

**VILNIAUS UNIVERSITETO
KAUNO HUMANITARINIO FAKULTETO**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

Apskaitos, finansų ir bankininkystės studijų programa
Kodas 62404S102

SAULĖ DYRAITĖ

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

**KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMAS LIETUVOS
APDIRBAMOSIOS GAMYBOS ĮMONĖSE**

Kaunas 2011

**VILNIAUS UNIVERSITETO
KAUNO HUMANITARINIO FAKULTETO**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

SAULĖ DYRAITĖ

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

**KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMAS LIETUVOS
APDIRBAMOSIOS GAMYBOS ĮMONĖSE**

Darbo vadovas _____
(parašas)

doc.dr. Gerda Žigienė

(darbo vadovo mokslo laipsnis,
mokslo pedagoginis vardas,
vardas ir pavardė)

Magistrantas _____
(parašas)

Darbo įteikimo data _____

Registracijos Nr. _____

Kaunas 2011

TURINYS

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS	4
LENTELIŲ SĄRAŠAS	5
PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS	5
1. KAPITALO STRUKTŪRA IR JOS FORMAVIMO TEORIJS	9
<i>1.1. Kapitalo struktūros samprata</i>	9
<i>1.2. Kapitalo struktūros formavimo teorijų raida</i>	16
<i>1.3. Veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus</i>	24
2. KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO TYRIMŲ APŽVALGA IR METODIKOS FORMAVIMAS	29
<i>2.1. Kapitalo struktūros formavimo ištyrimo lygis</i>	29
<i>2.2. Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo tyrimų metodika</i> ..	37
<i>2.3. Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros kitimo tendencijos</i>	42
3. LIETUVOS APDIRBAMOSIOS GAMYBOS ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO TYRIMAI	47
<i>3.1. Finansinių rezultatų poveikis kapitalo struktūros formavimo sprendimams</i>	47
<i>3.2. Įmonės dydžio ir laukiamo augimo poveikis kapitalo struktūros formavimo sprendimams</i> ...	50
<i>3.3. Įmonės turto materialumo ir neskolinio mokesčių skydo poveikis kapitalo struktūros formavimo sprendimams</i>	52
<i>3.4. Ryšio tarp įmonių priimamų kapitalo struktūros formavimo sprendimų ir kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjų tyrimas</i>	55
IŠVADOS	60
SANTRAUKA	63
SUMMARY	64
LITERATŪRA	65
PRIEDAI	70

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS

EVRK 2 red. – Ekonominės veiklos rūšių klasifikatorius 2 redakcija

M&M – Modigliani ir Miller

WACC – vidutinė svertinė kapitalo kaina

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė. Kapitalo struktūros apibrėžimai.....	9
2 lentelė. Svarbiausi nuosavo ir skolinto kapitalo skirtumai	11
3 lentelė. Galimos finansinių išteklių politikos kryptys pagal jų kiekio svyravimą įmonėje.....	14
4 lentelė. Kapitalo struktūros formavimo teorijų išskiriami veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus	25
5 lentelė. Įvairių ekonomistų kapitalo struktūros formavimo tyrimuose pasirinkti tirti veiksniai	32
6 lentelė. Įvairių ekonomistų ištirti veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimą	33
7 lentelė. Pasirinkti kapitalo struktūros formavimo tyrimams Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonėse rodikliai ir jų apskaičiavimas	38
8 lentelė. Ryšio stiprumas pagal koreliacijos koeficientus	39
9 lentelė. Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių skaičius ir struktūra 2009 metais	40
10 lentelė. Koreliacijos koeficientai tarp Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių finansinio svarto ir finansinių rezultatų.....	48
11 lentelė. Koreliacijos koeficientai tarp Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių finansinio svarto ir įmonės dydžio bei laukiamo įmonės augimo.....	51
12 lentelė. Koreliacijos koeficientai tarp Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių finansinio svarto ir turto materialumo bei neskolinio mokesčių skydo	53
13 lentelė. Įmonės pagal veiksmų poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams	56

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Kapitalo kainos priklausomybė nuo kapitalo struktūros lygio – M&M (be mokesčių) požiūris	17
2 pav. Kapitalo kainos priklausomybė nuo kapitalo struktūros lygio – M&M (su mokesčiais) požiūris	18
3 pav. Finansinio svarto kitimo tendencijos Lietuvos maisto produktų ir gėrimų gamybos įmonėse	43
4 pav. Finansinio svarto kitimo tendencijos Lietuvos cheminių ir farmacijos, drabužių ir tekstilės bei medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos įmonėse	44
5 pav. Finansinio svarto kitimo tendencijos Lietuvos apdirbamosios gamybos šakose	45

ĮVADAS

Įmonėms yra itin svarbu priimti ekonomiškai pagrįstus sprendimus dėl finansavimo šaltinių struktūros, kuri vadinama kapitalo struktūra arba kapitalo svertu, kadangi kapitalo struktūros parinkimas yra vienas iš svarbiausių veiksnių, užtikrinančių sėkmingą įmonės veiklą bei konkurencinį pranašumą prieš artimiausius konkurentus. Įmonių kapitalo struktūros formavimo tyrimais buvo susidomėta jau labai seniai. Nuo 1958 m. šią sritį intensyviai pradėjo analizuoti mokslininkai Modigliani ir Miller, vėliau atsirado kitų teorijų, analizuojančių kapitalo struktūros formavimo klausimus, tai tokios teorijos, kaip tradicinis požiūris ir moderniosios kapitalo struktūros formavimo teorijos. Kapitalo struktūros formavimo teorijose išskiriami įvairūs veiksniai, kurie teigiama, kad yra svarbūs ir turėtų būti atsižvelgiama į juos priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Kiekviena teorija pasižymi savitomis idėjomis. Dažnai įvairių teorijų išskiriami veiksniai kartojasi, tačiau neretai skirtingos teorijos numato skirtingą tų veiksnių poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Iki šių dienų ekonomistai neturi vieningos nuomonės, kuri iš egzistuojančių teorijų geriausiai atspindi dabartinę įmonių elgseną ir kokie veiksniai lemia kapitalo struktūros formavimo sprendimus.

Kapitalo struktūros formavimo sprendimai yra aktualūs ir svarbūs visose įmonėse, dėl to kapitalo struktūros politika yra vienas pagrindinių daugelio empirinių įmonių finansų valdymo tyrimų studijų objektų. Tiek užsienio, tiek Lietuvos autorių yra atlikta nemažai praktinių kapitalo struktūros tyrimų, analizuojančių veiksnių įtaką kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Atliktų kapitalo struktūros formavimo tyrimų galima rasti įvairiose pasaulio šalyse. Kapitalo struktūros formavimą tyrė daug garsių užsienio mokslininkų, tokių kaip Y. Liu ir X. Ning (2009), H.S. Song (2005), D. Teker, O. Tasseven ir A. Tukul (2009), P.G. Miclus, R. Lupu ir S. Ungureanu (2008) ir kt. Lietuvoje kapitalo struktūros formavimą tyrė toki autoriai, kaip T. Kipišas (2004), D. Cibulskienė (2007), D. Rumšaitė (2001), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007). Lietuvos autoriai daugiausiai tyrė kapitalo struktūros formavimą apdirbamosios gamybos įmonėse, tačiau tyrimai atlikti remiantis senais duomenimis, kurie apima 1995 – 2005 metų laikotarpį. Taigi, yra aktualu ištirti kokie veiksniai pastaraisiais metais lemia priimamus kapitalo struktūros formavimo sprendimus Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonėse.

Daug ekonomistų analizavo kas lemia vienokius ar kitokius sprendimus formuojant įmonių kapitalo struktūrą. Nustatyta, jog kapitalo struktūros formavimo sprendimus gali lemti tiek vidiniai įmonės veiksniai, kuriuos įmonė gali valdyti, tiek išoriniai – makroekonominiai – veiksniai, kurių įmonė valdyti negali. Pastebėta, kad skirtingi autoriai išskiria netapačius kapitalo struktūros formavimą lemiančius veiksnius bei egzistuoja skirtingos nuomonės ir dėl jų poveikio finansiniam svertui. Be to, pastebėta, jog užsienio autorių tyrimai atlikti remiantis naujausiais duomenimis,

Lietuvos autorių tyrimai remiasi palyginti senais duomenimis, todėl lieka plati finansinių tyrinėjimų erdvė potencialiems tyrinėtojams. Taigi, yra aktualu išanalizuoti kokie veiksniai lemia kapitalo struktūros formavimo sprendimus Lietuvos apdirbamosios gamybos šakos įmonėse ir įvertinti ar įmonėse priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas.

Darbo objektas – Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūra.

Darbo tikslas – išanalizuoti Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo tendencijas bei nustatyti, ar atspindi priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas.

Darbo uždaviniai:

1. Siekiant suformuluoti daugelio autorių nuomonę atspindinčią kapitalo struktūros sampratą, apžvelgti įvairių autorių siūlomas kapitalo struktūros sampratas ir jos sudedamųjų dalių savybes.
2. Siekiant nustatyti, kaip keitėsi požiūris į kapitalo struktūros formavimą, apžvelgti kapitalo struktūros formavimo teorijų raidą.
3. Siekiant atskleisti kapitalo struktūros formavimo sprendimus lemiančius veiksnius, nustatyti pagrindines kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas.
4. Siekiant išskirti šio darbo tyrimo kryptį, apžvelgti Lietuvos bei užsienio autorių atliktus kapitalo struktūros formavimo tyrimus.
5. Nustatyti Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros kitimo tendencijas, siekiant nustatyti, kaip keičiasi įmonių formuojama kapitalo struktūra.
6. Siekiant nustatyti, ar atspindi kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonėse priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai, nustatyti vidinius įmonių veiksnius turinčius įtakos kapitalo struktūros formavimo sprendimams.

Darbo struktūra ir jos paaškinimas. Pirmoje darbo dalyje „KAPITALO STRUKTŪRA IR JOS FORMAVIMO TEORIJOS“ apžvelgiama įvairių autorių pateikiama kapitalo struktūros samprata, bei jos sudedamųjų dalių savybės. Apžvelgiama kapitalo struktūros formavimo teorijų raida bei išskiriamos pagrindinės kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjos.

Antroje darbo dalyje „KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO TYRIMŲ APŽVALGA IR METODIKOS FORMAVIMAS“, siekiant išskirti šio darbo tyrimo kryptį, apžvelgiami Lietuvos ir užsienio autorių atlikti kapitalo struktūros formavimo tyrimai. Formuojama Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo tyrimų metodika bei analizuojamos Lietuvos apdirbamosios gamybos šakų ir atskirų įmonių finansinio svėro kitimo tendencijos.

Trečioje darbo dalyje „LIETUVOS APDIRBAMOSIOS GAMYBOS ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO TYRIMAI“ atliekama koreliacinė analizė, kuria remiantis nustatomas Lietuvos apdirbamosios gamybos šakose ir atskirose įmonėse vidinių veiksnių poveikis kapitalo struktūrotos formavimo sprendimams bei nustatoma, kokias kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas atspindi įmonių priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai.

Tyrimo metodai. Naudojant mokslinės literatūros analizės, apibendrinimo ir palyginimo, loginės analizės ir sintezės metodus yra identifikuota įmonių kapitalo struktūros samprata, nustatyti kapitalo struktūros formavimo teorijų raidos bruožai bei apibendrinti mokslininkų požiūriai į įmonių kapitalo struktūros formavimą sąlygojančius veiksniai bei jų poveikį finansiniam svertui. Atliekant darbo tyrimą naudojami tradiciniai ekonominiai tyrimo metodai, tokiais kaip palyginimo, grupavimo, absoliučių ir vidutinių dydžių. Tyrimo metu naudojamas koreliacinės priklausomybės tyrimo metodas. Darbe nagrinėjami ir pritaikomi šie duomenų teoriniai ir praktiniai šaltiniai: užsienio šalių ir Lietuvos mokslininkų darbai, įstatymai, periodinėje mokslinėje spaudoje publikuoti autorių straipsniai nagrinėjama tema.

Teorinė darbo reikšmė. Darbe, susisteminius įvairių autorių siūlomas kapitalo struktūros sampratas, pateikiamas apibendrintas kapitalo struktūros apibrėžimas. Išanalizavus kapitalo struktūros formavimo teorijų raidą, susistemintos pagrindinių kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjos. Remiantis Lietuvos ir užsienio autorių atliktų mokslinių tyrimų analize, išskiriami ir susisteminti pagrindiniai veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus.

Praktinė darbo reikšmė. Akcinės bendrovės, kurių akcijomis prekiaujama Vilniaus vertybinių popierių biržoje, dėl joms keliamų biržos reikalavimų visus sprendimus priima apgalvotai, kadangi akcijas įvertina rinka atsižvelgiant į bendrovės rezultatus, todėl galima daryti išvadą, kad ir kapitalo struktūros formavimo sprendimai priimami apgalvotai. Taigi, atlikus tyrimą, kokias kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas atspindi Lietuvos akcinių gamybos bendrovių priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai, kitos įmonės galės pasinaudoti jų praktika.

Rezultatų aprobavimas. Remiantis šiame mokslo tiriamajame darbe pateikta medžiaga, buvo pristatytas mokslinėje konferencijoje pranešimas ir parašytas mokslinis straipsnis. Pranešimas „Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai“ buvo pristatytas 7-ojoje tarptautinėje mokslinėje konferencijoje „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ (Kaunas: VU KHF, 2010 m. gruodžio 9 d.) ISBN 978-9955-33-619-8. Straipsnis „Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai“ priimtas publikuoti International Journal of Research Trends in Social Sciences (IJORTISS) moksliniame leidinyje 2011 metų vasarą (priėmimo sertifikatas pateikiamas 10 priede).

Darbo struktūra ir apimtis. Darbą sudaro įvadas, 3 dalys (teorinė, analitinė ir rezultatų dalys), išvados. Pagrindinė darbo medžiaga aprašyta 68 puslapiuose, įskaitant 13 lentelių, 5 paveikslus. Taip pat pateikiama 11 priedų. Panaudotos literatūros sąrašą sudaro 43 šaltiniai.

1. KAPITALO STRUKTŪRA IR JOS FORMAVIMO TEORIJOS

Šioje dalyje apžvelgiama įvairių autorių pateikiama kapitalo struktūros samprata, bei jos sudedamųjų dalių savybės. Apžvelgiama kapitalo struktūros formavimo teorijų raida bei išskiriamos pagrindinės kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjos.

1.1. Kapitalo struktūros samprata

Finansinių išteklių paieška ir jų racionalus naudojimas, anot A. V. Rutkausko, V. Sudžiaus ir V. Mackevičiaus (2007), yra aktualus visais ekonomikos lygiais: makroekonomikos ir mikroekonomikos, visos šalies ir atskirų regionų mastu – lokalūs reiškiniai tampa globaliais, o integracija apima visas verslo sritis, objektus. Apsirūpinimas ištekliais ir jų vaidmuo vykdant verslo funkcijas yra vienas svarbiausių veiksnių, lemiančių įmonės sėkmę, todėl kiekviena įmonė siekdama užtikrinti veiklą ir realizacijos procesą, turi turėti tam tikrų išteklių, o numatytiems įmonės veiklos tikslams ir jos plėtrai pasiekti būtina išsiaiškinti ir išanalizuoti finansinių išteklių poreikį bei jų struktūrą. Anot L. Juozaitienės (2008), rinkos ekonomikos šalyse įmonėms itin svarbu priimti ekonomiškai pagrįstus sprendimus dėl finansavimo šaltinių struktūros, kuri vadinama kapitalo struktūra arba kapitalo svertu.

Kapitalo struktūrą įvairūs autoriai apibrėžia skirtingai. Žemiau esančioje 1 lentelėje pateikiamos įvairių autorių apibrėžiamos kapitalo struktūros sampratos:

1 lentelė

Kapitalo struktūros apibrėžimai

Šaltinis	Apibrėžimas
D. Cibulskienė, 2007, p. 39	tai įmonės kapitalo arba finansinių priemonių sudėtis iš įvairių kapitalo rūšių, kurios atpažįstamos įmonės savininkų nuosavybės ir įsipareigojimų balanso pusėje.
V. Aleknevičienė, 2009, p. 243	tai įmonės nuosavybės ir įsipareigojimų santykis bei sudėtis.
C. P. Obi, 1999, p. 198	tai firmos finansavimo procese naudojamas paskolų ir akcinio kapitalo derinys.
D. Rumšaitė, 2001, p. 26	finansinis svertas atspindi skolinto kapitalo dalį visame įmonės kapitale.
M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir kt. 2009, p. 9	tai įmonės ilgalaikių paskolų, specifinių trumpalaikių paskolų, bendros nuosavybės ir privilegijuotųjų akcijų derinys.
D. Teker, O. Tasseven ir A. Tukul, 2009, p. 180	kapitalo struktūra susideda iš tam tikros skolų ir nuosavo kapitalo kombinacijos, kuri palengvina įmonės ilgalaikį finansavimą.
S.C. Myers, 2001, p. 81	tai nuosavo kapitalo ir kitų finansavimo šaltinių derinys naudojamas naujų investicijų finansavimui.
G. Wanzenried, 2006, p. 693	tai įmonės skolinto ir nuosavo kapitalo kombinacija, skirta įmonės turto finansavimui.

Šaltinis: sudaryta autorės.

Kaip matyti 1 lentelėje, D. Cibulskienė (2007) kapitalo struktūrą apibūdina kaip įmonės kapitalo arba finansinių priemonių sudėtį iš įvairių kapitalo rūšių, kurios atpažįstamos įmonės

savininkų nuosavybės ir įsipareigojimų balanso pusėje, paprasčiau tariant, tai įmonės finansavimo procese naudojamas skolinto kapitalo ir nuosavo kapitalo derinys. Autorė teigia, kad kapitalo struktūros sprendimai lemia tikslinės kapitalo struktūros pasirinkimą. Tikslinė kapitalo struktūra – tai priimtinausias skolinto ir nuosavo kapitalo derinys, kuriuo planuojama finansuoti investicijų poreikius. V. Aleknevičienė (2009) kapitalo struktūrą apibrėžia kaip įmonės nuosavybės ir įsipareigojimų santykį bei sudėtį. Anot autorės, ši samprata naudotina, tiriant įmonės stabilumą. Kapitalo struktūra parodo kaip įmonė finansuoja visas operacijas ir įmonės vystymąsi naudojant įvairių fondų šaltinius. Panašiai kapitalo struktūrą apibrėžia ekonomistas C. P. Obi (1999). Jo teigimu, kapitalo struktūra – tai firmos finansavimo procese naudojamas paskolų ir akcinio kapitalo derinys. Anot D. Teker, O. Tasseven ir A. Tukel (2009), kapitalo struktūra susideda iš tam tikros skolų ir nuosavo kapitalo kombinacijos, kuri palengvina įmonės ilgalaikį finansavimą. M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir kt. (2009) apibūdindami kapitalo struktūrą, skolintą ir nuosavą kapitalą išskiria į smulkesnes dalis, tai įmonės ilgalaikių paskolų, specifinių trumpalaikių paskolų, bendros nuosavybės ir privilegijuotųjų akcijų derinys. M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir kt. (2009) teigia, kad kapitalo struktūra parodo kokiais šaltiniais įmonė finansuoja savo procesus ir įmonės augimą. S.C. Myers (2001) ir G. Wanzenried (2006) kapitalo struktūrą apibūdina panašiai, kaip nuosavo ir skolinto kapitalo derinį, tačiau tarp šių autorių apibrėžimų skiriasi nuosavo ir skolinto kapitalo panaudojimo paskirtis, S.C. Myers (2001) pabrėžia jų panaudojimą naujų investicijų finansavimui, o G. Wanzenried (2006) – įmonės turto finansavimui.

Išanalizavus įvairių autorių apibrėžiamą kapitalo struktūros sampratą, galima pastebėti, kad Lietuvos autoriai, apibūdindami kapitalo struktūrą daugiausiai akcentuoja skolinto ir nuosavo kapitalo, kurie aptinkami įmonės savininkų nuosavybės ir įsipareigojimų balanso pusėse, derinį. Užsienio autoriai apibūdindami kapitalo struktūros sampratą dažnai pabrėžia nuosavo ir skolinto kapitalo panaudojimo paskirtis, t.y. naujų investicijų, įmonės turto bei ilgalaikį įmonės finansavimą. Taigi, apibendrinus Lietuvos ir užsienio autorių išskiriamas kapitalo struktūros sampratas, galima teigti, kad kapitalo struktūra yra įmonės vidinių ir išorinių šaltinių, kitaip vadinamų nuosavų ir skolintų šaltinių derinys, skirtas įmonės veiklos ir plėtros finansavimui. Įmonės vidiniams šaltiniams priskiriamas įmonės pelnas. Jeigu įmonė uždirba pakankamai pelno, kad patenkintų savo finansinius poreikius, ji gali nenaudoti išorinių (skolintų) finansavimo šaltinių. Tačiau jei pelno neužtenka arba įmonės veikla nuostolinga, jai tenka rinktis kitą finansavimo būdą. Taigi, įmonės finansuodamos savo veiklą tiek iš vidinių, tiek iš išorinių šaltinių, formuoja kapitalą.

S.C. Myers (2001) teigia, kad neretai kapitalo struktūros formavimą lemia, skolinto ir nuosavo kapitalo savybės. Nuosavas kapitalas aštuntajame verslo apskaitos standarte apibūdinamas kaip įmonės turto dalis, likusi iš viso turto atėmus įsipareigojimus. M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir kt. (2009) teigimu, nuosavas kapitalas klasifikuojamas į paprastąsias ir privilegijuotąsias

akcijas arba nepaskirstytąjį pelną. C. P. Obi (1999) nuosavą kapitalą traktuoja kaip savininkų (akcininkų) nuosavybę, todėl jis gali būti vadinamas ir akciniu kapitalu.

Išorinis finansavimas D. Cibulskienės (2007) apibūdinamas kaip įmonės finansinių lėšų gavimas iš svetimo arba nuosavo kapitalo pirmą kartą ar pakartotinai. Autorė pabrėžia, kad išorinis finansavimas jokių būdu nėra susijęs su įmonės veiklos rezultatais. Autorė išorinį finansavimą suskirstė į dvi grupes: dalyvavimo ir svetimą finansavimą. Dalyvavimo finansavimas yra tada, kai gaunamas papildomas įmonės savininkų nuosavas kapitalas kuriant įmonę, arba gaunamos papildomos finansinės lėšos iš išorės kapitalui padidinti. Svetimas finansavimas apibūdinamas kai įmonė kreditų pavidalu tam tikram konkrečiam laikotarpiui gauna finansines lėšas iš kapitalo teikėjų arba nuosavybės bendrininkų, kurie siekdami apsaugoti savo finansinius reikalavimus dažniausiai kaip kreditų garantą įformina skolingos įmonės turtą. Kai svetimas kapitalas gaunamas paskolų pavidalu, tuomet kalbama apie kreditinį finansavimą (finansavimą iš paskolų). M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir kt. (2009) teigimu, skolintas lėšas įmonė gali gauti iš obligacijų išleidimo arba ilgalaikių skolų. Anot P. Wilson (1997), skolintas kapitalas – tai pinigai, paskolinti privataus asmens arba institucijos, kuriuos įmonė turi grąžinti pasibaigus sutartam laikotarpiui, sumokėdama palūkanas už grąžintiną sumą.

Svarbu išanalizuoti nuosavo ir skolinto kapitalo savybes. 2 lentelėje pateikiami svarbiausi nuosavo ir skolinto kapitalo skirtumai.

2 lentelė

Svarbiausi nuosavo ir skolinto kapitalo skirtumai

Požymiai	Kapitalas	
	nuosavas	skolintas
1. Įmonės valdymo teisė	suteikia	nesuteikia
2. Teisė į dalį pelno ir turto	likutinio principo teisė	pirmaeilė teisė
3. Kapitalo grąžinimo terminai	nenustatyti	nustatomi pagal sutartį

Šaltinis: sudaryta autorės pagal MACKEVIČIUS, J.; POKŠAITĖ, D. (1998) Finansinė analizė, p. 631.

Kaip matyti iš 2 lentelės, nuosavo kapitalo pagrindinis požymis tas, kad jis negarantuoja investitoriui pelningos veiklos ir nenumatomas grafikas investicijoms grąžinti, bet šis kapitalas yra stabilus, nes nėra privalomų reikalavimų mokėti dividendus. Anot A. Kulkarni (2010), įmonė privalo turėti nuosavo kapitalo, kaip garantiją kreditoriui, todėl nuosavas kapitalas yra patrauklesnis ir tuo, jog gali būti kaip užstatas skolintam kapitalui gauti. Kaip matyti 2 lentelėje, skolininkams grąžinti tiek ilgalaikes, tiek trumpalaikes skolas būtina nurodytais sutartyse terminais ir nepriklausomai nuo įmonės finansinės būklės. A. Kulkarni (2010) teigimu, jeigu įmonė neuždirba pakankamai pajamų, kad grąžintų kreditoriui paskolą, įmonei iškyla rizika prarasti užstatytą kreditoriui turtą. Be to, jeigu įmonė nesugeba išmokėti pagrindinės skolos dalies ar palūkanų, tada

akcininkai praranda galimybę kontroliuoti įmonę. Jeigu skolos didesnės už nuosavą kapitalą, kreditoriai gali prarasti savo paskolintas lėšas.

Anot A. Kulkarni (2010), naudoti nuosavą kapitalą yra naudinga, kadangi tai mažą riziką turintis finansavimo būdas, už jį nereikia mokėti palūkanų ir įmonė gali išvengti reikalo staiga parduoti turtą, kad galėtų gražinti paskolas. Tačiau, autorius teigia, kad nepaisant šių nuosavo kapitalo privalumų, naudojant tik nuosavą kapitalą įmonė plėsis labai lėtai ir mažiau nei galėtų, kadangi nuosavo kapitalo gali neužtekti įmonės plėtrai finansuoti ir taip prarandamos galimybės plėstis. Taigi, galima daryti išvadą, kad nepaisant skolinto kapitalo trūkumų, jis taip pat turi ir privalumų. Anot L. Juozaitienės (2008), įmonei naudotis skolintu kapitalu yra naudinga, kadangi išlaidos palūkanoms išmokėti už skolintą kapitalą yra sąlyginai pastovios. Vadinas, kol jos yra mažesnės už pelną, kurį įmonė gali uždirbti su skolintomis lėšomis, šis skirtumas sudaro įmonės pelną. Antra, palūkanos skiriasi nuo dividendų. Dividendai išmokami savininkams paskirsčius grynąjį pelną, o palūkanos yra laikomos finansinėmis sąnaudomis, mažinančiomis apmokestinamąjį pelną. Be to, infliacijos sąlygomis piniginiai išpareigojimai duoda pelną dėl didėjančių kainų. V. Aleknevičienės (2009) teigimu, naudotis skolintu kapitalu yra naudinga, kadangi jis yra pigesnis už nuosavą, nes skolintojai turi pirmenybę palyginus su akcininkais tiek pajamų paskirstymo procese, tiek bankroto procedūros metu.

Jeigu įmonė nesiskolina lėšų, tai visa verslo rizika tenka akcininkams. Kai įmonė savo veiklos funkcionavimui naudoja skolintas lėšas, tai paskolų davėjai verslo rizikos nejaučia, nes jiems yra garantuotas fiksuotas paskolų gražinimas prieš dividendų akcininkams paskirstymą. Visa verslo rizika, proporcinga investuoto kapitalo daliai, tenka akcininkams. Kreditoriai turi pirmumo teisę reikalauti savo dalies iš bendrovės valdomo turto (Juozaitienė, 2008, p. 239).

V. Kvedaraitės (1997) ir mokslininkų M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir kt. (2009) teigimu, vienintelis nuosavo bei skolinto kapitalo struktūros pokyčių poveikis yra mokėjimų dividendams ir palūkanoms santykio pasikeitimas. Kuo įmonė daugiau skolinasi, tuo jai reikia mokėti daugiau palūkanų ir mažiau lėšų lieka dividendams. Tačiau M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir kt. (2009) teigimu, palūkanos mažina apmokestinamąjį pelną, o dividendai ne, dėl to įmonės gali siekti naudoti maksimalų skolintų lėšų apimtį. V. Kvedaraitė (1997) mano, kad dažniausiai pasiskolinus daugiau galima įgyvendinti pelningiausias projektus. Nepaisant to, pernelyg daug skolintis rizikinga – iškyla rizika, jog įmonė nesugebės gražinti paskolos. Todėl, anot A. V. Rutkausko, V. Sūdžiaus ir V. Mackevičiaus (2007), siekiant efektyviau paskirstyti ir investuoti finansinius išteklius, būtina tinkamai įvertinti finansinių išteklių struktūrą, nes vien savos lėšos ne visais laikotarpiais naudojamos efektyviai. Veiklai būdingi dideli svyravimai, todėl per didelė skolintų lėšų apimtis lemia aukštesnę svertinę finansinių išteklių kainą, taip pat mažina

grynąjį pelną. Autorius teigia, kad dėl to būtina ieškoti tarpinio varianto, geriausiai atitinkančio įmonės veiklą ir jos sąlygas.

