant atlyginimams, skolinto kapitalo dalis turto finansavime mažės. Pastebėtos analogiškos tendencijos, kai buvo lyginimas skolos – nuosavybės koeficientas su vidutinių mėnesinių bruto darbo užmokesčiu, nes dėl stabilesnės ekonominės aplinkos, įmonės gali didinti darbo sąnaudas. Tarp skolinto kapitalo dalies procentinių pokyčių ir tiesioginių užsienio investicijų pastebėtas tiesioginis koreliacinis ryšys, kuris lygus 0.94 punkto. Determinacijos koeficientas parodo, kad 88 % skolinto kapitalo dalies rodiklio procentinio pokyčio paaiškinamas TUI kitimu. Didėjant šalyje tiesioginėms užsienio investicijoms pagal koreliacinę analizę, skolinto kapitalo dalies rodiklis taip pat augs, atitinkamai didės skolinto kapitalo dalis turto finansavime.

Apibendrinant išorinių veiksnių įtaką rodikliams apibūduojantiems kapitalo struktūros formavimą, pastebėta, kad pasireiškia stiprūs reikšmingi ryšiai tik su tokiais makroekonominiais rodikliais, kaip vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis ir tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis. Logiška manyti, kad patraukli vidutinė palūkanų norma taip pat gali paveikti kapitalo struktūros formavimą, tačiau apskaičiuoti jų nereikšmingi koreliacijos koeficientai neleidžia nustatyti ryšio tarp palūkanų normos ir kapitalo struktūros rodiklių. Taigi, AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo derinius gali paveikti tokie šalies makroekonominiai veiksniai, kaip vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis ir tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis. Kiti makroekonominiai rodikliai, tokie kaip infliacija ir BVP to meto kainomis procentinis pokytis yra nereikšmingi kapitalo struktūros rodiklių procentinių pokyčių atžvilgiu.

Buvo nustatytas atskirų išorinių veiksnių stiprumas AB „Smiltynės perkėla“. Toliau bus nustatoma, kokie vidiniai veiksniai įtakoja stipriau ar silpniau AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūrą apibūdančius rodiklius. Nustatant vidinių veiksnių įtaką, parinktos 2004 – 2012 metų kapitalo struktūros rodiklių absoliučios reikšmės, o ne jų pokyčiai, kaip buvo nustatomi išorinių veiksnių poveikiai. Parinktos rodiklių absoliučios reikšmės dėl to, kad koreliacijos ryšiai stipresni negu su procentiniais pokyčiais. Apskaičiuotos skolos – nuosavybės koeficientui Šapiro - Vilko reikšmė 0.059 yra didesnė negu 0.05, tai reiškia, kad skaičiuojamas Pirsono koreliacijos koeficientas (7 priedas). Skolinto kapitalo dalies rodikliui gauta Šapiro – Vilko reikšmė 0.675 taip pat parodo, kad toliau bus skaičiuojamas Pirsono koreliacijos koeficientas (7 priedas). Apskaičiuoti koreliacijos ir determinacijos koeficientai bei stebimieji reikšmingumo lygmenys p – level reikšmės pateikti 14 lentelėje.

Koreliacijos analizė tarp kapitalo struktūros ir finansinių rodiklių

	Pirsono koreliacija su skolos - nuosavybės koeficientu	R ²	Stebimasis reikšmingumo lygmuo p-level
Įmonės vertė, Lt	-0.15	0.02	0.71
EBIT, %	-0.79	0.62	0.01
Turto apyvartumas, kartais	-0.18	0.03	0.65
Turto pelningumas, %	-0.80	0.64	0.01
Grynasis pelningumas, %	-0.79	0.62	0.01
	Pirsono koreliacija su skolinto kapitalo dalies rodiklių	R ²	Stebimasis reikšmingumo lygmuo p-level
Įmonės vertė, Lt	-0.24	0.06	0.54
EBIT, %	-0.87	0.76	0.00
Turto apyvartumas, kartais	-0.05	0.00	0.88
Turto pelningumas, %	-0.91	0.83	0.001
Grynasis pelningumas, %	-0.91	0.83	0.001

Šaltinis: sudaryta autorės remiantis atliktais skaičiavimais

Įvertinant vidinių veiksnių įtaką skolos – nuosavybės koeficientui, nustatyti reikšmingi ir stiprus koreliaciniai ryšiai tarp EBIT, turto pelningumo ir grynojo pelningumo, kadangi apskaičiuotos p-level reikšmės neviršija pasirinktos stebimosios lygmens reikšmės. Turto apyvartumo ir įmonės dydžio koreliaciniai ryšiai su skolos – nuosavybės koeficientu yra nereikšmingi, kadangi apskaičiuotos p-level reikšmės viršija pasirinktą stebimąjį reikšmingumo lygmenį 0.05. Tarp EBIT ir skolos – nuosavybės koeficientų egzistuoja stiprus atvirkštinis ryšys, kuris lygus 0.79 punkto. Determinacijos koeficientas paaiškina tik 62 procentus skolos nuosavybės koeficiento kitimą, remiantis EBIT pokyčiu, kiti 38 procentai paaiškinami kitų veiksnių pokyčiais. Taigi, didėjant veiklos pelningumui (EBIT) skolos – nuosavybės koeficientas mažėja ir atvirkščiai, mažėjant veiklos pelningumui skolinto kapitalo dalis bendroje struktūroje didėja. UAB „Smiltynės perkėla“ turto ir grynasis pelningumas turi stiprius atvirkštinius koreliacinius ir reikšmingus ryšius su skolos – nuosavybės koeficientu, kurių koreliacijos koeficientai svyruoja nuo 0.79 iki 0.80 punkto. Jų determinacijos koeficientai svyruoja nuo 0.61 iki 0.64 punkto ir tai reiškia, kad 62-64 % skolos – nuosavybės koeficiento kitimas paaiškinamas turto arba grynojo pelningumo kitimu. Didėjant turto ir grynajam turto pelningumui, skolos – nuosavybės koeficientas mažėja, ir atvirkščiai. Apskaičiuoti koreliacijos ryšiai kapitalo struktūros formavimo atveju parodo, kad aukštas pelningumas nepriverčia siekti pritraukti skolinto kapitalo didinti ir atvirkščiai, mažas veiklos pelningumas priverčia pritraukti lėšų siekiant tą veiklos pelningumą padidinti.

Skolinto kapitalo dalies rodiklis pasižymi reikšmingais koreliacijos ryšiais su tokiais pat finansiniais rodikliais, kaip ir skolos – nuosavybės koeficientas. Skolinto kapitalo dalis turto finansavime turi nereikšmingus koreliacijos ryšius su įmonės dydžiu ir turto apyvartumu, kadangi apskaičiuotos p-level reikšmės didesnės už pasirinktą reikšmingumo lygmenį 0.05. Veiklos, turto

ir grynasis pelningumas turi stiprius taip pat atvirkštinius ryšius su skolinto kapitalo dalies rodiklių, kurių koreliacijos koeficientai svyruoja nuo 0.87 iki 0.91 punkto, reikšmėmis. Jų determinacijos koeficientai parodo, kad 76 – 83% skolinto kapitalo dalies rodiklio kitimas paaiškinamas veiklos, turto arba grynojo pelningumo kitimu, kiti 15-25% paaiškinami nenumatytais veiksniais. Taip pat pastebėti vienodi ryšiai, kurie parodo, kad didėjant pelningumo rodikliams, skolinto kapitalo dalis mažėja bendroje struktūroje. Taigi, iš vidinių veiksnių ryškiausius ir reikšmingiausius ryšius su kapitalo struktūros rodikliais turi pelningumo rodikliai. Atlikta koreliacinė analizė parodo, kad turto ir veiklos pelningumai bei grynasis pelningumas turi aukštus koreliacijos koeficientus su kapitalo struktūros rodikliais. Tai reiškia, kad pelnas lemia AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo derinių formavimo principus.

AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo 2004-2012 m. struktūros formavimo sprendimus apibūdina kapitalo struktūros rodikliai. Siekiant nustatyti kokie veiksniai daro poveikį AB „Smiltynės perkėla“, buvo atlikta koreliacinė analizė. Apibendrinant išorinius veiksnius, pagal koreliacinę analizę nustatyta, kad tokie rodikliai kaip vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis ir tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis turi stiprius ir reikšmingus ryšius su kapitalo struktūros rodikliais. Tai reiškia, kad AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo formavimo sprendimams daro poveikį tokie makroekonominiai veiksniai, kaip vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis ir tiesioginės užsienio investicijos šalyje. Augantis vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis signalizuoja apie stabilesnę įmonių padėtį šalyje, įmonės gali didinti veiklos sąnaudas nebijodamos patirti nuostolius. Esant stabiliai įmonės finansinei padėčiai, skolinto kapitalo vaidmuo turi mažėti, atitinkamai kapitalo struktūros rodikliai turi gerėti. Augančios tiesioginės užsienio investicijos nulemia skolinto kapitalo pritraukimą, skolinto kapitalo vaidmuo turi didėti bendroje struktūroje, atitinkamai kapitalo struktūros rodikliai turi didėti. Minėti makroekonominiai veiksniai remiantis koreliacine analize turi stipriausią poveikį AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros formavimui, lyginant su kitais makroekonominiais rodikliais. Atsižvelgiant į endogeninius veiksnius, nustatyti stiprūs ryšiai tarp kapitalo struktūros ir pelningumo rodiklių, tokių kaip veiklos, turto ir grynasis pelningumas. Tai reiškia, kad pelningumo rodiklių pokytis taip pat turi įtakos AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Koreliacinė analizė parodo, kad didėjant pelningumo rodikliams, skolinto kapitalo vaidmuo bendroje struktūroje mažėja, tai matyti 2009 - 2012 metų laikotarpyje, kai AB „Smiltynės perkėla“ grynasis pelnas 2012 metais lyginant su 2009 metais padidėjo 181 procentų, tuo tarpu per minėtą laikotarpį skolinto kapitalo dalis sumažėjo nuo 58 iki 48 % bendroje struktūroje. Taigi, tokie makroekonomikai veiksniai, kaip vidutinis mėnesinis darbo užmokestis ir tiesioginės užsienio investicijos bei vidiniai veiksniai, tokie kaip pelningumo rodikliai, paveikia AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros formavimą.

3. KAPITALO STRUKTŪROS VALDYMO SPRENDIMŲ MODELIAVIMAS

3.1 Kapitalo struktūros valdymo modelio ekonometrinis pagrindimas

Koreliacinių ryšių dėka, nustatyti išoriniai ir vidiniai veiksniai, lemiantis AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Tačiau ankstesniame skyriuje, apskaičiuoti koreliaciniai ryšiai tarp AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūrą apibūdinančių rodiklių ir išorinių bei vidinių veiksnių, leido nustatyti tik minėtų veiksnių priklausomybę. Išorinių ir vidinių veiksnių statistinio poveikio įvertinimui reikalingos regresijos modelių funkcijų išvestinės, kuriuos padės atskleisti kapitalo struktūros rodiklių absoliutinį arba procentinį pokytį, kintant išoriniams arba vidiniams veiksniams. 15 lentelėje pateiktos regresijos modelių funkcijų išvestinės (8 priedas) tarp kapitalo struktūros rodiklių ir išorinių veiksnių.

15 lentelė

Išorinių veiksnių ir AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros rodiklių regresijos modelių funkcijų išvestinės

y	x	Regresijos modelio funkcijos išvestinė $y=a+b_1x$
Skolos - nuosavybės koeficiento procentinis pokytis (SN)	Vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis (DU)	$y=181.162-0.099*x$
Skolos - nuosavybės koeficiento procentinis pokytis (SN)	Tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis (TUI)	$y=-28.546+1.776*x$
Skolinto kapitalo dalies procentinis pokytis (SK)	Vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis (DU)	$y=53.074-0.03*x$
Skolinto kapitalo dalies procentinis pokytis (SK)	Tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis (TUI)	$y=-11.216+0.583*x$

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais

Statistinio poveikio kapitalo struktūros rodiklių nustatymui apskaičiuojamos regresijos modelių funkcijų išvestinės, tačiau prieš tai patikrinamas regresijos modelių kokybiškumas ir reikšmingumas. Regresijos modelių reikšmingumo ir kokybiškumo patikrai atlikti, apskaičiuojami pačių modelių ir įverčių reikšmingumai. Taip pat nustatoma ar modelių paklaidos nesusiję tarpusavyje, įvertinama ar išoriniams bei vidiniams veiksniams kintant, dispersijos yra lygios kapitalo struktūros atžvilgiu, atliekamas modelio prognozavimo kokybės tikslumas. Išskirčių nustatymo diagnostikos išvengiama dėl mažesnio stebėjimo skaičiaus priežasties., Modelių kokybiškumo ir reikšmingumo apskaičiuotos reikšmės pateiktos 16 lentelėje.

Iš gautų rezultatų matyti, kad apskaičiuoti keturių regresijos modelių koreliacijos koeficientai svyruoja nuo 0.86 iki 0.94 punkto, kurie laikomi tiesioginiu ir stipru ryšiu (10 priedas). Stipriausias koreliacinis ryšis yra tarp skolos – nuosavybės koeficiento ir vidutinio mėnesinio bruto darbo užmokesčio, o silpniausias tarp skolinto kapitalo dalies rodiklio ir vidutinio mėnesinio bruto darbo užmokesčio.

Regresijos modelių reikšmingumą ir statiškumą tikrinimo reikšmės

	Koreliacijos koeficientas	Determinacijos koeficientas	Durbin - Watson reikšmė	Fišerio faktinė reikšmė	Stjudento faktinė reikšmė	GQ reikšmė	MAPE
SN ir DU	0.89	0.79	1.72	22.80	-4.77	2.12	49.01
SN ir TUI	0.86	0.74	2.73	17.22	4.15	21.34	69.26
SK ir DU	0.90	0.81	2.07	25.29	-5.03	5.28	43.94
SK ir TUI	0.94	0.88	2.45	45.47	6.74	8.57	27.99

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais

Apskaičiuoti keturių modelių determinacijos koeficientai svyruoja nuo 0.74 iki 0.88 punkto, tai reiškia, kad kapitalo struktūrą apibūdinančių rodiklių kitimas 74 – 88 % paaiškinamas vidutinių mėnesinių bruto darbo užmokesčių arba tiesioginių užsienio investicijų kitimu (10 priedas). Kadangi keturių modelių determinacijos koeficientai yra didesni negu 0.25 punkto, tai reiškia, kad regresijos modeliai laikomi tinkamais. Siekiant įvertinti ar modelių paklaidos nesusijusios tarpusavyje, apskaičiuotos Durbin – Watson reikšmės, kuriuos svyruoja nuo 1.72 iki 2.73 punkto (10 priedas). Autokoreliacijos nėra arba modelių paklaidos nesusijusios tarpusavyje esant $d_U \leq$ Durbin - Watson reikšmė $\leq 4 - d_U$ lygmeniui. Autokoreliacijos diagnostika atlikta 99 % reikšmingumo lygmenyje ir pagal Durbin - Watson lentelę (11 priedas), d_U reikšmė yra lygi 1.003 punkto, o $4 - d_U$ yra lygi 2.997 punkto. Apskaičiavus keturių regresijos modelių Durbin - Watson reikšmes matyti, kad jos svyruoja nuo 1.72 iki 2.73 yra didesnės už d_U (1.003) ir mažesnės už $4 - d_U$ (2.997). Tai reiškia, kad Durbin - Watson reikšmės nepatenka į neapibrėžtumo sritis ir regresijos modeliai nepasižymi autokoreliacija. Atliekant regresijos modelio reikšmingumo tikrinimą, apskaičiuotos Fišerio faktinės reikšmės, kurios svyruoja nuo 17.22 iki 45.47 punkto (12 priedas). Kritinė Fišerio reikšmė apskaičiuota 95 % reikšmingumo lygmenyje EXCEL paketo pagalba yra lygi 5.98 punkto (FINV(1-0.95;1;8-1-1)). Fišerio faktinės reikšmės nuo 17.22 iki 45.47 punkto yra didesnės už kritinę Fišerio reikšmę, kurį yra lygi 5.98 punkto ir tai reiškia, kad regresijos modeliai yra statistiniu požiūriu reikšmingi. Įverčių statistiniam reikšmingumui nustatyti, apskaičiuotos Stjudento faktinės reikšmės (13 priedas), kurios svyruoja nuo |4.15| iki |6.74| punkto ir yra didesnės už apskaičiuotą EXCEL pagalba Stjudento kritinę reikšmę 95 % reikšmingumo lygmenyje, kuri lygi |2.44| punkto (TINV(1-0.95,8-2)). Tai reiškia, kad regresijos modelių įverčiai taip pat reikšmingi statistiniu požiūriu. Siekiant įvertinti ar dispersija yra lygi, išoriniam veiksniai kintant kapitalo struktūros rodiklių atžvilgiu, apskaičiuotos Goldfield – Quandt faktinės reikšmės (14 priedas). Goldfield – Quandt reikšmės svyruoja nuo 2.12 iki 21.34 punkto. Jeigu apskaičiuota Goldfield – Quandt (GQ) testo faktinė reikšmė mažesnė už apskaičiuotą kritinę GQ testo reikšmę, tai reiškia, kad kintamasis pasižymi homoskedastiškumu. Tačiau, apskaičiuota

kritinė Goldfield – Quandt reikšmė EXCEL paketo pagalba 99 % reikšmingumo lygmenyje yra lygi 29.48 punkto ($FINV(1-0.99;8/2-1;8/2-1)$) ir yra didesne už apskaičiuotas keturių regresijos modelių faktines reikšmes, kurios svyruoja nuo 2.12 iki 21.34 punkto.