M. Habibas (1999) teigia, kad skolinimasis yra privalumas, nes dėl to įmonė moka mažiau pelno mokesčių, bet tai kartu yra ir trūkumas, nes fiziniai asmenys moka daugiau mokesčių. Bendrovės kapitalo struktūra taip pat svarbi tuo atveju, kai pinigų srautus lemia ne tik bendrovės turtas, bet ir tai, kaip vadovybė tuo turtu disponuoja. Pavyzdžiui, skola sulaiko vadovus investuoti į keliolika dalykų arba stengtis išlaikyti daugiau likvidaus turto nei reikia.

L. Juozaitienė (2007) teigia, kad didelė skolinto kapitalo dalis įmonei naudinga tik tada, kai kaina, kuri mokama už skolintus pinigus, yra mažesnė už jų teikiamą naudą. Autorės teigimu įmonės savininkams (akcininkams) tenka daugiau rizikos proporcingai jų investuoto kapitalo daliai, todėl tiek savininkai, tiek potencialūs investuotojai turi įvertinti kapitalo struktūros įtaką įmonės pelnui ir jos veiklos rizikai.

Išanalizavus nuosavo ir skolinto kapitalo savybes, galima pritarti A. Kulkarni (2010) išvadai, kad finansavimas tiek nuosavomis, tiek skolintomis lėšomis turi ir trūkumų ir privalumų, tačiau jie gali būti suderinti pasirinkus tinkamą skolinto ir nuosavo kapitalo derinį.

Rodiklis, parodantis įmonės kapitalo struktūrą, nuo kurios priklauso ilgalaikė įmonės finansinė sėkmė, vadinamas kapitalo svertu. Šis rodiklis apskaičiuojamas pagal 1 formulę (L. Juozaitienė, 2007, p. 240):

$$KS = \frac{SK}{NK}, \quad (1)$$

kur:

SK – skolintas kapitalas;

NK – nuosavas kapitalas.

Finansinėje literatūroje galima rasti ir kitokių šio rodiklio pavadinimų, pavyzdžiui, J. Mackevičiaus ir D. Poškaitės (2003) straipsnyje nuosavo ir skolinto kapitalo santykis vadinamas finansiniu svertu. Vertybinių popierių biržos NASDAQ OMX Vilnius (2010a) leidinyje „Finansinė analizė. Rodiklių skaičiavimo metodika“ šis rodiklis vadinamas skolos ir nuosavybės koeficientu. Nors šis rodiklis vadinamas įvairiai, tačiau reikia pabrėžti, kad apskaičiuojamas pagal tą pačią formulę.

Finansinis svertas, tiek V. Aleknevičienės (2009), tiek autorių M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir kt. (2009) teigimu, yra laikomas finansinės rizikos indikatoriumi, kadangi aukštas skolinto kapitalo lygis sukuria santykinai dideles palūkanų sumas, kurios turi būti išmokėtos nepriklausomai nuo to, ar įmonė gavo pelną, ar ne.

Anot L. Juozaitienės (2007), nulinė finansinio sverto reikšmė rodo, kad įmonę finansuoja tik savininkai, išoriniai finansavimo šaltiniai nenaudojami. Rodiklio reikšmei esant iki vieneto, rodo,

kad savininkų nuosavybė sudaro didesniąją įmonės kapitalo dalį. Rodiklio reikšmei viršijant vieneta, reiškia, kad didesnę kapitalo dalį sudaro skolintas kapitalas.

Modigliani ir Miller atlikę tyrimus, nustatė, kad didėjant skolinto kapitalo daliai, greičiau didėja įmonės nuosavybės vertė. Mokslininkai teigia, kad skolinto kapitalo pritraukimas įmonei naudingas tada, kai nedidelės palūkanos, tuomet vidutinė svertinė kapitalo kaina (WACC; tai, anot L. Juozaitienės (2008), aritmetinis svertinis rodiklis apskaičiuojamas vertinant skirtingų kapitalo komponentų išlaidas ir jų dalį kapitalo struktūroje) mažėja ir tai atitinka akcininkų interesus ir padeda išvengti naujos akcijų emisijos bei naujų akcininkų atėjimo į bendrovę. Modigliani ir Miller teigia, jog skolintą kapitalą naudoti yra rizikinga, nes esant daug skolų, kreditoriai dėl padidėjusios rizikos nenoriai finansuos įmonę, nes neaišku, ar ji galės laiku mokėti palūkanas. Modigliani ir Miller siūlymu, bendrovės vadovai turėtų pasirinkti tinkamą kapitalo struktūrą ir išlaikyti optimalų akcininkų ir skolintojų kapitalo santykį. Taigi, reikia tinkamai pasirinkti, kuri kapitalo dalis turėtų priklausyti įmonės savininkams, o kuri dalis pasiskolinta (Juozaitienė, 2007, p. 240).

D. Cibulskienės teigimu (2007), įmonė pirmiausia turi nusistatyti savo veiklos tikslus, kuriais vadovaudamasi vykdys ūkinę – ekonominę veiklą. Priklausomai nuo to, kokius tikslus įmonė iškelia, priklauso ne tik jos ūkinė, bet ir finansinė veikla, t.y. kapitalo struktūros sprendimai ir kriterijai. Kapitalo struktūros sprendimų uždavinys, kaip nurodo D. Cibulskienė (2007), yra nustatyti racionalią kapitalo struktūrą pagal pasirinktą tikslą. Racionali kapitalo struktūra yra toks skolinto kapitalo ir nuosavo kapitalo derinys, kuris atitinka rizikos ir pelningumo pusiausvyrą, taigi, iki aukščiausio laipsnio didina įmonės nuosavo kapitalo pelningumą.

Kaip teigia A.V. Rutkauskas, V. Sūdžius ir V. Mackevičius (2007), valdant finansinius išteklius (nuosavas ir skolintas lėšas) svarbu pasirinkti finansinių išteklių šaltinius ir kiekį atsižvelgiant į įmonės poreikius ir nuspręsti, kiek skirti savų lėšų įmonės plėtrai, kokią dalį sudarys išoriniai trumpalaikiai ir ilgalaikiai finansavimo šaltiniai. Autoriai išskiria tris pagrindines įmonės finansinių išteklių politikos kryptis, kurios pagal jų kiekio svyravimą įmonėje pavaizduotos 3 lentelėje.

3 lentelė

Galimos finansinių išteklių politikos kryptys pagal jų kiekio svyravimą įmonėje

Agresyvioji politika	Nuosaikioji politika	Konservatyvioji politika
Finansinių išteklių kiekio svyravimas įmonėje didelis. Tinka trumpalaikiam turtui ir naujoms investicijoms.	Finansinių išteklių kiekio svyravimas įmonėje vidutinis. Tinka sezoniniams svyravimams ir numatomiems pokyčiams.	Finansinių išteklių kiekio svyravimas įmonėje mažas. Tinka nuosekliai veiklai.

Šaltinis: RUTKAUSKAS, A.V.; SŪDŽIUS, V.; MACKEVIČIUS, M. (2007) Verslo finansai: sistema, struktūra ir elementai, p. 253.

Anot A.V. Rutkausko, V. Sūdžiaus ir V. Mackevičiaus (2007), agresyvioji politika pasireiškia tuo, jog įmonė stengiasi pasiekti didžiausių realizuojamos produkcijos apimčių su ribotais savais finansiniais ištekliais, o pagrindinę jų dalį skolinasi iš bankų arba ieško kitų išorinių būdų finansiniams ištekliams gauti. Šios politikos naudojimas susijęs su didele rizika, nes investicijoms neatsipirkus galima patirti didelių nuostolių. Kaip matome 3 lentelėje, pagal šią politikos kryptį įmonė finansuoja didžiąją dalį savo veiklos procesų skolintais finansiniais ištekliais. Naudodama nuosaikiąją politiką įmonė investuoja ne tik savus, bet ir skolintus finansinius išteklius veiklai ir produkcijos pardavimui didinti, taip pat investicijoms. Naudojant šią politiką proporcija tarp savų ir skolintų finansinių išteklių paprastai būna apie 50 proc. (3 lentelė). Konservatyvioji politika pasireiškia tuo, jog įmonė sukaupia dideles nuosavas finansinių išteklių atsargas ir jas naudoja projektams ir priemonėms bei veiklos plėtrai finansuoti, įmonė stengiasi palaikyti paprastai vienodą arba lėtai didėjančią produkcijos gamybos ir realizavimo apimtį ir turi mažiausiai svyruojantį finansinių išteklių kiekį įmonėje. Ši politika yra labai saugi, nes įmonė beveik nenaudoja skolintų finansinių išteklių, tačiau savininkui užtikrina mažesnę pelningumą.

Kuri iš šių finansinių išteklių politikos krypčių yra geriausia, kaip teigia A. V. Rutkauskas, V. Sūdžius ir V. Mackevičius (2007), būtų sunku nuspręsti, kadangi tai priklauso nuo daugelio veiksnių. Reiktų pabrėžti, kad racionalus finansinių išteklių valdymo procesas užtikrina nepertraukiamą numatytų priemonių finansavimą ir kreditavimą bei sprendžia vieną svarbiausių uždavinių – kaip paskirstyti ir investuoti finansinius išteklius, siekiant didžiausios naudos. Finansinių išteklių racionalus naudojimas, struktūros gerinimas yra vienas iš svarbiausių būdų verslui stiprinti, plėsti veiklą, siekti lyderystės rinkoje, vengti finansinių krizių. Anot autoriaus, pagrindinė verslo įmonių problema – palaikyti finansinių išteklių optimalią struktūrą, kuri sudarytų galimybę įmonėms išlaikyti savo konkurencinį pranašumą rinkose ir leistų sėkmingai plėtoti bei modernizuoti savo veiklą.

Tarp ekonomistų nėra vieningos nuomonės apie optimalią kapitalo struktūrą. A. V. Rutkauskas, V. Sūdžius ir M. Mackevičius nurodo, kad optimali kapitalo struktūra turi didinti įmonės rinkos vertę, užtikrindama efektyviausią įmonės finansinio rentabilumo ir stabilumo koeficientų tam tikrą proporcingumą. M. Jankausko (2008), C. Dude (2008) ir J.C. Van Horne (2008) optimalią kapitalo struktūrą apibrėžia kaip tokią kapitalo struktūrą, kuri minimizuoja kapitalo kainą ir tuo būdu padidina įmonės vertę. D. Cibulskienė (2007) be to, kad optimali kapitalo struktūra turi būti tokia, kad užtikrintų minimalias visas išlaidas, dar pabrėžia, jog turi būti optimizuotas mokesčių biudžetas. C. P. Obi (1999) nuomone, optimali kapitalo struktūra turi užtikrinti optimalią rizikos ir pelningumo pusiausvyrą, taip didinti iki aukščiausio laipsnio įmonės akcijų kainą. Taigi, išanalizavus įvairių autorių optimalios kapitalo struktūros apibrėžimus galima suformuluoti apibendrinantį apibrėžimą: optimali kapitalo struktūra – tai toks nuosavų ir skolintų

lėšų panaudojimo santykis, kuris užtikrina optimalią rizikos ir pelningumo pusiausvyrą, minimalią kapitalo kainą ir didina įmonės vertę.

C. P. Obi (1999) teigia, kad tarp mokslininkų nesutariama koks nuosavo ir skolinto kapitalo derinys turėtų būti siekiant suformuoti optimalią kapitalo struktūrą, taip pat nėra aišku ir kartais sunku ją nustatyti. Autoriaus teigimu, vienu konkrečiu laikotarpiu optimali gali būti viena kapitalo struktūra, kitu laikotarpiu – visiškai kita, nes keičiasi investicijų projektai, taip pat keičiasi ir ekonomikos sąlygos.

Išanalizavus įvairių autorių išskiriamas kapitalo struktūros sampratas, galima suformuluoti apibendrinančią pagrindines įvairių autorių mintis kapitalo struktūros sampratą: kapitalo struktūra yra įmonės vidinių ir išorinių šaltinių, kitaip vadinamų nuosavų ir skolintų šaltinių derinys, skirtas įmonės veiklos ir plėtros finansavimui. Išanalizavus kapitalo struktūros sudedamųjų dalių savybes, galima daryti išvadą, kad nors skolintas kapitalas atrodo daug rizikingesnis nei nuosavas kapitalas, tačiau naudojant tik nuosavą kapitalą įmonė gali prarasti galimybes plėstis, dėl nuosavo kapitalo stokos. Finansavimas tiek nuosavomis, tiek skolintomis lėšomis turi ir trūkumų ir privalumų, tačiau jie gali būti suderinti pasirinkus tinkamą skolinto ir nuosavo kapitalo derinį.

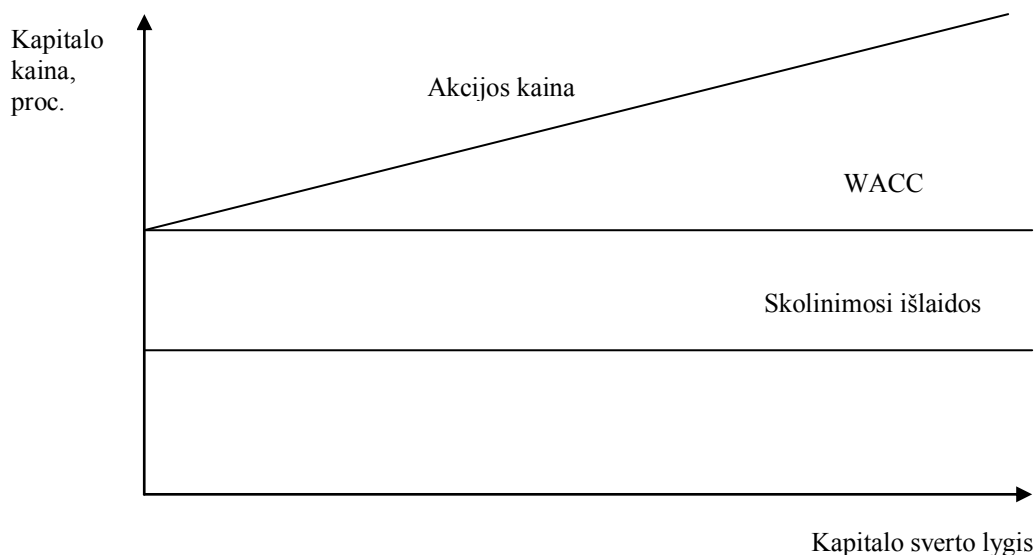
1.2. Kapitalo struktūros formavimo teorijų raida

Kapitalo struktūros formavimo ir jį lemiančių veiksnių klausimu buvo susidomėta labai seniai. Kaip teigia D. Rumšaitė (2001), iki 1958 kapitalo struktūros teoriją sudarė, greičiau, migloti tvirtinimai apie investuotojų elgseną nei detalios parengti modeliai, kuriuos būtų galima patikrinti formaliais statistiniais tyrimais. Modigliani ir Miller (sutrumpintai vadinami M&M) laikomi pirmaisiais šios srities mokslininkais, jie savo darbuose išanalizavo kapitalo struktūros klausimą griežtai moksliniu požiūriu ir padėjo pagrindus tyrinėjimų grandinei, tebesitęsiančiai iki šių dienų. Anot E. McLaney (2009), 1958 m. Modigliani ir Miller paskelbė straipsnį, kuriame buvo analizuojamas klausimas - tradicinis požiūris į nuosavo ir skolinto kapitalo santykį. M&M visos moksliai pagrįstos teorijos atsispindi trijose jų teoremose, kurias toliau apžvelgsime.

Pirmoji M&M teorema teigė, kad firmos vertė nepriklauso nuo to, kokiais šaltiniais yra finansuojamas kapitalas, dėl to įmonės kapitalo kaina visai nepriklauso nuo skolinto ir nuosavo kapitalo santykio. M&M teigė, kad nustačius racionalias kainas kapitalo rinkoje, įmonei neįmanoma padidinti savo rinkos vertę (sumažinti vidutinę svertinę kapitalo kainą) tikrai darant tai, kas teorijoje yra visiems gerai žinoma: skolinantis pinigus. Mokslininkai tvirtina, kad jeigu tam tikras verslas nori padidinti savo pajamas, tai turėtų daryti nepaisant to, kaip verslas yra finansuojamas. Mokslininkai teigė, kad įmonės kapitalo struktūra neturi įtakos įmonės vertei. Vieninteliai veiksniai, lemiantys firmos vertę ir jos vidutinę svertinę kapitalo kainą, yra tikėtini naujos investicijos

sukuriami pinigų srautai ir verslo rizika (McLaney, 2009, p. 302). R. Ryan (2007) teigimu, pagal M&M pirmąją teoremą, jeigu dvi firmos turi identišką laukiamą pajamą, šių įmonių vertė turi būti taip pat identiška, neatsižvelgiant į tai, kokia kapitalo struktūra šiose įmonėse naudojama. M&M teigė, kad valdyba visas jėgas turėtų sukcentruoti ieškant sėkmingų investicijų, o finansavimo klausimus turėtų spręsti akcininkai.

M&M pirmosios teoremos efektas pavaizduotas 1 paveiksle. Anot V. Aleknevičienės (2009), įmonei didinant finansinį svertą gaunami du efektai, kurie vienas kitą panaikina: įmonė sumažina WACC, nes skolos yra pigesnės už nuosavą kapitalą ir įmonės padidina WACC, nes pageidaujamas nuosavo kapitalo pelningumas didėja dėl to, kad svertas didina finansinę riziką, jai kompensuoti finansuotojai pageidauja didesnio pelningumo. Dėl to, kaip matome 1 paveiksle, kapitalo struktūros lygis neturi reikšmės WACC, esant bet kokiam kapitalo struktūros lygiui WACC visuomet išlieka pastovus.



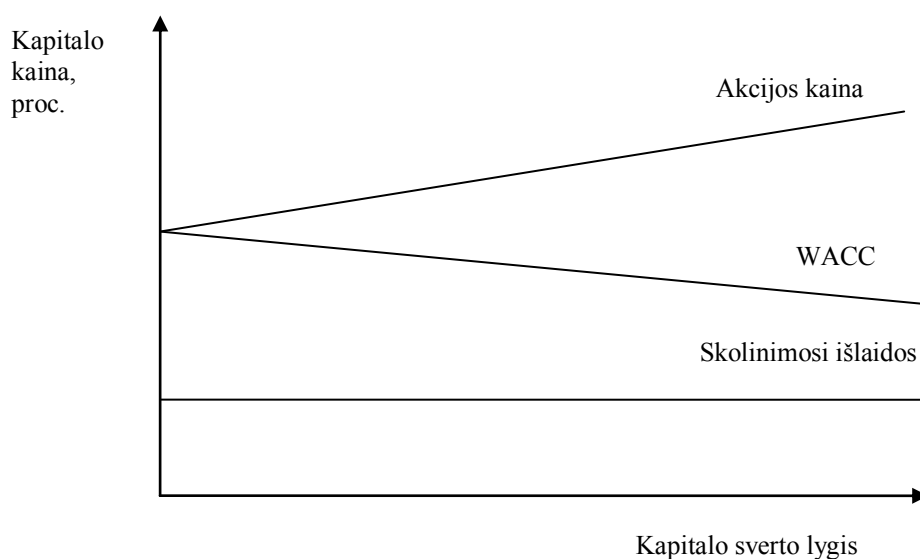
Šaltinis: MCLANEY, E. (2009) Business finance. 8th editon, p. 302.

1 pav. Kapitalo kainos priklausomybė nuo kapitalo struktūros lygio – M&M (be mokesčių) požiūris

Ši M&M teorema buvo atlikta remiantis prielaidomis, kad akcijos perkamos ir parduodamos už kainą, į kurią neįtrauktos susijusios išlaidos tokios kaip komisiniai brokeriui ir kt., kapitalo rinkos yra efektyvios, palūkanų normos yra vienodos tiek skolinimo tiek skolinimosi, tiek įmonėms tiek individualiems asmenims, nėra skirtumo tarp asmeninio ir įmonės skolinimosi rizikos aspektu bei nėra bankroto ir mokesčių išlaidų (McLaney, 2009, p. 303). Dėl kai kurių iš šių išvardintų prielaidų, M&M teorema yra kritikuojama. Anot E. McLaney (2009), nereali prielaida yra tai, jog akcijos gali būti perkamos ir parduodamos už kainą, kurioje neįtrauktos susijusios išlaidos ir palūkanų norma yra vienoda tiek dideliai įmonei, tiek individualiam asmeniui. Taip pat abejojama

prielaida, jog nėra skirtumo tarp asmeninio ir įmonės skolinimosi rizikos aspektu. Taip pat laikoma klaidinga prielaida, jog nėra mokesčių. Taigi, dėl M&M prielaidų, sukėlusių mokslininkams daug diskusijų, kritikuojama ir pati M&M teorema.

Antroji M&M kapitalo struktūros formavimo teorema buvo išvystyta 1963 m. Ši kartą darant prielaidą, kad mokesčiai egzistuoja (Aleksnevičienė, 2009, p. 244). Ši teorema teigia, kad kuo didesnis nuosavo ir skolinto kapitalo santykis, tuo didesnė firmos vertė. Firmos vertė yra didžiausia, o vidutinė svertinė kapitalo kaina yra mažiausia, kai skolų dalis kapitalo struktūroje sudaro 100 proc., t.y. kai skolintojai suteikia visą firmos finansavimą (McLaney, 2009, p. 305). 2 paveiksle pavaizduotas antrosios M&M teoremos egzistuojant mokesčių išlaidoms grafikas.



Šaltinis: MCLANEY, E. (2009) Business finance. 8th editon, p. 305.

2 pav. Kapitalo kainos priklausomybė nuo kapitalo struktūros lygio – M&M (su mokesčiais) požiūris

Palūkanos yra neapmokestinamos, todėl palūkanos mažina mokesčių išlaidas, kaip matyti 2 paveiksle, kuo didesnė skolinto kapitalo dalis, tuo didesnė mokesčių nauda įmonei (Elali; Trainor, 2009, p. 219). Ši M&M teorema yra kritikuojama, kadangi, anot E. McLaney (2009), yra abejojama ar praktikoje skolų dalis kapitalo struktūroje sudaranti 100 proc. yra logiška. Esant labai aukštam skolinto ir nuosavo kapitalo santykiui skolintojai supras, kad įmonė turi mažai garantijų gražinti skolas. Skolintojai priimantys įmonės riziką tuo pačiu yra ir įmonės akcijų savininkai. Skolintojai reikalaus didesnių įplaukų iš akcijų, kurios finansuotų didelę įmonės riziką. Tai reiškia, kad esant aukštam skolinto ir nuosavo kapitalo santykiui tiek pirmosios, tiek antrosios teoremos atvejais skolinimosi išlaidos žymiai išaugtų.

Tais pačiais 1963 metais **M&M išvystė trečiąją kapitalo struktūros formavimo teoremą**, esant finansiniam išsekimui. Jie teigė, kad didėjant skolų lygiui kapitalo struktūroje, didėja ne tik savininkų, bet ir kreditorių patiriama rizika. Taigi, didėja ir finansinio išsekimo tikimybė. Potencialus finansinis išsekimas kainuoja, ir kai įmonės skolinasi vis daugiau, jo išlaidos turi neigiamą poveikį įmonės vertei, panaikindamos teigiamą mokesčių sutaupymo efektą (Aleksnevičienė, 2009, p. 245).

Anot V. Aleksnevičienės (2009), finansinio išsekimo (t.y. galimybės, kad įmonė dėl sumažėjusių pinigų srautų negalės sumokėti palūkanų) tikimybė didėja didėjant finansiniam svertui, nes pastovūs palūkanų mokėjimai už skolintą kapitalą turi būti atliekami nepriklausomai nuo įmonės pelno ar pinigų srautų, o dividendų mokėjimas gali būti atidėtas esant nuostoliui ar nepakankamiems pinigų srautams. Finansinio išsekimo išlaidos gali būti tiesioginės ir netiesioginės, jos didina kapitalo kainą, kadangi savininkai nori uždirbti daugiau, matydami papildomą riziką. Taigi, kapitalo kaina priklauso nuo finansinio sverto.

Nors M&M teorijos yra dažnai kritikuojamos, tačiau anot V. Aleksnevičienės (2009), vienas iš svarbiausių privalumų buvo tai, kad teorijos įvertino rinkos netobulumą ir dėl jo kylančius ryšio tarp finansinio sverto ir vidutinės svertinės kapitalo kainos pasikeitimus. Taip pat šie mokslininkai pagrindė finansinės rizikos didėjimą kylant svertui. D. Rumšaitės (2001) teigimu, M&M teorija yra laikoma klasikine, o visos kitos teorijos yra paremtos jos teiginiais, arba siekia patvirtinti arba paneigti kai kurias teorijos prielaidas. Anot S.C. Myers (2001), M&M teorijų rezultatų logika yra plačiai pripažinta, tačiau kapitalo struktūros parinkimas yra svarbus įmonės veiklai.

Kita teorija nagrinėjanti kapitalo struktūros formavimo klausimą yra **tradicinis požiūris** (angl. the traditional view). Tradicinės kapitalo struktūros formavimo teorijos autorė Ezra Solomon 1963 metais iškėlė hipotezę, kad egzistuoja trys finansinio sverto didinimo stadijos. Pirmojoje stadijoje, didindama finansinį svertą įmonė mažina WACC, nes skolinto kapitalo kaina yra mažesnė dėl mokesčių efekto. Antrojoje stadijoje didėja tiek skolinto, tiek nuosavo kapitalo kaina, tačiau, augant skolos daliai bendrame kapitale, WACC lieka nepakitusi. Trečiojoje stadijoje dėl padidėjusios finansinės rizikos taip sparčiai pradeda didėti tiek nuosavo, tiek skolinto kapitalo kaina, kad skolos ir nuosavybės santykio pasikeitimai negali kompensuoti šio augimo, WACC padidėja. (V. Aleksnevičienė, 2009, p. 216). Anot V. Aleksnevičienės (2009), tradicinis kapitalo struktūros formavimo požiūris niekada nebuvo mokliškai pagrįstas, o atspindėjo tik tai, kad tradiciškai buvo tikima tam tikro ryšio tarp finansinio sverto ir kapitalo kainos egzistavimu.

Anot J.C. Van Horne ir J.M. Wachowicz (2008), tradicinė kapitalo teorija teigė, kad vadybininkai apgalvotai sudarydami kapitalo svertą gali padidinti įmonės vertę. Autorių teigimu, tradicinis požiūris leidžia suprasti, kad įmonės kapitalo kaina yra priklausoma nuo kapitalo struktūros. Anot V. Aleksnevičienės (2009), pagal tradicinį požiūrį skolos kaina kyla, didėjant

svertui, o pagal M&M, - išlieka pastovi. Ir tai yra labai ginčytinas klausimas, nes praktikoje bankai labiau linkę neišduoti paskolų, kai sunaudojamas įmonės skolinimosi pajėgumas, nei didinti palūkanų normą. Kaip teigia E. McLaney (2009), didėjant kapitalo svertui tiek investuotojai, tiek skolinintojai mato didėjančią riziką, dėl kurios reikalauja didesnių įplaukų, dėl kurių WACC pradeda smarkiai didėti, o esant žemam kapitalo sverto lygiui nei investuotojai, nei skolininkai to nereikalauja ir dėl to WACC mažėja. Taigi, anot tradicinio požiūrio, tas taškas, kuriame investuotojai ir skolininkai pradeda reikalauti didesnių įplaukų, laikomas optimalios kapitalo struktūros lygiu, kuriam esant WACC yra žemiausiame lygyje, taigi, akcininkų gerovė šiame taške yra aukščiausia.

Nepaisant to, kad tradicinis požiūris nebuvo moksliskai pagrįstas, jis naudingas tuo, kad leidžia suvokti priežastis, dėl kurių besaikis finansinio svarto didinimas yra ribojamas. Būtent šios priežastys lemia kompromisą tarp rizikos ir pelningumo, pasirenkant investicijų finansavimo būdą (Aleksnevičienė, 2009, p. 247).

Modigliani ir Miller teorijos bei tradicinis požiūris yra pirmosios kapitalo struktūros teorijos. Kitos teorijos, kurios toliau bus apžvelgiamos šiame darbe, yra laikomos moderniosiomis kapitalo struktūros formavimo teorijomis.

Viena iš modernių teorijų, nagrinėjanti kapitalo struktūros formavimo klausimą, yra **kompromisinė teorija** (angl. the trade-off theory), E. McLaney (2009) ją dar pavadino moderniuoju požiūriu. Anot C. Cotei ir J. Farhat (2009), kompromisiniai kapitalo struktūros modeliai dominuoja literatūroje, nagrinėjančioje kapitalo struktūros formavimo klausimus. Autoriai teigia, kad mokesčių naudos ir bankroto išlaidų kompromisinis modelis numato, kad įmonės siekia išlaikyti optimalią kapitalo struktūrą balansuojant naudą ir skolų sąnaudas.

Kaip teigia E. McLaney (2009), kompromisinė teorija pritaria M&M teiginiui, kad finansavimas skolintu kapitalu yra naudingas tik tuo, kad mažina mokesčius. Kompromisinės teorijos išvada buvo tokia, kad įmonė turėtų finansuoti skolintomis lėšomis iki tam tikro lygio, kuriam esant yra balansas tarp mokesčių skydo ir potencialių bankroto išlaidų, šiame lygyje WACC pasiekia minimumą, o įmonės vertė maksimalią vertę. Ši teorija įrodė, M&M teiginį, jog didėjant skolinto kapitalo lygiui WACC mažėja iki tam tikro lygio. Anot E. McLaney (2009), šis kompromisinės teorijos nustatytas optimalus kapitalo struktūros lygis skirtingoms pramonės šakoms bus taip pat skirtingas, jis priklauso nuo verslo ir investicijų rizikos. P.G. Miclus (2008) teigimu, mokesčiai ir bankroto išlaidos yra pagrindiniai kompromisinės teorijos elementai.

Kompromisinė teorija, anot D. Rumšaitės (2001), leidžia suformuluoti keletą svarbių nuostatų, susijusių su skolintų lėšų panaudojimu:

1. Labai rizikingoms įmonėms, kurių kapitalo pelningumas labai svyruoja, prie tam tikrų vienodų sąlygų, reikėtų naudoti mažiau skolinto kapitalo, nei mažai

rizikingoms įmonėms. Kuo labiau svyruoja pelningumas, tuo didesnė finansinių sunkumų tikimybė, esant bet kokiam įsiskolinimo lygiui, ir tuo didesnės su tuo susijusios išlaidos. Įmonės turinčios nedidelį rizikos laipsnį skolintis lėšas gali daug aktyviau, ir taip yra tol, kol laukiamos finansinių sunkumų išlaidos neviršija mokesčių teikiamų privalumų.

2. Įmonės, kurių materialus turtas yra realizuojamas rinkoje, pvz. nekilnojamas turtas, gali naudoti daugiau skolinto kapitalo, nei tos įmonės, kurių vertę daugiausia sudaro nematerialus turtas (patentai, prestižas, numatomi augimo tempai). Finansinių sunkumų pasekmių panaikinimo išlaidos priklauso ne tik nuo jų atsiradimo tikimybės, bet ir nuo galimų nuostolių įvertinimo. Specializuotas turtas, nematerialus turtas ir augimo galimybės finansinių sunkumų atveju nuvertėja daug sparčiau, nei įprastinis materialus turtas.
3. Didžiausius mokesčių tarifus šiuo metu mokančios, ir tą patį greičiausiai, darysiančios ateityje, įmonės gali turėti sąlyginai aukštesnį kreditinį įsiskolinimą, nei įmonės su žemais einamaisiais ir/ar būsimaisiais mokesčių tarifais. Esant aukštiesiems bendrovės mokesčių tarifams, išauga finansavimo skolintu kapitalu privalumai, iš to seka, kad aukštus mokesčių tarifus mokančios įmonės, esant kitoms lygioms sąlygoms, gali sau leisti pritraukti lėšas tokiu dydžiu, kol mokesčių skydas nepersidengia su finansinių sunkumų ir agentavimo išlaidomis.

Anot R. Norvaišienės ir J. Stankevičienės (2007), pagal kompromisinę teoriją, įmonės, priimdamos finansavimo sprendimus, ieško kompromiso tarp skolinto kapitalo panaudojimo teikiamų mokestinių privalumų ir papildomų išlaidų (finansinių sunkumų išlaidų), kurios auga didėjant įsipareigojimams. D. Rumšaitė (2001) atkreipė dėmesį, kad kompromisinė teorija yra patraukli intuicine prasme, nes ji neigia tiek finansavimo vien skolintu, tiek – vien nuosavu kapitalu teigiamumą, o tam siūlo „saikingą“ įsiskolinimo lygį.

1961 m. Gordon Donaldson pirmą kartą pasiūlė **pasirinkimo eilės teoriją** (angl. pecking order theory), dar vadinamą susiklosčiusios hierarchijos teorija, ir teigiančią, kad kapitalo struktūros parinkimas priklauso nuo įmonės investavimo alternatyvų ir jos pelningumo (D. Rumšaitė, 2001, p. 37). Anot E. McLaney (2009), pasirinkimo eilės teorija yra susijusi su idėja, teigiančia, kad verslas yra priverstas išleisti naujas akcijas (tai daro blogiausiu atveju). Ir autorius nurodo 3 priežastis patvirtinančias šią idėją:

- 1) akcijų išleidimas yra brangus, turi dideles emisijos išlaidas;
- 2) dauguma vadybininkų mano, kad rinka nuvertina jų įmonių akcijas. Išleidžiant naujas akcijas šia maža verte, būtų nepalankioje padėtyje esantys akcininkai, o įgytų pranašumą nauji akcininkai įsigiję naujai išleistas akcijas;

- 3) dauguma vadybininkų tiki, kad rinka naują akcijų emisiją supranta kaip nevilties veiksmą, manoma, kad direktoriai supranta, kad jų esamos akcijos vertybinių popierių rinkoje yra per brangios. Tai gali sumažinti akcijų kainą.

Kaip teigia V. Aleknevičienė (2009), jeigu įmonei reikalingi išoriniai finansavimo šaltiniai, įmonės leidžia skolos vertybinius popierius arba pritraukia kitus skolintus finansavimo šaltinius, tada leidžia konvertuojamus vertybinius popierius ar privilegijuotąsias akcijas, paskutiniu šaltiniu pasirinkdamos naujos emisijos paprastąsias akcijas.

Pasirinkimo eilės teorija išskiria tokią finansavimo šaltinių seką, pagal tai, kuo įmonė pirmiausia rinksis finansuoti savo veiklą (McLaney, 2009, p. 314):

- nepaskirstytasis pelnas;
- terminuotosios skolos iš bankų ar kitų institucijų;
- kapitalo akcijų emisija.

Iš šios išskiriamos finansavimo šaltinių sekos, galima teigti, kad vadovai nesiekia optimalios kapitalo struktūros, t.y. minimizuoti kapitalo kainą, nes nepaskirstytasis pelnas, anot V. Aleknevičienės (2009), yra brangesnis už skolintą kapitalą. Reinvestuodamos grynąjį pelną, įmonės formuoja mažesnę finansinę svertą, taip sumažindamos riziką ir apsisaugodamos nuo neigiamų rinkos pokyčių.

Anot D. Rumšaitės (2001), pasirinkimo eilės teorija paaiškina, kodėl didžiausius pelnus turinčios įmonės skolinasi mažiau – ne dėl to, kad siekia ar yra nusistačiusios žemą skolos lygį, bet todėl, jog joms nereikalingi išoriniai pinigai. Įmonės, generuojančios mažesnius pelnus, yra priverstos daugiau skolintis, nes jų vidiniai pinigų srautai yra nepakankami, kad užtikrintų įmonės finansavimą, o pagal pasirinkimo eilės teoriją, skola yra pirmasis pasirinktinis išorinis finansavimo šaltinis. Anot R. Norvaišienės ir J. Stankevičienės (2007), greitai augančioms įmonėms nepakanka vidinių išteklių, todėl jos priverstos ieškoti išorinių finansavimo šaltinių. Taigi, remiantis pasirinkimo eilės teorija, galima teigti, kad įmonės su didelėmis augimo perspektyvomis naudoja daugiau skolinto kapitalo, negu įmonės, kurių augimo galimybės gana menkos.

Kaip teigia L.Elizabeth, D. Shobha ir D. Amit (2009), **agentavimo teorija** (angl. agency theory), kuri pasirodė 1970 m., išplėtė mūsų ankstesnę ekonominių santykių supratimą esant neapibrėžtumui ir netobulos informacijos sąlygomis. Daugelyje įmonių savininkai negali aktyviai valdyti įmonės, todėl jie samdo vadybininkus, kurie priima sprendimus, kurie ne visada sutampa su savininkų interesais. Agentavimo teorija teigia, kad dėl nuosavybės teisių ir valdymo atskyrimo kyla konfliktai tarp įmonės valdytojų ir savininkų dėl skirtingų siekiamų tikslų. Akcininkai siekia maksimizuoti savo naudą, įmonių vadovai dažnai turi kitų savanaudiškų tikslų, kurie gali prieštarauti įmonės politikai. Kad būtų kontroliuojami ir derinami vadovų interesai yra nustatomi skatinamosios struktūros ir stebėsenos mechanizmai. Skirtumas tarp išmokų savininkams, kai

interesai yra suderinti, ir kai jie nesuderinti vadinama tarpininkavimo kaina. Kadangi yra brangu pasiekti suderinimą, tai racionalu patirti tarpininkavimo išlaidas (Elizabeth; Shobha; Amit, 2009).

Anot E. McLaney (2009), kapitalo struktūros kontekste, agentavimo teorija teigia, kad išlaidos gali atsirasti, dėl to, kad atsiranda nesutarimas tarp savininkų ir vadybininkų, kokia kapitalo struktūra yra geriausia. Savininkai yra patenkinti jeigu finansavimas skolomis sumažina kapitalo kainą. Tačiau už palūkanų mokėjimus ir fondų, skirtų gražinti skoloms, sudarymą yra atsakingi vadybininkai, ir dažnai jie šios atsakomybės siekia išvengti. Kita vertus, Jensen (1986) pažymėjo, kad privertus vadybininkus mokėti palūkanas ir prisiimti atsakomybę, jie atsargiau rinksis investavimo galimybes, kurios gali būti nenaudingos.

T. Kipišas (2004) ir S.C. Myers (2001) savo darbuose mini dar vieną kapitalo struktūros formavimo teoriją – **laisvo pinigų srauto teoriją** (angl. free cash flow theory), kurią suformulavo M.C. Jensen 1986 metais. Ši teorija teigia, kad veikiami didelės skolos naštos, vadovai yra priversti efektyviai panaudoti įmonės turtą, kad sugebėtų įvykdyti skolinius išsipareigojimus. Anot S.C. Myers (2001), laisvo pinigų srauto teorija yra sukurta subrendusioms įmonėms, kurios yra linę perinvestuoti kapitalą. Įmonės, turinčios didesnius pinigų srautus, gali juos panaudoti naujoms investicijoms, ir taip sumažinti finansavimo skolintomis lėšomis poreikį.

Kaip teigia V. Aleknevičienė (2009), kapitalo struktūros teorijos ir požiūriai neatsako į klausimą, kokiems veiksniams įmonė turėtų skirti daugiausiai dėmesio formuojant kapitalo struktūrą. Taip yra todėl, kad praktikoje egzistuoja daug objektyvių ir subjektyvių veiksnių, turinčių įtakos investicijų finansavimo būdo pasirinkimui. Jie sąlygoja atotrūkį tarp teorijos ir praktikos. Be to, kaip pastebėjo D. Rumšaitė (2001), pirmosios kapitalo struktūros formavimo problemas nagrinėjusios teorijos rėmėsi eile realiomis sąlygomis neegzistuojančių prielaidų ir apribojimų.

Apžvelgus kapitalo struktūros formavimo teorijų raidą galima pastebėti kaip keitėsi požiūriai į kapitalo struktūros formavimą. Pirmieji šios rities mokslininkai Modigliani ir Miller teigė, kad nesant mokesčių išlaidoms, įmonės kapitalo struktūra neturi įtakos įmonės vertei. Kada ši teorija buvo sukritikuota, kad neįvertina mokesčių išlaidų, Modigliani ir Miller suformulavo teoriją teigiančią, kad kuo didesnis nuosavo ir skolinto kapitalo santykis, tuo didesnė firmos vertė dėl to, kad palūkanos mažina apmokestinamąjį pelną. Ši teorija vėlgi buvo sukritikuota. Trečioji Modigliani ir Miller teorija atkreipė dėmesį į finansinio išsekimo galimybę ir teigė, kad didėjantis finansinis svertas mažina įmonės vertę, nes dėl didėjančios finansinio išsekimo tikimybės savininkai reikalauja uždirbti daugiau. Dar viena pirmųjų kapitalo struktūros formavimo teorijų yra tradicinis požiūris, šis skirtingai nei Modigliani ir Miller, teigė, kad didėjant finansiniam svertui skolinimosi kaina didėja, didėjant kapitalo svertui tiek investuotojai, tiek skolintojai mato didėjančią riziką, dėl kurios reikalauja didesnių įplaukų, dėl kurių vidutinė svartinė kapitalo kaina pradeda smarkiai didėti. Ši teorija kritikuojama, kadangi bankai labiau linę neišduoti paskolų, kai

sunaudojamas įmonės skolinimosi pajėgumas, nei didinti palūkanų normą. Toliau atsirado moderniosios kapitalo struktūros teorijos, tokios kaip kompromisinė teorija, akcentuojanti mokesčių naudą, pasirinkimo eilės teorija, akcentuojanti, jog pirmiausia įmonė renkasi nepaskirstytąjį pelną savo veiklos finansavimui, o tik pritrūkus nuosavų lėšų renkasi skolintas lėšas. Dar viena modernioji kapitalo struktūros teorija yra agentavimo teorija, akcentuojanti tarpininkavimo išlaidas. Kaip matome, kiekviena teorija atskleidžia vis kitokias kapitalo struktūros formavimo idėjas, tačiau iki šių dienų ekonomistai neturi vieningos nuomonės, kuri iš egzistuojančių teorijų geriausiai atspindi dabartinę įmonių elgseną ir kokie veiksniai lemia finansinius sprendimus.

1.3. Veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus

Įmonės formuodamos kapitalo struktūrą elgiasi labai skirtingai. Anot A. Vasiliauskaitės ir D. Rumšaitės (2000), finansinio sverto sprendimai yra veikiami tiek įmonės vidinių veiksnių, kuriuos ji gali valdyti, tiek išorinių – makroekonominių – veiksnių, kurių įmonių vadovai paveikti negali. Anot W. Elali ir T. Trainor (2009), finansų vadybininkai gerai išanalizavę kaip veiksniai veikia vienas kitą, galėtų nustatyti savo firmose tikslią kapitalo struktūrą. Anot autorių, kai kurie veiksniai yra susiję su įmonės pramonės šaka, o kai kurie yra unikalūs ir būdingi individualioms firmoms.

Įvairios kapitalo struktūros teorijos leidžia išskirti daugybę vidinių veiksnių, sąlygojančių kapitalo struktūrą, tačiau remiantis skirtingomis teorijomis negalima vienareikšmiškai apibūdinti tų veiksnių poveikio kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Atlikus kapitalo struktūros formavimo teorijų analizę sudaryta lentelė, susisteminanti teorijų išskiriamus veiksnius, lemiančius kapitalo struktūros formavimo sprendimus (4 lentelė).

Modigliani ir Miller antroje teoremoje, tradicinėje bei kompromisinėje teorijose akcentuojamas veiksnys, lemiantis kapitalo struktūros formavimo sprendimus, – mokesčio tarifas. Anot E. McLaney (2009), yra aiški mokesčių nauda mokant 1 dolerį palūkanų už gautą paskolą nei mokėti 1 dolerį dividendams, kadangi palūkanos yra neapmokestinamos ir mažina apmokestinamąjį pelną. Tai skatina įmonių finansavimą skolomis. T. Kipišas (2004), H.S. Song (2005) ir Y. Liu bei X. Ning (2009), savo darbuose pateikia skolos išlaidų substitutą – neskolinį mokesčių skydą, tai nusidėvėjimo sąnaudos, kurios taip pat mažina apmokestinamąjį pelną. Didėjančios nusidėvėjimo sąnaudos neskatina įmonių naudoti daugiau finansinės skolos, nes ji nebeužtikrina įmonei papildomos mokesčių ekonomijos, dėl to, remiantis kompromisine teorija, galima teigti kad egzistuoja neigiamas ryšys tarp finansinio sverto ir neskolinio mokesčių skydo.

Mokesčio mastą, kaip svarbų veiksnių, lemiantį kapitalo struktūros formavimo sprendimus, išskiria kompromisinės teorijos šalininkai. Anot E. McLaney (2009), iš mokesčių atskaitomos

išlaidos neturi vertės iki tol, kol įmonėje nesukuriamos apmokestinamosios pajamos, kurios nustato tą vertę. Įmonės uždirbančios mažesnį pelną, moka mažesnį pelno mokestį. Dėl to įmonės su mažu uždarbiu yra nelinkę daug finansuoti skolintomis lėšomis.

Pasirinkimo eilės teorija teigia, kad nenoras išleisti naujas akcijas lemia kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Įmonės savininkai mano, kad rinkta nuvertina jų akcijas ir jie nenori išleisti naujas žemos vertės akcijas. Taip pat manoma, kad rinkta klaidingai supranta akcijų emisiją, manydama, kad tai reiškia, kad įmonė turi sunkumų. Taip pat pasirinkimo eilės teorija teigia, kad kapitalo struktūros formavimo sprendimams didelę reikšmę turi įmonės pelningumas. Teorija teigia, kad įmonės pirmiausia renkasi finansavimo šaltinį, kurio pritraukimo išlaidos ir rizika yra mažiausi. Taigi, esant didesniai įmonės pelningumui, atvirkščiai nei kompromisinės teorijos atveju, naudojama mažiau skolintų lėšų.

4 lentelė

Kapitalo struktūros formavimo teorijų išskiriami veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus

Teorijos Veiksniai	M&M II	M&M III	Tradicinis požiūris	Kompromi- sinė teorija	Agentavi- mo teorija	Pasirinkimo eilės teorija	Laisvo pinigų srauto teorija
Mokesčio tarifas	X		X	X			
Mokesčio mastas				X			
Nenoras išleisti naujas akcijas						X	
Auganti kapitalo kaina			X				
Kapitalo aptarnavimo išlaidos				X			
Verslo rizika		X	X	X		X	
Tarpininkavimo išlaidos					X		
Augimo galimybės				X	X	X	
Pajamų svyravimai		X	X	X		X	
Įmonės dydis				X		X	
Turto materialumas				X		X	
Pelningumas				X		X	
Laisvi pinigų srautai							X

Šaltinis: sudaryta autorės.

Tradicinis požiūris teigia, kad auganti kapitalo kaina lemia kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Anot E. McLaney (2009), akcijų emisijos išlaidos yra palyginti labai didelės. Finansavimas skolintomis lėšomis yra pigus. Visa tai neišvengiamai lemia daugelį sprendimų formuojant kapitalo struktūrą. Kompromisinė teorija teigia, kad vyraujanti palūkanų norma (kapitalo aptarnavimo išlaidos) taip pat yra svarbus veiksnys formuojant kapitalo struktūrą.

Modigliani ir Miller trečioje teoremoje, tradiciniame požiūryje bei kompromisinėje teorijoje akcentuojama verslo rizika, kurią galima išskirti kaip veiksnį sąlygojantį kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Šį veiksnį išskiria V. Aleknevičienė (2009), taip pat autoriai W. Elali ir T.

Trainor (2009). Anot C.P. Obi (1999), verslo rizika – tai paskolas naudojančios firmos veiklos rizikingumas. Autorius siūlo ir kitokius verslo rizikos apibrėžimus, verslo rizika taip pat gali būti apibūdinama, kaip būsimo investuoto kapitalo prognozuojamojo pelningumo neapibrėžtumas. Išskirtinai verslo rizika traktuojama kaip firmos laukiamo pelningumo (prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą) nepastovumas. Verslo riziką galima traktuoti kaip daugelio priežastinių veiksnių liekamąjį poveikį. W. Elali ir T. Trainor (2009) teigia, kad verslo rizika priklauso nuo kelių veiksnių, kurie kinta tarp atskirų įmonių ir tarp atskirų pramonės šakų, šie veiksniai yra paklausos nepastovumas, pardavimų kainos nepastovumas, bendrovės išlaidų struktūra, konkurencijos faktoriai ir einamasis svertas. Kiekvieną iš šių veiksnių nusako firmos kryptis ir gaminių savybės. Firmos vadovai, priimdami sumanius sprendimus, iki tam tikros ribos gali valdyti šių veiksnių poveikį pelningumui (Obi, 1999, p. 242). Teorijose sutariama, kad esant didesniai rizikai lygiui, skolintas kapitalas kapitalo struktūroje turėtų mažėti. Pagal pasirinkimo eilės teoriją, teigiančią, kad pirmiausia reikia rinktis tokius finansavimo šaltinius, kurių pritraukimo rizika yra mažiausia, formuojant kapitalo struktūrą reiktų atsižvelgti į verslo riziką. Prie verslo rizikos priskiriamas nepastovių pardavimų pajamų veiksnys gali sukelti didelius pajamų, kurios įprastai mokamos akcininkams, svyravimus. Tai gali iššaukti auštą rizikos lygį susijusį su pajamomis, bei gali padidinti bankroto riziką ir su juo susijusias išlaidas. Modigliani ir Miller trečioje teoremoje, tradiciniame požiūryje, kompromisinėje ir pasirinkimo eilės teorijose, sutariama kad didėjantys pajamų svyravimai lemia mažesnę finansinę svertą.

Agentavimo teorija išskiria tarpininkavimo išlaidas, kaip veiksnį, lemiantį kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Anot M. Jankausko (2008), vadovai, neturintys teisių į įmonę (ne akcininkai), nepatiria išlaidų, atsirandančių dėl per mažos (per didelės) įmonės rizikos. Tai žinodami akcininkai imasi tam tikrų priemonių šiai situacijai suvaldyti, o dėl to kyla vadinamosios grynosios kapitalo tarpininkavimo išlaidos. Pagal agentavimo teoriją, skolintų pinigų naudojimas verčia samdomus vadovus atsargiau rinktis investavimo galimybes, kurios gali būti nenaudingos, todėl didesnis finansinis svertas mažina tarpininkavimo išlaidas.

Nustatyta, kad įmonės dydis taip pat turi reikšmės formuojant kapitalo struktūrą. Šis veiksnys akcentuojamas kompromisinėje ir pasirinkimo eilės teorijose. Anot R. Norvaišienės ir J. Stankevičienės (2007), pagal kompromisinę teoriją, didesnės įmonės naudoja daugiau skolinto kapitalo, nes didesnės įmonės patiria mažesnes finansinių sunkumų išlaidas, kadangi turi didesnes investicijų diversifikavimo galimybes, jų veikla mažiau priklauso nuo vienintelės produktų linijos, kuri gali turėti glaudų ryšį su rinkos svyravimais. Pasirinkimo eilės teorijoje teigiama atvirkščiai, jog tarp įmonės dydžio ir finansinio sverto egzistuoja neigiamas ryšys, t.y. didesnės įmonės naudoja mažiau skolinto kapitalo. Anot V. Aleknevičienės (2009), didelės įmonės yra patrauklesnės kreditoriams dėl didesnio patikimumo, todėl jų skolinimosi galimybės yra geresnės nei mažų

įmonių. Dėl šios priežasties didelės įmonės dažnai pasinaudoja ir jų kapitalo struktūroje yra daugiau skolinto kapitalo.

Kitas veiksnys, lemiantis kapitalo struktūros formavimo sprendimus, kaip nurodoma kompromisinėje ir pasirinkimo eilės teorijose, yra turto materialumas. Kompromisinė ir pasirinkimo eilės teorijos sutaria dėl šio veiksnio poveikio kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Teigiama, kad įmonės, turinčios daugiau materialus turto gali naudoti daugiau skolinto kapitalo, nei tos įmonės, kurių vertę daugiausia sudaro nematerialus turtas.

Kompromisinė, agentavimo ir pasirinkimo eilės teorijos išskiria augimo galimybių veiksnį, kuris teigiama yra svarbus priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Agentavimo teorijos atstovo Jensen (1986) teigimu, veikiami didelės skolos naštos, esant įmonės augimo galimybėms, vadovai atsargiau renkasi investavimo galimybes, tokiu atveju didėjant augimo galimybėms, įmonėse naudojama daugiau skolinto kapitalo. Pagal kompromisinę teoriją, anot R. Norvaišienės ir J. Stankevičienės (2007), didesnes augimo perspektyvas turinčios įmonės, įvertina lėšų poreikį augimo finansavimui ir neskuba visų pirma pasitelkti skolintus finansavimo šaltinius, kadangi pastarieji sąlygotų didesnes finansinių sunkumų išlaidas būsimais laikotarpiais. Pasirinkimo eilės teorijoje teigiama atvirkščiai, greitai augančioms įmonėms nepakanka vidinių išteklių, todėl jos priverstos ieškoti išorinių finansavimo šaltinių, taigi, įmonės su didesnėmis augimo perspektyvomis naudoja daugiau skolinto kapitalo, negu įmonės, kurių augimo galimybės yra menkos.

Remiantis laisvo pinigų srauto teorija, laisvi pinigų srautai taip pat lemia kapitalo struktūros formavimą įmonėse. Įmonės, turinčios didesnius pinigų srautus, gali juos panaudoti naujoms investicijoms, ir taip sumažinti poreikį finansavimui skolintomis lėšomis.

Dar vienas veiksnys, dėl kurio, anot V. Aleknevičienės (2009), įmonės nedidina finansinio svarto, siekdamos patirti palūkanų neapmokestinimo pranašumą, yra skolinimosi pajėgumas. Prognozuojami pinigų srautai parodo įmonės likvidumą, kuris gali būti nepakankamas norimai sumai pasiskolinti. Šiuo atveju, anot M. Jankausko (2008), kyla rizika dėl to, kad neįmanoma tiksliai prognozuoti, kokia bus investicijos vertė ateityje ir kokią grąžą sukurs. Įmonės priimami ilgalaikių investicijų finansavimo sprendimai nemaža dalimi taip pat priklauso nuo kreditorių požiūrio į įmonę. Kapitalo rinkoje paprastai skolintojai nustato įmonės skolos apimtį, dar vadinamą patikimą skolos lygį arba skolos, kurią įmonė gali prisiimti be rimto finansinių sunkumų pavojaus dydį.

A. Jones (2005) teigimu, kapitalo struktūros formavimo sprendimus labiausiai lemia 4 veiksniai. Du iš jų jau aptari, tai verslo rizika ir mokesčiai. Trečiasis veiksnys yra finansinis lankstumas arba gebėjimas nepalankiomis sąlygomis pritraukti kapitalą. Anot autorės, kapitalas yra svarbus užtikrinti stabilias įmonės operacijas, kurios yra gyvybiškai svarbios siekiant ilgalaikės įmonės sėkmės. Ketvirtasis veiksnys anot autorės yra susijęs su valdymo požiūriu (konservatizmas

arba agresyvumas) į skolinimąsi. Kai kurie vadovai vadovaujami agresyviu požiūriu ir naudoja didelę skolinto kapitalo dalį, kad didintų įmonės pelną. Anot A. Jones (2005), šis veiksnys neturi įtakos optimaliam kapitalo struktūros formavimui, tačiau jis turi įtaką nustatant tikslinę įmonės kapitalo struktūrą.

Kaip teigia T. Kipišas (2004), mokslininkai dažniausiai sutaria kokie veiksniai lemia įmonių kapitalo struktūros sprendimus, tačiau nesutaria dėl konkrečių veiksnių poveikio. Išanalizavus įvairių mokslininkų išskiriamus veiksnius, lemiančius kapitalo struktūros formavimą, galima sutikti su šia T. Kipišo išvada. Ištyrus garsių teorijų požiūrius į įmonių skolinimosi politiką lemiančius veiksnius, nustatyta, kad nėra absoliučiai vieningos nuomonės analizuojamu klausimu. Remiantis teorijų idėjomis galima išskirti daugybę veiksnių, kurie teorijose teigiama, kad yra svarbūs priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Nors kai kurie veiksniai kartojasi atskirose teorijose, tačiau teorijų teiginiai dėl tų veiksnių poveikio kapitalo struktūros formavimui prieštarauja vieni kitiems, nes tie patys veiksniai gali turėti visiškai priešingą poveikį įmonės kapitalo struktūrai. Kaip matyti 4 lentelėje, nagrinėtose teorijose dažniausiai pasikartojantys veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus, yra verslo rizika, mokesčio tarifas ir įmonės augimo galimybės. Akivaizdu, jog nesutariama, kurie veiksniai yra svarbiausi formuojant įmonės kapitalo struktūrą.

2. KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO TYRIMŲ APŽVALGA IR METODIKOS FORMAVIMAS

Šioje darbo dalyje, siekiant išskirti darbo tyrimo kryptį, apžvelgiami Lietuvos ir užsienio autorių atlikti kapitalo struktūros formavimo tyrimai. Formuojama Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo tyrimų metodika bei analizuojamos Lietuvos apdirbamosios gamybos šakų ir atskirų įmonių finansinio svėro kitimo tendencijos.

2.1. Kapitalo struktūros formavimo ištyrimo lygis

Kapitalo struktūros formavimo sprendimai yra aktualūs ir svarbūs visose įmonėse, dėl to kapitalo struktūros politika yra vienas pagrindinių daugelio empirinių įmonių finansų valdymo tyrimų studijų objektų. Tiek užsienio, tiek Lietuvos autorių yra atlikta nemažai praktinių kapitalo struktūros tyrimų, analizuojančių veiksnių įtaką kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Dažnai autoriai nesutaria, kas daro didžiausią įtaką finansiniams kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Nuomonių skirtumus neretai lemia asmeniniai individualūs požiūriai į ekonomines problemas. Taigi, tai tik dar labiau išryškina kapitalo struktūros formavimo problematiškumą.

Atliktų kapitalo struktūros formavimo tyrimų galima rasti įvairiose šalyse, šioje darbo dalyje apžvelgiami kapitalo struktūros tyrimai atlikti Lietuvos, Latvijos ir Estijos įmonėse, Singapūro, Rytų Europos (Rumunijos, Lenkijos, Vengrijos, Čekijos) įmonėse, Turkijos, Švedijos, Kinijos įmonėse, Azijos šalių (Japonijos, Malaizijos, Pakistano) įmonėse. Užsienio autorių atliktų kapitalo struktūros tyrimų analizei pasirinkome įvairių šalių straipsnius, kad palygintumėm kokius veiksnius analizavo, kokias tyrimo metodikas naudojo atskirų šalių autoriai. Nors, anot D. Cibulskienės (2007), tiesioginį tokių tyrimų gautų rezultatų palyginimą apsunkina skirtinga atliktų tyrimų bazė: šalies apskaitos ir mokesčių sistemos specifiškumas, teisinės bazės skirtumai, tačiau vis tiek galima apžvelgti bendras tendencijas kokie veiksniai, remiantis atliktais tyrimais, lemia kapitalo struktūros formavimo sprendimus.

1 ir 2 prieduose pateikiamos lentelės, kuriose susisteminti Lietuvos ir užsienio autorių atlikti kapitalo struktūros formavimo tyrimai, jų metodikos, tirtos įmonės, veiksniai bei tyrimų rezultatai, kurie šioje darbo dalyje bus apžvelgti. Kaip matome 1 ir 2 prieduose, Lietuvoje, palyginus su užsieniu, kapitalo struktūros formavimo tyrimų yra atlikta nedaug. Lietuvoje kapitalo struktūros formavimą plačiai tyrė T. Kipišas (2004), D. Cibulskienė (2007), D. Rumšaitė (2001), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007). Visi šie tyrimai atlikti remiantis senais duomenimis, kurie apima 1995 – 2005 metų laikotarpį. Tuo tarpu užsienio autorių atliktų kapitalo struktūros formavimo tyrimų galima rasti daug, kaip matome 2 priede, šiame darbe analizuojami tokių autorių,

kaip Y. Liu ir X. Ning (2009), H.S. Song (2005), D. Teker, O.Tasseven ir A.Tukel (2009) ir kitų autorių atlikti tyrimai. Galima pastebėti, kad užsienio autorių tyrimai remiasi naujesniais duomenimis, kurie apima 1982 – 2007 metų laikotarpį.

Tiek Lietuvos, tiek užsienio autoriai daugiausia atliko kapitalo struktūros formavimo tyrimus akcinėse bendrovėse, kurių akcijomis prekiaujama vertybinių popierių biržose, arba pramonės šakose. T. Kipišas (2004), D. Rumšaitė (2001), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), P.G. Miclaus, R. Lupu ir S. Ungureanu (2008), D. Teker, O.Tasseven ir A.Tukel (2009) tyrė akcines bendroves, kurių akcijomis prekiaujama vertybinių popierių biržose. Tuo tarpu toki autoriai, kaip D.Cibulskienė (2007), Y. Liu ir X. Ning (2009), tyrė pramonės šakas. D. Cibulskienė (2007) tyrė Lietuvos apdirbamosios gamybos visas šakas 1998 – 2004 m. laikotarpiu. Y. Liu ir X. Ning (2009) tyrė Kinijos elektros energijos pramonės įmones. Dauguma autorių tyrė remdamiesi visų pasirinktų įmonių vidutiniais rodikliais, išskyrus D. Rumšaitę (2001), kuri atliko kapitalo struktūros formavimo tyrimą apdirbamosios gamybos trijų šakų atveju ir atskirų įmonių, pasirinktų pagal atitinkamas apdirbamosios gamybos šakas, atveju. Manoma, kad yra svarbu ištirti kapitalo struktūros formavimą atskirose įmonėse, kadangi tiriant vidutinius duomenis tyrimų rezultatai išsikraipo.

Apžvelgus Lietuvos ir užsienio autorių atliktus kapitalo struktūros tyrimus, galima pastebėti, kad daugelis analizuotų autorių savo tyrimams pasirinko koreliacinę ir regresinę analizę. Anot J. Rauluškevičienės (2006), tiriant veiksnius, lemiančius kapitalo struktūros formavimo sprendimus koreliacinė analizė yra patraukli, kadangi paaiškina kintamųjų (šiuo atveju veiksnių, lemiančių kapitalo struktūros formavimo sprendimus) statistinį poveikį tiriamojo reiškinio (šiuo atveju kapitalo struktūros) elgesiui.

Kapitalo struktūros tyrimai Lietuvoje orientuoti į kapitalo svertą lemiančių veiksnių tyrimą, analizuojant priklausomybę tarp sverto koeficiento ir paaiškinamųjų kintamųjų, bei į optimalios kapitalo struktūros formavimo tyrimus. Gana išsamiai kapitalo struktūros optimizavimo problema ištirta 2004 m. T. Kipišo straipsnyje apie analizuojamos problemos egzistavimą Lietuvos įmonėse eurointegracinių procesų sąlygomis. Šiuo straipsniu buvo siekiama identifikuoti veiksnius, lemiančius įmonių kapitalo struktūros parinkimą bei, naudojant kapitalo struktūros modeliavimo atskirose įmonėse metodą, nustatyti, ar įmonės naudoja optimalų finansinio sverto dydį ir išnaudoja finansavimo išlaidų mažinimo galimybes. Atliktas tyrimas parodė, kad Lietuvos įmonėms yra aktualesnė finansinio stabilumo, o ne išlaidų minimizavimo ar įmonės vertės problema. Šią išvadą patvirtino ženklūs analizuojamų įmonių optimalaus ir naudojamo finansinio sverto dydžio skirtumai, nepaisant to, kad optimalus finansavimo šaltinių derinys leidžia įmonei operuoti mažiausiomis kapitalo sąnaudomis, taip įgyjant konkurencinį pranašumą. D. Cibulskienė (2007), taikant imitacinių technologijų modeliavimą, kuris padeda pasirinkti tokias skolinto ir nuosavo

kapitalo proporcijas, kurios užtikrintų įmonei didžiausią ekonominės pridėtinės vertės lygį, įvertinant ir gaunamo rezultato patikimumą, siekė nustatyti tikslinės kapitalo struktūros efektyvią zoną, garantuojančią ekonominės pridėtinės vertės didinimo galimybes. Autorė nustatė, kad įmonės racionalaus kapitalo svarto, orientuoto į ekonominės pridėtinės vertės didinimą, efektyvios reikšmės gali svyruoti nuo 50 iki 80 proc. su 95,3 – 99,8 proc. tikimybe, kad ekonominės pridėtinės vertės reikšmė bus didesnė už 0. Įmonės veiklos finansavimas, naudojant skolintą kapitalą, nebeduoda teigiamo efekto įmonės ekonominiams veiklos rezultatams, kai skolos lygio kritinė reikšmė yra 86 proc., nes auga skolintų lėšų rizika.

Kapitalo struktūros tyrimai užsienio autorių darbuose labiau orientuoti į kapitalo svartą lemiančių veiksnių tyrimą, analizuojant priklausomybę tarp svarto koeficiento ir paaškinamųjų kintamųjų. Tarp finansinio svarto ir įmonės vidinių veiksnių ryšį tyrė toki užsienio autoriai, kaip P.G. Miclaus, R. Lupu, S. Ungureanu (2008), D. Teker, O.Tasseven, A.Tukel (2009), H.S. Song (2005) ir Y. Liu, X. Ning (2009). M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir kt. (2009) savo tyrimui Azijos šalyse pasirinko šalių ekonominius veiksnius ir siekė nustatyti ar jie svarbūs kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Atliktas tyrimas parodė, kad BVP augimas vienam gyventojui yra reikšmingas kapitalo struktūros sprendimams Japonijoje ir Malaizijoje, aukštesnis ekonomikos augimas lemia didesnę ilgalaikių skolų naudojimą. Pirminės paskolos kainos indikatorius yra svarbus veiksnys, lemiantis kreditų paklausą Japonijoje ir Malaizijoje. Taip pat kapitalo struktūros formavimo sprendimams reikšmingi veiksniai yra finansinė liberalizacija, finansų rinkos efektyvumas ir kreditorių teisės. L.Elizabeth, D. Shobha ir D. Amit (2009) straipsnyje „Diversifikacijos strategija, kapitalo struktūra ir Azijos finansinė krizė (1997-1998), remiantis Singapūro įmonių duomenimis“ tyrė susijusių ir nesusijusių produktų diversifikavimo įtaką įmonių skolos lygiui. Taip pat straipsnyje buvo analizuojamas ryšys tarp diversifikacijos ir kapitalo struktūros pagal tai, ar įmonė veikia stabilioje ar kintančioje aplinkoje. Atliktas tyrimas parodė, kad nesusijusios ir susijusios diversifikacijos poveikis finansavimo lygiui neturi reikšmės, tai reiškia kad diversifikavimo strategija neturi įtakos įmonių finansavimui skolintomis lėšomis. Negiminingos strategijos sąveika su stabilia aplinka neigiamai veikia finansavimo skolintu kapitalu lygį, o dinamiška aplinka teigiamai veikia finansavimo skolintu kapitalu lygį. G.B. Hatfield, L.T.W. Cheng ir W.N. Davidson (1994) savo tyrimu siekė patvirtinti arba paneigti Masulis (1983) teiginį, kad kai įmonių, kurios leidžia į apyvartą skolos vertybinius popierius, finansinis svertas juda link pramonės vidurkio, rinka į jas reaguoja teigiamiau, nei tada kai įmonių finansinis svertas nutolsta nuo pramonės vidurkio. Autoriai siekė ištirti šį teiginį priskirdami įmonių finansinį svartą auščiau arba žemiau jų pramonės vidurkio. Atliktas tyrimas nepatvirtino teorijos, kad įmonė siekia optimalaus išiskolinimo lygio ir, kad firma gali padidinti arba sumažinti įmonės vertę keičiant išiskolinimo lygį, kuris juda žemiau arba aukščiau pramonės vidurkio. Autoriai padarė išvadą, kad ryšys tarp

įmonės skolos lygio ir jos pramonės skolos lygio nėra susijęs su rinka. Rezultatai rodo, kad rinka neatsižvelgia į pramonės vidurkius kaip į diskriminatorius firmų finansiniams svertams.

Galima pastebėti, kad tiek Lietuvoje, tiek užsienyje galima rasti įvairių kapitalo struktūros formavimo tyrimų. Tačiau apžvelgus Lietuvos ir užsienio autorių atliktus kapitalo struktūros formavimo tyrimus, kaip matyti 1 ir 2 prieduose, daugiausia autorių savo tyrimais siekė nustatyti kapitalo struktūros formavimo sprendimus lemiančius veiksniai, analizuojant priklausomybę tarp svarto koeficiento ir pasirinktų paaiškinamųjų kintamųjų. Tiek lietuvių, tiek užsienio autorių straipsniuose išskiriama didelė įvairovė veiksnių, daugelis iš jų kartojasi, kai kurie – ne. Susisteminus 1 ir 2 prieduose pateikiamas lenteles su Lietuvos ir užsienio autorių atliktais kapitalo struktūros formavimo tyrimais, 5 lentelėje pateikiami Lietuvos ir užsienio autorių kapitalo struktūros formavimo tyrimuose pasirinkti tirti veiksniai.

5 lentelė

Įvairių ekonomistų kapitalo struktūros formavimo tyrimuose pasirinkti tirti veiksniai

Veiksny	Veiksnių įtaką kapitalo struktūros formavimo sprendimams tyrę autoriai
Pelningumas	T. Kipišas (2004), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), D. Cibulskienė (2007), H.S. Song (2005), Y. Liu bei X. Ning (2009), D. Teker, O.Tasseven, A.Tukel (2009)
Įmonės dydis	D. Cibulskienė (2007), D. Rumšaitė (2001), T. Kipišas (2004), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), D. Teker, O.Tasseven, A.Tukel (2009), H.S. Song (2005), Y. Liu bei X. Ning (2009)
Likvidumas	Y. Liu bei X. Ning (2009)
Neskolinis mokesčių skydas	T. Kipišas (2004), H.S. Song (2005), Y. Liu bei X. Ning (2009)
Turto materialumas (struktūra)	T. Kipišas (2004), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), D. Teker, O. Tasseven, A. Tukel (2009), H.S. Song (2005), D. Cibulskienė (2007), Y. Liu bei X. Ning (2009)
BVP bendrasis augimas	D. Cibulskienė (2007), D. Rumšaitė (2001), M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir kt. (2009)
Apyvartumas	T. Kipišas (2004), P.G. Miclaus, R. Lupu, S. Ungureanu (2008)
Augimo galimybės	D. Cibulskienė (2007), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), Y. Liu bei X. Ning (2009), T. Kipišas (2004), H.S. Song (2005)
Bankroto rizika	D. Cibulskienė (2007)
Veiklos pelno svyravimai	T. Kipišas (2004), H.S. Song (2005), P.G. Miclaus, R. Lupu, S. Ungureanu (2008)

Šaltinis: sudaryta autorės.

Kaip matome lentelėje, dauguma autorių savo kapitalo struktūros formavimo tyrimuose pasirinko tapačius veiksniai. Lietuvos ir užsienio autorių atliktuose tyrimuose dažniausiai tiriamą veiksnį galima išskirti įmonių dydį. Šio veiksnio įtaką kapitalo struktūros formavimo sprendimams tyrė visi anksčiau minėti Lietuvos autoriai, bei užsienio autoriai, toki kaip D. Teker, O.Tasseven, A.Tukel (2009), H.S. Song (2005) ir Y. Liu bei X. Ning (2009).

Taip pat daug autorių savo kapitalo struktūros formavimo tyrimuose pasirinko tirti turto materialumo ir pelningumo rodiklius, šiuos abu veiksniai tyrė T. Kipišas (2004), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), D. Teker, O. Tasseven, A. Tukel (2009), H.S. Song (2005), D. Cibulskienė

(2007) ir Y. Liu bei X. Ning (2009). Šį veiksnį, remiantis Lietuvos ir užsienio autorių atliktais tyrimais, galima išskirti į turto pelningumo, nuosavo kapitalo pelningumo, bendrojo, veiklos ir grynojo pelningumo veiksnius. Taip pat nemažai autorių tyrė augimo galimybių įtaką kapitalo struktūros formavimo sprendimams, tai bandė nustatyti D. Cibulskienė (2007), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), Y. Liu bei X. Ning (2009), T. Kipišas (2004) ir H.S. Song (2005). Kiek mažiau tirti tokie veiksniai, kaip bankroto rizika ir veiklos pelno svyravimai, šiuos veiksnius savo tyrimuose pasirinko D. Cibulskienė (2007), T. Kipišas (2004), P.G. Miclaus, R. Lupu, S. Ungureanu (2008) ir H.S. Song (2005).

Matome, kad įvairių autorių darbuose tiriami veiksniai kartojasi, tačiau svarbu nustatyti remiantis atliktais Lietuvos ir užsienio autorių tyrimais, kokie ištirti veiksniai turi įtakos kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Žemiau esančioje 6 lentelėje pateikiami susisteminti įvairių ekonomistų ištirti ir nustatyti, kad lemiantys kapitalo struktūros formavimą veiksniai.

6 lentelė

Įvairių ekonomistų ištirti veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimą

Veiksniai	Pelningumas	Įmonės dydis	Likvidumas	Neskolinis mokesčių skydas	Turto materialumas (struktūra)	BVP augimas	Apyvartumas	Augimo galimybės	Bankroto rizika	Veiklos pelno svyravimai	Laisvieji pinigų srautai
Autoriai											
T. Kipišas (2004)	+			+	+		+			+	
R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007)	+				+			+			+
D. Cibulskienė (2007)	+	+				+		+	+		
D. Rumšaitė (2001)						+					
H.S. Song (2005)	+	+			+					+	
Y. Liu bei X. Ning (2009)	+		+					+			
D. Teker, O.Tasseven, A.Tukel (2009)	+	+			+						
M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar, W.Farooqi (2009)						+					
P.G. Miclaus, R. Lupu, S. Ungureanu (2008)	+		+				+			+	

Šaltinis: sudaryta autorės.

Nors įmonės dydis buvo daugiausiai autorių pasirinktas tirti veiksnys, tačiau daugiausiai tyrimuose nustatytas reikšmingas veiksnys, turintis įtakos kapitalo struktūros formavimo sprendimams, buvo pelningumas. Daugelis atliktų tyrimų parodė stiprų neigiamą ryšį tarp kapitalo

struktūros ir pelningumo rodiklių. Tokius tyrimo rezultatus gavo T. Kipišas (2004), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), H.S. Song (2005), Y. Liu bei X. Ning (2009), D. Teker, O.Tasseven, A.Tukel (2009) ir P.G. Miclaus, R. Lupu, S. Ungureanu (2008). Gautas neigiamas ryšys tarp kapitalo struktūros ir pelningumo parodo, kad pelningiausios įmonės paprastai naudoja nedidelį finansinį svertą dėl mažesnio skolinimosi poreikio, priešingai nei mažesnius pelnus generuojančios įmonės. Šis rezultatas, kaip teigia T. Kipišas (2004), paneigia kompromisinės teorijos atstovų teiginį, kad aukšti pelnai sąlygoja didesnius skolos aptarnavimo pajėgumus, dėl kurių susidaranti didesnė mokesčių ekonomija turėtų skatinti siekti aukštesnio finansinės skolos lygio įmonės kapitalo struktūroje. Tačiau patvirtina pasirinkimo eilės teorijos teiginius, kad įmonė pirmiausia rinksis nepaskirstytąjį pelną savo veiklos finansavimui, o tik pritrūkus lėšų rinksis terminuotąsias skolas iš bankų ar kitų institucijų. Reikia atkreipti dėmesį, kad skirtingus tyrimo rezultatus gavo D. Cibulskienė (2007), nustačiusi tarp finansinio sverto ir pelningumo rodiklio tiesioginį ryšį, tai patvirtina kompromisinės teorijos teiginį, kad didėjant pelningumui finansinis svertas mažėja.

Likvidumo svarbą priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus nustatė Y. Liu ir X. Ning (2009) bei P.G. Miclaus, R. Lupu, S. Ungureanu (2008). Įmonės likvidumo rodikliai parodo gebėjimą laiku įvykdyti trumpalaikius įsipareigojimus, panaudojus turimą trumpalaikį turtą. Y. Liu bei X. Ning (2009), remiantis Kinijos elektros energijos pramonės įmonių duomenimis, nustatė neigiamą ryšį tarp finansinio sverto ir turto likvidumo rodiklio. Nustatytas neigiamas ryšys tarp finansinio sverto ir likvidumo rodiklio rodo, jog kai turto likvidumas yra didesnis, finansinis svertas yra mažesnis. Anot Y. Liu bei X. Ning (2009), aukštas likvidumo koeficientas rodo, kad kai įmonė turi daugiau likvidaus turto, kuris gali būti greitai paverstas grynaisiais pinigais ir kurį įmonė gali panaudoti naujoms investicijoms, sumažėja paklausa išoriniams finansavimo šaltiniams.

D. Cibulskienė (2007), H.S. Song (2005) ir D. Teker, O.Tasseven, A.Tukel (2009) nustatė stiprų teigiamą koreliacinį ryšį tarp finansinio sverto ir įmonės dydžio veiksnių. Anot V. Aleknevičienės (2009), didelės įmonės yra patrauklesnės kreditoriams dėl didesnio patikimumo, todėl jų skolinimosi galimybės yra geresnės nei mažų įmonių. Dėl šios priežasties didelių įmonių kapitalo struktūroje yra daugiau skolinto kapitalo.

T. Kipišas (2004), H.S. Song (2005) ir Y. Liu bei X. Ning (2009) analizavo finansinio sverto ir neskolinio mokesčių skydo ryšį. Neskolinis mokesčio skydas apibūdinamas kaip nauda, kuri gaunama iš apmokestinamojo pelno atskaičius kitokius palūkanų mokėjimus (pvz., atskaičius nusidėvėjimą). Neskolinis mokesčių skydas yra pakaitalas mokesčių naudai, gautai iš veiklos finansavimo skolomis. H.S. Song (2005) ir Y. Liu bei X. Ning (2009) nepavyko rasti statistiškai reikšmingo ryšio. T. Kipišo (2004) tyrimas atskleidė, kad tarp finansinio sverto ir neskolinio mokesčių skydo egzistuoja neigiamas ryšys. Toks T. Kipišo (2004) gautas rezultatas patvirtina kompromisinę teoriją, teigiančią, kad didėjantis neskolinis mokesčių skydas mažina finansinį

svertą. Skirtingus T. Kipišo ir užsienio autorių tyrimų rezultatus galima paaiškinti tuo, jog tyrimai atlikti skirtingose šalyse su skirtingomis mokesčių politikomis, taip pat skiriasi atliktų tyrimų laikotarpiai.

Ištyrė ir nustatė, kad turto materialumas veikia finansinės skolos lygį, T. Kipišas (2004), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), D. Teker, O. Tasseven, A. Tukul (2009) ir H.S. Song (2005). Visų autorių tyrimų rezultatai buvo gauti vienodi, nustatyta, jog finansinės skolos lygį įmonių kapitalo struktūroje teigiamai veikia ilgalaikio materialaus turto augimas bendroje turto struktūroje. Anot T. Kipišo (2004), ilgalaikė finansinė skola dažniausiai naudojama ilgalaikio materialaus turto įsigijimui, o trumpalaikė paskola naudojama finansuoti apyvartinį kapitalą. Todėl materialaus turto augimas įmonės turto struktūroje kartu didina ilgalaikės finansinės skolos, reikalingos turto finansavimui, lygį, o kartu ir bendrą finansinio svorto dydį įmonėje. Gauti tyrimo rezultatai patvirtina kompromisinės ir pasirinkimo eilės teorijos tvirtinimus, dėl turto materialumo teigiamo poveikio finansinio svorto dydžiui.

Apyvartumas lemia kapitalo struktūros formavimo sprendimus, taip nustatė T. Kipišas (2004) ir P.G. Miclaus, R. Lupu, S. Ungureanu (2008). Abejais tyrimais autoriai nustatė teigiamą koreliacinį ryšį tarp šio veiksnio ir finansinio svorto. T. Kipišas (2004) tokį nustatytą ryšį paaiškina tuo, jog veikiami didelės skolos naštos, vadovai yra priversti efektyviai panaudoti įmonės turta, kad sugebėtų įvykdyti skolinius įsipareigojimus ir išvengtų bankroto išlaidų.

Kaip jau matėme 5 lentelėje, augimo galimybių įtaką kapitalo struktūros formavimo sprendimams tyrė D. Cibulskienė (2007), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), Y. Liu bei X. Ning (2009), T. Kipišas (2004) ir H.S. Song (2005), tačiau tik D. Cibulskienei (2007), R. Norvaišienei ir J. Stankevičienei (2007), bei Y. Liu bei X. Ning (2009) pavyko nustatyti stiprų koreliacinį ryšį. Tačiau skirtingi autoriai nustatė skirtingą šio veiksnio poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams. D. Cibulskienė (2007) Lietuvos apdirbamosios pramonės šakose nustatė, kad egzistuoja neigiamas koreliacinis ryšys tarp augimo galimybių ir finansinio svorto, tuo tarpu Y. Liu bei X. Ning (2009) Kinijos elektros energijos pramonės įmonėse nustatė teigiamą koreliacinį ryšį tarp augimo galimybių ir finansinio svorto. Tyrimų rezultatai galėjo skirtis dėl skirtingų tyrimų objektų, kadangi tyrimai buvo atlikti skirtingose pramonėse. Galima pastebėti, kad D. Cibulskienės (2007) tyrimas patvirtina kompromisinės teorijos teiginį, kad egzistuoja neigiamas ryšys tarp laukiamo įmonės augimo ir finansinio svorto, o Y. Liu bei X. Ning (2009) tyrimas patvirtino agentavimo teorijos idėją, teigiančią atvirkščiai.

Iš analizuotų autorių bankroto rizikos poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams tyrė tik D. Cibulskienė (2007). Autorė nustatė, kad tarp bankroto rizikos ir finansinio svorto egzistuoja neigiamas koreliacinis ryšys, t.y. didėjant bankroto rizikai įmonės naudoja mažiau skolinto kapitalo. Kreditoriai taip pat įvertina įmonių riziką prieš suteikdami paskolas, esant didelei

bankroto rizikai, kreditoriai nesuteikia paskolų, nes iškyla rizika, kad įmonė nesugebės gražinti paskolos. Tai patvirtina Modigliani ir Miller teorijos ir tradicinio požiūrio idėjas, kad didėjant verslo rizikai, naudojama mažiau skolinto kapitalo. Prie verslo rizikos galima priskirti veiklos pelno svyravimų veiksnį. Šio veiksnio svarbą priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus nustatė Kipišas (2004), H.S. Song (2005) ir P.G. Miclus, R. Lupu, S. Ungureanu (2008). Visi autoriai nustatė teigiamą koreliacinį ryšį tarp veiklos pelno svyravimų ir finansinio sverto. Galima daryti išvadą, kad tirtos įmonės veiklos pelno kintamumą labiau vertina ne kaip veiklos riziką, o kaip gaunamas pajamas, esant didesniems veiklos peno svyravimams naudojama daugiau skolinto kapitalo.

Reikšmingą ryšį tarp laisvųjų pinigų srauto ir finansinio sverto nustatė R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007). Nustatytas neigiamas statistiškai reikšmingas ryšys rodo, kad bendrovės uždirbančios didesnius laisvuosius pinigų srautus naudoja mažiau finansinių skolų, negu bendrovės, kuriose laisvieji pinigų srautai mažesni. Šis ryšys, anot autorių, patvirtino pasirinkimo eilės teorijos hipotezę, kad įmonės visų pirma išnaudoja vidinius išteklius.

Nors D. Rumšaitė (2001), kaip matyti 5 lentelėje, tyrė įmonės valdomų finansinių rodiklių, tokių kaip įmonės dydis, įmonės turto pelningumas, poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams, tačiau nustatė, kad egzistuoja silpnas ryšys tarp finansinio sverto ir įmonės valdomų finansinių rodiklių. Tai ne visiškai sutampa su prieš tai apžvelgtų tyrimų rezultatais, kuriuose finansinio sverto priklausomybė nuo įmonės dydžio ir pelningumo yra stipri. Galima daryti prielaidą, kad prieštaringi rezultatai buvo gauti dėl skirtingo tyrimų atlikimo laikotarpio bei skirtingo tyrimo objekto. D. Rumšaitė (2001), kaip ir D. Cibulskienė (2007), taip pat tyrė makroekonominių veiksnių poveikį finansiniam svertui. Kaip matyti 6 lentelėje, abi autorės nustatė statistiškai reikšmingą tiesioginį ryšį tarp bendrojo vidaus produkto bendrojo augimo ir finansinio sverto dydžio.