Apibendrinant galima teigti, kad regresijos modeliams būdingas homoskedastiškumas, kadangi, kintant nepriklausomiems kintamiesiems (DU (SN), DU (SK), TUI (SN), TUI (SK)), atitinkamai kapitalo struktūros rodiklių kitimo sklaida turėtų būti panaši. Apskaičiuota vidutinė procentinė absoliutinė paklaida (MAPE) nusako prognozavimo tikslumą ir svyruoja nuo 27.99 iki 69.26 procentų (15 priedas). Skolos – nuosavybės koeficiento ir tiesioginių užsienio investicijų procentinių pokyčių regresijos modelio prognozavimo tikslumas vertinamas nepakankamai, kadangi viršija 50 procentų. Kiti regresijos modeliai patenka į intervalą, kuris svyruoja nuo 20 iki 50 procentų ir prognozavimo tikslumas vertinamas pakankamai. Atlikti regresijos modelių reikšmingumo ir kokybiškumo patikrinamai, leidžia daryti išvadas, kad regresijos modeliai bei jų įverčiai yra statistiniu požiūriu reikšmingi. Regresijos modeliams nebūdinga autokoreliacija ir heteroskedastiškumas, tačiau įvertinant prognozavimo tikslumą, iš visų regresijos modelių tik skolos – nuosavybės koeficiento ir tiesioginių užsienio investicijų modelis pažymi nepakankamu prognozavimo tikslumu. Tolimesniam vertinimui, modelis su nepakankamu prognozavimo tikslumu toliau nenaudojamas.

Regresijos modelių funkcijos išvestinių apskaičiavimas leidžia įvertinti kapitalo struktūros rodiklių procentinį pokytį pasikeitus išoriniam veiksniai pagal įverčius. Apskaičiuotas įvertis (14 lentelė), kuris yra lygus 1.776 punkto tarp skolos – nuosavybės koeficiento procentinio pokyčio ir tiesioginių užsienio investicijų procentinio pokyčio parodo, kad padidėjus tiesioginėms užsienio investicijoms šalyje 1 procentu, skolos – nuosavybės koeficientas padidės 1.776 procentų. Apskaičiuotas įvertis 0.583 punkto tarp skolinto kapitalo dalies rodiklio procentinio pokyčio ir tiesioginių užsienio investicijų procentinio pokyčio parodo, kad padidėjus 1 procentu tiesioginėms užsienio investicijoms, skolinto kapitalo dalies rodiklis padidėtų 0.583 procentų. Atsižvelgiant į vidutinį mėnesinio darbo užmokesčio pokyčio įtaką kapitalo struktūros rodikliams, padidėjus vienu litu vidutiniam mėnesiniam bruto darbo užmokesčiui šalyje, skolos - nuosavybės koeficientas sumažėtų 0.099 %, o skolinto kapitalo dalies rodiklis taip pat sumažėtų 0.03 %.

Regresijos modelių funkcijų išvestinės tarp kapitalo struktūros rodiklių ir išorinių veiksnių leidžia daryti išvadas, kad išoriniai veiksniai paveikia kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Kaip matyti iš įverčių, išoriniai veiksniai tokie, kaip vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis šalyje ir tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis paveikia skolos nuosavybės koeficientą, kuris apskaičiuojamas, kaip visų įsipareigojimų ir nuosavo kapitalo santykis ir skolinto kapitalo dalies rodiklis, kuris skaičiuojamas kaip visų įsipareigojimų ir viso turto vertės santykis. Santykinis statistinis poveikių palyginimas leidžia daryti išvadas, kad tiesioginės užsienio

investicijos paveikia skolos – nuosavybės koeficientą tris kartus stipriau ($1.776/0.583=3.04$), o vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis taip pat paveikia skolos – nuosavybės koeficientą apytiksliai tris kartus stipriau negu skolinto kapitalo dalies rodiklį ($0.099/0.03=3.3$). Tačiau išorinių veiksnių įvertinimas yra paviršutiniškas, kadangi, tik vidiniai veiksniai vadovams leidžia priimti tinkamus kapitalo struktūros formavimo sprendimus.

Apskaičiuota vidinių veiksnių įtaka AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūrai, kapitalo struktūros rodiklių ir pelningumo rodiklių regresijos modelių funkcijų išvestinės pateiktos 17 lentelėje. Regresijos lygčių parametrai leidžia statistiškai nustatyti pelningumo rodiklių poveikį AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros rodikliams. Ankstesniame skyriuje, buvo pasirinkti ir apskaičiuoti AB „Smiltynės perkėla“ rodikliai: įmonės vertė (Lt), EBIT (%), turto apyvartumas kartais, turto pelningumas (%), grynas pelningumas (%). Rodikliai pasirinkti todėl, kad kapitalo struktūros teorijoje minėti rodikliai figūruoja kaip vidiniai veiksniai, kurie gali paveikti kapitalo struktūrą. Tačiau koreliacinė analizė leido nustatyti, kad tik pelningumo rodikliai paveikia AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros formavimo sprendimus.

17 lentelė

Vidinių veiksnių ir AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros rodiklių regresijos modelių funkcijų išvestinės

y	x	Regresijos modelio funkcijos išvestinė $y=a+b_1x$
Skolos - nuosavybės koeficientas (SN)	EBIT, %	$y=5.889-0.299*x$
Skolos - nuosavybės koeficientas (SN)	Turto pelningumas, %	$y=3.422-0.772*x$
Skolos - nuosavybės koeficientas (SN)	Grynasis pelningumas,%	$y=3.449-0.262*x$
Skolinto kapitalo dalies rodiklis (SK)	EBIT, %	$y=93.493-2.523*x$
Skolinto kapitalo dalies rodiklis (SK)	Turto pelningumas, %	$y=72.996-6.786*x$
Skolinto kapitalo dalies rodiklis (SK)	Grynasis pelningumas,%	$y=73.213-2.297*x$

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais

Prieš apibūdinant AB „Smiltynės perkėla“ pelningumo rodiklių įtaka kapitalo struktūros rodikliams (9 priedas), atlikta regresijos modelių reikšmingumo ir kokybiškumo patikra (18 lentelė).

Tarp AB „Smiltynės perkėla“ pelningumo ir kapitalo struktūros rodiklių yra tiesioginiai stiprūs koreliaciniai ryšiai, kurie svyruoja nuo 0.79 iki 0.91 punkto (16 – 17 priedai). Silpniausiais ryšiais pasižymi skolos – nuosavybės koeficiento ir EBIT bei skolos – nuosavybės koeficiento ir grynojo pelningumo modeliai, kurių koreliacijos ryšiai lygi 0.79 punkto. Tarp skolinto kapitalo dalies ir turto pelningumo rodiklių apskaičiuotas koreliacijos koeficientas kuris lygus 0.91 punkto. Šis koreliacijos ryšis yra stipriausias iš visų nagrinėjamų modelių tyrime.

Regresijos modelių reikšmingumo ir kokybiškumo tikrinimo reikšmės

	Koreliacijos koeficientas	Determinacijos koeficientas	Durbin - Watson reikšmė	Fišerio faktinė reikšmė	Stjudento faktinė reikšmė	GQ reikšmė	MAPE
SN ir EBIT (%)	0.79	0.62	2.45	11.60	-3.41	0.02	19.46
SN ir turto pelningumas (%)	0.80	0.63	1.45	12.03	-3.47	0.004	30.04
SN ir grynas pelningumas (%)	0.79	0.62	1.54	11.81	-3.44	0.01	28.79
SK ir EBIT (%)	0.87	0.75	1.31	21.32	-4.62	0.35	4.80
SK ir turto pelningumas (%)	0.91	0.83	1.47	33.59	-5.80	0.07	5.40
SK ir grynas pelningumas (%)	0.90	0.82	1.60	31.42	-5.61	0.12	5.63

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais

Modeliai, kurie turi silpnesnius ryšius, jų determinacijos koeficientai taip pat paaiškina kapitalo struktūros rodiklių kitimus, pelningumo rodiklių kitimo atžvilgiu. Skolos – nuosavybės koeficiento ir EBIT, bei skolos – nuosavybės koeficiento ir grynojo pelningumo modelių determinacijos koeficientai lygūs 0.62 punkto. Tai reiškia, kad 62 % skolos – nuosavybės koeficiento kitimas paaiškinamas EBIT arba grynojo pelningumo pokyčiu, kiti 38 % paaiškinami kitais nenumatytais veiksniais. Tarp skolinto kapitalo dalies rodiklio ir turto pelningumo bei grynojo pelningumo apskaičiuoti aukščiausi determinacijos koeficientai, kurie svyruoja nuo 0.82 iki 0.83 punkto. Tai reiškia, kad 82-83 % skolinto kapitalo dalies rodiklio kitimo paaiškinamas turto pelningumo arba grynojo pelningumo kitimu, o kiti 17-18% paaiškinami nenumatytais veiksniais.

Siekiant įvertinti ar modeliuose egzistuoja autokoreliacija, apskaičiuotos regresijos modelių Durbin – Watson reikšmės, kurios svyruoja nuo 1.31 iki 2.45 punkto (16 – 17 priedai). Norint išvengti autokoreliacijos, turi būti patenkinta $d_U \leq \text{Durbin - Watson reikšmė} \leq 4 - d_U$ lygties sąlyga. Apskaičiuota d_U reikšmė 99 % reikšmingumo lygmenyje pagal Durbin – Watson lentelę (11 priedas) yra lygi 0.998 punkto, o apskaičiuota $4 - d_U$ reikšmė yra lygi 3.002 punkto. Gautos reikšmės parodo, kad regresijos modeliuose autokoreliacijos nėra, kadangi apskaičiuotos reikšmės 1.31 – 2.45 punkto viršija d_U reikšmę (0.998) ir yra mažesnė už $4 - d_U$ reikšmę (3.002).

Apskaičiuotos Fišerio reikšmės, leidžia įvertinti modelių reikšmingumus statistiniu požiūriu. Gauta kritinė Fišerio reikšmė 95 % reikšmingumo lygmenyje yra lygi 5.59 punkto (FINV(1-0.95;1;9-1-1)), o apskaičiuotos faktinės regresijos modelių reikšmės svyruoja nuo 11.60 iki 33.59 punkto (18 – 19 priedai). Kadangi faktinės Fišerio reikšmės viršija kritinę Fišerio reikšmę, tai

reiškia, kad regresijos modeliai tarp AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros ir pelningumo rodiklių yra statistiniu požiūriu reikšmingi.

Siekiant nustatyti, ar regresijos modelių įverčiai yra statistiniu požiūriu reikšmingi, apskaičiuotos faktinės Stjudento ir kritinė Stjudento reikšmė. Kritinė Stjudento reikšmė 95 % reikšmingumo lygmenyje yra lygi 2.36 punkto ($TINV(1-0.95;9-2)$), o faktinės Stjudento reikšmės svyruoja nuo $|3.41|$ iki $|5.80|$ punkto (20 – 21 priedai). Kadangi apskaičiuotos faktinės Stjudento reikšmės viršija kritinę Stjudento reikšmė, tai reiškia, kad regresijos modelių tarp AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros ir pelningumo rodiklių įverčiai statistiniu požiūriu yra reikšmingi.

Apskaičiuotos GQ testo reikšmės svyruoja nuo 0.004 iki 0.35 punkto (22 priedas), o kritinė GQ testo reikšmė 99 % reikšmingumo lygmenyje yra lygi 29.46 punkto ($FINV(1-0.99;(8/2)-1;(8/2)-1)$). Kadangi GQ testo reikšmės, kurios svyruoja nuo 0.004 iki 0.35 punkto neviršija GQ testo kritinės reikšmės, kuri lygi 29.46 punkto, tai reiškia, kad AB „Smiltynės perkėla“ pelningumo rodikliai kapitalo struktūros rodiklių atžvilgiu yra homoskedastiški, o tai reiškia, kad kintant pelningumo rodikliams, atitinkamai kapitalo struktūros rodiklių kitimo sklaida turėtų būti panaši.

MAPE rodiklis parodo modelio prognozavimo tikslumą. Regresijos modelių MAPE rodikliai svyruoja nuo 4.8 iki 30.04 punkto (23 priedas). Skolos – nuosavybės koeficiento ir turto pelningumo bei skolos – nuosavybės koeficiento ir grynojo pelningumo modelių MAPE rodikliai yra lygūs atitinkamai 30.04 ir 28.79 %. Tai reiškia, kad modelių prognozavimo tikslumas yra pakankamas, kadangi reikšmės svyruoja nuo 20 iki 50 procentų. Skolos – nuosavybės koeficiento ir EBIT modelio MAPE reikšmė yra lygi 19.46 procentų ir tai reiškia, kad modelio prognozavimo tikslumas, pagal įvertinimą yra tikslus, kadangi svyruoja nuo 10 iki 20 procentų. Skolinto kapitalo dalies ir pelningumo rodiklių modelių MAPE rodikliai svyruoja nuo 4.8 iki 5.63 procentų. Tai reiškia, kad modelių prognozavimo tikslumas pagal įvertinimą yra labai tikslus, kadangi neviršija 10 procentų. Atlikti kokybiškumo ir reikšmingumo tikrinimai parodo, kad regresijos modelių funkcijų išvestinės tarp AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros ir pelningumo rodiklių, yra statistiniu požiūriu reikšmingos, taip pat modeliai nepasižymi autokoreliacija, o pelningumo rodikliai kapitalo struktūros rodiklių atžvilgiu yra homoskedastiški. Apskaičiuotos regresijos modelių funkcijų išvestinių MAPE rodikliai parodo, kad regresijos modeliai turi pakankamai aukštus prognozavimo tikslumus.

Taigi, apskaičiuoti reikšmingi regresijos modeliai bei jų įverčiai leis tinkamai įvertinti kaip AB „Smiltynės perkėla“ pelningumo rodikliai, pasikeitus vienam procentui, įtakos kapitalo struktūros rodiklius. Skolos – nuosavybės koeficiento ir EBIT modelio įvertis yra lygus 0.299, tai reiškia, kad padidėjus vienu procentu veiklos pelningumui (EBIT), skolos nuosavybės koeficientas sumažės 0.299 punkto ir atvirkščiai. AB „Smiltynės perkėla“ turto pelningumas beveik tris kartus

$(0.772/0.299=2.58)$ stipriau paveikia skolos – nuosavybės koeficientą, kadangi padidėjus vienu procentu turto pelningumui, skolos – nuosavybės koeficientas mažėja 0.772 punkto. Grynas pelningumas silpniausiai paveikia skolos – nuosavybės koeficientą iš visų trijų AB „Smiltynė perkėla“ pelningumo rodiklių. Padidėjus vienu procentu grynajam pelningumui, skolos – nuosavybės koeficientas sumažės 0.262 punkto. Taigi, iš apskaičiuotų regresijos modelių funkcijų išvestinių įverčių galima spręsti, kad turto pelningumas stipriausiai paveikia skolos – nuosavybės koeficientą.

Toliau analizuojama, kaip pasikeis skolinto kapitalo dalies rodiklis pasikeitus AB „Smiltynės perkėla“ pelningumo rodikliams. AB „Smiltynės perkėla“ veiklos pelningumui (EBIT) padidėjus 1 %, skolinto kapitalo dalies rodiklis sumažėtų 2.253 punkto. Turto pelningumui padidėjus 1 %, skolinto kapitalo dalies rodiklis sumažėtų 6.786 punkto. Grynojo pelningumo padidėjimas 1 %, skolinto kapitalo dalies rodiklį sumažina 2.297 punkto. Taigi iš visų pelningumo rodiklių skolinto kapitalo dalies rodiklį stipriausiai paveikia turto pelningumas. Turto pelningumas apytiksliai įtakoja tris kartus stipriau kapitalo struktūros rodiklius, negu veiklos ($6.786/2.523=2.68$) arba grynojo pelningumo ($6.786/2.297=2.95$) pokyčiai.

Apibendrinant pelningumo rodiklių poveikį AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros rodikliams, didėjant pelningumo rodikliams, AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros rodikliai mažėja, kas reiškia, kad nuosavo kapitalo vertė didėja arba skolinto kapitalo apimtis mažėja bendroje struktūroje. Grynas pelningumas kapitalo struktūros rodiklius paveikia silpniausiai, nes grynojo pelningumo modeliams su kapitalo struktūros rodikliais apskaičiuoti mažiausi įverčiai. Stipriausią statistinę įtaką kapitalo struktūros rodikliams turi turto pelningumo rodiklis, kuris beveik tris kartus stipriau paveikia negu EBIT ir grynojo pelningumo rodikliai. Tai logiška, nes AB „Smiltynės perkėla“ pardavimo pajamos yra uždirbamos iš keltų eksploatacijos, perkeliant transporto priemones ir keleivius. Keltų eksploatacija yra pagrindinis AB „Smiltynės perkėla“ pardavimo pajamų uždirbimo šaltinis ir iš to galima daryti išvadas, kad turto pelningumas yra pagrindinis identifikuojantis AB „Smiltynės perkėla“ sėkmės matas.

Nustatyti išoriniai ir vidiniai veiksniai, kurie gali paveikti AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūrą bei jų apskaičiuotieji modelio įverčiai parodo, kad nepakitus kitoms sąlygoms, bet:

- *Padidėjus Lietuvoje tiesioginiams užsienio investicijoms vienu procentu, skolos - nuosavybės koeficientas padidėja 1.776 procento;*
- *Padidėjus Lietuvoje tiesioginėms užsienio investicijoms vienu procentu, skolinto kapitalo dalies rodiklis padidėja 0.583 procentų;*
- *Padidėjus Lietuvoje vidutiniam mėnesinio bruto darbo užmokesčiui vienu litu, skolos – nuosavybės koeficientas sumažėja 0.099 procentų;*

- Padidėjus Lietuvoje vidutiniam mėnesinio bruto darbo užmokesčiui vienu litu, skolinto kapitalo dalies rodiklis sumažėja 0.03 procentų;
- Padidėjus AB „Smiltynės perkėla“ veiklos pelningumui vienu procentu, skolos – nuosavybės koeficientas sumažėja 0.299 punkto;
- Padidėjus AB „Smiltynės perkėla“ veiklos pelningumui vienu procentu, skolinto kapitalo dalies rodiklis sumažėja 2.253 punkto;
- Padidėjus AB „Smiltynės perkėla“ turto pelningumui vienu procentu, skolos – nuosavybės koeficientas sumažėja 0.772 punkto;
- Padidėjus AB „Smiltynės perkėla“ turto pelningumui vienu procentu, skolinto kapitalo dalies rodiklis sumažėja 6.786 punkto;
- Padidėjus AB „Smiltynės perkėla“ grynajam pelningumui vienu procentu, skolos – nuosavybės koeficientas sumažėja 0.262 punkto;
- Padidėjus AB „Smiltynės perkėla“ grynajam pelningumui vienu procentu, skolinto kapitalo dalies rodiklis sumažėja 2.297 punkto.

Apskaičiuoti įverčiai leidžia nustatyti, kad išoriniai ir vidiniai veiksniai paveikia AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros formavimą. Taip pat apskaičiuoti regresijos modelių įverčiai leidžia tik palyginti, kuris iš pasirinktų kapitalo struktūros rodiklių stipriausiai paveikiamas pasirinktais nepriklausomais kintamaisiais. Tačiau palyginti, kokie veiksniai, o tai išoriniai arba vidiniai paveikia stipriausiai kapitalo struktūros rodiklius neįmanoma. Siekiant apskaičiuoti reikšmingus modelius ir įverčius bei išvengti autokoreliacijos, kapitalo struktūros rodikliai, vidiniai bei išoriniai veiksniai buvo transformuojami (8-9 priedai). Nors atlikti palyginimų nepavyko, tačiau regresijos modelių įverčiai leidžia nustatyti egzistuojamą statistinį poveikį AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros rodikliams pakitus išoriniams ir vidiniams veiksniams.

3.2 Optimalios kapitalo struktūros valdymo modelis

Optimali kapitalo struktūra mokslininkų apibrėžiama kaip paskolų ir nuosavo kapitalo derinys, kuris leidžia padidinti iki didžiausio laipsnio kapitalo vertę. Optimalumas yra taškas, kur bendra kapitalo kaina yra minimali, o įmonės vertė yra maksimali. Tam, kad išanalizuoti, ar per 2004 – 2012 metus AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūra buvo optimali, būtina nustatyti AB „Smiltynės perkėla“ įmonės vertę. Siekiant nustatyti AB „Smiltynės perkėla“ įmonės vertę, naudojami du rodikliai: ekonominės pridėtinės vertės rodiklis (EVA) ir įmonės vertės rodiklis (EV). Ekonominė pridėtinė vertė skaičiuojama pagal tokią formulę:

$$EVA = EBIT - A * WACC$$

Čia:

A – visas įmonės turtas laikotarpio pabaigoje.

EBIT – pelnas prieš palūkanas ir mokesčius.

WACC – svertiniai vidutiniai kapitalo kaštai.

AB „Smiltynės perkėla“ ekonominė pridėtinė vertė pateikta 18 lentelėje. Apskaičiuotos 19 lentelėje EVA rodiklio reikšmės per 2004 – 2012 metus yra teigiamos tik 2010 ir 2012 metais, kuriuos yra lygios 120503.3 Lt ir 871009.1 Lt atitinkamai. Kitais metais, rodiklių reikšmės yra neigiamos. Neigiama rodiklio reikšmė rodo, kad įmonė nesukuria vertės.

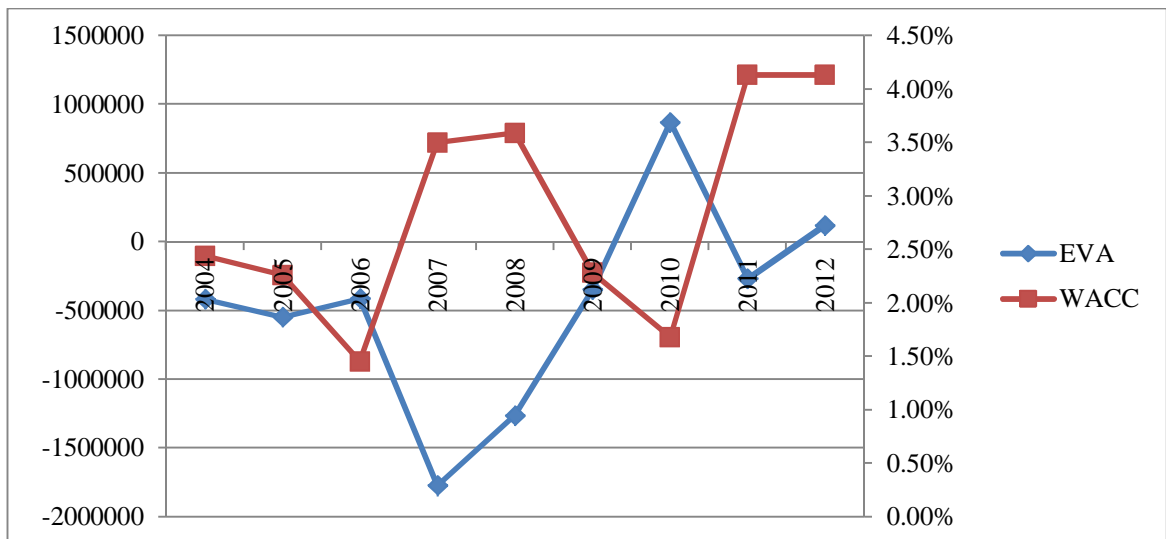
19 lentelė

AB „Smiltynės perkėla“ ekonominės pridėtinės vertės skaičiavimas

	Ekonominė pridėtinė vertė (EVA)			
	Pelnas prieš apmokestinimą (EBIT), Lt	WACC, %	Turtas (A), Lt	EVA, Lt
2004	168938	2.44	24062489	-418187
2005	134921.2	2.26	30210215	-547830
2006	200228	1.45	42267874	-412656
2007	-410462	3.50	38925378	-1772850
2008	31190	3.59	36001885	-1261278
2009	678715	2.28	44934632	-345795
2010	1606870	1.68	43801246	871009.1
2011	1419457	4.13	40863944	-268224
2012	1737605	4.13	39155006	120503.3

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais

16 paveiksle atsispindi ekonominės pridėtinės vertės ir vidutinės svertinės kapitalo kainos priklausomybė. Optimali kapitalo struktūra, pastebėta 2010 metais, nes 2010 metais per visą analizuojamą laikotarpį apskaičiuota maksimali AB „Smiltynės perkėla“ ekonominė pridėtinė vertė, kuri lygi 871009.1 Lt, o vidutinė svertinė kapitalo kaina, kuri yra lygi 1.68 %, o tai tik 1.45 % mažesnė už 2006 metus. Kita apskaičiuota teigiama ekonominė pridėtinė vertė pasiekta 2012 metais, kuri yra lygi 120503.3 Lt, tuo tarpu vidutinė svertinė kapitalo kaina yra lygi tik 4.13 procentų. Tai reiškia, kad 2010 metų apskaičiuotos reikšmės, atitinka teiginiui, kad esant įmonės vertei maksimaliai (871009.1 Lt) ir kapitalo kainai minimaliai (1.68 %), yra pasiekiamas optimalumo taškas. Taigi, 2010 metais AB „Smiltynės perkėla“ parinkta optimali kapitalo struktūra, kadangi yra pasiekama didžiausia įmonės vertė per analizuojamą laikotarpį su mažiausia kapitalo kaina iš teigiamų EVA rodiklio rezultatų. Nors mažiausia vidutinė svertinė kapitalo kaina gauta 2006 metais, tačiau apskaičiuota ekonominė pridėtinė vertė tais metais yra neigiama ir tai neatitinka optimalumo sąlygos. Toliau apskaičiuota įmonės vertė remiantis kitų metodų, siekiant įvertinti kapitalo struktūros optimalumo sąlygą.



16 pav. AB „Smiltynės perkėla“ ekonominės pridėtinės vertės ir vidutinės svertinės kapitalo kainos dinamika per 2004 – 2012 metus

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais

Įmonės vertė rodiklis (EV) - tai dydis kuris naudojamas, siekiant įvertinti įmonės, kaip vientiso objekto, vertę. Norint apskaičiuoti įmonės vertę, reikia žinoti jos kapitalizaciją, skolas ir pinigus (pinigai ir jų ekvivalentai). EV apskaičiuojama pagal formulę:

$$\text{Įmonės vertė (EV)} = (\text{paprastųjų akcijų skaičius} \times \text{akcijos kaina}) + \text{skolos} - \text{pinigai}$$

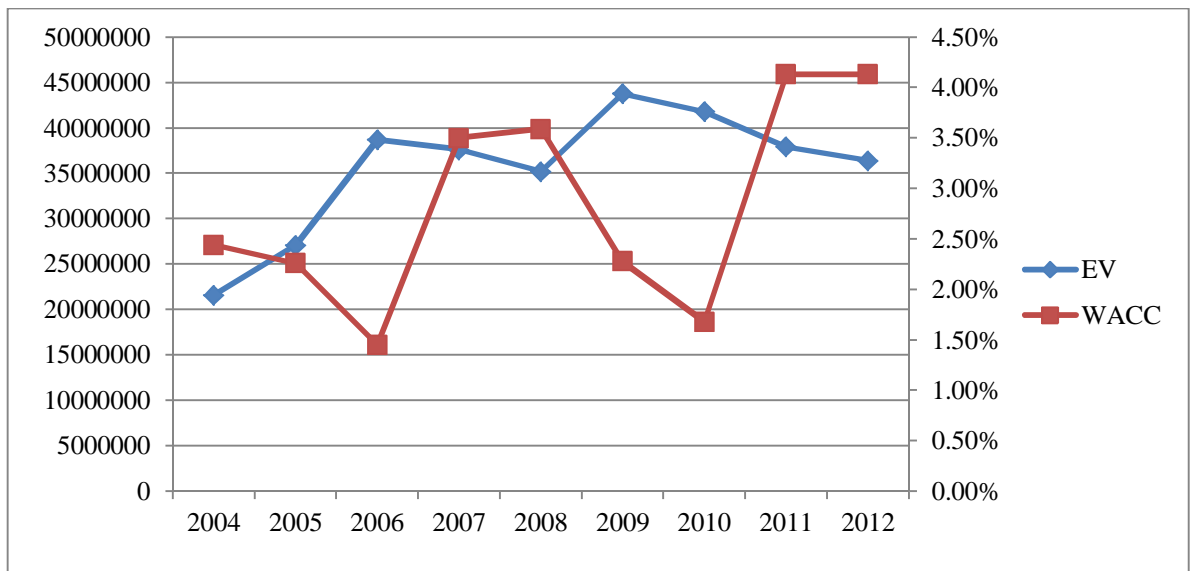
20 lentelė

AB „Smiltynės perkėla“ įmonės vertės (EV) apskaičiavimas per 2004 – 2012 metus

	Įmonės vertė (EV)			
	Kapitalizacija, Lt	Skolos, Lt	Pinigai, Lt	EV, Lt
2004	5881800	15835429	86001	21631228
2005	5881800	22250349	1021773	27110376
2006	5881800	33736915	911515	38707200
2007	5881800	32216712	464784	37633728
2008	11881800	23463510	122586	35222724
2009	17881800	26329941	410927	43800814
2010	17881800	24013583	68971	41826412
2011	17881800	20972560	932099	37922261
2012	17881800	18947704	410926	36418578

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais

Apskaičiuota AB „Smiltynės perkėla“ įmonės vertė (EV) parodo, kad aukščiausia įmonės vertė, išreikšta litais, pasiekta 2009 – 2010 metais ir yra nuo 41.8 iki 43.8 mln. Lt.



17 pav. AB „Smiltynės perkėla“ įmonės vertės ir vidutinės svartinės kapitalo kainos dinamika per 2004 – 2012 metus

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais

Apskaičiuotas įmonės vertės (EV) rodiklis ir palygintas 13 paveiksle su vidutine svartine kapitalo kaina parodo iš esmės kitą optimalią kapitalo struktūrą negu skaičiuojant ekonominės pridėtinės vertės metodu. 17 paveiksle matyti, kad aukščiausios AB „Smiltynės perkėla“ įmonės vertė gauta 2009 ir 2010 metais, kurių vidutinės svartinės kapitalo kainos yra lygios 2.28 ir 1.68 procentų atitinkami. Mažiausia vidutinė svartinė kapitalo kaina buvo 2006 metais, ji tesiekė tik 1.45 procentų, o įmonės vertė tais metais siekė 38707200 litų. Norint nustatyti, kuriais metais parinkta optimali kapitalo struktūra, apskaičiuojamas santykis tarp įmonės vertės rodiklio ir vidutinės svartinės kapitalo kainos, kuri ir parodo, kiekvienam procentui vidutinės svartinės kapitalo kainos tenka įmonės vertės litais (žr. 21 lent.).

21 lentelė

AB „Smiltynės perkėla“ įmonės vertės ir vidutinės svartinės kapitalo kainų santykiai

Metai	Įmonės vertė (EV), Lt	WACC, %	Įmonės vertė/ WACC
2006	38707200	1.45	26694621
2009	43800814	2.28	19210883
2010	41826412	1.68	24896674

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais

Nors 2009 metais apskaičiuota aukščiausia įmonės vertė, kuri išreiškta litais, tačiau gauta vidutinė svartinė kapitalo kaina yra lygi 2.28 %. Pats didžiausias santykis tarp įmonės vertės ir vidutinės svartinės kapitalo kainos leidžia nustatyti optimalią kapitalo struktūrą, kuri parodo, kiek vienam procentui vidutinės svartinės kapitalo kainos tenka įmonės vertės, kuri išreiškta litais. Įmonės vertės ir vidutinės svartinės kapitalo kainos didžiausias santykis yra 2006 metais, kuris parodo, kad tais metais pasiekta optimali kapitalo struktūra pagal antrą metodą, kadangi tais metais

vienam procentui vidutinės svartinės kapitalo kainos gauta 26694621 litų įmonės vertės, o 2010 metais – 24896674 litų įmonės vertės.