Išanalizavus Lietuvos ir užsienio autorių atliktus kapitalo struktūros formavimo tyrimus, pastebėta, jog užsienio autoriai yra išradingesni, tyrimams pasirinko įvairesnių veiksnių. L.Elizabeth, D. Shobha ir D. Amit (2009) tyrė diversifikacijos ir verslo aplinkos įtaką finansiniam svertui. M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir kt. (2009) tyrė tokių veiksnių, kaip finansinė liberalizacija, finansų rinkos efektyvumas, kreditorių teisės, įtaką finansiniam svertui. Lietuvos autorių atliktuose tyrimuose dažniausiai pasirenkami tirti veiksniai yra įmonių pelningumas, įmonių dydis ir turto materialumas. Užsienio autoriai pritaria dėl įmonės pelningumo, dydžio ir potencialaus finansinio bei gamybinio pajėgumo svarbos kapitalo struktūros formavimo politikai, tačiau taip pat svarbiais laiko ir tokius veiksnius, kaip įmonės diversifikavimo strategija, konkurencinė aplinka, jos kitimas ar stabilumas.

Kaip matyti iš apžvelgtų mokslininkų tyrimų analizuojama tema, galima daryti prielaidą, kad nėra nustatytos universalios tinkamos kapitalo struktūros teorijos ar padarytos visiems priimtinos teorinės išvados. Nors daugelis autorių savo tyrimams pasirinko tapačius veiksnius, tačiau tyrimų rezultatai ne visada buvo tapatūs. Lietuvoje kapitalo struktūros formavimo tyrimų atlikta sąlyginai nedaug. Pastebėta, jog užsienio autorių tyrimai atlikti remiantis naujausiais duomenimis, Lietuvos autorių tyrimai remiasi palyginti senais duomenimis, todėl lieka plati finansinių tyrinėjimų erdvė potencialiems tyrinėtojams.

2.2. Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo tyrimų metodika

Įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimais buvo susidomėta jau labai seniai. Kaip anksčiau buvo aptarta, 1958 m. šią sritį intensyviai pradėjo analizuoti mokslininkai Modigliani ir Miller. Vėliau atsirado kitų teorijų, analizuojančių kapitalo struktūros formavimo klausimus, tai tokios teorijos kaip tradicinis požiūris, kompromisinė teorija, agentavimo, pasirinkimo eilės teorija ir kitos teorijos. Kapitalo struktūros formavimo teorijose išskiriami įvairūs veiksniai, kurie teigiama, kad yra svarbūs priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Kiekviena teorija pasižymi savitomis idėjomis. Dažnai įvairių teorijų išskiriami veiksniai kartojasi, tačiau neretai skirtingos teorijos numato skirtingą tų veiksnių poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Taigi, yra svarbu iširti kokie teorijų išskiriami veiksniai lemia kapitalo struktūros formavimo sprendimus Lietuvos apdirbamosios gamybos šakos įmonėse ir įvertinti ar įmonėse priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas. Taigi, suformuluojama hipotezė, kurią tyrimu bus siekiama patvirtinti ar paneigti:

H1: Kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas

Tyrimo tikslas – nustatyti veiksnius, lemiančius Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimus, ir iširti, ar atspindi, ir jeigu atspindi, tai kokias, kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas, įmonėse priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai.

Šiam tikslui pasiekti yra keliami tokie **uždaviniai**:

- nustatyti įmonių finansinių rezultatų poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams;
- nustatyti įmonės dydžio ir laukiamo augimo poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams;
- nustatyti turto materialumo ir neskolinio mokesčių skydo poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams;
- įvertinti, kokias kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas atspindi įmonių priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai.

Apibendrinus įvairių kapitalo struktūros formavimo teorijų išskiriamus veiksnys, kaip svarbius priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus, ir įvairių autorių atliktus empirinius tyrimus bei remiantis vertybinių popierių biržos NASDAQ OMX Vilnius (2010a) pateikiamomis rodiklių apskaičiavimo metodikomis, tyrimui pasirinkti rodikliai pateikiami 7 lentelėje. Šioje lentelėje taip pat nurodyta kokioje kapitalo struktūros formavimo teorijoje atsispindi veiksnys bei teorijoje nurodomas veiksnio ryšys su finansiniu svertu, t.y. skliausteliuose nurodytas „+“ reiškia, kad, anot teorijos, tarp veiksnio ir finansinio sverto egzistuoja teigiamas ryšys, o „-“ reiškia, kad, anot teorijos, tarp veiksnio ir finansinio sverto egzistuoja neigiamas ryšys. Toks teorijų išskyrimas padės lengviau nustatyti ar atspindi ir jeigu atspindi tai kokias kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas, įmonėse priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai.

7 lentelė

**Pasirinkti kapitalo struktūros formavimo tyrimams Lietuvos apdirbamosios gamybos
įmonėse rodikliai ir jų apskaičiavimas**

Veiksnys	Apskaičiavimas	Veiksnio įtaka kapitalo struktūrai pagal teorijas
Pelningumas prieš mokesčius	$pelnas\ prieš\ apmokestinimą/pardavimo\ pajamos$	Pasirinkimo eilės teorija (-) Kompromisinė teorija (+)
Veiklos pelno kintamumas	$(veiklos\ pelnas_t - veiklos\ pelnas_{t-1}) / veiklos\ pelnas_{t-1}$	Modigliani ir Miller teorija (-) Pasirinkimo eilės teorija (-) Kompromisinė teorija (-) Tradicinis požiūris (-)
Turto apyvartumas	$pardavimų\ pajamos/visas\ turtas$	"Laisvo" pinigų srautų hipotezė (-)
Einamojo likvidumo koeficientas	$trumpalaikis\ turtas/trumpalaikiai\ išsipareigojimai$	Modigliani ir Miller teorija (+) Tradicinis požiūris (+)
Kritinio likvidumo koeficientas	$(trumpalaikis\ turtas - atsargos)/trumpalaikiai\ išsipareigojimai$	Modigliani ir Miller teorija (+) Tradicinis požiūris (+)
Įmonės dydis	$ln(visas\ turtas)$	Pasirinkimo eilės teorija (-) Kompromisinė teorija (+)
Laukiamas įmonės augimas	$(pardavimų\ pajamos_t - pardavimų\ pajamos_{t-1})/pardavimų\ pajamos_{t-1}$	Pasirinkimo eilės teorija (+) Kompromisinė teorija (-) Agentavimo teorija (+)
Turto materialumas	$ilgalaikis\ materialus\ turtas/visas\ turtas$	Pasirinkimo eilės teorija (+) Kompromisinė teorija (+)
Neskolinis mokesčių skydas	$nusidėvėjimo\ sąnaudos/visas\ turtas$	Kompromisinė teorija (-)
(+) – teigiamas ryšys su finansiniu svertu (-) – neigiamas ryšys su finansiniu svertu		

Šaltinis: sudaryta autorės.

Priklausomybės tarp veiksnų ir finansinio sverto nustatymui tikslinga naudoti koreliacinę analizę dėl to, kad būtų galima palyginti rezultatus su kitų Lietuvos autorių atliktų tyrimų rezultatais, kadangi visi analizuoti Lietuvos autoriai savo tyrimuose naudojo šį metodą. Matematinėje statistikoje koreliaciniu ryšiu laikomas toks dviejų ar keleto kintamųjų tarpusavio santykis, kai keičiantis vieno kintamojo dydžiui, keičiasi kito

kintamojo dydis iš anksto nenuspėjamai dėl atsitiktinių aplinkybių poveikio. Metodas, leidžiantis įvertinti kiekybinių kintamųjų, dažniausiai išreikštų apimties dydžiais, tarpusavio sąveiką, vadinamas koreliacinės analizės metodu (Sakalauskas, 2003, p. 143). Be to, šis metodas paaiškina kintamųjų (šiuo atveju įvairių veiksnių) statistinį poveikį tiriamojo reiškinio (šiuo atveju kapitalo struktūros) elgesiui. Koreliacinės analizės metu bus apskaičiuojami koreliacijos koeficientai. Šis rodiklis parodo statistinę priklausomybę tarp dviejų kintamųjų. Koreliacijos koeficiento reikšmės ženklas rodo tiesioginį arba atvirkštinį ryšį, o jo skaitinės reikšmės artėjimas prie vieneto – stiprėjantį ryšį (Rauluškevičienė, 2006, p. 4). Anot D. W. Stockburger (2010) koreliacijos koeficiento reikšmė gali būti tarp -1 ir 1. Teigiamas koreliacijos koeficientas reiškia, kad vieno kintamojo vertei didėjant (mažėjant), kito kintamojo vertė taip pat didėja (mažėja), o neigiamas koreliacijos koeficientas reiškia, kad vieno kintamojo vertei didėjant (mažėjant), kito kintamojo vertė mažėja (didėja). Koreliacijos koeficiento reikšmė parodo statistinio ryšio tarp kintamųjų stiprumą. Pvz., koreliacijos koeficientas lygus 0,5 rodo stipresnį ryšį, nei koreliacijos koeficientas lygus 0,4. Taip pat ir koreliacijos koeficientas lygus -0,5 rodo stipresnį ryšį, nei koreliacijos koeficientas lygus -0,4, tai reiškia, kad kuo koreliacijos koeficientas yra arčiau -1 arba 1, tuo ryšys yra stipresnis. Jei koreliacijos koeficientas yra lygus 0, tai reiškia, kad ryšio nėra. R. Rauluškevičienė (2006) ryšio stiprumą atsižvelgiant į apskaičiuotus koreliacijos koeficientus pataria vertinti pagal 8 lentelėje pateikiamas reikšmes. Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo tyrime laikysime, jog koreliacinis ryšys egzistuoja tarp kintamųjų, jeigu koreliacijos koeficientas yra intervaluose -1-(-0,5) arba 0,5-1. Koreliacinė analizė atliekama su „Statistica 6.0“ programa.

8 lentelė

Ryšio stiprumas pagal koreliacijos koeficientus

Stiprus	Vidutinis	Silpnas	Labai silpnas	Ryšio nėra	Labai silpnas	Silpnas	Vidutinis	Stiprus
-0,7 – (-1)	-0,5- (-0,7)	-0,2-(-0,5)	0 – (-0,2)	0	0 – 0,2	0,2 – 0,5	0,5 – 0,7	0,7 – 1

Šaltinis: RAULUŠKEVIČIENĖ, J. (2006) Ekonometrika. Mokymo medžiaga neakivaizdininkų savarankiškiems darbams rengti, p. 67.

Tyrimui atlikti buvo pasirinktos devynios Lietuvos apdirbamosios gamybos šakos suklasifikuotos pagal Ekonominės veiklos rūšių klasifikatorių 2 red. (EVRK 2 red.). Šios devynios šakos apjungiamos į keturias stambesnes šakas. Tyrime taip pat bus tiriamos akcinės bendrovės, kurių akcijomis prekiaujama Vilniaus vertybinių popierių biržos oficialiajame ir einamajame prekybos sąrašuose ir kurios priklauso pasirinktom šakom. Šakų duomenys gaunami iš statistikos departamento, o įmonių duomenys iš finansinių ataskaitų, kurios yra viešai skelbiamos.

Skaičiavimams atlikti naudojami šešerių metų duomenys (2005 – 2010 m.). Tyrimų apimtis - 15 Lietuvos akcinės gamybos bendrovės. Visas jas galima suskirstyti į pasirinktas apdirbamosios gamybos šakas (skliausteliuose pateikiami apdirbamosios gamybos šakų numeriai pagal 9 lentelę, kurie yra apjungiami):

- **maisto gaminių ir gėrimų gamybos šaka (C10;C11):** „Anykščių vynas“, „Stumbras“, „Vilniaus degtinė“, „Pieno žvaigždės“, „Rokiškio sūris“, „Vilkyškių pieninė“, „Žemaitijos pienas“;
- **cheminių medžiagų ir farmacijos produktų gamybos šaka (C20;C21):** „Lifosa“, „Sanitas“;
- **drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šaka (C13;C14):** „Utenos trikotažas“, „Linas“, „Apranga“;
- **medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šaka (C16;C17;C31):** „Grigiškės“, „Klaipėdos baldai“, „Vilniaus baldai“.

Šios Lietuvos apdirbamosios gamybos šakos pasirinktos, kadangi šios šakos apima daugiausiai Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių (9 lentelė).

9 lentelė

Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių skaičius ir struktūra 2009 metais

Apdirbamosios gamybos šakos numeris	Apdirbamosios gamybos šaka	Įmonių skaičius, vnt.	Procentais
C10	Maisto produktų gamyba	516	10,08
C11	Gėrimų gamyba	76	1,48
C12	Tabako gaminių gamyba	1	0,02
C13	Tekstilės gaminių gamyba	148	2,89
C14	Drabužių siuvimas (gamyba)	480	9,38
C15	Odos ir odos dirbinių gamyba	32	0,63
C16	Medienos bei medienos ir kamštienos gaminių, išskyrus baldus, gamyba; gaminių iš šiaudų ir pynimo medžiagų gamyba	896	17,50
C17	Popieriaus ir popieriaus gaminių gamyba	74	1,45
C18	Spausdinimas ir įrašytų laikmenų tiražavimas	204	3,98
C19	Kokso ir rafinuotų naftos produktų gamyba	7	0,14
C20	Chemikalų ir chemijos produktų gamyba	76	1,48
C21	Pagrindinių vaistų pramonės gaminių ir farmacinių preparatų gamyba	14	0,27
C22	Guminių ir plastikinių gaminių gamyba	304	5,94
C23	Kitų nemetalo mineralinių produktų gamyba	289	5,64
C24	Pagrindinių metalų gamyba	33	0,64
C25	Metalo gaminių, išskyrus mašinas ir įrenginius, gamyba	534	10,43
C26	Kompiuterinių, elektroninių ir optinių gaminių gamyba	97	1,89
C27	Elektros įrangos gamyba	71	1,39
C28	Niekur kitur nepriskirtų mašinų ir įrangos gamyba	127	2,48
C29	Variklinių transporto priemonių, priekabų ir puspriekabių gamyba	26	0,51
C30	Kitų transporto priemonių ir įrangos gamyba	31	0,61
C31	Baldų gamyba	610	11,91
C32	Kita gamyba	169	3,30

C33	Mašinų ir įrangos remontas ir įrengimas	305	5,96
Iš viso:		5120	100,00

Šaltinis: sudaryta autorės pagal STATISTIKOS DEPARTAMENTAS PRIE LRV. (2010) Verslo statistika.

9 lentelėje pavaizduotos visos pagal EVRK 2 red. suklasifikuotos apdirbamosios gamybos šakos ir įmonių skaičius bei struktūra atskirose šakose 2009 metais. Iš lentelės matyti, kad pasirinktos apdirbamosios gamybos šakos apima daugiau kaip 56 proc. visų apdirbamosios gamybos įmonių.

Tyrimo eigą sudaro 2 etapai:

1. Atliekama koreliacinė analizė, kuria remiantis nustatomas Lietuvos apdirbamosios gamybos šakose ir atskirose jų įmonėse vidinių veiksnių poveikis kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Pasirinktų Lietuvos apdirbamosios gamybos šakų ir atskirų įmonių finansinio svarto bei vidinių veiksnių skaitinės reikšmės, kuriomis remiantis atliekama koreliacinė analizė, pateikiamos 3 ir 4 prieduose.
2. Atsižvelgiant į vidutinį ir stiprų ryšį tarp Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių finansinio svarto ir vidinių įmonės veiksnių rodančius koreliacijos koeficientus, įmonės sugrupuojamos pagal nustatytą veiksnių poveikį finansiniam svortui bei pagal atitinkančias kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas.

Atliekant šakos koreliacinę analizę yra gaunami vidutiniai būdingi visoms Lietuvos tos šakos įmonėms rezultatai, o analizuojant atskiras įmones gaunami kiekvienos atskiros įmonės koreliacinės analizės rezultatai, priklausomai nuo toje įmonėje priimamų kapitalo struktūros formavimo sprendimų, dėl šios priežasties, kad rezultatai geriau atspindėtų įmonių priimamus sprendimus formuojant kapitalo struktūrą ir nustatant kokias kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas atitinka sprendimai, bus remiamasi atskirų įmonių rezultatais.

Nustatyti, kaip bendrovėse, kurių akcijomis prekiaujama Vilniaus vertybinių popierių biržos oficialiajame ir einamajame prekybos sąrašuose, priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai atitinka kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas, yra naudinga, kadangi šioms įmonėms įtraukiant jų akcijas į biržos prekybos sąrašus Vilniaus vertybinių popierių birža kelia tam tikrus reikalavimus, keletas iš jų (Vertybinių popierių birža Nasdaq OMX Vilnius, 2010b):

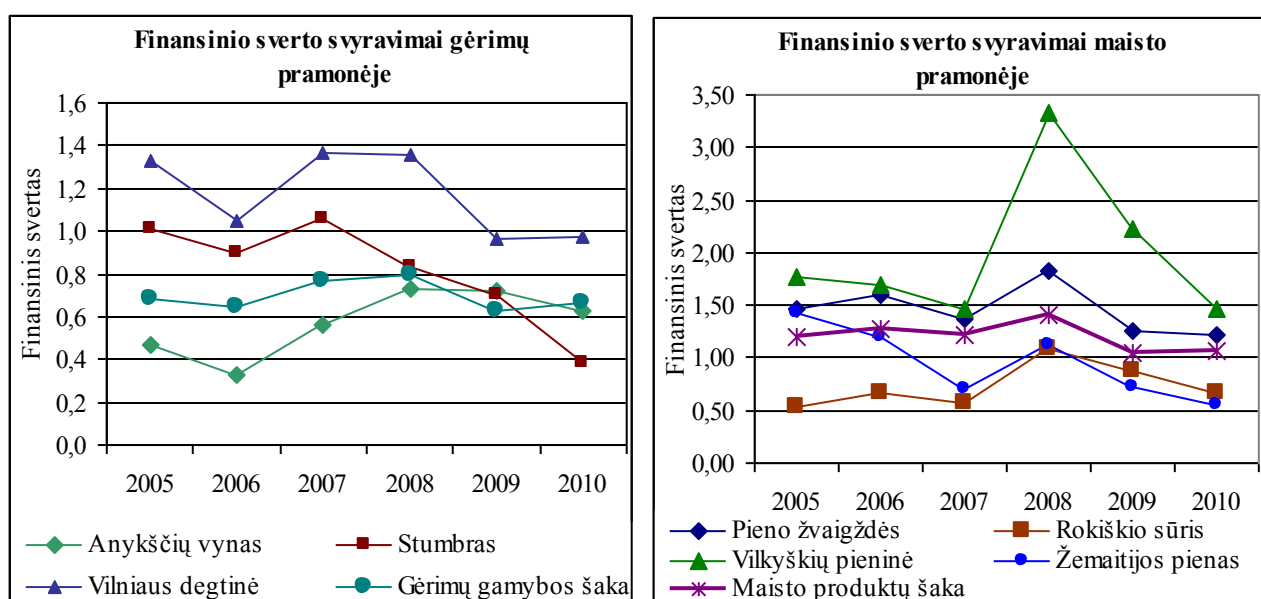
- per paskutinius dvejus metus iki paraiškos pateikimo emitentui nebūtų buvus iškelta bankroto byla arba jis per šį laikotarpį nebūtų susidūręs su mokumo problemomis;
- emitento būklė, ekonominė ar teisinė padėtis būtų tokia, kad įtraukimas nepakenktų investuotojų interesams;
- emitentas turi būti aktyviai vykdeš savo pagrindinę veiklą mažiausiai trejus arba dvejus paskutinius metus (priklausomai į kokį sąrašą siekia būti įtrauktas);
- numatoma akcijų, dėl kurių paduota paraiška įtraukti į Oficialųjį arba papildomąjį prekybos sąrašą, kapitalizacija arba, jeigu to negalima įvertinti, bendrovės kapitalas ir rezervai, įskaitant

pelną ar nuostolius, per paskutinius finansinius metus turi būti ne mažesni atitinkamai kaip keturi milijonai arba kaip vienas milijonas eurų.

Šie reikalavimai rodo, kad įmonės, kurių akcijomis prekiaujama Vilniaus vertybinių popierių biržos oficialiajame ir einamajame prekybos sąrašuose, yra didelės bei veikiančios jau daugiau kaip 2 metus, tai rodo, jog įmonės nėra naujos, kadangi anot L.Elizabeth, D.Shobha ir D.Amit (2009), naujos įmonės gali turėti daugiau nestabilaus kapitalo. Be to, įmonėse, kurių akcijomis prekiaujama vertybinių popierių biržoje, priimami apgalvoti sprendimai, nes akcijas įvertina rinka atsižvelgiant į bendrovės rezultatus ir perspektyvas, todėl nesėkmės atveju jų akcijų kaina rinkoje smarkiai nukristų. Taigi, galima daryti išvadą, kad kapitalo struktūros formavimo sprendimai akcinės bendrovėse, kurių akcijomis prekiaujama vertybinių popierių biržoje, taip pat priimami apgalvotai, todėl atlikus tyrimą, kokias kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas atspindi Lietuvos akcinių gamybos bendrovių priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai, kitos įmonės galės pasinaudoti jų praktika.

2.3. Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros kitimo tendencijos

Prieš atliekant Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo tyrimą, svarbu išanalizuoti kokia finansinės skolos dalis įmonių kapitalo struktūroje yra naudojama ir kaip ji kito 2005 – 2010 m. tyrimo laikotarpiu. Kitimo tendencijų nustatymui naudojami kitimo grafikai apdirbamosios gamybos šakoms bei atskiroms įmonėms. 3 paveiksle pavaizduotas finansinio svėro kitimas maisto produktų ir gėrimų gamybos šakose bei atskirose šių šakų įmonėse.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal STATISTIKOS DEPARTAMENTAS PRIE LRV. (2010) Verslo statistika. VERTYBINIŲ POPIERIŲ BIRŽA NASDAQ OMX VILNIUS. (2011) Finansinės ataskaitos.

3 pav. Finansinio svėro kitimo tendencijos Lietuvos maisto produktų ir gėrimų gamybos įmonėse

Lietuvos gėrimų gamybos šakoje finansinis svėras 2005 – 2010 metų laikotarpiu svyravo tarp 0,6 ir 0,8, t.y. nuo 60 iki 80 procentų. 2009 metais gėrimų gamybos šakoje finansinis svėras buvo mažiausias per analizuojamą laikotarpį. Išanalizavus atskirų gėrimų gamybos šakos įmonių finansinio svėro kitimą, galima pastebėti, kad „Vilniaus degtinės“ finansinio svėro kitimo tendencijos labai panašios į visos šakos finansinio svėro kitimo tendencijas, t.y. 2009 m. „Vilniaus degtinė“ įmonėje pastebimas staigus finansinio svėro sumažėjimas (sumažėjo nuo 1,36 iki 0,96). „Vilniaus degtinė“ per tiriamąjį laikotarpį naudojo didžiausią skolos apimtį, iki 2008 m. mažiausią skolos apimtį naudojo „Anykščių vynas“, vėliau šioje įmonėje skolos apimtis daug nepasikeitė, tačiau „Stumbro“ įmonėje skolos apimtis smarkiai sumažėjo (finansinis svėras nuo 2007 iki 2010 metų sumažėjo beveik 3 kartus) ir 2010 metais šioje įmonėje finansinis svėras siekė 0,39 ir tai buvo mažiausias finansinis svėras iš analizuojamų gėrimų gamybos įmonių.

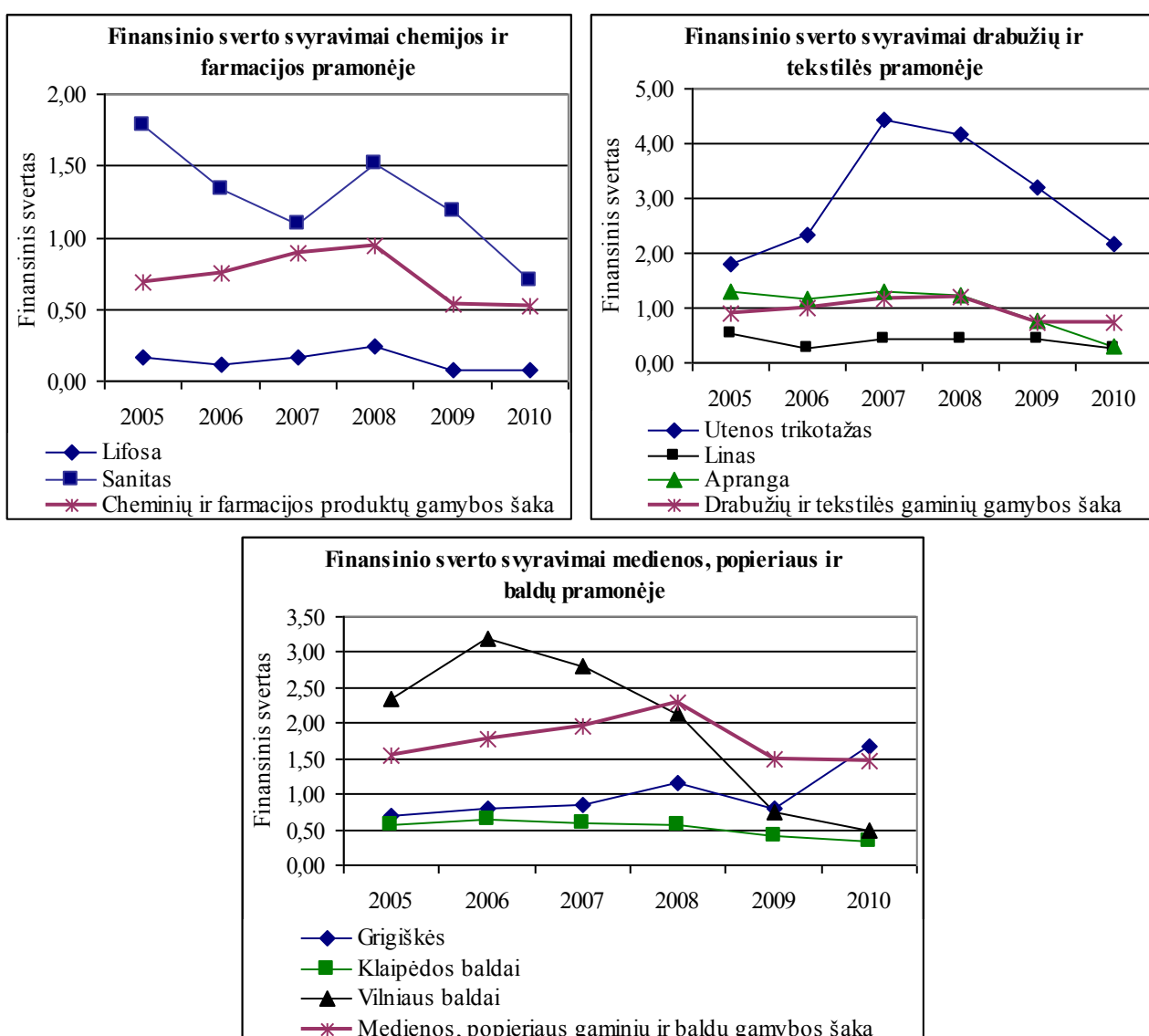
Lietuvos maisto produktų gamybos šakoje finansinis svėras svyruoja nuo 1 iki 1,5, taigi, matome, kad maisto produktų gamybos šakoje naudojama didesnė skolų dalis nei gėrimų gamybos šakoje. Galima pastebėti, kad tiek gėrimų gamybos šakoje, tiek maisto gaminių gamybos šakoje finansinis svėras didžiausias buvo 2008 metais, atitinkamai buvo lygus 0,8 ir 1,41. Vėliau maisto produktų ir gėrimų gamybos šakose finansinis svėras sumažėjo. Išanalizavus atskirų maisto produktų gamybos šakos įmonių finansinio svėro kitimą, galima pastebėti, kad per analizuojamą laikotarpį didžiausią skolos apimtį naudojo „Vilkyškių pieninė“, o mažiausią skolos apimtį iki 2008 m. naudojo „Rokiškio sūris“, o vėliau „Žemaitijos pienas“. Galima pastebėti, kad analizuojamu laikotarpiu atskirose maisto produktų šakos įmonėse vyravo panašios tendencijos kaip ir šakos atveju, t.y. 2008 m. visose įmonėse finansinis svėras buvo didžiausias, o vėliau sumažėjo. Didžiausias pokytis pastebimas „Vilkyškių pieninėje“, kur finansinis svėras 2010 palyginus su 2008 metais sumažėjo daugiau kaip 2 kartus.