Siekiant nustatyti AB „Smiltynės perkėla“ optimalią kapitalo struktūrą per 2004 – 2012 metus, apskaičiuota įmonės vertė remiantis dviem metodais: įmonės vertės rodiklis (EVA) ir ekonominės pridėtinės vertės rodiklis (EVA), nes optimalios kapitalo struktūros samprata yra tokia, kaip prie minimalios kapitalo kainos pasiekta maksimali įmonės vertė. Apskaičiuota ir palyginta priklausomybė tarp ekonominės pridėtinės vertės ir vidutinės svartinės kapitalo kainos parodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ optimali kapitalo struktūra pasiekta 2010 metais, nes su didžiausia ekonomine pridėtine verte apskaičiuota mažiausia vidutinė svartinė kapitalo kaina. Apskaičiuotas įmonės vertė rodiklis (EV) ir palygintas su vidutine svartine kapitalo kaina, parodo kitokį rezultatą, nei pagal ekonominės pridėtinės vertės apskaičiavimo metodą.

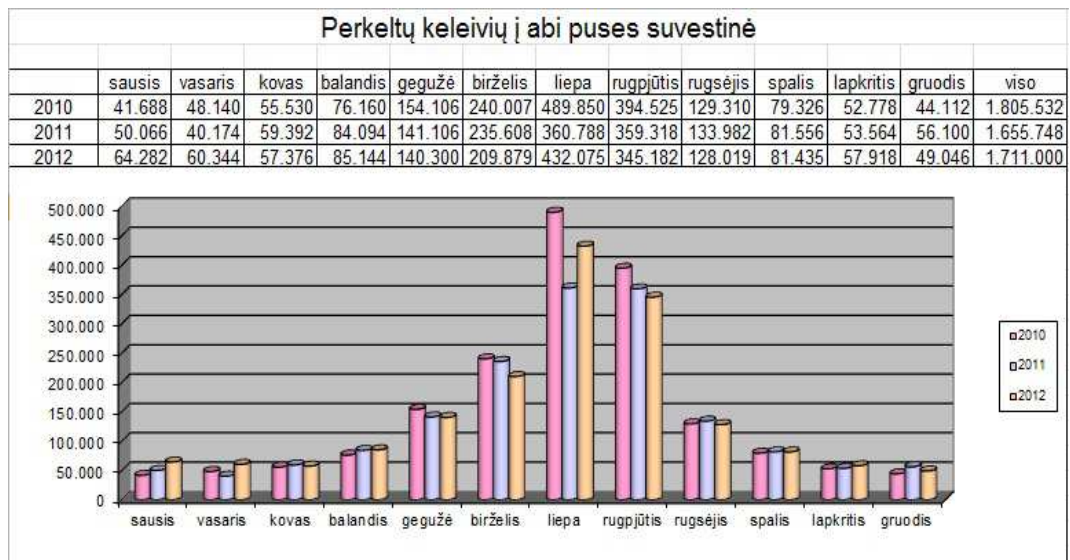
AB „Smiltynės perkėla“ optimali kapitalo struktūra pagal įmonės vertės metodą (EV) nustatyta 2006 metais, nes tais metais vienam procentui vidutinės svartinės kapitalo kainos apskaičiuota didesnė įmonės vertė, kuri lygi 26694621 litų. 2010 metais įmonės vertė vienam procentui vidutinės svartinės kapitalo kainos siekia 24896674 litų.

Optimaliai kapitalo struktūrai pasiekti būtina sąlyga yra mažinti vidutinę svartinę kapitalo kainą, norint pasiekti didesnę įmonės vertę. Iš apskaičiuotos vidutinės svartinės kapitalo kainos (10 lentelė) matyti, kad pigiausias kapitalas 2012 metais yra skolintas kapitalas.

Darome prielaidą, kad 2012 m. pradžioje įvykdytas investicinis projektas, kuris padėtų sumažinti vidutinę svartinę kapitalo kainą ir padidinti įmonės vertę. Norint pasiekti AB „Smiltynės perkėla“ optimalią kapitalo struktūrą, pasitelkti 2012 metų rezultatų modeliavimai. Modeliuojama situacija, kad 2012 metų pradžioje įgyvendintas projektas, kurio tikslas yra padidinti keleivių ir dviratininkų pervežimo kiekį, aptarnavimo kokybę, greitį bei atidaryti naują maršrutą Klaipėda-Juodkrantė-Nida-Klaipėda. Įvertinus tai, kad Klaipėdoje vandens turizmo rinka nėra išvystyta, o susisiekimo tarp Klaipėdos-Juodkrantės-Nidos mariomis šiuo metu apskritai nėra, tai puiki galimybė:

- pateikti susisiekimo alternatyvą užsienio ir vietiniams turistams;
- padidinti keleivių ir dviratininkų srautus į Kuršių neriją, taip prisidedant prie ekologinio turizmo skatinimo joje;
- plėsti bendrovės teikiamų paslaugų spektrą;
- didinti bendrovės pajamas.

AB „Smiltynės perkėla“ perkelta keleivių į abi puses statistika 2010 – 2012 metais pateikta 18 paveiksle.



18 pav. Perkeltų keleivių į abi puses suvestinė 2010-2012 m.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis AB „Smiltynės perkėla“ ataskaitos duomenimis

Paveiksle matyti, kad įmonės veikloje būdingas sezoniškumas. Per 2010 – 2012 metus perkeltų keleivių skaičius į abi puses svyruoja nuo 1 655 tūkst. iki 1 806 tūkstančių keleivių. Vasaros sezono metu keleivių perkėlime savo paslaugas siūlo maži laiveliai, kurie negali prilygti reguliariai dirbantiems keltams ir garantuoti keleiviams saugaus ir savalaikio persikėlimo. Jų užimamos keleivių perkėlimo rinkos dalis sudaro apie 10 proc. Taigi, kaip matyti AB „Smiltynės perkėla“ užima ne visą rinkos dalį keleivių perkėlime, todėl yra potencialas didinti keleivių skaičių, su tikslu didinti bendrovės pajamas. Tikslui pasiekti, modeliuojama situacija, kad lizingo būdu bus įsigytas greitaeigis keleivinis laivas ir bus pradėtas eksploatuoti 2012 metų pradžioje. AB „Smiltynės perkėla“ yra valstybinė įmonė bei yra monopolistė keleivių ir transporto priemonių perkėlime per Kuršių marias. 2.2 skyriuje iširta, kad pastaraisiais metais įmonės finansinė būklė stiprėja, o tai parodo apskaičiuoti pelningumo, mokumo bei apyvartumo rodikliai. Daroma prielaida, kad modeliuojamoje situacijoje, kad AB „Smiltynės perkėla“ neturės finansinių kliūčių įsigyti naują greitaeigį keleivinį laivą lizingo būdu.

2012 metais skolinto kapitalo kaina, kuri apskaičiuota 2.3 skyriuje, siekia 2.62 procentų. Tuo tarpu, apskaičiuota nuosavo kapitalo kaina 2012 metais siekia 5.55 procentų ir yra žymiai didesnė už skolinto kapitalo kainą. Atsižvelgiant į kapitalo struktūrą, skolintas kapitalas 2012 metais sudarė 48.39 % bendroje struktūroje, atitinkamai nuosavo kapitalo dalis bendroje struktūroje buvo lygi 51.61 %. Iš pateiktų duomenų matyti, kad laivo įsigijimas skolintomis lėšomis, leis sumažinti vidutinę svertinę kapitalo kainą. Ekonomikos teorijoje kalbama, kad leistinas nuosavo ir skolinto kapitalo santykis yra 0.3/0.7, kai kuriais atvejais gali būti 0.2/0.8. Įvertinus 2012 metų skolinto ir nuosavo kapitalo dalis bendroje struktūroje, matyti, kad AB „Smiltynės perkėla“ turi potencialą

didinti skolinto kapitalo apimtį ir dėl to nenukentėtų saugumo riba mokumo atžvilgiu, dėka kurio, atitinkamai sumažėtų vidutinė svartinė kapitalo kaina.

Modeliuojamo projekto įgyvendinimo priemonė – naujo, greitaeigio, keleivinio laivo įsigijimas, kuriuo investicijos vertė – 9 580 000 Lt (su PVM). Darome prielaidą, kad transporto priemonės įsigijimas vykdomas skolintomis lėšomis. Planui įgyvendinti papildomai reikės 9 580 000 Lt iš jų 1 662 644 Lt sudaro PVM, kuris bus gražintas iš pirktos šalies valstybės biudžeto ir sumokėtas bankui/lizingo bendrovei, tai faktinė paskolos suma sudarys 7 917 356 Lt. Darome prielaidą, kad šias lėšas planuojama skolintis 9 metams su 7 procentų vidutinėmis metinėmis palūkanomis, paskolą gražinant po 879 706 Lt per metus su 61579.42 Lt vidutinėmis mėtinėmis palūkanomis. Toliau perskaičiuojama kokia būtų vidutinė svartinė kapitalo kaina, įsigyjant greitaeigį laivą. Darome prielaidą, kad nuosavo kapitalo kaina, kuri skaičiuojama, remiantis išmokėtais dividendais paprastosioms vardinėms akcijoms savininkams, išlieka ta pati, tai reiškia, kad yra neįvertinama greitaeigio laivo pelningumo grąža. Atlikti skaičiavimai pateikti 22 lentelėje.

22 lentelė

Kapitalo kainų perskaičiavimas įgyjant greitaeigį laivą 2012 metų pradžioje

Kapitalas	Skolintas kapitalas	Nuosavas kapitalas
Suma, Lt	18947704	20207302
Procentinis santykis	48.39%	51.61%
Investicinis projektas (įsigytas greitaeigis laivas)	7917356	-
Kapitalas, Lt	18947704+7917356=26865060	20207302
Procentinis santykis	57.07%	42.93%
Perskaičiuojama sumokėtų palūkanų suma	583749+61579=645328	-
Kapitalo kaina * (1-0.15)	2.04%	5.55%
WACC	3.85%	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais

Atlikti perskaičiavimai, parodo, kad įsigyjant greitaeigį laivą, skolinto kapitalo dalis padidėjo nuo 48.39 iki 57.07 % bendroje struktūroje. Sumokėtos palūkanos pagal modeliuojamą situaciją išaugo nuo 583749 Lt iki 645328 Lt, atitinkamai pasikeičia skolinto kapitalo kaina, kuri mažėja nuo 2.62 iki 2.04 %. Kadangi skolinto kapitalo dalis bendroje struktūroje didėja bei mažėja skolinto kapitalo kaina, vidutinė svartinė kapitalo kaina mažėja nuo 4.13 % iki 3.85 %. Perskaičiuojamas įmonės vertės rodiklis (EV), nes metodo paprastumas leis įvertinti įmonės vertės pasikeitimą įsigyjant greitaeigį laivą. Perskaičiuojamas įmonės vertės rodiklis pagal darytą prielaidą, kad greitaeigio laivo pelningumas neįvertinamas ir pinigų likutis nepasikeičia.

$$EV = 17881880 (\text{Paprastųjų akcijų skaičius} * \text{akcijos kainai}) + 26865060 (\text{Skolos}) + 410926 (\text{Pinigai}) = 45157786 \text{ Lt}$$

Iš atliktų skaičiavimų matyti, kad įgyvendinus investicinį projektą, modeliuojama įmonės vertė 2012 metais pasikeitė 45157786 Lt, o vidutinė svartinė kapitalo kaina sumažėjo iki 3.85 %. Lyginant 2012 metus su modeliuojamaisiais 2012 metais, įmonės vertė po laivo įsigijimo išaugo nuo 36418578 Lt iki 45157786 Lt, o tai apytiksliai 24 %. Vidutinė svartinė kapitalo kaina sumažėjo nuo 4.13 iki 3.85 %. Nors įgyvendinant investicinį projektą, optimalios kapitalo struktūros per 2004 – 2012 metus pasiekti nepavyko, tačiau investicinio projekto įgyvendinimas, yra vienas iš būdų siekti optimalumo. Modeliuojamo plano įgyvendinimas padėjo žymiai padidinti kapitalo struktūros optimalumą. Palyginimui apskaičiuojamas įmonės vertės ir vidutinės svartinės kapitalo kainos santykis. Modeliuojamais metais vienam procentui vidutinės svartinės kapitalo kainos apskaičiuojama 11729295,06 Lt įmonės vertės, o tai yra 33 % daugiau negu vienam procentui vidutinės svartinės kapitalo kainos 2012 metais, neįgyvendinant investicinio projekto. Tačiau modeliuojamoje situacijoje nebuvo įvertinama naujojo greitaeigio laivo grąža, kas taip pat turėtų teigiamos įtakos įmonės vertei.

Nustatant greitaeigio laivo grąžą, pasinaudota tokiomis prielaidomis, kad naujame laive yra 140 vietų ir sezono metu (gegužės – rugsėjo mėn.) keltų keleivius ir dviratinius maršrutu Klaipėda–Juodkrantė–Nida–Klaipėda. Planuojama, kad gegužės ir rugsėjo mėn. per dieną bus atliekami 4 reisai, o birželio-rugpjūčio mėn. – 6 reisai. Modeliuojamoje situacijoje planuojama paslaugos kaina 25 Lt be PVM, o laivo užimtumas: gegužę – 35 proc.; birželį – 60 proc.; liepą – 85 proc.; rugpjūtį – 85 proc.; rugsėjį – 30 proc.. Priede 24 pateikti skaičiavimai: galimas pervežtų keleivių skaičius per mėnesį, galimas pervežtas keleivių skaičius per mėnesį pagal planuojamą užimtumą, pardavimo pajamų apskaičiavimas per mėnesį. Taigi, remiantis pateiktomis prielaidomis ir apskaičiavimais, planuojama, kad greitaeigis laivas 2012 metais, o tai nuo gegužės iki rugsėjo mėnesio, uždirbtų pardavimo pajamų, apytiksliai 1762600 Lt. Planuojant naujo laivo sąnaudas, daromos tokios prielaidos: reikalingi dar papildomai 5 darbuotojai, kuro sunaudojimas vieno reiso metu – 300 kg (vidutinė greitaeigio laivo degalų kuro sunaudojimo norma planuojama 120 kg/1 val. (norma yra preliminari, kadangi neįvertintos laivo techninės savybės), kadangi reisas pasirinktų maršrutų užima preliminariai 2.5 val., atitinkamai kuro sąnaudos vienam reisui $2.5 * 120 = 300$ Kg), apskaičiuojamas nusidėvėjimas, laivo naudojimo laikotarpis – 18 metų, vidutinė perkamo kuro kaina 2,50 Lt/kg (kaina, pagal kurią bendrovė superka kurą), kitos materialinės ir nematerialinės sąnaudos – 100000 Lt (materialinės ir nematerialinės sąnaudos planuojamos įvertinant turimų keltų eksploatavimą), draudimo sąnaudos – 30000 Lt (planuojama suma įvertinant eksploatuojamų keltų draudimo sąnaudas). Visos naujo laivo sąnaudos pateiktos 25 priede ir jos siekia apie – 1344559.63 Lt per metus. Apskaičiuotos naujo laivo pardavimo pajamos ir savikaina bei veiklos sąnaudos, laivo pelnas neatskaičius mokesčių sudaro – 418040.37 Lt. Siekiant išsiaiškinti ar investicinis projektas paveikė optimalumo sąlygą, naujo laivo pelnas prieš

apmokestinimą leidžia apskaičiuoti ekonominę pridėtinę vertę ją bei palyginti su kitais metais. Ekonominės pridėtinės vertės skaičiavimai modeliuojamais 2012 metais pateikti 23lentelėje.

23 lentelė

AB „Smiltynės perkėla“ ekonominės pridėtinės vertės skaičiavimas

Metai	Ekonominė pridėtinė vertė (EVA)			
	Pelnas prieš apmokestinimą ir palūkanas (EBIT)	WACC	Turtas (A), Lt	EVA, Lt
2012	$1737605+418040.37=2155645.37$	3.85 %	$39155006+7917356=47072362$	343359.4

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais

Kaip rodo atlikti tyrimai, ekonominė pridėtinė vertė įgyvendinant investicinį projektą išaugo nuo 120503.3 iki 343359.4 Lt arba 184 % lyginant su realistiniais metais. Modeliuojamais metais vienam procentui vidutinės svartinės kapitalo kainos teko 89184.27 Lt, o neįvykdant investicinį projektą – 29177 Lt. Iš gautų rezultatų galime daryti išvadą, kad įgyvendintas projektas įtakojo optimalumo sąlygą, nes vidutinė svartinė kapitalo kaina sumažėjo nuo 4.13 iki 3.85 %, o ekonominė pridėtinė vertė išaugo nuo 29177 iki 89184.27 Lt. Tokiu būdu, atlikti tyrimai, leidžia nustatyti tokias tendencijas, kad vienam procentui vidutinės svartinės kapitalo kainos, įgyvendinant investicinį projektą, ekonominė pridėtinė vertė padidėja 205.66 % lyginant su neįvykdytų investicinių projektų.