Toliau ištirsime finansinio svėro kitimo tendencijas Lietuvos chemijos ir farmacijos, drabužių ir tekstilės bei medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos pramonėse. Finansinio svėro kitimo tendencijos pavaizduotos 4 paveiksle.

Kaip matome 4 paveiksle, cheminių ir farmacijos produktų gamybos šakoje finansinis svėras svyravo nuo 0,5 iki 1 ribose. Įmonėje „Lifosa“ finansinis svėras analizuojamu laikotarpiu turėjo nedidelio svyravimo tendenciją. Tuo tarpu įmonėje „Sanitas“ buvo ženklūs finansinio svėro svyravimai, 2010 palyginus su 2008 metais finansinis svėras sumažėjo daugiau kaip 2 kartus.

Drabužių ir tekstilės gamybos šakoje 2005 – 2010 metų laikotarpiu bendras finansinis svėras svyravo nuo 0,74 iki 1,19 ribose. Nuo 2005 iki 2008 metų šakoje vyravo augimo

tendencijos, kur finansinis svertas pakilo nuo 0,91 iki 1,19. Vėliau 2010 palyginus su 2008 metais šakos bendras finansinis svertas sumažėjo 38 proc. Išanalizavus atskirų drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakos įmonių finansinio sverto kitimą, galima pastebėti, kad analizuojamu laikotarpiu didžiausią skolos apimtį naudojo „Utenos trikotažas“. Šioje įmonėje smarkiai padidėjo naudojamo skolinto kapitalo apimtis 2005 – 2007 m. laikotarpiu, per kurį finansinis svertas padidėjo beveik 2,5 karto, tačiau 2007 – 2010 m. laikotarpiu skolų apimtys smarkiai sumažėjo, t.y. 2 kartus. Panašias į drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakos finansinio sverto kitimo tendencijas turėjo „Apranga“ įmonė. Analizuojamu laikotarpiu mažiausiai skolinto kapitalo turėjo „Linas“, šioje įmonėje nustatytas gana pastovus finansinis svertas.

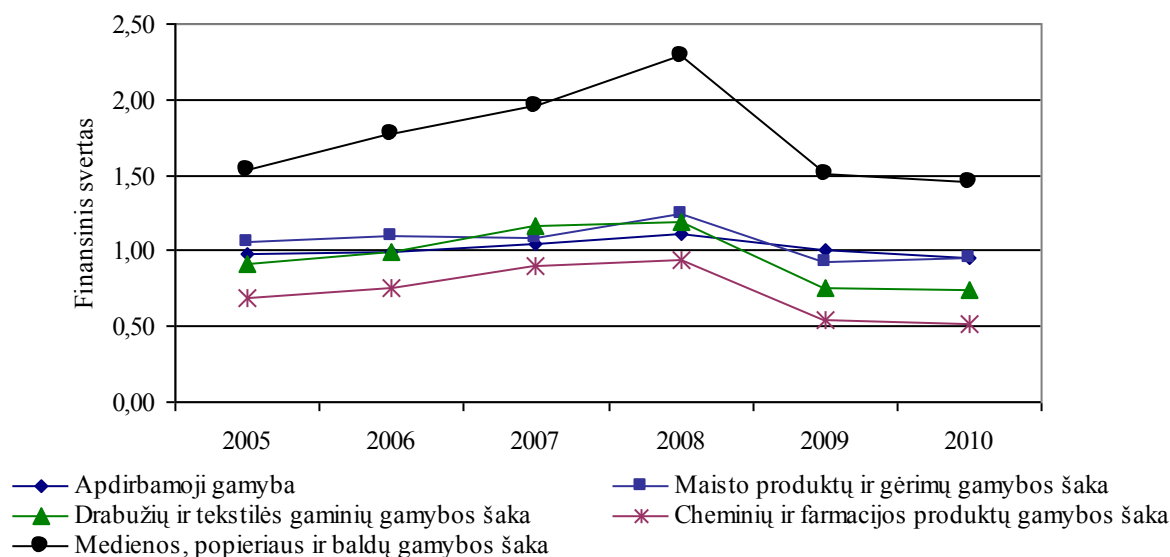


Šaltinis: sudaryta autorės pagal STATISTIKOS DEPARTAMENTAS PRIE LRV. (2010) Verslo statistika. VERTYBINIŲ POPIERIŲ BIRŽA NASDAQ OMX VILNIUS. (2011) Finansinės ataskaitos.

4 pav. Finansinio sverto kitimo tendencijos Lietuvos cheminių ir farmacijos, drabužių ir tekstilės bei medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos įmonėse

Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje bendras finansinis svertas svyruoja nuo 1,46 iki 2,29 ribose. Per analizuojamą laikotarpį didžiausias bendras finansinis svertas medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje buvo 2008 metais ir siekė 2,29. Išanalizavus atskirų medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakos įmonių finansinio svorto kitimą, galima pastebėti, kad analizuojamu laikotarpiu daugiausiai skolų turėjo „Vilniaus baldai“, šioje įmonėje finansinis svertas smarkiai sumažėjo per 2006 – 2010 m. laikotarpį, kada sumažėjo nuo 3,19 iki 0,49, t.y. 6,5 karto. Mažiausiai skolų turėjo įmonė „Klaipėdos baldai“, šioje įmonėje 2005 – 2010 metais finansinis svertas svyravo 0,35 – 0,65 ribose. „Grigiškėse“ galima pastebėti panašias finansinio svorto kitimo tendencijas kaip ir medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakos bendro finansinio svorto kitimas.

Išanalizavus Lietuvos apdirbamosios gamybos šakų ir atskirų įmonių finansinio svorto kitimo tendencijas 2005 – 2010 m. laikotarpiu, galima pastebėti, kad skirtingos įmonės naudoja skirtingą kiekį skolinto kapitalo, vienos įmonės naudoja didesnę skolinto kapitalo dalį, kitos – didesnę nuosavo kapitalo dalį. Taigi, yra svarbu ištirti kokiais remiantis veiksniais, skirtingos įmonės priima kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Žemiau pateikiamas 5 paveikslas vaizduojantis anksčiau išanalizuotų apdirbamosios gamybos šakų ir bendro apdirbamosios gamybos pramonės finansinio svorto kitimo tendencijas.



Šaltinis: sudaryta autorės pagal STATISTIKOS DEPARTAMENTAS PRIE LRV. (2010) Verslo statistika.

5 pav. Finansinio svorto kitimo tendencijos Lietuvos apdirbamosios gamybos šakose

Kaip matyti paveiksle, bendras Lietuvos apdirbamosios gamybos pramonės finansinis svertas visu analizuojamu 2005 – 2010 metų laikotarpiu buvo artimas 1. Didžiausios skolos apimtys analizuojamu laikotarpiu buvo naudojamos medienos, popieriaus ir baldų gamybos šakoje. Mažiausios skolos apimtys naudojamos cheminių ir farmacijos produktų gamybos šakoje. Galima

pastebėti, kad visose analizuojamose apdirbamosios gamybos šakose 2005 – 2008 m. laikotarpiu finansinis svertas didėjo, o nuo 2008 iki 2010 m. smarkiai sumažėjo, tai galėjo lemti 2008 metais Lietuvoje prasidėjusi finansinė krizė, kuri lėmė Lietuvos bendrojo vidaus produkto sumažėjimą, tuo pačiu ir šakų bei atskirų įmonių finansinių rezultatų pasikeitimą. Išanalizavus skirtingose apdirbamosios gamybos šakose ir atskirose įmonėse finansinio sverto kitimo tendencijas, galima daryti išvadą, kad skirtingose šakose bei įmonėse naudojamos skirtingos skolos apimtys.

3. LIETUVOS APDIRBAMOSIOS GAMYBOS ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO TYRIMAI

Šioje dalyje atliekama koreliacinė analizė, kuria remiantis nustatomas Lietuvos apdirbamosios gamybos šakose ir atskirose įmonėse vidinių veiksnių poveikis kapitalo struktūros formavimo sprendimams bei nustatoma, kokias kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas atspindi įmonių priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai.

3.1. Finansinių rezultatų poveikis kapitalo struktūros formavimo sprendimams

Kapitalo struktūros formavimo teorijose bei įvairių autorių atliktuose tyrimuose dažnai išskiriami finansiniai rezultatai, kaip svarbūs veiksniai, į kuriuos įmonė turėtų atsižvelgti priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Siekiant nustatyti koreliacinę priklausomybę tarp Lietuvos apdirbamosios gamybos šakų ir atskirų įmonių finansinio svarto ir finansinių rodiklių, skaičiuojami koreliacijos koeficientai, kurie pateikiami 10 lentelėje.

Iš 10 lentelės matyti, jog gėrimų gamybos šakoje stipriausias koreliacinis ryšys yra tarp įmonių finansinio svarto ir veiklos pelno kintamumo, kur koreliacijos koeficientas lygus 0,94. Teigiamas koreliacijos koeficiento ženklas rodo, kad esant didesniai gėrimų gamybos įmonių veiklos pelno kintamumui, naudojama daugiau skolinto kapitalo. Taip pat stiprus, tačiau neigiamas koreliacinis ryšys nustatytas tarp gėrimų gamybos šakos įmonių finansinio svarto ir einamojo bei kritinio likvidumo koeficientų, kur koreliacijos koeficientai atitinkamai lygūs -0,86 ir -0,82. Tarp finansinio svarto ir kitų dviejų tirtų rodiklių (pelningumo prieš mokesčius ir turto apyvartumo) stiprių ryšių nustatyti nepavyko, tai rodo, kad šie veiksniai Lietuvos gėrimų gamybos šakoje neveikė kapitalo struktūros formavimo sprendimų.

Analizuojant atskiras gėrimų gamybos šakos įmones bendrų tendencijų nustatyti negalima. Nustatytas stiprus arba vidutinis koreliacinis ryšys tarp gėrimų gamybos įmonių finansinio svarto ir pelningumo prieš mokesčius, tačiau vienoje iš tirtų įmonių (Anykščių vynas) šis ryšys yra neigiamas, rodantis, kad esant didesniai pelningumui naudojama mažiau skolintų lėšų, kitose teigiamas, rodantis, kad įmonėse didėjant pelningumui, didėja skolintos lėšos, tai galima paaiškinti tuo, jog didesnę pelną turinčios įmonės naudoja daugiau skolinto kapitalo dėl jo privalumo – palūkanų, kurios mažina apmokestinamąjį pelną. Taip pat stiprus arba vidutiniai koreliaciniai ryšiai nustatyti „Stumbro“ įmonėje tarp finansinio svarto ir veiklos pelno kintamumo, bei „Anykščių vyno“ įmonėje tarp finansinio svarto ir einamojo likvidumo koeficientų. Galima pastebėti, kad nustatyti gėrimų gamybos šakoje stipriausią koreliacinį ryšį su finansiniu svartu turintys veiksniai nesutampa su atskirų įmonių gautais koreliacinės analizės rezultatais, tai galima paaiškinti tuo, jog

šakos atveju gaunami Lietuvoje visų tai šakai priskiriamų įmonių vidutiniai duomenys, o tiriant atskiras įmones gaunami kiekvienos atskiros įmonės koreliacinės analizės rezultatai, priklausomai nuo toje įmonėje priimamų kapitalo struktūros formavimo sprendimų.

10 lentelė

Koreliacijos koeficientai tarp Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių finansinio svėro ir finansinių rezultatų

	Pelningumas prieš mokesčius	Veiklos pelno kintamumas	Turto apyvartumas	Einamojo likvidumo koeficientas	Kritinio likvidumo koeficientas
Gėrimų gamybos šaka	0,23	0,94	0,17	-0,86	-0,82
Anykščių vynas	-0,86	-0,47	-0,35	-0,93	-0,34
Stumbras	0,80	0,60	-0,35	-0,47	-0,36
Vilniaus degtinė	0,53	0,46	0,30	0,42	0,42
Maisto produktų gamybos šaka	-0,21	-0,73	-0,19	-0,40	-0,75
Pieno žvaigždės	-0,69	-0,90	-0,73	0,24	0,16
Rokiškio sūris	-0,92	-0,20	0,19	-0,97	-0,15
Vilkyškių pieninė	-0,95	-0,62	-0,74	-0,77	-0,70
Žemaitijos pienas	-0,51	-0,45	0,03	-0,87	-0,65
Cheminių ir farmacijos produktų šaka	0,04	-0,48	0,33	-0,54	-0,68
Lifosa	0,30	-0,36	0,80	-0,78	-0,76
Sanitas	-0,32	-0,62	-0,27	-0,63	-0,61
Drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šaka	-0,58	-0,55	0,15	-0,87	-0,92
Utenos trikotažas	-0,85	-0,36	-0,18	-0,36	-0,14
Linai	-0,29	-0,19	0,26	-0,35	0,20
Apranga	0,37	-0,26	-0,61	-0,81	0,00
Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šaka	-0,93	-0,20	-0,82	-0,86	-0,67
Grigiškės	-0,95	-0,13	0,68	0,21	0,36
Klaipėdos baldai	0,20	0,57	-0,58	-0,92	-0,93
Vilniaus baldai	-0,98	0,11	-0,77	-0,92	-0,91

Šaltinis: sudaryta autorės pagal STATISTIKOS DEPARTAMENTAS PRIE LRV. (2010) Verslo statistika. VERTYBINIŲ POPIERIŲ BIRŽA NASDAQ OMX VILNIUS. (2011) Finansinės ataskaitos.

Maisto produktų gamybos šakoje tarp finansinio svėro ir visų analizuojamų veiksnių nustatyti neigiami koreliaciniai ryšiai, kurie svyruoja tarp -0,19 ir -0,75 ribose. Kaip ir gėrimų gamybos šakoje, stipriausias koreliacinis ryšys nustatytas tarp finansinio svėro ir veiklos pelno kintamumo bei kritinio likvidumo koeficiento. Toki gauti rezultatai rodo, kad egzistuoja neigiamas ryšys tarp finansinio svėro ir finansinių sunkumų, t.y. įmonės, kuriose dideli veiklos pelno svyravimai, naudoja mažiau skolinto kapitalo, kadangi dideli veiklos pelno svyravimai kreditoriams susiję su didesne verslo rizika ir kartu išipareigojimų nevykdymo tikimybe.

Analizuojant atskiras maisto produktų gamybos šakos įmones galima pastebėti, kad koreliaciniai ryšiai tarp finansinio svėro ir peningumo prieš mokesčius bei veiklos pelno kintamumo tiek visos šakos atveju, tiek atskirų įmonių atveju buvo gauti atvirkštiniai. Tai rodo, kad

maisto produktų gamybos įmonėse, esant didesniai pelningumui ir didesniai veiklos pelno kintamumui, įmonės naudoja mažiau skolinto kapitalo.

Cheminių ir farmacijos produktų šakos ir atskirų šakos įmonių atveju nustatyti silpni koreliaciniai koeficientai tarp finansinio sveto ir pelningumo prieš mokesčius. Tiek šakos, tiek atskirų įmonių atveju didėjant veiklos pelno kintamumui skolinto kapitalo dalis įmonėse mažėja. Nustatyti neigiami vidutiniai koreliaciniai ryšiai tarp cheminių ir farmacijos produktų šakos finansinio sveto bei likvidumo rodiklių rodo, kad šioje šakoje įmonių aukšti likvidumo koeficientai rodo, kad įmonė turi daugiau likvidaus turto, kuris gali būti greitai paverstas grynaisiais pinigais ir kuri įmonė gali panaudoti naujoms investicijoms, taip sumažinant paklausą išoriniams finansavimo šaltiniams. Tai pasitvirtina išnagrinėjus atskiras šios šakos įmones, kur taip pat gauti stiprūs arba vidutiniai atvirkštiniai koreliaciniai ryšiai tarp finansinio sveto ir likvidumo rodiklių.

Drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakoje nustatyti stiprūs finansinio sveto koreliaciniai ryšiai su likvidumo rodikliais. Taip pat galima teigti, kad drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakoje koreliacija egzistuoja tarp finansinio sveto ir pelningumo prieš mokesčius bei veiklos pelno kintamumo. Tačiau nustačius koreliacinius ryšius atskirose drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakos įmonėse, galima pastebėti, kad gauti silpni koreliaciniai ryšiai tarp šių įmonių finansinio sveto ir analizuojamų veiksnių, išskyrus „Utenos trikotažo“ įmonėje, kur nustatytas stiprus atvirkštinis ryšys tarp finansinio sveto ir pelningumo prieš mokesčius bei „Aprangos“ įmonėje, kur nustatytas tarp finansinio sveto ir turto apyvartumo vidutinis atvirkštinis ryšys, o tarp finansinio sveto ir einamojo likvidumo koeficiento – stiprus atvirkštinis ryšys.

Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje nustatyti stiprūs atvirkštiniai koreliacijos koeficientai tarp visų analizuojamų veiksnių ir finansinio sveto, išskyrus veiklos pelno kintamumo veiksnį, kur gautas koreliacijos koeficientas lygus $-0,2$, kuris rodo silpną koreliacinį ryšį su finansiniu svetu. Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje vidutiniškai didžiausią įtaką kapitalo struktūros formavimo sprendimams daro pelningumas prieš mokesčius, kur gautas $-0,93$ koreliacijos koeficientas. Skirtingai nei prieš tai tirtose šakose, medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje gautas stiprus koreliacinis ryšys tarp finansinio sveto ir turto apyvartumo, atskirų šios šakos įmonių koreliacijos koeficientai tarp finansinio sveto ir turto apyvartumo taip pat rodo stiprų arba vidutinį ryšį, tačiau vienoje įmonėse šis ryšys yra teigiamas, kitose neigiamas.

Atlikus apdirbamosios gamybos šakų ir atskirų įmonių gautų koreliacijos koeficientų analizę, galima pastebėti, kad dažnai šakoje gauti rezultatai nesutampa su atskirų tos šakos įmonių rezultatais. Reikia atkreipti dėmesį, kad analizuojant šakos finansinio sveto ir veiksnių koreliacinius ryšius, yra gaunami vidutiniai rezultatai būdingi visoms Lietuvos tos šakos įmonėms, o analizuojant atskiras įmones gaunami kiekvienos atskiros įmonės koreliacinės analizės rezultatai, priklausomai nuo toje įmonėje priimamų kapitalo struktūros formavimo sprendimų.

Galima pastebėti, kad skirtingose apdirbamosios gamybos šakose kapitalo struktūros formavimo sprendimai priklauso nuo skirtingų veiksnių. Tiriant apdirbamosios gamybos šakas, nustatyta, kad gėrimų gamybos, maisto produktų gamybos ir cheminių ir farmacijos produktų šakose svarbiausi veiksniai, į kuriuos įmonės atsižvelgia priimdamos kapitalo struktūros formavimo sprendimus yra veiklos pelno kintamumas bei einamojo ir kritinio likvidumo koeficientai. Drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakoje be šių veiksnių, taip pat svarbus veiksnys priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus yra pelningumas prieš mokesčius. Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje esminiai veiksniai formuojant kapitalo struktūrą yra pelningumas prieš mokesčius, turto apyvartumas bei einamojo ir kritinio likvidumo koeficientai. Galima pastebėti, kad visose tirtose šakose, svarbią reikšmę priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus turi einamojo ir kritinio likvidumo koeficientai. Tai rodo, kad įmonės priimdamos kapitalo struktūros formavimo sprendimus įvertina ar sugebės įvykdyti trumpalaikius įsipareigojimus.

3.2. Įmonės dydžio ir laukiamo augimo poveikis kapitalo struktūros formavimo sprendimams

Tiek kapitalo struktūros formavimo teorijose, tiek įvairių autorių atliktuose tyrimuose dažnai minimi toki veiksniai, kaip įmonės dydis ir laukiamas įmonės augimas, kurie, kaip teigiama, yra svarbūs priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus. 11 lentelėje pateikiami koreliacijos koeficientai, kuriais remiantis bus nustatoma ar svarbūs yra šie veiksniai ir koks jų poveikis kapitalo struktūros formavimo sprendimams Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonėse.

11 lentelėje matyti, jog gėrimų gamybos šakoje tarp finansinio sverto ir įmonės dydžio nustatytas silpnas teigiamas koreliacinis ryšys, o tarp laukiamo įmonės augimo vidutinis teigiamas koreliacinis ryšys. Ištyrus atskiras šios šakos įmones, daugiausia gauti teigiami stiprūs arba vidutiniai koreliaciniai ryšiai tarp finansinio sverto ir įmonės dydžio bei laukiamo įmonės augimo. Tai rodo, kad didesnės gėrimų gamybos įmonės naudoja daugiau skolinto kapitalo, kadangi didesnės įmonės kreditoriams atrodo stabilesnės. Koreliacinė analizė taip pat parodė, kad gėrimų gamybos įmonės, kurios laukiama jog augs, naudoja daugiau skolinto kapitalo.

Maisto produktų gamybos šakoje finansinis svertas susijęs vidutiniais tiesioginiais koreliaciniais ryšiais su įmonės dydžiu ir laukiamu įmonės augimu. Tirtose atskirose šios šakos įmonėse nustatyta, kad koreliacinio ryšio tarp finansinio sverto ir laukiamo įmonės augimo nebuvo, arba jis buvo vidutinis atvirkštinis. Atskirose maisto produktų gamybos įmonėse tarp finansinio sverto ir įmonės dydžio bendros tendencijos negalima nustatyti, kadangi vienoje įmonėse nustatyti tiesioginiai, kitose atvirkštiniai koreliaciniai ryšiai. Taigi, maisto produktų gamybos šakoje įmonės dydis ir laukiamas įmonės augimas yra svarbūs veiksniai, į kuriuos įmonės atsižvelgia priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Ištyrus atskiras maisto produktų gamybos įmones

nustatyta, kad ne visose įmonėse šie veiksniai yra svarbūs priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus.

Cheminių ir farmacijos produktų gamybos šakoje vidutinis koreliacinis ryšys nustatytas tarp finansinio svorto ir laukiamo įmonės augimo. Tiek šakos atveju, tiek atskirų įmonių atveju, nustatytas neigiamas koreliacinis ryšys tarp finansinio svorto ir įmonės dydžio, tačiau šakos atveju šis ryšys nėra stiprus. Įmonėje „Sanitas“, priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus, svarbus veiksnys yra įmonės dydis, tuo tarpu įmonėje „Lifosa“ tarp finansinio svorto ir šio rodiklio stipraus koreliacinio ryšio nustatyti nepavyko, čia svarbų vaidmenį priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus vaidina laukiamas įmonės augimas. Tai dar kartą patvirtina, kad kiekviena įmonė individualiai pasirenka veiksnius, kuriuos vertina ir priima kapitalo struktūros formavimo sprendimus.

11 lentelė

Koreliacijos koeficientai tarp Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių finansinio svorto ir įmonės dydžio bei laukiamo įmonės augimo

	Įmonės dydis	Laukiamas įmonės augimas
Gėrimų gamybos šaka	0,19	0,61
Anykščių vynas	-0,21	-0,43
Stumbras	0,90	0,74
Vilniaus degtinė	0,63	0,55
Maisto produktų gamybos šaka	0,50	0,45
Pieno žvaigždės	0,40	0,22
Rokiškio sūris	0,87	-0,49
Vilkyškių pieninė	0,68	-0,56
Žemaitijos pienas	-0,47	-0,04
Cheminių ir farmacijos produktų šaka	-0,20	0,50
Lifosa	-0,04	0,80
Sanitas	-0,61	0,14
Drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šaka	0,98	0,04
Utenos trikotažas	-0,05	-0,61
Linas	0,19	-0,10
Apranga	0,18	0,86
Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šaka	0,79	-0,57
Grigiškės	0,98	0,85
Klaipėdos baldai	-0,28	0,46
Vilniaus baldai	0,77	-0,24

Šaltinis: sudaryta autorės pagal STATISTIKOS DEPARTAMENTAS PRIE LR V. (2010) Verslo statistika. VERTYBINIŲ POPIERIŲ BIRŽA NASDAQ OMX VILNIUS. (2011) Finansinės ataskaitos.

Drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakoje nustatytas labai stiprus koreliacinis ryšys tarp finansinio svorto ir įmonės dydžio, koreliacijos koeficientas artimas vienetui. Tačiau atlikus atskirų šios šakos įmonių koreliacinę analizę, tarp finansinio svorto ir įmonės dydžio žymių ryšių nustatyti nepavyko. Gautas žemas (0,04) koreliacijos koeficientas tarp finansinio svorto ir laukiamo įmonės

augimo drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakoje, rodo, kad tai nėra svarbus veiksnys priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus.

Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje nustatytas finansinio svorto stiprus teigiamas koreliacinis ryšys su įmonės dydžiu ir neigiamas vidutinis koreliacinis ryšys su laukiamu įmonės augimu. Atskirų šios šakos įmonių atveju nustatyta, kad „Grigiškių“ ir „Vilniaus baldų“ įmonėse kapitalo struktūros formavimo sprendimus lemia įmonės dydis, kur nustatyti stiprūs teigiami koreliaciniai ryšiai. Laukimas įmonės augimas yra svarbus veiksnys priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus „Grigiškių“ ir „Klaipėdos baldų“ įmonėse, kur nustatytas stiprus arba vidutinis teigiamas koreliacinis ryšys tarp šio veiksnio ir finansinio svorto. Galima pastebėti, kad įmonėje „Grigiškės“ tiek įmonės dydis, tiek laukiamas įmonės augimas yra svarbūs veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus.

Atlikus finansinio svorto ir įmonės dydžio bei laukiamo įmonės augimo koreliacinę analizę Lietuvos apdirbamosios gamybos šakose ir atskirose įmonėse, galima pastebėti, kad maisto produktų gamybos ir medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakose abu šie veiksniai yra svarbūs priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Gėrimų gamybos ir cheminių ir farmacijos produktų šakose kapitalo struktūros formavimo sprendimus lemia tik laukiamas įmonės augimas. Drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakoje įmonės dydis lemia kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Nustatyta, kad dažniausiai didesnės įmonės naudoja didesnę skolinto kapitalo dalį. Taip pat laukiant įmonės augimo naudojama daugiau skolintų lėšų.

3.3. Įmonės turto materialumo ir neskolinio mokesčių skydo poveikis kapitalo struktūros formavimo sprendimams

Paprastai kreditoriai suteikdami paskolas, reikalauja, kad įmonė turėtų pakankamai materialaus turto, kuris būtų kaip garantija suteiktai paskolai, jį užstatant. Turto materialumo veiksnys dažnai išskiriamas tiek teorijū, tiek įvairių autorių atliktuose tyrimuose, todėl yra svarbu ištirti ar Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimą lemia šis veiksnys.

Vienas iš skolinto kapitalo privalumų yra tai, kad palūkanos mažina apmokestinamąjį pelną. Šios skolinto kapitalo savybės alternatyva yra nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudos, kurios taip pat mažina apmokestinamąjį pelną. Iškyla klausimas ar įmonės patirdamos didesnes nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudas, naudoja mažiau skolinto kapitalo, kadangi nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudų bei palūkanų sąnaudų privalumas – apmokestinamojo pelno mažinimas, yra tas pats. Taigi, koreliacinės analizės duomenys tarp finansinio svorto ir turto materialumo bei neskolinio mokesčių skydo pateikti 12 lentelėje.

Ištirus gėrimų gamybos šakos finansinio svėro ir turto materialumo bei neskolinio mokesčių skydo koreliacinius koeficientus, nustatyti stiprūs neigiami ryšiai. Šiuos ryšius patvirtina šakos atskirų įmonių apskaičiuoti koreliacijos koeficientai, kurie rodo stiprų arba vidutinį atvirkštinį ryšį tarp finansinio svėro ir turto materialumo bei neskolinio mokesčių skydo. Tai rodo, kad gėrimų gamybos šakoje didėjant ilgalaikiam materialiam turtui bei nusidėvėjimo ir amortizacijos sąnaudoms, įmonių finansinis svėras mažėja.