Apibendrinant AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūrą, nustatyta optimalia kapitalo struktūra remiantis dviem įmonės vertės nustatymo metodais. Pagal ekonominės pridėtinės vertės metodą, nustatyta, kad optimali kapitalo struktūra pasiekta 2010 metais. Tais metais apskaičiuota pati aukščiausia ekonominė pridėtinė vertė su mažiausiu procentu vidutinės svartinės kapitalo kainos. Pagal antrąjį metodą apskaičiuotas įmonės vertės vertinimas per įstatinį kapitalą, skolas ir grynuosius pinigus. Optimali kapitalo struktūra pasiekta 2006 ir 2010 metais pagal mažėjimo tvarką atitinkamai. Tais metais, vienam procentui vidutinės svartinės kapitalo kainos apskaičiuota didžiausia įmonės vertė, kuri išreikšta litais. Tačiau, nustatant AB „Smiltynės perkėla“ optimalią kapitalo struktūrą, pasirinktas pirmasis metodas, nes ekonominės pridėtinės vertės nustatymo metodas yra patrauklesnis. Kadangi įmonės vertės nustatymo metodas pagal įstatinį kapitalą, skolas ir grynuosius pinigus parodo, kad optimali kapitalo struktūra, pasiekta 2006 metais, tačiau, atsižvelgiant į pelną prieš apmokestinimą, tais metais uždirbta tik 200228 Lt. Pagal ekonominės pridėtinės vertės metodą, optimali kapitalo struktūra nustatyta 2010 metais, o tais metais AB „Smiltynės perkėla“ uždirbtas pelnas prieš apmokestinimą – 1606870 Lt. Apibendrinant du metodus, darome išvadą, kad pirmasis metodas yra patrauklesnis, nes įtraukiamas pelno veiksnys, kuris yra labai svarbus, vertinant įmonės vertę ir efektyvumą. Norint pasiekti optimalumą, sumodeliuojama situacija, kad bus įgyvendintas investicinis projektas – įsigytas greitaeigis laivas.

Sumodeliuotas ir įgyvendintas investicinis projektas parodo, kad tai turi poveikį įmonės vertei bei vidutinei svertinei kapitalo kainai: įvertinama laivo grąža, perskaičiuojami skolinto ir nuosavo kapitalo santykiai, įmonės vertė, vidutinė svertinė kapitalo kaina. Skaičiavimai parodo, kad įgytas laivas turi teigiamą poveikį įmonės vertės augimui bei vidutinės svertinės kapitalo kainos mažėjimui. Atlikti modeliavimai parodo, kad įgyvendinus investicinį projektą, tai turėtų teigiama įtaką optimaliai kapitalo struktūrai pasiekti. Pagal įmonės vertės metodą, neįvertinant įsigyto turto pelningumo, apskaičiuota 33 % didesnė įmonės vertė vidutinės svertinės kapitalo kainos vienam procentui, įgyvendinant investicinį planą. Įvertinus planuojamo įgyto eksploatuojamo turto pelningumą, įgyvendinto projekto poveikis pagal antrąjį metodą (EV) parodo, kad įmonės vertė padidėjo 205.66 %, o vidutinė svertinė kapitalo kaina sumažėjo nuo 4.13 iki 3.85 %. Investicinio projekto poveikis optimaliai kapitalo struktūrai yra akivaizdus, tačiau įvertinama laivo grąža tik 2012 metais, o ne ateityje. Regresijos modelių funkcijų išvestinės parodo, kad augant pelningumo rodikliams, kapitalo struktūros rodikliai gerėja, kas reiškia, kad skolinto kapitalo dalis mažėja visoje struktūroje. Įgyvendintas investicinis projektas parodo, kaip galima pasiekti kapitalo struktūros optimalumo, o įgyvendinto investicinio projekto grąža parodo, kad tai gali lemti kapitalo struktūros formavimą. Kaip buvo nustatyta 3.1 skyriuje, didėjant pelningumo rodikliams, AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros rodikliai mažės, kas reiškia skolinto kapitalo mažėjimą bei nuosavo kapitalo didėjimą bendroje struktūroje.

IŠVADOS

Įmonės finansavimo procese naudojamas skolinto ir nuosavo kapitalo derinys, kuris vadinamas kapitalo struktūra. Nuo kapitalo struktūros formavimo politikos priklauso rizikos ir pelningumo alternatyvos pasirinkimas. Taigi, įmonės finansinį stabilumą, pelningumą ir mokumą lemia tinkamas skolinto ir nuosavo kapitalo derinys, tačiau kapitalo struktūros formavimo požiūriai nevisuomet gali paaiškinti, kuo remiantis įmonės pasirenka skolos ir nuosavybės santykį. Atsižvelgiant į kapitalo struktūros formavimo principus, išskiriami tradicinės, klasikinės ir moderniosios teorijos. Klasikinės teorijos šalininkai teigia, kad kapitalo struktūra yra nesvarbi ir įmonės vertė priklauso nuo valdomo turto dydžio, o ne nuo finansavimo šaltinio. Tradicines teorijos atstovai laikosi kitos nuostatos, kad kapitalo struktūra yra būtinybė įmonės egzistavimui, kurį lemia akcininkų ir kreditorių požiūris į įmonę ir riziką. Modernioji kapitalo struktūros teorija paaiškinama tom, kad tarp pelningumo ir finansinio svorto egzistuoja teigiamas ryšys, kadangi pelningos įmonės siekia išlaikyti kiek galima aukštesnį finansinio svorto lygį, norėdamos atsverti įmonės mokesčius. Apibendrinant šias teorijas, matyti, kad šiuolaikiniame pasaulyje dominuoja modernioji kapitalo struktūros teorija. Skolinto kapitalo svarba kasmet tampa vis aktuali, kuri gali būti panaudota kaip įrankis ekonominiam vystymuisi.

Apskaičiuotos AB „Smiltynės perkėla“ finansinių rodiklių reikšmės parodo, kad per visą analizuojamą laikotarpį bendrovė nepasižymi aukštu pelningumu. Likvidumo rodikliai parodo, kad įmonė turi pakankamai apyvartinių lėšų ir atsargos sudaro mažą dalį bendroje struktūroje, kas padeda greitai paversti esama turtą pinigais. Mokumo rodikliai vertinimai gerai, nes yra pakankamai lėšų padengti įsipareigojimus. Turto apyvartumas vertinamas nepatenkinamai, nes esant tokiam dideliame eksploatuojamam turtui, sugeneruojamos per mažos pajamos. Santykinių finansinių rodiklių analizė parodo, kad AB „Smiltynės perkėla“ veiklą vertinama patenkinamai, nors bendrovė nepasižymi aukštu turto apyvartumu ir pelningumu, tačiau įvertintas gerai mokumas parodo, kad bendrovė pasižymi finansiniu stabilumu. Pastebėtos taip pat ir teigiamos tendencijos nuo 2010 m, kadangi visi pelningumo, mokumo, likvidumo rodikliai turėjo tendencijas didėti, kas parodo, kad bendrovės finansinė padėtis gerėja ir stiprėja. Atlikta kapitalo struktūros analizė per 2004 – 2012 metus parodo, kad pagrindinį vaidmenį veiklos finansavime užima skolintas kapitalas. 2006 – 2007 metais skolinto kapitalo dalis siekė aukščiausias reikšmes per analizuojamą laikotarpį ir svyravo nuo 83,08% iki 83,44 % kapitalo struktūroje. Toliau pastebėta, kad nuosavas kapitalas pasireiškia augimu nuo 2007 metų ir auga iki pat 2012 metų. Per minėtą laikotarpį nuosavas kapitalas bendroje struktūroje padidėjo nuo 16.56 iki 51.61 procentų. Nuosavo kapitalo didėjimui turėjo įtakos LR programa, dėka kurios nuosavas kapitalas buvo padidintas 12 mln. Lt per 2007 - 2008 metus. Apskaičiuota AB „Smiltynės perkėla“ vidutinė svertinė kapitalo kaina per

2004 – 2012 metus yra gana neaukšta. Viso kapitalo kainą per analizuojamus metus, svyruoja nuo 1.45 iki 4.13 %. Aukščiausios kainos užfiksuotos 2007 – 2008 metais, kurios svyravo nuo 3.5 iki 3.59 %, ir 2011 – 2012 metais, kurios buvo lygios 4.13 %. Atsižvelgiant į nuosavo kapitalo kainos pokytį, jį lėmė įstatinio kapitalo didėjimas bei išmokėti dividendai, tuo tarpu skolinto kapitalo kainą lėmė rinkos palūkanų norma, kuri svyruodavo keičiantis ekonomikos ciklams.

AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros formavimo sprendimams per 2004 – 2012 metus daro įtaka tiek vidiniai tiek ir išoriniai veiksniai. Atlikta koreliacinė analizė tarp kapitalo struktūros rodiklių ir vidinių veiksnių parodo, kad iš vidinių veiksnių stiprius ryšius su kapitalo struktūros rodikliais turi pelningumo rodikliai. AB „Smiltynės perkėla“ pelningumo rodikliai tokie kaip turto, veiklos ir grynasis pelningumas paveikia kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Apskaičiuoti koreliacijos koeficientai tarp minėtų veiksnių svyruoja nuo 0.79 iki 0.91 punkto, kas parodo, kad jų koreliacijos ryšiai yra stiprūs. Iš išorinių veiksnių su kapitalo struktūros rodikliais turi stiprius ryšius vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis ir tiesioginės užsienio investicijos. Tarp vidutinio mėnesinio bruto darbo užmokesčio ir kapitalo struktūros rodiklių egzistuoja atvirkštiniai stiprūs ryšiai, kurie svyruoja nuo -0.89 iki -0.90 punkto. Didėjantis vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokesčio lygis šalyje parodo visų šalies įmonių stabilią finansinę padėtį. Atžvelgiant per AB „Smiltynės perkėla“ darbo užmokesčio kitimo prizmę, didėjantis vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokesčio lygis įmonėje parodo taip pat jos stabilią finansinę padėtį, kadangi AB „Smiltynės perkėla“ pajėgi didinti veiklos sąnaudas. Tarp tiesioginių užsienio investicijų procentinio pokyčio ir kapitalo struktūros rodiklių taip pat egzistuoja stiprūs tiesioginiai ryšiai, kurių koreliacijos koeficientai svyruoja nuo 0.86 iki 0.94 punkto, tai parodo, kad vykdant tiesiogines užsienio investicijas didėja įsipareigojimų našta, kas gali lemti skolinto kapitalo didėjimą ir atitinkamai kapitalo struktūros rodiklių prastėjimą. Apibendrinant endogeninius ir egzogeninius veiksnius, tokie rodikliai kaip: tiesioginės užsienio investicijos, vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis šalyje, turto pelningumas, veiklos ir grynasis pelningumas paveikia AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros formavimo sprendimus.

Remiantis dviem įmonės vertės nustatymo metodais, apskaičiuota, kad optimali kapitalo struktūra pasiekta 2006 ir 2010 metais. Pagal ekonominės pridėtinės vertės metodą (EVA), apskaičiuota optimali kapitalo struktūra 2010 metais, kai ekonominė pridėtinė vertė buvo lygi 871 009,1 Lt, o vidutinė svertinė kapitalo kaina – 1.68 procentų. Pagal įmonės vertės metodą (EVA) AB „Smiltynės perkėla“ optimali kapitalo struktūra nustatyta 2006 metais, nes tais metais vienam procentui vidutinės svertinės kapitalo kainos apskaičiuota didesnė įmonės vertė, kuri lygi 26 694 621 litų. 2010 metais įmonės vertė vienam procentui vidutinės svertinės kapitalo kainos siekia 24 896 674 litų ir nusileidžia tik 2006 metams. Sudarant optimalią kapitalo struktūros modelį, įvykdytas modeliuojamas investicinis projektas, kad AB „Smiltynės perkėla“ įsigyja greitaeigi,

keleivinių laivą. Įvykdytas modeliuojamas investicinis planas parodo, kad tai turėtų teigiama įtaką optimaliai kapitalo struktūrai pasiekti. Pagal įmonės vertės metodą, neįvertinant eksploatuojamo turto grąžos, apskaičiuota 33 % didesnė įmonės vertė vidutinės svartinės kapitalo kainos vienam procentui, įgyvendinant investicinį planą. Įvertinus įsigyto eksploatuojamo turto grąžą, įgyvendinto projekto poveikis pagal antrąjį metodą (EV) parodo, kad įmonės vertė padidėjo 205,66 %, o vidutinė svartinė kapitalo kaina sumažėjo nuo 4,13 iki 3,85 %. Įgyvendintas investicinis projektas parodo, kaip galima pasiekti kapitalo struktūros optimalumo, o įgyvendinto investicinio projekto grąža parodo, kad tai gali lemti kapitalo struktūros formavimą.

Nustatyti statistiniai išorinių ir vidinių veiksnių poveikiai AB „Smiltynės perkėla“ kapitalo struktūros formavimui, nepatvirtina darbe iškeltos autorės hipotezes. Siekiant apskaičiuoti reikšmingus modelius ir įverčius bei išvengti autokoreliacijos, tyrimo duomenys buvo transformuojami. Apskaičiuotų modelių poveikiai dėl transformacijos išreikti skirtingais didžiais (litas, procentais arba punktas), kas apsunkina nustatyti, kad vidiniai veiksniai paveikia stipriau kapitalo struktūros rodiklius negu išoriniai veiksniai.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. Aleknevičienė, V. (2004). Įmonės finansų valdymas: mokomoji knyga. Akademija: LŽŪU leidybos centras.
2. Aleknevičienė, V., Girdžiūtė. L. (2009). Tarptautinių atsiskaitymų kredito rizikos valdymas mažose įmonėse.
3. Angelini, P., Di Salvo, R. and Ferri, G. (1998). Availability and Cost of Credit for Small Businesses: Customer Relationships and Credit Cooperatives // Journal of Banking and Finance, Nr. 22.
4. Anginer D. (2010). Transaction Costs and Investment Decisions of Individual Investors // World Bank Policy Research Working Paper Series.
5. Barclay, M., & Smith, C., Jr. (1995). The maturity structure of corporate debt // Journal of Finance, Nr. 50.
6. Benito, A. (2006). The capital structure decision of firms: is there a pecking order. Prieiga per internetą. www.bde.es/informes/be/docs/dt0310e.pdf
7. Berger, A. N. and Udell, G. F. (1995). Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firms Finance // Journal of Business, Nr. 68.
8. Berger, A. N., Klapper, L. F. and Udell, G. F. (2001). The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses // Journal of Banking and Finance, Nr. 25.
9. Berry B.J.L., Conkling E.C., Ray D.M. (1997) The Global Economy in Transition. Second Edition. Upper Saddle River.
10. Boguslauskas, V. (2007). Ekonometrika. Kaunas: Technologija.
11. Boguslauskas, V., Jegelavičius, G. (2002). Įmonės veiklos finansinis vertinimas. Kaunas: Technologija.
12. Borodulinaitė, A. (2005). Finansinio sverto lygio Lietuvos įmonėse tyrimas. Ekonomika ir vadyba-studentų mokslinės konferencijos pranešimų medžiaga. Kaunas.
13. Burkštaitienė, D., Juozapavičienė, A. (2007). Įmonės vertės kūrimą ir jos valdymą atspindintys vertės matai. Ekonomika ir vadyba, 13.
14. Booth, L., V. Aivazian, A. Demirguc-Kunt and V. Maksimovic. (2001). Capital Structures in Developing Countries // Journal of Finance, Nr. 56.
15. Black F., Scholes M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. Journal of Political Economy, 81(3).
16. Brennan M., Schwartz E. (1984). Optimal Financial Policy and Firm Valuation. Journal of Finance 39.

17. Bružauskas, V.V. (2006). Įmonių nuosavo kapitalo formavimo, panaudojimo ir apskaitos problemos. Apskaitos ir finansų mokslas ir studijos: problemos ir perspektyvos. Tarptautinės mokslinės konferencijos straipsnių rinkinys. Nr. 1(5). Akademija.
18. Bulan L., Yan Z. (2010). Firm Maturity and the Pecking Order Theory // SSRN.
19. Casey, K.M., Summer,G., Packer, J. (2006). Reit capital structure:is it market imposed?. Managerial Finance. Vol.32. No.12.
20. Cibulskienė, D. (2007). Įmonių kapitalo struktūros formavimas finansų rinkos globalizacijos procesuose. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla.
21. Cibulskienė, D. (2005). Įmonių kapitalo struktūros modeliavimas finansų rinkos globalizacijos sąlygomis.
22. Cibulskienė, D., Lileikienė, A., Marcišauskienė, J. (2008). Kapitalo struktūros sprendimai kaip apsisprendimo problema modernioje finansavimo teorijoje. Ekonomika, vadyba ir aktualijos, 4,13.
23. Dalbor M. C. ir Upneja A. (2002). Factors Affecting the Long-Term Debt Decision of Restaurant Firms // Journal of Hospitality & Tourism Research.
24. Danisevska P., De Jong A., and Verbeek M. (2004). Do banks influence the capital structure choices of firms? // Erasmus Research Institute of Management, Report Series Research in Management, Rotterdam of School of Management.
25. Davydenko, S, Franks, J. (2008). Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and the U.K. // Journal of Finance, Nr. 63.
26. DeAngelo, H., & Marsulis, R. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation // Journal of Financial Economics, Nr. 8.
27. Demirguc-Kunt, A. and V. Maksimovic. (1995). Capital Structures in Developing Countries: Evidence from Ten Country Cases // Policy Research Working Paper: 1320, the World Bank.
28. Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V. (1999). Institutions, Financial Markets, and Firm Debt Maturity // Journal of Financial Economics, Nr. 54.
29. Detragiache, E., Garella, P. and Guiso, L. (2000). Multiple versus Single Banking Relationships: Theory and Evidence // Journal of Finance, Nr. 55.
30. Diamond D. (1991). Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt // Journal of Political Economy, Nr. 99.
31. Diamond, D. (1993). Seniority and maturity of debt contracts // Journal of Financial Economics, Nr. 33.
32. Dissanaik G., Lambrecht B.M., Saragga A. (2001) Differentiating Debt Target from Non-Target Firms: an Empirical Study on Corporate Capital Structure. Working Papers.

33. Dybvig, P.H., Zender, J.F. (1991). Capital Structure and Dividend Irrelevance with Asymmetric Information. *The Review of Financial Studies*. Vol.4.No.1.
34. Dumbravaitė, I. (2006). Įmonės kapitalo struktūrą veikiančios veiksniai. Studentų mokslinės konferencijos Jaunasis mokslininkas 2006 straipsnių rinkinys. LŽŪU.
35. Douglas, A.V.S. (2006). Capital Structure, Compensation and Incentives. *The Society for Financial Studies*, 20.
36. Eriotis, N. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*. Vol.33. No.5.
37. Eisfeld, A.L., Rampini, A.A. (2008). Leasing, Ability to Repossess and Debit Capacity. *Review of Financial Studies*.
38. Elyasiani E., Guo L., and Tang L. (2002). The determinants of debt maturity at issuance: a system-based model // *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Nr. 19.
39. Fan J. P. H, Titman S., Twite G. (2010). International comparison of capital structure and debt maturity choices // *National bureau of economic research, working paper*: 16445.
40. Fama, E.F., French, K.R. (2002). Testing trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, Vol.15. No.1.
41. Faulkender M. (2003). Hedging or Market Timing? Selecting the Interest Rate Exposure of Corporate Debt // *Washington University in St Louis working paper*.
42. Faulkender M., Petersen M. A. (2003). Does the source of capital affect capital structure // *National bureau of economic research*.
43. Faulkender M., Petersen M. A. (2006). Does the source of capital affect capital structure. *The Review of Financial Studies*, Vol. 19. No. 1.
44. Frank M.Z., Goyal V.K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 67.
45. Gonenc H. (2003). Capital structure decisions under micro institutional settings: the case of Turkey // *Journal of emerging market finance*, Nr. 57.
46. Guedes, J., Opler, T. (1996). The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues // *Journal of Finance*, Nr. 51.
47. Gustas, R. (2006). Įmonių kapitalo struktūros formavimo teoriniai tyrimai. Tarptautinė mokslinė konferencija-Apskaitos ir finansų mokslas ir studijos: problemos ir perspektyvos. Akademija.
48. Hall, G. C., Hutchinson, P. J. and Michaelas, N. (2004). Determinants of Capital Structures of European SMEs // *Journal of Business Finance & Accounting*, Nr. 31.
49. Harhoff, D. and Körting, T. (1998). Lending Relationship in Germany: Empirical Evidence from Survey Data // *Journal of Banking and Finance*, Nr. 22.

50. 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.
51. Haubrich J. (1989). Financial intermediation, delegated monitoring, and long-term relationships // *Journal of Banking and Finance*, Nr. 13.
52. Hernandez-Canavas G. and Koeter-Kant J. (2008). Debt maturity and relationship lending: an analysis of European SME // *International small business Journal*, Nr. 26.
53. Hernández-Cánovas, G. and Martínez-Solano, P. (2006). Banking Relationships: Effects on Debt Terms for Small Spanish Firms // *Journal of Small Business Management*, Nr. 44.
54. Holmstrom, B. and Tirole, J. (1997) Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector // *Quarterly Journal of Economics*, Nr. 112.
55. Hovakimian A., Opler T., Titman S. (2001) The Debt – Equity Choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36.
56. Jang S., Tang C. H. (2009). Simultaneous Impacts of international diversification and financial leverage on profitability // *Journal of Hospitality & Tourism research*, Nr. 33.
57. Jankauskas, M. (2008). Optimali kapitalo struktūra: realus pasaulio atspindys ar matematinė iliuzija? *Vadovo pasaulis*, 76.
58. Jensen, M. (1986). The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // *American Economic Review*, Nr. 76.
59. Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Prieiga per internetą: www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043
60. Juozaitienė L., (2007). Įmonės finansai: analizė ir valdymas. *Vadovėlis*. Šiauliai: VšĮ Šiaulių universiteto leidykla.
61. Jõeveer, K. (2005). What do we know about Capital Structure of Small Firms? // Working Paper, EFMA, Italy.
62. Kale, J., & Noe, T. (1990). Risky debt maturity choice in a sequential game equilibrium // *Journal of Financial Research*, Nr. 13.
63. Kuizinaitė, V., Paliulytė, I. (2008). Kapitalo struktūros įtakos įmonių veiklos finansiniams rodikliams analizė.
64. Kipišas, T. (2004). Kapitalo struktūros optimizavimo problema Lietuvos įmonėse eurointegracinių procesų sąlygomis. *Organizacijų vadyba*, 31.
65. Kiršienė J., Tikniūtė A., (2004), Kapitalo teorinė ir struktūrinė paradigma: teisiniai aspektai. *Jurisprudencija. Mokslo darbai*. Nr. 57.
66. Krause, A. (2006). Risk, capital requirements, and the asset structure of companies.

67. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation // Journal of Finance, Nr. 57.
68. La Rocca M., LA Rocca T., Cariola A. (2010). The influence of local institutional differences on the capital structure of SMEs: evidence from Italy // International small business journal, Nr. 28.
69. Lehmann, E. and Neuberger, D. (2001). Do Lending Relationships Matter?: Evidence from Bank Survey Data in Germany // Journal of Economic Behavior and Organization, Nr. 45.
70. Leland H. (1998). Agency Costs, Risk Management and Capital Structure. Journal of Finance ,53.
71. Leland H., Toft K. (1996). Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy and the Term Structure of Credit Spreads. Journal of Finance, 51.
72. Leland H.E. (1994). Corporate Debt Value, Bond, Bond Governances and Optimal Capital Structure. Journal of Finance, 49(4).
73. Lietuvos respublikos akcinių bendrovių įstatymas.2000. Prieiga per internetą 2013-10-10. www.3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.schowdoc-1?p-id=259448
74. Lietuvos respublikos buhalterinės apskaitos įstatymas.2001. Prieiga per internetą 2013-10-10. www.3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.schowdoc-1?p-id=224416
75. Lietuvos respublikos pelno mokesčio įstatymas.2001. Prieiga per internetą 2013-10-10. www.3.lrs.lt/pls/inter3/dokpaieska.schowdoc-1?p-id=308893
76. Lileikienė A. (1998) Finansinių investicijų rizikos įvertinimas. Organizacijų vadyba:sisteminiai tyrimai, Nr. 8, VDU.
77. Mackevičius J., Poškaitė D. (2003). Finansinio sverto apskaičiavimas ir interpretavimas.Ekonomika: Mokslo darbai, Nr. 61.
78. Majauskienė, D. (2005). Įmonių finansinių rezultatų ir kapitalo struktūros formavimo sprendimų sąveika. Prieiga per internetą 2012-12-15: www.lzuu.lt/jaunasis-mokslininkas/smk-2005/Finansai/Malauskiene%20Daiva.htm
79. Martynova M., Rennneboog L. (2008). What Determines the Financing Decision in Corporate Takeovers: Cost of Capital, Agency Problems, or the Means of Payment? // European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Research Paper Series.
80. Mester L., Nakamura L. and Renault M. (1998). Checking Accounts and Bank Monitoring // Federal Reserve Bank of Philadelphia working paper.
81. Miečinskienė A. (2003) Tiesioginio investavimo užsienyje modeliavimas. Daktaro disertacijos santrauka. Vilnius: Technika.

82. Miller, M.H. (1977). Debt and Taxes // *Journal of Finance*, Nr. 32.
83. Modigliani, F. and Miller M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // *American Economic Review*, Nr. 48.
84. Mayers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing // *Journal of Financial Economics*, Nr. 5.
85. Myers, S. and Majluf N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have // *Journal of Financial Economics*, Nr. 13.
86. Norvaišienė, R., Stankevičienė. J. (2007). The Interaction of Determinants and Decisions on Capital structure at the Baltic Listed Companies. *Inžinerinė ekonomika. Kaunas: Technologij*, Nr. 2 (52).
87. Opler, T. and Titman S. (1994). Financial Distress and Firm Performance // *Journal of Finance*, Nr. 49.
88. Paliulytė, I. (2009). Kapitalo struktūros įtaka įmonių pelningumo rodikliams.
89. Pat, O.C. (1998). Verslo finansų pagrindai. *Technologija. Kaunas*.
90. Pattenden, K. (2006). Capital Structure Decisions Under classical and Imputation Tax Systems: A natural Test for Tax Effects in Australia *Journal of Management*, Vol.31.No.1.
91. Petersen, M. A. and Rajan, R. G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data // *Journal of Finance*, Nr. 49.
92. Pollard J. (2003). Small firm finance and economic geography // *Journal of Economic Geography*, Nr. 3.
93. Quan, V.D.H. (2002). A Rational Justification of the Pecking Order Hypothesis to the Choice of Sources of financing. *Managerial Research News*. Vol.25.Nr.12.
94. Rajan, R. and Zingales L. (1995). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data // *Journal of Finance*, Nr. 50.
95. Rajan, R. G. (1992). Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-length Debt // *Journal of Finance*, Nr. 47.
96. Rumšaitė D. (2001). Įmonių finansinių išteklių telkimo sprendimų formavimosi modelis. Daktaro disertacijos santrauka. Kaunas: KTU.
97. Rumšaitė D. (2000). Įmonės finansavimo strateginių sprendimų formavimas. Daktaro disertacija. Kaunas: KTU
98. Rutkauskas A.V. (1999) Pelno inžinerija: Monografija. Kaunas: Technologija.
99. Rutkauskas A.V. (2000). Finansų ir komercijos kiekybiniai modeliai: Monografija. Vilnius: Technika.
100. Rutkauskas A.V. (2001) Finansų rizikos valdymas. Daktaro disertacijos santrauka. VGTU. Vilnius.

101. Rutkauskas A.V., Damašienė V. (2002). Finansų valdymas. Šiauliai:Šiaulių universiteto leidykla.
102. Sander, P. (2003). Capital structure Choise in Estinian Companies: a Survey. Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai. Kaunas: VDU, Nr. 27.
103. Samuels J.M.,Wilkens F.M.,Brayshaw R.E., (1994). Mngement of Company Finance. London. Samuels Chapman and Hall.
104. Scholes, M., & Wolfson, M. (1992). Taxes and business strategy // Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
105. Simanauskas L. (2002). Kompiuterinissprendimų modeliavimas. Vilnius, 2002.
106. Simerly, L., Li, M. (2000). Re-Thinking the capital strukture decision. Prieiga per internetą: www.westga.edu/~bquest/2002/rethinking.htm
107. Süchting, J. (1995). Finanzmanagement. 6 Auflage. Wiesbaden. Germany:Neustadt.
108. Singh, M., & Nejadmalayeri, A. (2004). International, capital structure, and cost of capital: Evidence from French corporations//Journal of Multinational Financial Management, Nr.14.
109. Stiglitz, J. and Weiss A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information // American Economic Review, Nr. 71.
110. Stiglitz, J.E. (1994). Modigliani, the Modigliani-Miller Theorem, and Macroeconomics. Prieiga per internetą 2013-09-13: www.newschool.edu/cepa/conferences/papers/050414_stiglitz_Modigliani-Miller.pdf
111. Shyam-Sunder L., Myers S.C. (1999). Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. Journal of Financial Economics, Vol. 51.
112. Šlekienė D., Klimavičienė I., (2000). Įmonės veiklos finansinis įvertinimas. Mokomoji knyga. Kaunas: Technologija.
113. Titman S., Fan J., and Twite G. (2010). An international comparison of capital structure and debt maturity choices // Working Paper Social Science Research Network.
114. Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice // Journal of Finance, Nr. 43.
115. Titman S., Tsyplakov S. (2004). ADynamicModelofOptimal CapitalStructure. Working papers.
116. Ulys, D. (2003). Įmonėsfinansinių rodiklių pagrindusudarytas įmonėsvertėsmodelis.Daktaro disertacija, Kaunas: KTU.
117. Valentinavičius, S. (2009). Investicijų valdymas.
118. Vasiliauskaitė, A.. Rumšaitė, D. (2002). Įmonių finansinio sverto sprendimams įtaką darančių veiksnių tyrimas. Socialiniai mokslai. Kaunas:Technologija, Nr. 4

119. Vasiliauskaitė, A., Rumšaitė, D. (2000). Įmonės finansinio sverto sprendimams įtaką darančių veiksnių tyrimas. *Ekonomika*,4,25.
120. Vidugirytė, A., (2009). Įmonės optimalios kapitalo struktūros formavimas.
121. Wahyudi I. (2011). Analysis of effect of leverage and cash flow today on future financial performance of Indonesian public company: signaling theory vs. the pecking order theory // SSRN.
122. Wald, J. (1999). How firm characteristics affect capital structure: An international comparison // *Journal of Financial Research*, Nr. 22.
123. Wood, J.S., Leitch, G. (2004). Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: The Financing Present Value („FPV“) Approach to Evaluating Investment Projects that Change Capital Structure. *Managerial Finance*. Vol.30.No.2.

PAGRINDINIŲ SĄVOKŲ ANALIZĖ

Šios sąvokos magistro darbe pateikiamos remiantis šaltinių: J. Bagdanavičius, P. Stankevičius, L. Lukoševičius. *Ekonomikos terminai ir sąvokos*.

A

Akinė bendrovė-ribotos turtinės atsakomybės įmonė, turinti juridinio asmens teises. Fiziniai ir juridiniai asmenys, įsigiję bendrovės akcijų, tampa akcininkais. Jie yra kolektyviniai akcinės bendrovės savininkai. Akcininkas neatsako savo asmeniniu turtu už bendrovės prievolės prieš kreditorius. Jie atsako tik turimu akciniu kapitalu. Akcinės bendrovės paprastai yra pelno siekiančios įmonės.

Akinis kapitalas - akcinės bendrovės kapitalo kiekis, kuris su-formuojamas parduodant akcijas.

D

Dividendas - akcinės bendrovės pelno dalis, kasmet paskirstoma tarp akcininkų po to, kai sumokami mokesčiai, atliekami atskaitymai gamybai plėsti, papildomi rezervai, išmokami procentai už obligacijas ir premijuojami direktoriai.

E

Ekonometrika - statistinių metodų taikymas ekonomikos problemoms kiekybiškai apibūdinti ir spręsti.

Ekonominis pelnas - pelnas, likęs iš bendrųjų pajamų atskaičius visus kaštus, tarp jų ir alternatyvius. Kurios nors šakos įmonės, kurių pajamos didesnės už ekonominius kaštus, gauna ekonominį pelną. Tai skatina savininkus perkelti savo resursus į tą šaką, tikintis didesnių pajamų. Tuo būdu ekonominis pelnas rinkos ekonomikoje padeda numatyti resursų perskirstymą šakoms.

F

Finansavimas - įvairių lėšų teikimas (kreditai, vertybinių popierių išleidimas ir pan.).

Finansavimasis - įmonių veiklos finansavimasis iš savo lėšų.

Finansinės ir investicinės veiklos pajamos - įmonės (juridinio asmens), t. y. mokesčio mokėtojo, uždirbtos per ataskaitinį laikotarpį-finansinius metus-pajamos, prie kurių priskiriama: gauti akcijų dividendai; pajininkai bei steigėjų gauta pelno dalis; depozitų palūkanos; obligacijų palūkanos; kredito operacijų palūkanos; pajamos iš finansinio tarpininkavimo; užsienio valiutos pardavimo pajamos; turimos užsienio valiutos kurso kilimo teigiama įtaka; kitų bendrovių akcijų ir kitų vertybinių popierių pardavimo pajamos; užsienio valiutų konversijos teigiama įtaka; kitos finansinės veiklos pajamos.