12 lentelė

Koreliacijos koeficientai tarp Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių finansinio svėro ir turto materialumo bei neskolinio mokesčių skydo

	Turto materialumas	Neskolinis mokesčių skydas
Gėrimų gamybos šaka	-0,77	-0,81
Anykščių vinas	-0,52	-0,88
Stumbras	-0,84	-0,91
Vilniaus degtinė	-0,83	-0,83
Maisto produktų gamybos šaka	0,38	-0,33
Pieno žvaigždės	-0,93	-0,67
Rokiškio sūris	-0,48	0,52
Vilkyškių pieninė	-0,93	-0,45
Žemaitijos pienas	-0,20	-0,80
Cheminių ir farmacijos produktų šaka	-0,23	-0,99
Lifosa	-0,32	-0,30
Sanitas	-0,48	-0,16
Drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šaka	0,55	0,51
Utenos trikotažas	0,12	0,58
Linas	0,15	0,53
Apranga	-0,46	-0,93
Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šaka	0,91	0,22
Grigiškės	0,41	0,03
Klaipėdos baldai	0,80	0,13
Vilniaus baldai	0,75	0,43

Šaltinis: sudaryta autorės pagal STATISTIKOS DEPARTAMENTAS PRIE LRV. (2010) Verslo statistika. VERTYBINIŲ POPIERIŲ BIRŽA NASDAQ OMX VILNIUS. (2011) Finansinės ataskaitos.

Maisto produktų gamybos šakoje stiprių ryšių tarp finansinio svėro ir turto materialumo bei neskolinio mokesčių skydo nustatyti nepavyko. Atskirose šakos įmonėse nustatyti atvirkštiniai koreliaciniai ryšiai tarp finansinio svėro ir turto materialumo. Tarp maisto produktų gamybos įmonių finansinio svėro ir neskolinio mokesčių skydo bendros tendencijos nustatyti nepavyko. Iš keturių tirtų įmonių „Rokiškio sūrio“ įmonėje nustatytas vidutinis teigiamas koreliacinis ryšys tarp finansinio svėro ir neskolinio mokesčių skydo, tuo tarpu kitose įmonėse nustatyti stiprūs arba vidutiniai netiesioginiai koreliaciniai ryšiai.

Cheminių ir farmacijos produktų gamybos šakoje nustatytas labai stiprus atvirkštinis koreliacinis ryšys tarp finansinio svėro ir neskolinio mokesčių skydo, koreliacijos koeficientas

lygus -0,99. Nors ištyrus Lietuvos cheminių ir farmacijos produktų gamybos šaką, nustatyta, kad neskolinis mokesčių skydas smarkiai lemia kapitalo struktūros formavimo sprendimus, tačiau ištyrus atskiras šakos įmones stipraus ryšio nustatyti nepavyko.

Drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakoje nustatyti teigiami koreliacijos koeficientai tarp finansinio svarto ir neskolinio mokesčių skydo bei turto materialumo. Atskirose šakos įmonėse nustatyti stipraus koreliacinio ryšio tarp finansinio svarto ir turto materialumo nepavyko, išskyrus „Aprangos“ įmonę, kur buvo gautas vidutinis neigiamas koreliacinis ryšys. Tarp finansinio svarto ir neskolinio mokesčių skydo „Utenos trikotažo“ ir „Lino“ įmonėse nustatyti vidutiniai tiesioginiai koreliaciniai ryšiai, o „Aprangos“ įmonėje nustatytas stiprus atvirkštinis ryšys.

Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje nustatytas labai stiprus tiesioginis koreliacinis ryšys tarp finansinio svarto ir turto materialumo, koreliacijos koeficientas lygus 0,91. Daugumoje tirtose atskirose šios šakos įmonėse buvo gautas taip pat stiprus arba vidutinis tiesioginis koreliacinis ryšys. Taigi, galima daryti išvadą, kad atvirkščiai nei gėrimų gamybos šakoje, medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje įmonės turinčios daugiau ilgalaikio materialaus turto naudoja daugiau skolinto kapitalo. Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje tarp finansinio svarto ir neskolinio mokesčių skydo nustatytas tiesioginis silpnas koreliacinis ryšys. Atskirose šakos įmonėse tarp finansinio svarto ir neskolinio mokesčių skydo taip pat nustatytas silpnas tiesioginis koreliacinis ryšys.

Atlikus finansinio svarto ir turto materialumo bei neskolinio mokesčių skydo koreliacinę analizę Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonėse, nustatyta, kad maisto produktų gamybos šakoje šie du veiksniai neturi didelės reikšmės priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Gėrimų gamybos ir drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakose nustatyti stiprūs arba vidutiniai koreliaciniai ryšiai tarp finansinio svarto ir turto materialumo bei neskolinio mokesčių skydo. Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje atsižvelgiama į turto materialumą, kaip svarbų veiksnių priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus, o cheminių ir farmacijos produktų gamybos šakoje į neskolinį mokesčių skydą.

Atlikus Lietuvos apdirbamosios gamybos šakų kapitalo struktūros ir įvairių veiksnių koreliacinę analizę, nustatyta, kad Lietuvos gėrimų gamybos šakoje kapitalo struktūros formavimo sprendimai labiausiai priklauso nuo veiklos pelno kintamumo, maisto produktų gamybos šakoje nuo veiklos pelno kintamumo ir kritinio likvidumo koeficiento. Cheminių ir farmacijos produktų šakoje kapitalo struktūros formavimo sprendimai labiausiai priklauso nuo neskolinio mokesčių skydo. Drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakoje kapitalo struktūros formavimo sprendimai labiausiai priklauso nuo įmonės dydžio ir likvidumo koeficientų. Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje kapitalo struktūros formavimo sprendimai labiausiai priklauso nuo turto materialumo ir pelningumo prieš mokesčius. Galima pastebėti, kad skirtingose apdirbamosios

gamybos šakose, kapitalo struktūros formavimo sprendimus lemia skirtingi veiksniai. Tai, kaip buvo nustatyta 2.3. darbo skyriuje, įrodo skirtingas pasirenkamo finansinio svarto apimtis tarp skirtingų pramonės šakų.

3.4. Ryšio tarp įmonių priimamų kapitalo struktūros formavimo sprendimų ir kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjų tyrimas

Nustačius veiksnius, lemiančius kapitalo struktūros formavimo sprendimus apdirbamosios gamybos šakos įmonėse, svarbu įvertinti kokias kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas atspindi priimami įmonėse kapitalo struktūros formavimo sprendimai.

Analizuojant šakos finansinio svarto ir veiksnių koreliacinius ryšius, yra gaunami vidutiniai būdingi visoms Lietuvos tos šakos įmonėms rezultatai, o analizuojant atskiras įmones gaunami kiekvienos atskiros įmonės koreliacinės analizės rezultatai, priklausomai nuo toje įmonėje priimamų kapitalo struktūros formavimo sprendimų, dėl šios priežasties, kad rezultatai geriau atspindėtų įmonių priimamus sprendimus formuojant kapitalo struktūrą, nustatant kokias kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas atitinka sprendimai, bus remiamasi atskirų įmonių rezultatais. Atsižvelgiant tik į stiprų ir vidutinį ryšį rodančius koreliacijos koeficientus 13 lentelėje pateikiamos sugrupuotos įmonės pagal nustatytą veiksnių poveikį finansiniam svartui bei pagal kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas.

Ištyrus atskirų Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių finansinio svarto ir įvairių veiksnių ryšį, nustatyta, kad daugiausia įmonių formuodamos kapitalo struktūrą, atsižvelgia į turto materialumą. Atsižvelgiant tik į stiprų ir vidutinį ryšį rodančius koreliacijos koeficientus, nustatyta, kad daugumoje įmonių egzistuoja neigiamas koreliacinis ryšys tarp finansinio svarto ir turto materialumo, tai rodo, jog tirtų įmonių finansinio svarto sprendimai neatspindi nei pasirinkimo eilės, nei kompromisinės teorijos idėjų teigiančių, kad kuo daugiau ilgalaikio materialaus turto turi įmonė, tuo daugiau skolinto kapitalo naudoja, kadangi daug materialaus turto turinti įmonė kreditoriams atrodo stabilesnė ir šis turtas gali būti kaip užstatas. Daugumoje tirtų Lietuvos akcinių apdirbamosios gamybos bendrovių didėjant ilgalaikiam materialiam turtui, naudojama mažesnė skolinto kapitalo dalis.

Ištyrus atskirų įmonių finansinio svarto ir pelningumo prieš mokesčius ryšį ir atsižvelgiant tik į stiprų ir vidutinį ryšį rodančius koreliacijos koeficientus nustatyta, kad daugumoje įmonių egzistuoja neigiamas koreliacinis ryšys tarp finansinio svarto ir pelningumo prieš mokesčius, tai rodo, jog tirtų įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi pasirinkimo eilės teorijos idėją, teigiančią kad įmonės pirmiausia renkasi nepaskirstytąjį pelną savo veiklos finansavimui, o

tik jam pritrūkus renkasi skolas iš bankų ar kitų institucijų, tai reiškia, jog esant didesniai pelningumui, įmonei mažiau reikia skolintų lėšų.

13 lentelė

Įmonės pagal veiksmų poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams

Veiksny	Ryšys	Įmonės	Įmonių skaičius	Teorija
Pelningumas prieš mokesčius	+	Stumbras, Vilniaus degtinė	2	Kompromisinė teorija
	-	Anykščių vynas, Pieno žvaigždės, Rokiškio sūris, Vilkyškių pieninė, Žemaitijos pienas, Utenos trikotažas, Grigiškės, Vilniaus baldai	8	Pasirinkimo eilės teorija
Turto materialumas	+	Grigiškės, Klaipėdos baldai, Vilniaus baldai	3	Pasirinkimo eilės teorija Kompromisinė teorija
	-	Anykščių vynas, Stumbras, Vilniaus degtinė, Pieno žvaigždės, Rokiškio sūris, Vilkyškių pieninė, Sanitas, Apranga	8	-
Įmonės dydis	+	Stumbras, Vilniaus degtinė, Rokiškio sūris, Vilkyškių pieninė, Grigiškės, Vilniaus baldai	6	Kompromisinė teorija
	-	Žemaitijos pienas, Sanitas	2	Pasirinkimo eilės teorija
Laukiamas augimas	+	Vilniaus degtinė, Stumbras, Lifosa, Apranga, Grigiškės, Klaipėdos baldai	6	Agentavimo teorija Pasirinkimo eilės teorija
	-	Rokiškio sūris, Vilkyškių pieninė, Utenos trikotažas	3	Kompromisinė teorija
Neskolinis mokesčių skydas	+	Rokiškio sūris, Utenos trikotažas, Linas	3	-
	-	Anykščių vynas, Stumbras, Vilniaus degtinė, Pieno žvaigždės, Vilkyškių pieninė, Žemaitijos pienas, Apranga	7	Kompromisinė teorija
Turto apyvartumas	+	Lifosa, Grigiškės	2	-
	-	Pieno žvaigždės, Vilkyškių pieninė, Apranga, Klaipėdos baldai, Vilniaus baldai	5	"Laisvo" pinigų srauto hipotezė
Veiklos pelno kintamumas	+	Stumbras, Vilniaus degtinė, Klaipėdos baldai	3	-
	-	Anykščių vynas, Pieno žvaigždės, Vilkyškių pieninė, Žemaitijos pienas, Sanitas	5	Modigliani ir Miller teorija, Pasirinkimo eilės teorija, Kompromisinė teorija, Tradicinis požiūris
Einamojo likvidumo koeficientas	+	-	0	Modigliani ir Miller teorija, Tradicinis požiūris
	-	Anykščių vynas, Stumbras, Rokiškio sūris, Vilkyškių pieninė, Žemaitijos pienas, Lifosa, Sanitas, Apranga, Klaipėdos baldai, Vilniaus baldai	10	-
Kritinio likvidumo koeficientas	+	-	0	Modigliani ir Miller teorija, Tradicinis požiūris
	-	Vilkyškių pieninė, Žemaitijos pienas, Lifosa, Sanitas, Klaipėdos baldai, Vilniaus baldai	6	-

(+) – teigiamas ryšys su finansiniu svertu

(-) – neigiamas ryšys su finansiniu svertu

Šaltinis: sudaryta autorės.

Iš 13 lentelės matyti, jog nustatytas neigiamas koreliacinis ryšys tarp Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių finansinio svertu ir einamojo bei kritinio likvidumo koeficientų neatspindi Modigliani ir Miller teorijos bei tradicinio požiūrio idėjų teigiančių, kad įmonėse

didėjant finansinio išsekimo rizikai, t.y. rizikai, kad įmonė nesugebės įvykdyti savo įsipareigojimų, kreditoriai didina palūkanų normą arba visai neišduoda paskolų. Tokiu atveju tarp likvidumo koeficientų ir finansinio sverto turėtų egzistuoti teigiamas ryšys, kuris reikštų, kad didėjant įmonės likvidumui, didėja įmonės galimybės įvykdyti trumpalaikius įsipareigojimus, panaudojus turimą trumpalaikį turtą ir dėl to didėja finansinis svertas. Tyrimo rezultatus galima interpretuoti taip, jog Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių aukšti likvidumo koeficientai rodo, kad įmonė turi daugiau likvidaus turto, kuris gali būti greitai paverstas grynaisiais pinigais ir kuri įmonė gali panaudoti naujoms investicijoms, taip sumažinant paklausą išoriniams finansavimo šaltiniams. Tokius pačius tyrimo rezultatus gavo X. Liu ir X. Ning (2009), tyrę Kinijos elektros energijos pramonės įmonių finansinio sverto ir likvidumo koeficiento koreliacinį ryšį.

Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonėse turto apyvartumo poveikis kapitalo struktūros formavimo sprendimams atspindi „laisvo“ pinigų srauto hipotezę, teigiančią, kad egzistuoja neigiamas ryšys tarp finansinio sverto ir turto apyvartumo. Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonėse šį rezultatą galima paaiškinti tuo, jog įmonės su didėjančiomis visam turtui tenkančiomis pardavimo pajamomis, turi didesnius pinigų srautus, kuriuos gali panaudoti naujoms investicijoms, ir taip sumažinti poreikį finansavimui skolintomis lėšomis.

Iš 13 lentelės matyti, kad daugelyje tirtų įmonių svarbus veiksnys priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus yra neskolinis mokesčių skydas. Daugumoje įmonių nustatytas neigiamas koreliacinis ryšys tarp neskolinio mokesčių skydo ir finansinio sverto atspindi kompromisinės teorijos idėją. Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonėse šį ryšį galima paaiškinti tuo, jog nusidėvėjimo sąnaudos tarnauja kaip skolos išlaidų substitutas, kuris kaip ir palūkanos mažina apmokestinamąjį pelną. Todėl didėjant įmonėse neskoliniam mokesčių skydai, įmonės nėra suinteresuoti didinti finansinės skolos. Toks gautas rezultatas sutampa su T. Kipišo (2004) nustatyto neigiamu ryšiu tarp neskolinio mokesčių skydo ir finansinio sverto dydžio Lietuvos įmonėse.

Ištyrus ryšį tarp atskirų Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių finansinio sverto ir įmonės dydžio, daugumoje įmonių nustatytas teigiamas koreliacinis ryšys, kuris atspindi kompromisinės teorijos idėją, kad didesnės įmonės naudoja didesnę dalį skolinto kapitalo, nes didesnės įmonės patiria mažesnes finansinių sunkumų išlaidas, kadangi turi didesnes investicijų diversifikavimo galimybes, jų veikla mažiau priklauso nuo vienintelės produktų linijos, kuri gali turėti glaudų ryšį su rinkos svyravimais. Tai galima paaiškinti ir tuo, kad didesnės įmonės kreditoriams atrodo stabilesnės.

Daugumoje tirtų įmonių tarp finansinio sverto ir laukiamo įmonės augimo egzistuoja teigiamas ryšys, kuris atspindi agentavimo ir pasirinkimo eilės teorijų idėjas, kad esant geroms įmonės augimo perspektyvoms, daugiau finansuojama skolintu kapitalu. Agentavimo teorija teigia, kad akcininkų ir vadovų tikslai skiriasi, dėl to esant įmonės augimo galimybei, reikia naudoti

daugiau skolinto kapitalo, kadangi privertus vadybininkus mokėti palūkanas ir prisiimti atsakomybę, jie atsargiau rinksis investavimo galimybes. Pasirinkimo eilės teorijoje teigiama, kad greitai augančioms įmonėms nepakanka vidinių išteklių, todėl jos priverstos ieškoti išorinių finansavimo šaltinių, taigi, įmonės su didesnėmis augimo perspektyvomis naudoja daugiau skolinto kapitalo.

Ištyrus veiklos pelno kintamumo poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams, kaip matyti lentelėje, daugumoje įmonių nustatytas neigiamas ryšys, kuris atspindi daugelio teorijų, tokių kaip Modigliani ir Miller, pasirinkimo eilės ir kompromisinės teorijų bei tradicinio požiūrio aiškinimus, kad ženklūs įmonių pelno svyravimai gali iššaukti aukštą rizikos lygį, kuris sąlygoja nemokumo tikimybę, o tuo pačiu mažesnę finansinę svertą. Galima pastebėti 13 lentelėje, kad keliose Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonėse, tokiose kaip „Stumbras“, „Vilniaus degtinė“, „Klaipėdos baldai“, nustatytas finansinio sverto augimas kartu su didėjančiais veiklos pelno svyravimais. Galima daryti išvadas, kad šiose įmonėse veiklos pelno kintamumas labiau vertinamas ne kaip veiklos rizika, o kaip gaunamos pajamos, todėl esant didesniems veiklos peno svyravimams naudojama daugiau skolinto kapitalo.

Ištyrus Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių įvairių teorijose išskiriamų veiksmų poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams, galima patvirtinti iškeltą hipotezę: kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas. Dauguma Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi pasirinkimo eilės teorijos idėjas teigiančias, kad kuo didesnis įmonės pelningumas tuo mažiau ji naudos skolintų lėšų, o esant geroms įmonės augimo perspektyvoms bus naudojama daugiau skolinto kapitalo. Taip pat daugumos įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi kompromisinės teorijos idėjas, teigiančias, kad egzistuoja teigiamas koreliacinis ryšys tarp finansinio sverto ir įmonės dydžio, bei neigiamas ryšys tarp finansinio sverto ir neskolinio mokesčių skydo. Atliktas tyrimas parodė, kad kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi agentavimo teorijos idėją, jog laukiamas įmonės augimas lemia didesnę finansinę svertą. Nustatyta, kad Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi pirmųjų šios srities mokslininkų Modigliani ir Miller teorijos idėją, teigiančią, kad ženklūs įmonių veiklos pelno svyravimai gali iššaukti aukštą rizikos lygį, kuris sąlygoja mažesnę finansinę svertą. Ši idėja taip pat atsispindi tradiciniame požiūryje, pasirinkimo eilės ir kompromisinėje teorijose. Dauguma Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi „laisvo“ pinigų srauto hipotezę, kad įmonės turinčios didesnius pinigų srautus, naudoja mažiau skolintų lėšų. Kaip matome, atliktas tyrimas parodė, kad šių dienų kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi prieš daugelį metų pasiūlytą kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas.

Remiantis atliktu Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo tyrimu nustatyta, kad:

- esant didesniai pelningumui, įmonės daugiausia vadovaujasi pasirinkimo eilės teorija, naudoja mažiau skolinto kapitalo, pirmiausia išnaudojant nuosavą kapitalą;
- esant didesniai turto materialumo rodikliui, įmonės dažniausiai naudoja mažiau skolinto kapitalo, šis rezultatas neatitinka nei vienos kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjos;
- esant geroms įmonės augimo perspektyvoms įmonės daugiausia vadovaujasi pasirinkimo eilės ir agentavimo teorijų idėjomis, naudoja daugiau skolinto kapitalo;
- esant didesniai neskolinio mokesčių skydai įmonės daugiausia vadovaujasi kompromisinės teorijos idėja, naudoja mažiau skolintų lėšų;
- didesnės įmonės daugiausia remiasi kompromisinės teorijos idėja, naudoja daugiau skolinto kapitalo;
- esant didesniai turto apyvartumui įmonės daugiausia vadovaujasi „laisvo“ pinigų srauto hipoteze, naudoja mažiau skolinto kapitalo;
- esant ženkliams įmonių veiklos pelno svyravimams įmonės daugiausia vadovaujasi Modigliani ir Miller teorijos, tradicinio požiūrio, pasirinkimo eilės ir kompromisinės teorijų idėjomis, naudoja mažiau skolinto kapitalo;
- esant didesniems einamojo bei kritinio likvidumo koeficientams, įmonės dažniausiai naudoja mažesnę finansinę svertą, šis rezultatas neatitinka nei vienos kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjos.

Dauguma autorių savo tyrimuose, nustatant veiksnius, lemiančius kapitalo struktūros formavimo sprendimus, naudojo vidutinius įmonių arba visos šakos duomenis. Tiriant vidutinius duomenis manoma, kad tyrimų rezultatai išsikraipo, kadangi apima ir labai mažas, ir labai dideles įmones. Analizuojant atskiras įmones gaunami kiekvienos atskiros įmonės koreliacinės analizės rezultatai, priklausomai nuo toje įmonėje priimamų kapitalo struktūros formavimo sprendimų. Šiame darbe ištirtos atskiros akcinės bendrovės, kurių akcijomis prekiaujama Vilniaus vertybinių popierių biržoje, dėl joms keliamų biržos reikalavimų visi sprendimai priimami apgalvotai, kadangi akcijas įvertina rinka atsižvelgiant į bendrovės rezultatus ir perspektyvas, todėl nesėkmės atveju jų akcijų kaina rinkoje smarkiai nukristų, todėl galima daryti išvadą, kad ir kapitalo struktūros formavimo sprendimai priimami apgalvotai, todėl apdirbamosios gamybos įmonės remiantis šiuo tyrimu galės vadovautis kokiomis idėjomis remtis priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus.

IŠVADOS

1. Išanalizavus įvairių autorių išskiriamas kapitalo struktūros sampratas, suformuluota apibendrinanti įvairių autorių mintis kapitalo struktūros samprata: kapitalo struktūra yra įmonės vidinių ir išorinių šaltinių, kitaip vadinamų nuosavų ir skolintų šaltinių derinys, skirtas įmonės veiklos ir plėtros finansavimui. Tinkamas kapitalo struktūros parinkimas įmonėje yra labai svarbus, kadangi tai yra vienas iš svarbiausių būdų plėsti ir modernizuoti veiklą, vengti finansinių krizių ir išlaikyti konkurencinį pranašumą rinkose. Įmonės pasirinkusios tinkamą skolinto ir nuosavo kapitalo derinį, gali minimizuoti kapitalo kainą ir tokiu būdu padidinti įmonės vertę.
2. Apžvelgus kapitalo struktūros formavimo teorijų raidą nustatyta, kad pirmieji šios srities mokslininkai Modigliani ir Miller teigė, kad nesant mokesčių išlaidoms, įmonės kapitalo struktūra neturi įtakos įmonės vertei, vėliau suformulavo teoriją teigiančią, kad esant mokesčių išlaidoms, kuo didesnis nuosavo ir skolinto kapitalo santykis, tuo didesnė firmos vertė. Trečioji Modigliani ir Miller teorija atkreipė dėmesį į finansinio išsekimo galimybę. Dar viena pirmųjų kapitalo struktūros formavimo teorijų yra tradicinis požiūris, šis skirtingai nei Modigliani ir Miller, teigė, kad didėjant finansiniam svertui skolinimosi kaina didėja. Vėliau atsirado moderniosios kapitalo struktūros teorijos, tokios kaip kompromisinė teorija, akcentuojanti mokesčių naudą, pasirinkimo eilės teorija, akcentuojanti, jog pirmiausia įmonė renkasi nepaskirstytąjį pelną savo veiklos finansavimui ir agentavimo teorija, akcentuojanti tarpininkavimo išlaidas. Nustatyta, kad kiekviena teorija atskleidžia vis kitokias kapitalo struktūros formavimo idėjas.
3. Ištyrus garsių teorijų požiūrius į įmonių skolinimosi politiką lemiančius veiksniai, nustatyta, kad remiantis teorijų idėjomis galima išskirti daugybę veiksnių, kurie yra svarbūs priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Nors kai kurie veiksniai kartojasi atskirose teorijose, tačiau teorijų teiginiai dėl tų veiksnių poveikio kapitalo struktūros formavimui prieštarauja vieni kitiems, nes tie patys veiksniai gali turėti visiškai priešingą poveikį įmonės kapitalo struktūrai. Nagrinėtų teorijų dažniausiai pasikartojantys veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus, yra verslo rizika, mokesčio tarifas ir įmonės augimo galimybės.
4. Apžvelgus Lietuvos ir užsienio mokslininkų atliktus kapitalo struktūros formavimo tyrimus nustatyta, kad nėra universaliai tinkamos kapitalo struktūros formavimo teorijos ar padarytos visiems priimtinos teorinės išvados. Nors daugelis autorių savo tyrimams pasirinko tapačius veiksniai, tačiau tyrimo rezultatai ne visada buvo tapatūs. Tiek Lietuvos, tiek užsienio autoriai daugiausia atliko kapitalo struktūros formavimo tyrimus akcinėse

bendrovėse arba pramonės šakose. Pastebėta, jog užsienio autorių tyrimai atlikti remiantis naujausiais duomenimis, Lietuvos autorių tyrimai remiasi palyginti senais duomenimis, kurie apima 1995 – 2005 metų laikotarpį.

5. Kapitalo struktūros formavimo tyrimams atlikti buvo pasirinktos Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonės, kadangi ši sektorių Lietuvos autoriai plačiai tyrė iki 2005 metų. Siekiant nustatyti ar Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas, remiantis koreliacine analize, pirmiausia buvo nustatyti veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Dauguma autorių savo tyrimuose, nustatant veiksnius, lemiančius kapitalo struktūros formavimo sprendimus, naudojo vidutinius įmonių arba visos šakos duomenis, dėl to manoma, kad tyrimų rezultatai išsikraipo, kadangi apimamos ir labai mažos, ir labai didelės įmonės. Analizuojant atskiras įmones gaunami kiekvienos atskiros įmonės koreliacinės analizės rezultatai, priklausomai nuo toje įmonėje priimamų kapitalo struktūros formavimo sprendimų. Akcinės bendrovės, kurių akcijomis prekiaujama Vilniaus vertybinių popierių biržoje, dėl joms keliamų biržos reikalavimų visus sprendimus priima apgalvotai, kadangi akcijas įvertina rinka atsižvelgiant į bendrovės rezultatus ir perspektyvas, todėl galima daryti išvadą, kad ir kapitalo struktūros formavimo sprendimai priimami apgalvotai, todėl apdirbamosios gamybos įmonės remiantis šiuo tyrimu galės vadovautis, kokiomis idėjomis remtis, priimant kapitalo struktūros formavimo sprendimus.
6. Išanalizavus Lietuvos apdirbamosios gamybos šakų ir atskirų įmonių finansinio svėro kitimo tendencijas 2005 – 2010 m. laikotarpiu, nustatyta, kad skirtingos įmonės naudoja skirtingą kiekį skolinto kapitalo, vienos įmonės naudoja didesnę skolinto kapitalo dalį, kitos – didesnę nuosavo kapitalo dalį. Didžiausios skolos apimtys 2005 – 2010 m. laikotarpiu buvo naudojamos medienos, popieriaus ir baldų gamybos šakoje. Mažiausios skolos apimtys naudojamos cheminių ir farmacijos produktų gamybos šakoje. Skolos apimtys tiek Lietuvos apdirbamosios gamybos šakose, tiek atskirose įmonėse smarkiai sumažėjo nuo 2008 iki 2010 m., tai lėmė 2008 metais Lietuvoje prasidėjusi finansinė krizė.
7. Nustatyta, kad tiek skirtingose apdirbamosios gamybos šakose, tiek atskirose įmonėse kapitalo struktūros formavimo sprendimus lemia skirtingi veiksniai. Atlikus Lietuvos apdirbamosios gamybos šakų kapitalo struktūros ir vidinių veiksnių koreliacinę analizę, nustatyta, kad Lietuvos gėrimų gamybos šakoje kapitalo struktūros formavimo sprendimai labiausiai priklauso nuo veiklos pelno kintamumo, maisto produktų gamybos šakoje nuo veiklos pelno kintamumo ir kritinio likvidumo koeficiento, cheminių ir farmacijos produktų šakoje nuo neskolinio mokesčių skydo. Drabužių ir tekstilės gaminių gamybos šakoje kapitalo struktūros formavimo sprendimai labiausiai priklauso nuo įmonės dydžio ir

likvidumo koeficientų. Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamybos šakoje kapitalo struktūros formavimo sprendimai labiausiai priklauso nuo turto materialumo ir pelningumo prieš mokesčius.