G

Grynasis pelnas - įmonės (juridinio asmens) uždirbtų bendrųjų pajamų dalis, kuri lieka atėmus įprastinės veiklos sąnaudas, ypatinguosius praradimus bei sumokėtus mokesčius.

I

Išorinis poveikis - ūkinės veiklos aplinkybių visuma, lemianti tiesiogiai nesusijusių su ta veikla papildomų sąnaudų arba pajamų atsiradimą. Gali būti teigiamas arba neigiamas poveikis aplinkiniams, už kurį pastarieji nemoka (pirmuoju atveju) arba nereikalauja mokėti (antruoju atveju). Išorinis poveikis yra tada, kai privatūs kaštai arba nauda yra nelygūs visuomeniniams kaštams arba naudai. Išorinio poveikio efekto dydis lygus skirtumui tarp visuomeninių ir individualių gamybos kaštų.

K

Kapitalas - 1) kaip gamybos veiksnys reiškia priemonės, kurios sukurtos žmonių darbu ir naudojamos produktams bei paslaugoms kurti, pvz.: mašinos, įrengimai, gamybiniai pastatai ir pan.

Kreditas - paskolos ir kitokie atidedamojo mokėjimo metodai.

M

Modelis - tikrovės dalies apibūdinimas, norint numatyti galimas pokyčių pasekmes. Ekonomikoje dažniausiai taikomi matematiniai tikrovės aprašymo modeliai, naudojant loginio ryšio, ekstrapoliacijos ir kitus konstravimo būdus.

Monopolija - rinkos struktūra, kai gamybos šakos apimtį kontroliuoja vienas pardavėjas arba jų grupė, priimanti suderintus sprendimus, kai nėra pakaitalų monopolininko gaminiui ir kai yra pasunkėjęs įėjimas į rinką, t. y. įėjimo kliūtys tokios didelės, kad naujoms firmoms neįmanoma patekti į rinką.

O

Optimizavimas - ekstremalių tikslo funkcijos reikšmių apskaičiavimas, naudojamas sprendinių priėmimo procese.

P

Pagrindinis kapitalas - gamybos procese esanti kapitalo dalis, kurios vertė į produkciją perkeliama pamažu.

Paskola - lėšos ar daiktai, suteikiami paskolos gavėjui.

R

Realusis kapitalas-gamyboje naudojamos ekonominės gėrybės, kurios yra ankstesnės gamybos rezultatas (pastatai, įrengimai, mašinos ir pan.).

S

Skolinamasis kapitalas-piniginis kapitalas, kurio savininkas duoda jį kitiems asmenims nustatytam laikui su sąlyga grąžinti jį ir užmokėti už tai tam tikras palūkanas.

V

Valstybinė įmonė - įmonė, įsteigta valstybės lėšomis ir tiesiogiai jos reguliuojama bei turinti juridinio asmens teises.

PRIEDAI

Finansinių rodiklių vertinimas

Įvertinimas pagal Statistikos departamento metodiką	Orientacinis vertinimo lygis				
	Labai geras	Geras	Patenk.	Nepatenk.	Blogas
Perkoduota į ranginę skalę reikšmė	1	2	3	4	5
Finansinės būklės rodikliai					
Bendrasis pelningumas, proc.	>35	>15	<15	<7	<0
Grynasis pelningumas, %	>25	>10	<10	<5	<0
Turto pelningumas, %	>20	>15	>8	<8	<0
Nuosavo kapitalo pelningumas %	>30	>20	>10	<10	<0
Bendrasis likvidumas	>2.0	>1.5	>1.2	<1.2	<1.0
Greitasis trumpalaikio mokumas	>1.5	>1.2	>1.0	<1.0	<0.5
Trumpalaikio įsiskolinimo koeficientas, proc.	<5	<30	<80	>60	100
Bendrojo mokumo koeficientas	>2.0	>1.5	>1.0	<1.0	<0.5
Manevringumo koeficientas	0.6	0.5	0.4	0.3	0.1
Viso turto apyvartumas	>2.0	>1.0	1.0	<1.0	
	>5.0	>3.0	3.0	<3.0	
Pirkėjų įsiskolinimo apyvartumas	<30	<45	<60	>60	>90

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Statistikos departamento duomenimis

Skolos nuosavybės koeficiento kitimo priežastis

Rodikliai	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Skolintas kapitalas	15835429	22250349	33736915	32216712	23463510	26329941	24013583	20972560	18947704
Nuosavas kapitalas	6751312	6804832	6868571	6395552	12411245	18604691	19787663	19891384	20207302
Skolos-nuosavybės koeficientas	2.35	3.27	4.91	5.04	1.89	1.42	1.21	1.05	0.94
Skolos-nuosavybės koeficiento pokytis		0.92	1.64	0.13	-3.15	-0.48	-0.20	-0.16	-0.12
Dėl nuosavo kapitalo vertės pasikeitimo	-	-0.02	-0.03034	0.36	-2.44	-0.63	-0.08	-0.01	-0.02
Dėl skolinto kapitalo vertės pasikeitimo	-	0.94	1.6723	-0.24	-0.71	0.15	-0.12	-0.15	-0.10
Skolinto kapitalo vertės pokytis		40.51	51.62	-4.51	-27.17	12.22	-8.80	-12.66	-9.65
Nuosavo kapitalo vertės pokytis		0.79	0.94	-6.89	89.18	53.77	6.36	0.52	1.59

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktais skaičiavimais

Skolinto kapitalo dalies kitimo priežastis

Rodikliai	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Skolintas kapitalas	15835429	22250349	33736915	32216712	23463510	26329941	24013583	20972560	18947704
Turtas iš viso	24062489	30210215	42267874	38925378	36001885	44934632	43801246	40863944	39155006
Skolinto kapitalo dalis	65.81	73.65	79.82	82.77	65.17	58.60	54.82	51.32	48.39
Skolinto kapitalo dalies rodiklio pokytis	-	7.84	6.17	2.95	-17.59	-6.58	-3.77	-3.50	-2.93
Dėl turto vertės pasikeitimo	-	-13.39	-21.01	6.85	6.72	-12.96	1.52	3.94	2.24
Dėl skolinto kapitalo vertės pasikeitimo	-	21.23	27.18	-3.91	-24.31	6.38	-5.29	-7.44	-5.17
Skolinto kapitalo vertės pokytis	-	40.51	51.62	-4.51	-27.17	12.22	-8.80	-12.66	-9.65
Turto vertės pokytis	-	25.55	39.91	-7.91	-7.51	24.81	-2.52	-6.71	-4.18

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis atliktais skaičiavimais

Makroekonominiai rodikliai

Metai	Infliacija, %	BVP to meto kainomis procentinis pokytis	Vidutinė metinė palūkanų norma, %	Vidutinis bruto darbo užmokestis, Lt	Tiesioginės užsienio investicijos, Lt
2004	1.20	10.07	2.79	1149.30	12350660
2005	2.70	14.93	2.52	1276.20	15796680
2006	3.80	14.95	3.27	1495.70	24294620
2007	5.80	19.23	5.21	1802.40	28321150
2008	11.10	12.79	6.54	2151.70	25760530
2009	4.20	-17.77	8.23	2056.00	25275950
2010	1.20	3.96	2.40	1988.10	27429410
2011	4.10	11.72	1.97	2045.90	29062580
2012	3.20	6.40	1.44	2123.80	32843680

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Statistikos departamento duomenimis

Išorinių veiksnių nustatymo duomenys

Metai	Skolos – nuosavybės procentinis pokytis	Skolinto kapitalo dalies procentinis pokytis	Infliacija, %	BVP to meto kainomis procentinis pokytis	Vidutinė metinė palūkanų norma, %	Vidutinis bruto darbo užmokestis, Lt	Tiesioginių užsienių investicijų procentinis pokytis
2005	39.40	11.92	2.70	14.93	2.52	1276.20	47.57
2006	50.22	8.37	3.80	14.95	3.27	1495.70	21.04
2007	2.56	3.69	5.80	19.23	5.21	1802.40	22.75
2008	-62.47	-21.26	11.10	12.79	6.54	2151.70	-10.62
2009	-25.14	-10.09	4.20	-17.77	8.23	2056.00	0.17
2010	-14.25	-6.44	1.20	3.96	2.40	1988.10	8.96
2011	-13.12	-6.39	4.10	11.72	1.97	2045.90	9.95
2012	-11.07	-5.71	3.20	6.40	1.44	2123.80	9.72

Šaltinis: sudaryta autoriaus, remiantis Statistikos departamento duomenimis ir atliktais skaičiavimais

**Kapitalo struktūros rodiklių procentinių pokyčių liekamosios paklaidos normalumo
tikrinimas**

TestsofNormality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Skolos - nuosavybes koeficiento procentinis pokytis	.201	8	.200*	.937	8	.578

a. LillieforsSignificanceCorrection

*. This is a lowerboundofthetruesignificance.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

TestsofNormality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Skolinto kapitalo dalies procentinis pokytis	.216	8	.200*	.948	8	.696

a. LillieforsSignificanceCorrection

*. This is a lowerboundofthetruesignificance.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Kapitalo struktūros rodiklių liekamosios paklaidos normalumo tikrinimas**TestsofNormality**

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Skolos - nuosavybes koeficientas	.193	9	.200*	.841	9	.059

a. LillieforsSignificanceCorrection

*. This is a lowerboundofthetruesignificance.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

TestsofNormality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Skolinto kapitalo dalies rodiklis	.121	9	.200*	.949	9	.675

a. LillieforsSignificanceCorrection

*. This is a lowerboundofthetruesignificance.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Išorinių veiksnių rodikliai ir kapitalo struktūros rodiklių procentiniai pokyčiai per 2005 – 2012 metus

Metai	Skolos-nuosavybės koeficiento procentinis pokytis	Skolinto kapitalo dalies rodiklio procentinis pokytis	Vidutinis bruto darbo užmokestis, Lt	Tiesioginės užsienio investicijos, %
2005	39.40	11.92	1276.20	47.57
2006	50.22	8.37	1495.70	21.04
2007	2.56	3.69	1802.40	22.75
2008	-62.47	-21.26	2151.70	-10.62
2009	-25.14	-10.09	2056.00	0.17
2010	-14.25	-6.44	1988.10	8.96
2011	-13.12	-6.39	2045.90	9.95
2012	-11.07	-5.71	2123.80	9.72

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis ataskaitos ir Statistikos departamento duomenimis.

Vidinių veiksmų ir kapitalo struktūros rodikliai per 2004 – 2012 metus

Skolos-nuosavybės koeficientas	Skolinto kapitalo dalis	EBIT, %	Turto pelningumas, %	Grynasis pelningumas,%
2.35	65.81	6.13	0.58	1.49
3.27	73.65	8.42	0.39	1.12
4.91	79.82	7.59	0.26	1
5.04	82.77	7.85	-1.05	-2.91
1.89	65.17	10.58	0.04	0.11
1.42	58.60	14.2	1.16	3.95
1.21	54.82	16.71	3.07	9.78
1.05	51.32	15.31	3.11	9.15
0.94	48.39	16.71	3.73	10.52

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis ataskaitos ir Statistikos departamento duomenimis.

**Išorinių veiksnių ir kapitalo struktūros rodiklių koreliacijos ir determinacijos koeficientai
bei Durbin Watson reikšmės**

ModelSummary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. ErroroftheEstimate	Durbin- Watson
1	.890 ^a	.792	.757	17.64940	1.720

y = skolos – nuosavybės koeficiento procentinis pokytis;

x= vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ModelSummary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. ErroroftheEstimate	Durbin- Watson
1	.861 ^a	.742	.698	19.65566	2.725

y = skolos – nuosavybės koeficiento procentinis pokytis;

x= tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ModelSummary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. ErroroftheEstimate	Durbin- Watson
1	.899 ^a	.808	.776	5.08983	2.070

y = skolinto kapitalo dalies rodiklio procentinis pokytis;

x= vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ModelSummary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. ErroroftheEstimate	Durbin- Watson
1	.940 ^a	.883	.864	3.96829	2.448

y = skolinto kapitalo dalies rodiklio procentinis pokytis;

x= tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Durbin – Watson koeficientų lentelė 99 procentų reikšmingumo lygmenyje

n	k ² =1		k ² =2		k ² =3		k ² =4	
	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU
6	0.390	1.142	-----	-----	-----	-----	-----	-----
7	0.435	1.036	0.294	1.676	-----	-----	-----	-----
8	0.497	1.003	0.345	1.489	0.229	2.102	-----	-----
9	0.554	0.998	0.408	1.389	0.279	1.875	0.183	2.433
10	0.604	1.001	0.466	1.333	0.340	1.733	0.230	2.193
11	0.653	1.010	0.519	1.297	0.396	1.640	0.286	2.030
12	0.697	1.023	0.569	1.274	0.449	1.575	0.339	1.913
13	0.738	1.038	0.616	1.261	0.499	1.526	0.391	1.826
14	0.776	1.054	0.660	1.254	0.547	1.490	0.441	1.757
15	0.811	1.070	0.700	1.252	0.591	1.465	0.487	1.705
16	0.844	1.086	0.738	1.253	0.633	1.447	0.532	1.664
17	0.873	1.102	0.773	1.255	0.672	1.432	0.574	1.631
18	0.902	1.118	0.805	1.259	0.708	1.422	0.614	1.604
19	0.928	1.133	0.835	1.264	0.742	1.416	0.650	1.583
20	0.952	1.147	0.862	1.270	0.774	1.410	0.684	1.567
21	0.975	1.161	0.889	1.276	0.803	1.408	0.718	1.554

Vidinių veiksmų ir kapitalo struktūros rodiklių Fišerio reikšmės

ANOVA^b

Model		SumofSquares	df	MeanSquare	F	Sig.
1	Regression	7100.819	1	7100.819	22.795	.003 ^a
	Residual	1869.008	6	311.501		
	Total	8969.827	7			

y = skolos – nuosavybės koeficiento procentinis pokytis;

x = vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ANOVA^b

Model		SumofSquares	df	MeanSquare	F	Sig.
1	Regression	6651.758	1	6651.758	17.217	.006 ^a
	Residual	2318.069	6	386.345		
	Total	8969.827	7			

y = skolos – nuosavybės koeficiento procentinis pokytis;

x = tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ANOVA^b

Model		SumofSquares	df	MeanSquare	F	Sig.
1	Regression	655.111	1	655.111	25.288	.002 ^a
	Residual	155.438	6	25.906		
	Total	810.549	7			

y = skolinto kapitalo dalies rodiklio procentinis pokytis;

x = vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ANOVA^b

Model		SumofSquares	df	MeanSquare	F	Sig.
1	Regression	716.065	1	716.065	45.472	.001 ^a
	Residual	94.484	6	15.747		
	Total	810.549	7			

y = skolinto kapitalo dalies rodiklio procentinis pokytis;

x = tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Vidinių veiksnių ir kapitalo struktūros rodiklių Stjudento reikšmės

Coefficients^a

Model	UnstandardizedCoefficients		StandardizedCoefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	181.162	39.329		4.606	.004
DU	-.099	.021	-.890	-4.774	.003

y = skolos – nuosavybės koeficiento procentinis pokytis;

x= vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Coefficients^a

Model	UnstandardizedCoefficients		StandardizedCoefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-28.546	9.090		-3.140	.020
TUI	1.776	.428	.861	4.149	.006

y = skolos – nuosavybės koeficiento procentinis pokytis;

x= tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Coefficients^a

Model	UnstandardizedCoefficients		StandardizedCoefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	53.074	11.342		4.679	.003
DU	-.030	.006	-.899	-5.029	.002

y = skolinto kapitalo dalies rodiklio procentinis pokytis;

x= vidutinis mėnesinis bruto darbo užmokestis.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Coefficients^a

Model	UnstandardizedCoefficients		StandardizedCoefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-11.216	1.835		-6.112	.001
TUI	.583	.086	.940	6.743	.001

y = skolinto kapitalo dalies rodiklio procentinis pokytis;

x= tiesioginių užsienio investicijų procentinis pokytis.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Homoskedatiškumo patikra 99 procentų reikšmingumo lygmenyje

	SN ir DU	SN ir TUI	SK ir DU	SK ir TUI
RSS1	1035.89	1721.10	95.40	55.52
RSS2	487.98	80.65	18.06	6.48
F=RSS1/RSS2	2.12	21.34	5.28	8.57
F kritinė	29.46	29.46	29.46	29.46

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais.

Regresijos modelių vidutinės absoliutinės procentinės paklaidos

	SN ir DU	SN ir TUI	SK ir DU	SK ir TUI
CaseNumber	Residual/Y	Residual/Y	Residual/Y	Residual/Y
1	0.38	0.42	0.22	0.38
2	0.35	0.82	0.05	0.88
3	0.13	3.63	1.35	0.45
4	0.48	0.24	0.44	0.18
5	0.09	0.12	0.12	0.10
6	0.14	0.11	0.07	0.07
7	0.67	0.17	0.35	0.15
8	1.68	0.02	0.92	0.03
SUM	3.92	5.54	3.52	2.24
MAPE	49.01	69.26	43.94	27.99

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais ir SPSS 17 skaičiavimais.

Vidinių veiksmų ir skolos – nuosavybės koeficiento koreliacijos ir determinacijos koeficientai bei Durbin Watson reikšmės

ModelSummary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.790 ^a	.624	.570	1.05220	1.432

y = skolos – nuosavybės koeficientas;

x = EBIT, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ModelSummary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.795 ^a	.632	.580	1.04040	1.449

y = skolos – nuosavybės koeficientas;

x = turto pelningumas, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ModelSummary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.792 ^a	.628	.575	1.04648	1.542

y = skolos – nuosavybės koeficientas;

x = grynasis pelningumas, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

**Vidinių veiksmų ir skolinto kapitalo dalies rodiklio koreliacijos ir determinacijos
koeficientai bei Durbin Watson reikšmės**

ModelSummary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.868 ^a	.753	.717	6.55333	1.306

y = skolinto kapitalo dalies rodiklis;

x = EBIT, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ModelSummary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.910 ^a	.828	.803	5.47402	1.467

y = skolinto kapitalo dalies rodiklis;

x = turto pelningumas, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ModelSummary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.904 ^a	.818	.792	5.62639	1.605

y = skolinto kapitalo dalies rodiklis;

x = grynasis pelningumas, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Vidinių veiksmų ir skolos – nuosavybės koeficiento Fišerio reikšmės**ANOVA^b**

Model	SumofSquares	df	MeanSquare	F	Sig.
1 Regression	12.844	1	12.844	11.601	.011 ^a
Residual	7.750	7	1.107		
Total	20.594	8			

y = skolos – nuosavybės koeficientas;
x= EBIT, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ANOVA^b

Model	SumofSquares	df	MeanSquare	F	Sig.
1 Regression	13.017	1	13.017	12.026	.010 ^a
Residual	7.577	7	1.082		
Total	20.594	8			

y = skolos – nuosavybės koeficientas;
x= turto pelningumas, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ANOVA^b

Model	SumofSquares	df	MeanSquare	F	Sig.
1 Regression	12.928	1	12.928	11.805	.011 ^a
Residual	7.666	7	1.095		
Total	20.594	8			

y = skolos – nuosavybės koeficientas;
x= grynasis pelningumas, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Vidinių veiksmų ir skolinto kapitalo dalies rodiklio Fišerio reikšmės**ANOVA^b**

Model	SumofSquares	df	MeanSquare	F	Sig.	
1	Regression	915.514	1	915.514	21.318	.002 ^a
	Residual	300.623	7	42.946		
	Total	1216.137	8			

y = skolinto kapitalo dalies rodiklis;

x= EBIT, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ANOVA^b

Model	SumofSquares	df	MeanSquare	F	Sig.	
1	Regression	1006.383	1	1006.383	33.585	.001 ^a
	Residual	209.754	7	29.965		
	Total	1216.137	8			

y = skolinto kapitalo dalies rodiklis;

x= turto pelningumas, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

ANOVA^b

Model	SumofSquares	df	MeanSquare	F	Sig.	
1	Regression	994.544	1	994.544	31.417	.001 ^a
	Residual	221.594	7	31.656		
	Total	1216.137	8			

y = skolinto kapitalo dalies rodiklis;

x= grynasis pelningumas, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Vidinių veiksmų ir skolos – nuosavybės koeficiento Stjudento reikšmės

Coefficients^a

Model	UnstandardizedCoefficients		StandardizedCoefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	5.889	1.068		5.514	.001
EBIT	-.299	.088	-.790	-3.406	.011

y = skolos – nuosavybės koeficientas;

x= EBIT, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Coefficients^a

Model	UnstandardizedCoefficients		StandardizedCoefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	3.422	.445		7.685	.000
Turto pelningumas	-.772	.223	-.795	-3.468	.010

y = skolos – nuosavybės koeficientas;

x= turto pelningumas, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Coefficients^a

Model	UnstandardizedCoefficients		StandardizedCoefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	3.449	.453		7.606	.000
Grynasis pelningumas	-.262	.076	-.792	-3.436	.011

y = skolos – nuosavybės koeficientas;

x= grynasis pelningumas, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Vidinių veiksmų ir skolinto kapitalo dalies rodiklio Stjudento reikšmės

Coefficients^a

Model	UnstandardizedCoefficients		StandardizedCoefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	93.493	6.652		14.055	.000
EBIT	-2.523	.546	-.868	-4.617	.002

y = skolinto kapitalo dalies rodiklis;

x= EBIT, %.

Šaltinis sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Coefficients^a

Model	UnstandardizedCoefficients		StandardizedCoefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	72.996	2.342		31.162	.000
Turto pelningumas	-6.786	1.171	-.910	-5.795	.001

y = skolinto kapitalo dalies rodiklis;

x= turto pelningumas, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Coefficients^a

Model	UnstandardizedCoefficients		StandardizedCoefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	73.213	2.438		30.032	.000
Grynasis pelningumas	-2.297	.410	-.904	-5.605	.001

y = skolinto kapitalo dalies rodiklis;

x= grynasis pelningumas, %.

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis SPSS 17 skaičiavimais.

Homoskedatiškumo patikra 99 procentų reikšmingumo lygmenyje

	SN ir EBIT (%)	SN ir turto pelningumas (%)	SN ir grynas pelningumas (%)	SK ir EBIT (%)	SK ir turto pelningumas (%)	SK ir grynas pelningumas (%)
RSS1	.070	.016	.030	33.113	9.687	16.768
RSS2	3.670	5.379	5.660	95.093	135.671	143.346
F=RSS1/ RSS2	0.02	0.003	0.01	0.35	0.07	0.12
F kritinė	29.46	29.46	29.46	29.46	29.46	29.46

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais.

Regresijos modelių vidutinės absoliutinės procentinės paklaidos

	SN ir EBIT (%)	SN ir turto pelningumas (%)	SN ir grynasis pelningumas (%)	SK ir EBIT (%)	SK ir turto pelningumas (%)	SK ir grynasis pelningumas (%)
CaseNumber	Residual/Y	Residual/Y	Residual/Y	Residual/Y	Residual/Y	Residual/Y
1	0.726734	0.265475	0.301483	0.185678	0.049388	0.060493
2	0.031682	0.045717	0.035056	0.018971	0.044812	0.040859
3	0.262404	0.344025	0.35096	0.068573	0.107594	0.111547
4	0.296843	0.160339	0.164563	0.109694	0.031996	0.034722
5	0.443502	0.793986	0.809434	0.025074	0.115924	0.119538
6	0.159582	0.779032	0.700245	0.015829	0.111335	0.094563
7	0.258969	0.130497	0.266285	0.063465	0.048474	0.074202
8	0.252334	0.027403	0.002625	0.069221	0.01113	0.01713
9	0.046119	0.422644	0.26167	0.06098	0.014595	0.013696
SUM	1.751435	2.703644	2.590839	0.431806	0.485861	0.506257
MAPE	19.46039	30.04049	28.7871	4.797847	5.39845	5.625082

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais ir SPSS 17 skaičiavimais.

Pardavimo pajamų apskaičiavimas įgyjant greitaeigį laivą

	geguže	birželis	liepa	rugpjūtis	rugsėjis	Iš viso
Vietųskaičius	140	140	140	140	140	-
Reisų kiekis	4	6	6	6	4	-
Dienųskaičius	31	30	31	31	30	-
Galimas keleivių skaičiaus pervežimas per mėnesį	17360	25200	26040	26040	16800	-
Užimtumas, %	35	60	85	85	30	-
Paslaugos kaina, Lt	25	25	25	25	25	-
Išnaudotų vietų skaičius	6076	15120	22134	22134	5040	70504
Pardavimo pajamos, Lt	151900	378000	553350	553350	126000	1762600

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais.

Savikainos ir veiklos sąnaudų apskaičiavimas įgyjant greitaeigį laivą

	gegužė	birželis	liepa	rugpjūtis	rugsėjis	Iš viso:
Darbuotojų skaičius	5	5	5	5	5	-
Vidutinis darbo užmokestis, Lt	3541	3541	3541	3541	3541	-
Darbo užmokestis, Lt	17705	17705	17705	17705	17705	88525
Socialinio draudimo mokestis (30.98%), Lt	5485.0 1	5485.0 1	5485.0 1	5485.0 1	5485.0 1	27425. 05
Įmokos į garantinį fondą, Lt	35.41	35.41	35.41	35.41	35.41	177.05
Kuras, Lt	93000	135000	139500	139500	90000	597000
-Vidutinė kuro kaina, Lt/kg	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	-
-Kuro sunaudojimas vienam reisui	300	300	300	300	300	-
-Reisu skaičius	124	180	186	186	120	-
-Kuro kiekis, kg	37200	54000	55800	55800	36000	-
Laivo nusidėvėjimas, Lt	-	-	-	-	-	439853 .1
Laivo draudimas, Lt	-	-	-	-	-	30000
Materialinės ir nematerialinės išlaidos, Lt	-	-	-	-	-	100000
Palūkanų sąnaudos, Lt	-	-	-	-	-	61579. 4

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktais skaičiavimais.

AB „Smiltynės perkela“ 2004 – 2012 metų pelno – nuostolio ataskaita

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pardavimo pajamos	9380667	10444875	11068125	14128449	14633470	13166727	13744491	13905749	13893777
Pardavimo savikaina	4867665	5877835	7008209	9444079	9541424	8104528	8383549	8455026	8404941
Bendrasis pelnas (nuostoliai)	4513002	4567040	4059916	4684370	5092046	5062199	5360942	5450723	5488836
Veiklos sąnaudos	4022527	3699910	3876268	3889359	4203867	3479329	3515009	3367074	3320362
Tipinės veiklos pelnas (nuostoliai)	490475	867130	183648	795011	888179	1582870	1845933	2083649	2168474
Kita veikla	51223	-8782	594468	236150	358275	201321	382518	38721	88337
Finansinė ir investicinė veikla	-372760	-723426	-577888	-1441623	-1527384	-1105476	-621580	-702913	-519206
Įprastinės veiklos pelnas (nuostoliai)	168938	134921	200228	-410462	31190	678715	1606870	1419457	1737605
Pelnas (nuostoliai) prieš apmokestinimą	168938	134921	200228	-410462	31190	678715	1606870	1419457	1737605
Pelno mokestis	29134	17443	89498	0	15497	159155	262459	147263	275932
Grynasis pelnas (nuostoliai)	139804	117478	110730	-410462	15693	519560	1344411	1272194	1461673

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis ataskaitų duomenimis

AB „Smiltynės perkela“ 2004 – 2012 metų turto balansas

Metai	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ILGALAIKIS TURTAS	21770457	25937794	36471710	34147740	33413402	40917133	37839829	34837204	32972714
NEMATERIALUSIS TURTAS	147816	83242	24694	57023	33465	7725	8322	107943	86133
Programinė įranga	16586	23592	24694	57023	33465	7725	8322	107943	86133
Kitas nematerialusis turtas	131230	59650							
MATERIALUSIS TURTAS	21622641	25854552	36447016	34090717	33379937	40909408	37831507	34729261	32886581
Pastatai ir statiniai	1401569	1115242	1204924	994315	776296	562588	345957	238912	85982
Mašinos ir įrengimai	12767871	23358813	33938788	31841468	28946165	39669764	36913613	33894384	30790356
Transporto priemonės	927437	941479	846047	763730	623126	435675	284661	142493	37009
Kita įranga, prietaisai, įrankiai ir įrenginiai	565485	432018	457257	491204	373277	241381	275112	374307	485128
Nebaigta statyba	5960279	7000			155376		12164	79165	1488106
Kitas materialusis turtas					2505697				
TRUMPALAIKIS TURTAS	2292032	4272421	5796164	4777638	2588483	4017499	5961417	6026740	6182292
ATSARGOS, IŠANKSTINIAI APMOKĖJIMAI IR NEBAIGTOS VYKDYTI SUTARTYS	348108	506777	911961	827935	707571	734179	703834	268584	671332
Atsargos	242466	277141	307989	293394	212017	330103	362861	231715	110551
Žaliavos ir komplektavimo gaminiai	242466	277141	307989	293394	212017	330103	362861		110551
Išankstiniai apmokėjimai	105642	229636	603972	534541	495554	404076	340973	36869	560781
PER VIENERIUS METUS GAUTINOS SUMOS	1337414	304200	416037	1448749	1711546	1670940	1725071	726057	445228
Pirkėjų įsiskolinimas	1320137	269365	370350	1396120	1702726	1653524	1657041	616350	405452
Kitos gautinos sumos	17277	34835	45687	52629	8820	17416	68030	109707	39776
KITAS TRUMPALAIKIS TURTAS	520509	2439671	3556651	2036170	46780	1201453	3463541	4100000	4654806
Trumpalaikės investicijos									2054806
Terminuoti indėliai	500000	2300000	3400000	2000000		1200000	3462968	4100000	2600000
Kitas trumpalaikis turtas	20509	139671	156651	36170	46780	1453	573		
PINIGAI IR PINIGŲ EKVIVALENTAI	86001	1021773	911515	464784	122586	410927	68971	932099	410926
TURTO IŠ VISO	24062489	30210215	42267874	38925378	36001885	44934632	43801246	40863944	39155006

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis ataskaitų duomenimis

AB „Smiltynės perkela“ 2004 – 2012 metų nuosavo kapitalo ir įsipareigojimų balansas

Metai	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
NUOSAVAS KAPITALAS	6751312	6804832.2	18867443	6395552	12411347	18604691	19787663	19891384	20207302
KAPITALAS	5881800	5881800	17880672	5881800	11881902	17881800	17881800	17881800	17881800
Įstatinis (pasirašytasis)	5881800	5881800	5881800	5881800	11881800	17881800	17881800	17881800	17881800
Pasirašytasis neapmokėtas kapitalas (-)					102.00959	50.497399	12000000		
Akcijų priedai			11998872			204.01918			
REZERVAI	300108	805554	876041	924214	513752	498385	549184	737390	863829
Privalomasis	300108	307098	312972	318509	318509	319294	445272	577390	703829
Kiti rezervai		498456	563069	605705	195243	179091	103912	160000	160000
NEPASKIRSTYTASIS PELNAS (NUOSTOLIAI)	569404	117478.21	110730	-410462	15693	224506	1356679	1272194	1461673
Ataskaitinių metų pelnas (nuostoliai)	139804	117478.21	110730	-410462	15693	519560	1344411	1272194	1461673
Ankstesnių metų pelnas (nuostoliai)	429600					-295054	12268	0	
DOTACIJOS, SUBSIDIJOS	1475748	1155034	1662388	313114	127130	0	0		0
MOKĖTINOS SUMOS IR ĮSIPAREIGOJIMAI	15835429	22250349	33736915	32216712	23463510	26329941	24013583	20972560	18947704
PO VIENERIŲ METŲ MOKĖTINOS SUMOS IR ILGALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	13359903	19663964	24861896	15743867	14114640	22522456	20002575	17462621	15051336
Finansinės skolos	13359903	19663063	24782234	15664205	14019481	22268142	19485802	16798585	14111368
Lizingo (finansinės nuomos) ar panašūs įsipareigojimai	13359903	19663063	24782234	15664205	14019481	22268142	19485802	16798585	14111368
Atidėtojo mokesčio įsipareigojimas						254314	516773	664036	939968
Atidėtieji mokesčiai		901	79662	79662	95159				
PER VIENERIUS METUS MOKĖTINOS SUMOS IR TRUMPALAIKIAI ĮSIPAREIGOJIMAI	2475526	2586385	8875019	16472845	9348870	3807485	4011008	3509939	3896368
Ilgalaikių skolų einamųjų metų dalis	1430904	1954714	7736222	9342978	1793053	2834832	2687217	2687217	2687217
Skolos tiekėjams	757385	303913	700036	623098	1141229	587999	723166	181966	600009
Gauti išankstiniai apmokėjimai	53396	102218	110635	85336	77028	80485	90911	91594	79177
Pelno mokesčio įsipareigojimai									
Su darbo santykiais susiję įsipareigojimai	184008	185109	311993	291572	316155	217116	366957	418014	442848
Kitos mokėtinos sumos ir trumpalaikiai įsipareigojimai	49833	40431	16133	6129861	6021405	87053	142757	131148	87117
NUOSAVO KAPITALO IR ĮSIPAREIGOJIMŲ IŠ VISO:	24062489	30210215	54266746	38925378	36001987	44934632	43801246	40863944	39155006

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis ataskaitų duomenimis