8. Ištyrus atskirų Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių finansinio sverto ir įvairių veiksmų ryšį, bei atsižvelgiant tik į stiprų ir vidutinį ryšį rodančius koreliacijos koeficientus, nustatyta, kad galima patvirtinti iškeltą hipotezę: kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas. Daugumos Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi pasirinkimo eilės teorijos idėjas, teigiančias, kad kuo didesnis įmonės pelningumas, tuo mažiau ji naudos skolintų lėšų, o esant geroms įmonės augimo perspektyvoms bus naudojama daugiau skolinto kapitalo. Taip pat daugumos įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi kompromisinės teorijos idėjas, teigiančias, kad egzistuoja teigiamas koreliacinis ryšys tarp finansinio sverto ir įmonės dydžio, bei neigiamas ryšys tarp finansinio sverto ir neskolinio mokesčių skydo. Atliktas tyrimas parodė, kad kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi agentavimo teorijos idėją, jog laukiamas įmonės augimas lemia didesnę finansinę svertą. Nustatyta, kad Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi Modigliani ir Miller teorijos idėją, teigiančią, kad ženklūs įmonių pelno svyravimai gali iššaukti aukštą rizikos lygį, kuris sąlygoja mažesnę finansinę svertą. Ši idėja taip pat atsispindi tradiciniame požiūryje. Atliktas tyrimas parodė, kad šių dienų kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi prieš daugelį metų pasiūlytą kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas.

DYRAITĖ, Saulė. (2011) *Kapitalo struktūros formavimas Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonėse*. Magistro baigiamasis darbas. Kaunas: Vilniaus universiteto Kauno humanitarinis fakultetas. 68 p.

SANTRAUKA

RAKTINIAI ŽODŽIAI: kapitalo struktūra, finansinis svetas, kapitalo struktūros formavimo teorijos.

Įvairiose kapitalo struktūros formavimo teorijose, išskiriami įvairūs veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Dažnai įvairių teorijų išskiriami veiksniai kartojasi, tačiau neretai skirtingos teorijos numato skirtingą tų veiksnių poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Iki šių dienų ekonomistai neturi vieningos nuomonės, kuri iš egzistuojančių teorijų geriausiai atspindi dabartinę įmonių elgseną.

Darbo objektas – Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūra.

Darbo tikslas – išanalizuoti Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros formavimo tendencijas bei nustatyti, ar atspindi priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas.

Darbo uždaviniai:

1. Siekiant suformuluoti daugelio autorių nuomonę atspindinčią kapitalo struktūros sampratą, apžvelgti įvairių autorių siūlomas kapitalo struktūros sampratas.
2. Siekiant nustatyti, kaip keitėsi požiūris į kapitalo struktūros formavimą, apžvelgti kapitalo struktūros formavimo teorijų raidą bei nustatyti pagrindines kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas.
3. Siekiant išskirti šio darbo tyrimo kryptį, apžvelgti Lietuvos bei užsienio autorių atliktus kapitalo struktūros formavimo tyrimus.
4. Nustatyti Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių kapitalo struktūros kitimo tendencijas, siekiant nustatyti, kaip keičiasi įmonių formuojama kapitalo struktūra.
5. Siekiant nustatyti, ar atspindi kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonėse priimami kapitalo struktūros formavimo sprendimai, nustatyti vidinius įmonių veiksnius turinčius įtakos kapitalo struktūros formavimo sprendimams.

Ištyrus Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių įvairių teorijose išskiriamų veiksnių poveikį kapitalo struktūros formavimo sprendimams, patvirtinta iškelta hipotezė, jog kapitalo struktūros formavimo sprendimai atspindi kapitalo struktūros formavimo teorijų idėjas.

Magistrantūros studijų baigiamąjį darbą sudaro 68 puslapiai, įskaitant 13 lentelių ir 5 paveikslus. Panaudotos literatūros sąrašą sudaro 43 šaltiniai.

DYRAITE, Saule. (2011) *Formation of the Capital Structure in Lithuanian Manufacturing Companies*. MBA Graduation Paper. Kaunas: Kaunas Faculty of Humanities, Vilnius University. 68 p.

SUMMARY

KEYWORDS: capital structure, financial leverage, capital structure formation theories.

Various theories of capital structure formation identify a range of factors affecting the capital structure decision - making. Often various theories identifies similar factors, but often a different theory provides different factor influence on the capital structure formation decision – making. To this day, economists do not have a single view of existing theories which best reflects the current behavior of firms.

The research object - capital structure in Lithuanian manufacturing companies.

The research purpose is to determine capital structure trends of Lithuanian manufacturing companies and to determine if capital structure formation decision - making reflects the ideas of capital structure formation theories.

The objectives of the research are:

1. In order to formulate the capital structure conception, that reflects the opinion of a various authors, review the various concepts of capital structure.
2. In order to determine how approach of capital structure formatting was changing, review the evolution of main theories of capital structure formation and to determine the main ideas of capital structure formation theories.
3. In order to mark the research way of this work, review Lithuanian and foreign authors performed researches.
4. To investigate the change trends of capital structure formation in Lithuanian manufacturing companies, in order to determine the changes in capital structure formation.
5. In order to determine if capital structure formation decision - making reflects the ideas of capital structure formation theories, determine the factors that make the influence on the capital structure decision – making.

The researches of factors influence on the capital structure decision – making confirmed the hypothesis that capital structure formation decision - making reflects the ideas of capital structure formation theories.

Master final work consists of 68 pages, 13 tables, 5 pictures and 43 literature sources.

LITERATŪRA

Mokslinės literatūros sąrašas

1. CIBULSKIENĖ, Diana. (2007) *Įmonių kapitalo struktūros formavimas finansų rinkos globalizacijos procesuose*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla. 272 p. ISBN 978-9986-38-806-7.
2. CIBULSKIENĖ, Diana; GRIGALIŪNIENĖ, Žana. (2008) Lietuvos įmonių kapitalo struktūros formavimas tarptautinio kapitalo judėjimo aspektu. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*, Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla, Nr. 4 (13), p. 60-71. ISSN 1648-9098.
3. COTEI, Carmen; FARHAT, Joseph. (2009) The trade-off theory and the pecking order theory: are they mutually exclusive? Iš *North American Journal of Finance and Banking Research* [interaktyvus]. vol. 3, no. 3 [žiūrėta 2009 m. gruodžio 1 d.], p. 1-16. Prieiga per internetą: <http://globip.com/pdf_pages/northamerjournal-vol3-article1.pdf>.
4. ELALI, Wajeeh, TRAINOR, Therese. (2009) *Advanced corporate finance a practical approach*. Toronto: Ontario. 704 p. ISBN 978-0-321-49407-8.
5. HATFIELD, Gay B.; CHENG, Louis T.W.; DAVIDSON, Wallance N. (1994) The determination of optimal capital structure: the effect of firm and industry debt ratios on market value. Iš *Journal of Finance and Strategic Decisions* [interaktyvus]. vol. 7, no. 3 [žiūrėta 2010 m. kovo 25 d.], p. 1-14. Prieiga per internetą: <<http://www.studyfinance.com/jfsd/pdf/v7n3/hatfield.pdf>>.
6. HERCZEG, Adrienn. (2004) *Determining the optimal capital structure by agricultural enterprises* [interaktyvus]. Hungary: University of Debrecen, Department of Accounting and Finance, [žiūrėta 2009 m. gruodžio 1 d.], p. 1-7. Prieiga per internetą: <<http://www.mace-events.org/4293-MACE/version/last/part/19/data/?branch=main&language=en>>.
7. KIPISŠAS, Tomas. (2004) Kapitalo struktūros optimizavimo problema Lietuvos įmonėse eurointegracinių procesų sąlygomis. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*, Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas, Nr. 4 (25), p. 46-57. ISSN 1392-0758.
8. LIM, Elizabeth; DAS, Shobha; DAS, Amit. (2009) Diversification strategy, capital structure, and the Asian financial crisis (1997 – 1998): evidence from Singapūre firms. *Strategic Management Journal*, Singapore: Nanyang Technological University, Nr. 30, p. 577-594. DOI 10.1002/smj.752.
9. LIU, Yuanxin; NING, Xiangbo. (2009) Empirical research of the capital structure influencing factors of Electric Power listed companies. *International Journal of Marketing Studies*,

- [interaktyvus]. vol. 1, no. 1 [žiūrėta 2010 m. balandžio 5 d.], p. 43-49. Prieiga per internetą: <<http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijms/article/viewFile/1646/1557>>.
10. MAHMUD, Muhammad; HERANI, Gobid M.; RAJAN, A.W.; FAROOQI, Wahid. (2009) Economic factors influencing corporate capital structure in three Asian countries: evidence from Japan, Malaysia and Pakistan. *Indus Journal of Management & Social Sciences* [interaktyvus]. no. 3(1) [žiūrėta 2010 m. balandžio 2 d.], p. 8-17. Prieiga per internetą: <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/15003/1/MPRA_paper_15003.pdf>.
 11. MICLAUS, Paul Gabriel; LUPU, Radu; UNGUREANU, Stefan. (2008) *The factors of the capital structure in Eastern Europe*. [interaktyvus]. Bucuresti: Academia de Studii Economice. [žiūrėta 2010 m. balandžio 2 d.], p. 432-443. Prieiga per internetą: <<http://feaa.ucv.ro/AUCSSE/0036v1-026.pdf>>.
 12. MYERS, C. Stewart. (2001) Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives* [interaktyvus]. vol. 15, no. 2 [žiūrėta 2010 m. balandžio 2 d.], p. 81-102. Prieiga per internetą: <http://www.ecsocman.edu.ru/data/863/126/1231/myers_-_cs_2001.pdf>.
 13. NORVAIŠIENĖ, Rasa; STANKEVIČIENĖ, Jurgita. (2007) Vidinių veiksnių įtaka finansavimo sprendimams Baltijos šalių listinguojamose įmonėse. *Ekonomika ir vadyba*, Kaunas: Kauno technologijos universitetas, Nr. 12, p. 230-238. ISSN 1822-6515.
 14. RUMŠAITĖ, Dalia. (2001) *Įmonės finansinių išteklių telkimo sprendimų formavimo modelis: daktaro disertacija*. Kaunas: Kauno technologinis universitetas. 124 p.
 15. SONG, Han-Suck. (2005) *Capital structure determinants. An empirical study of Swedish companies* [interaktyvus]. Sweden: Centre of Excellence for Science and Innovation Studies, Royal Institute of Technology. no. 26 [žiūrėta 2010 m. balandžio 5 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.infra.kth.se/cesis/documents/WP25.pdf>>.
 16. TEKER, Dilek; TASSEVEN, Ozlem; TUKEL, Ayca. (2009) Determinants of capital structure for Turkish firms: a panel data analysis. *International Research Journal of Finance and Economics*, Turkey: Okan university, Nr. 29, p. 179-186. ISSN 1450-2887.
 17. VASILIAUSKAITĖ, Asta; RUMŠAITĖ, Dalia. (2000) Įmonės finansinio sverto sprendimams įtaką darančių veiksnių tyrimas. *Socialiniai mokslai*, Kaunas: Kauno technologijos universitetas, Nr. 4 (25), p. 46-57. ISSN 1392-0758.
 18. WANZENRIED, Gabrielle. (2006) Capital Structure Dynamics in the UK and Continental Europe. *The European Journal of Finance*, Switzerland: University of Applied Sciences Central Switzerland, Vol. 12, No. 8, p. 693 – 716. DOI 10.1080/13518470500460178.

Informacijos šaltinių sąrašas

19. ALEKNEVIČIENĖ, Vilija. (2009) *Įmonės finansų valdymas*. Kaunas: Spalvų kraitė. 432 p. ISBN 978-9955-921-04-2.
20. DUDE, Clever. (2008) *Optimal Capital Structure for Personal Finance* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. lapkričio 14 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.cleverdude.com/content/optimal-capital-structure-for-personal-finance/>>.
21. HABIBAS, Michaelas. (1999) Kapitalo struktūros svarba. *Efektyvi vadyba* [interaktyvus]. Nr. 7 [žiūrėta 2009 m. lapkričio 14 d.]. Prieiga per internetą: <<http://archyvas.vz.lt/news.php?strid=1002&id=303982>>.
22. JANKAUSKAS, Marius. (2008) Optimali kapitalo struktūra: realaus pasaulio atspindys ar matematinė iliuzija? *Vadovas ir pasaulis*, Vilnius: Pačiolis, Nr. 4, p.76-79. ISSN 1392-4761.
23. JONES, Analia. (2005) *The Target Capital Structure* [interaktyvus]. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 20 d.]. Prieiga per internetą: <<http://ezinearticles.com/?The-Target-Capital-Structure&id=53666>>.
24. JUOZAITIENĖ, Liongina. (2008) *Įmonės finansai: analizė ir valdymas*. Šiaulių universiteto leidykla. 418 p. ISBN 978-9986-38-792-3.
25. KANCEREVIČIUS, Gitanas. (2006) *Finansai ir investicijos*. II atnaujintas leidinys. Smaltijos leidykla. 880 p. ISBN 9955-551-40-2.
26. Kauno technologijos universitetas. (2010) *Ekonominiai svyravimai* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. rugsėjo 15 d.]. Prieiga per internetą: <<http://elinara.ktu.lt/plc/cdk-verslumai/170695.html>>.
27. KULKARNI, Arjun. (2010) *Debt and Equity Financing* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. kovo 15 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.buzzle.com/articles/debt-and-equity-financing.html>>.
28. KVEDARAITĖ, Violeta. (1997) *Įmonės finansų valdymas*. Vilnius: Lietuvos informacijos institutas. 63 p. ISBN 9986-12-146-9.
29. MACKEVIČIUS, Jonas; POŠKAITĖ, Dalia. (1998) *Finansinė analizė*. Vilnius: Katalikų pasaulis. 632 p. ISBN 9986-04-082-5.
30. MACKEVIČIUS, Jonas; POŠKAITĖ, Dalia. (2003) Finansinio sverto apskaičiavimas ir interpretavimas. *Mokslo darbai „Ekonomika“*, Vilnius: VU leidykla, Nr. 61, p. 100-110. ISSN 1392-1258.
31. MCLANEY, Eddie. (2009) *Business finance*. 8th ed. England. 521 p. ISBN 978-0-273-71768-3.
32. OBI, Cyril Pat. (1999) *Verslo finansų pagrindai*. Kaunas: Technologija. 299 p. ISBN 9986-13-605-9.

33. RAULUŠKEVIČIENĖ, Jolanta. (2006) *Ekonometrika. Mokymo medžiaga neakivaizdininkų savarankiškiems darbams rengti. Metodinė priemonė*. Kaunas: Kauno technologijos universitetas. 67 p.
34. RUTKAUSKAS, A.V., SŪDŽIUS, V., MACKEVIČIUS, V. (2007) *Verslo finansai: sistema, struktūra ir elementai: mokomoji knyga*. Vilnius: Technika. 271 p. ISBN 9789955281641.
35. RYAN, Rob. (2007) *Corporate finance and valuation*. British library cataloguing. 631 p. ISBN-13: 978-1-84480-271-5.
36. SAKALAUSKAS, Virgilijus. (2003) *Duomenų analizė su statistika*. Vilnius: „Margi raštai“. 235 p. ISBN 9986-09-256-6.
37. STATISTIKOS DEPARTAMENTAS PRIE LRV. (2010) *Verslo statistika* [interaktyvi duomenų bazė]. [žiūrėta 2010 m. gruodžio 4 d.]. Prieiga per internetą: <<http://db1.stat.gov.lt/statbank/default.asp?w=1280>>.
38. STOCKBURGER, D.W. (2010) *Correlation* [interaktyvus]. [žiūrėta 2010 m. gruodžio 4 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.psychstat.missouristate.edu/introbook/sbk17.htm>>.
39. VAN HORNE, James C.; WACHOWICZ, John M. (2008) Van Horne: *Fundamentals of Financial Management*. 13th ed. England: Prentice Hall. 760 p. ISBN 978-0-273-71363-0.
40. VERTYBINIŲ POPIERIŲ BIRŽA NASDAQ OMX VILNIUS. (2010a) *Įmonių finansinė analizė. Rodiklių skaičiavimo metodika*. Vilnius. 96 p. ISBN 978-609-95195-0-0.
41. VERTYBINIŲ POPIERIŲ BIRŽA NASDAQ OMX VILNIUS. (2010b) *AB NASDAQ OMX Vilniaus listingavimo taisyklės* [interaktyvus]. Vilnius, [žiūrėta 2011 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/teisesaktai/NASDAQ%20OMX%20Vilnius%20listingavimo%20taisykles%20%28galioja%20nuo%202010-01-01%29.pdf>>.
42. VERTYBINIŲ POPIERIŲ BIRŽA NASDAQ OMX VILNIUS. (2011) *Finansinės ataskaitos* [interaktyvus]. [žiūrėta 2011 m. kovo 2 d.]. Prieiga per internetą: <[http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=reports&stocktype\[\]=2&stocktype\[\]=3&market=XVSE](http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=reports&stocktype[]=2&stocktype[]=3&market=XVSE)>.
43. WILSON, Peter. (1997) *Mažos įmonės finansinis valdymas*. Vilnius: „alma littera“. 255 p. ISBN 9986-02-040-9.

PRIEDAI

1 PRIEDAS Lietuvoje atliktų kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimų apžvalga.....	71
1 PRIEDAS (TĘSINYS) Lietuvoje atliktų kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimų apžvalga	72
2 PRIEDAS Užsienio autorių atliktų kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimų apžvalga	73
2 PRIEDAS (TĘSINYS) Užsienio autorių atliktų kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimų apžvalga	74
3 PRIEDAS Lietuvos apdirbamosios gamybos šakų rodikliai 2005 – 2010 m.	75
4 PRIEDAS Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių rodikliai 2005 – 2010 m.	76
4 PRIEDAS (TĘSINYS) Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių rodikliai 2005 – 2010 m.	77
4 PRIEDAS (TĘSINYS) Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių rodikliai 2005 – 2010 m.	78
5 PRIEDAS Konferencijos pranešimo „Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai“ santraukos kopija.....	79
6 PRIEDAS Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ medžiagos titulinio lapo kopija	80
7 PRIEDAS Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ medžiagos, kurioje spausdintas straipsnis, turinio kopija.....	81
8 PRIEDAS Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ programos kopija.....	82
9 PRIEDAS Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ dalyvio sertifikatas	83
10 PRIEDAS Sertifikatas patvirtinantis, kad straipsnis „Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai“ priimtas publikuoti IJORTISS moksliniame leidinyje 2011 m.	84
11 PRIEDAS Straipsnio „Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai“ kopija	85

Lietuvoje atliktų kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimų apžvalga

Autorius (metai)	Tirtas laikotarpis, tyrimo metodika	Tirti kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai	Tyrimų rezultatai
T. Kipišas (2004)	1999 – 2003 m. 67 didžiausios akcinės bendrovės pagal 2003 metų pardavimus. Daugialypė regresija	<ul style="list-style-type: none"> • turto apyvartumas • turto pelningumas • neskolinis mokesčių skydas • turto materialumas • veiklos pelno svyravimai • įmonės dydis • augimo galimybės 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • turto apyvartumas (+) • turto pelningumas (-) • neskolinis mokesčių skydas (-) • turto materialumas (+) • veiklos pelno svyravimai (+)
D. Cibulskienė (2007)	1998 – 2004 m. visos Lietuvos apdirbamosios pramonės šakos (išskyrus AB, kurių akcijos kotiruojamos Vilniaus VP biržoje) Daugialypė regresija	<p>Vidinės aplinkos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • turto materialumas • įmonės dydis • nuosavo kapitalo pelningumas • augimo veiksnys • finansinis deficitas • bankroto rizika <p>Makroekonominės aplinkos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • BVP bendrasis augimas • pramonės sektoriuje sukurto BVP augimas • parduota pramonės produkcija • palūkanų normų už depozitus ir paskolas skirtumas • valiutų kursų santykio neigiami svyravimai <p>Finansų rinkos globalizacijos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • bendrosios tiesioginės užsienio investicijos • eksportuotos pramonės produkcijos dalis • TUI dalis, tenkanti pramonei • valiutų kursų neigiami svyravimai 	<p>Reikšmingi veiksniai</p> <p>Vidinės aplinkos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • įmonės dydis (+) • nuosavo kapitalo pelningumas (+) • augimo veiksnys (-) • bankroto rizika (-) <p>Makroekonominės aplinkos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • BVP bendrasis augimas (+) • pramonės sektoriuje sukurto BVP augimas (+) • kainų indekso pokyčiai (+) • parduota pramonės produkcija (-) • palūkanų normų už depozitus ir paskolas skirtumas (-) • valiutų kursų santykio neigiami svyravimai (+) <p>Finansų rinkos globalizacijos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • bendrosios tiesioginės užsienio investicijos (-) • eksportuotos pramonės produkcijos dalis (+) • TUI dalis, tenkanti pramonei (-) • valiutų kursų neigiami svyravimai (+)
J. Mackevičius, D. Poškaitė (2003)	Ekspertinis vertinimas ir loginė analizė	<ul style="list-style-type: none"> • verslo finansavimo šaltiniai 	Nustatyta, kad finansinis svertas daro įtaką kapitalo pelningumui per finansavimo šaltinių pobūdį.
D. Rumšaitė (2001)	1995 – 1999 m. Trys apdirbamosios pramonės šakos: maisto ir gėrimų, tekstilės, cheminių medžiagų ir produktų pramonės. (20 įmonių) Koreliacinė ir regresinė analizė	<ul style="list-style-type: none"> • pramonės šaka • palūkanų normos kitimas • BVP kitimas • infliacijos lygio kitimas • įmonės dydis • įmonės turto pelningumas ROA • akcijai tenkančios pajamos EPS 	Reikšmingi ryšiai tarp finansinio svertų koeficientų ir: <ul style="list-style-type: none"> • infliacijos lygio kitimo (-) • BVP svyravimų (-) Nustatyti silpni ryšiai tarp finansinio sverto ir įmonės valdomų finansinių rodiklių.

1 PRIEDAS (TĘSINYS)

Lietuvoje atliktų kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimų apžvalga

Autorius (metai)	Tirtas laikotarpis, tyrimo metodika	Tirti kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai	Tyrimų rezultatai
R. Norvaišienė, J. Stankevičienė (2007)	2000 – 2005 m. Lietuvos, Latvijos ir Estijos listinguojamos nefinansinės įmonės Daugiamatė koreliacinė analizė	<ul style="list-style-type: none"> • šalis • turto pelningumas • įmonės pagrindinės veiklos pelningumas • turto materialumas • įmonės dydis pagal turta • įmonės dydis pagal pardavimų pajamas • įmonės augimo galimybės • laisvieji pinigų srautai 	Baltijos šalyse atlikti tyrimai patvirtino priklausomybę tarp kapitalo struktūros ir tokių vidinių veiksnių: <ul style="list-style-type: none"> • pelningumas • turto materialumas • augimo galimybės • laisvieji pinigų srautai. Latvijoje aiškių ryšių nenustatyta.
(+) – teigiamas ryšys su finansiniu svirtu (-) – neigiamas ryšys su finansiniu svirtu			

Šaltinis: sudaryta autorės.

Užsienio autorių atliktų kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimų apžvalga

Autorius (metai)	Tirtas laikotarpis, tyrimo metodika	Tirti kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai	Tyrimų rezultatai
L.Elizabeth, D. Shobha ir D. Amit (2009)	1995-2000 m. 245 Singapūro įmonės Mišraus modeliavimo metodai	<ul style="list-style-type: none"> • negimininga diversifikavimo strategija • gimininga diversifikavimo strategija • stabili verslo aplinka • dinamiška verslo aplinka 	Diversifikavimo strategijos neturi įtakos įmonių finansavimui skolintomis lėšomis. Negiminingos strategijos sąveika su stabilia aplinka neigiamai veikia, o dinamiška aplinka teigiamai veikia finansavimo skolintu kapitalu lygį. Giminingos diversifikavimo strategijos sąveika tarp stabilios ir dinamiškos aplinkos neturi didelės įtakos.
P.G. Miclaus, R. Lupu, S. Ungureanu (2008)	2002 – 2006 m. 65 Rumunijos, Lenkijos, Vengrijos ir Čekijos įmonės, kurios yra įtrauktos į atitinkamų šalių vertybinių popierių biržas ir apima 4 pramonės šakas: maisto, energijos, chemijos ir farmacijos produktų. Daugialypės regresijos analizė ir Pagrindinių Komponentų Analizė	12 finansinių indikatorių apima: <ul style="list-style-type: none"> • turto ir nuosavo kapitalo santykis • išskolinimo koeficientas • turto apyvartumas • kritinio likvidumo rodiklis • einamojo likvidumo rodiklis • pardavimų ir atsargų santykis • debitorinio išskolinimo apyvartumas • pardavimų ir apyvartinio kapitalo santykis • tipinės veiklos pelnas • pajamos prieš apmokestinimą • nuosavo kapitalo grąža • turto grąža 	Grupė kintamųjų, 12 finansinių indikatorių, daro įtaką kapitalo struktūros sprendimams.
D. Teker, O.Tasseven, A.Tukel (2009)	2000 – 2007 m. 42 Turkijos firmos, kurios įtrauktos į vertybinių popierių biržą Regresinė analizė	<ul style="list-style-type: none"> • turto apčiuopiamumas • įmonės dydis • turto grąža • pardavimų pelningumas • tipinės veiklos pelnas • visas turtas 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • turto apčiuopiamumas (+) • turto grąža (+) • visas turtas (-) • pardavimų pelningumas (-)
M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir kt. (2009)	1996 – 2005 m. 525 Japonijos, 129 Malaizijos, 114 Pakistano įmonės Regresinė analizė	<ul style="list-style-type: none"> • finansinė liberalizacija • finansų rinkos efektyvumas • kreditorių teisės • (priverstinis) vykdymas • BVP augimas vienam gyventojui • pirminė paskolos kaina 	BVP augimas vienam gyventojui ir pirminė paskolos kaina yra reikšmingi kapitalo struktūros sprendimams Japonijoje ir Malaizijoje. Taip pat reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • finansinė liberalizacija (+) • finansų rinkos efektyvumas (+) • kreditorių teisės (-)

2 PRIEDAS (TĘSINYS)

Užsienio autorių atliktų kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimų apžvalga

Autorius (metai)	Tirtas laikotarpis, tyrimo metodika	Tirti kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai	Tyrimų rezultatai
G.B. Hatfield, L.T.W. Cheng, W.N. Davidson (1994)	1982 – 1986 m. 183 firmos	<ul style="list-style-type: none"> • įmonės vidurkis artimas pramonės šakos vidurkiui 	Nesvarbu ar įmonės įsiskolinimo lygis yra artimas ar nutolęs nuo pramonės vidurkio, tai neturi įtakos įmonės įsiskolinimo lygiui.
Y. Liu, X. Ning (2009)	2002 – 2007 m. 25 Kinijos elektros energijos pramonės įmonės Regresinė analizė	<ul style="list-style-type: none"> • įmonės dydis • pelningumas • augimas • neskolinis mokesčio skydas • likvidumas • turto struktūra 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • pelningumas (-) • augimas (+) • likvidumas (-)
H.S. Song (2005)	1992 – 2000 m. 6000 Švedijos įmonės. Regresinė analizė	<ul style="list-style-type: none"> • turto struktūros apčiuopiamumas • neskolinis mokesčių skydas • pelningumas • dydis (pardavimų, darbuotojų) • tikėtinas augimas • unikalumas (pardavimų) • pajamų svyravimai • laiko maketai 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • turto struktūros apčiuopiamumas • pelningumas (-) • dydis (pardavimų, darbuotojų) • pajamų svyravimai • laiko maketai
(+) – teigiamas ryšys su finansiniu svėtu (-) – neigiamas ryšys su finansiniu svėtu			

Šaltinis: sudaryta autorės.

Lietuvos apdirbamosios gamybos šakų rodikliai 2005 – 2010 m.

Metai	Finan- sinis svertas	Pelningu- mas prieš mokesčius	Turto materia- lumas	Įmonės dydis	Laukiamas įmonės augimas	Neskolinis mokesčių skydas	Turto apyvar- tumas	Veiklos pelno kinta- mumas	Einamojo likvidumo koef.	Kritinio likvidumo koef.
Maisto produktų ir gėrimų gamyba										
2005	0,92	5,22	0,45	16,88	-	1,63	33,57	-	1,54	0,96
2006	1,09	5,27	0,46	16,92	20,17	1,63	38,78	0,21	1,39	0,87
2007	1,10	7,31	0,44	17,00	14,88	1,48	41,05	0,57	1,33	0,82
2008	1,20	2,85	0,42	17,13	6,37	1,49	38,47	-0,59	1,25	0,73
2009	1,04	4,51	0,43	17,05	-10,40	1,61	37,10	0,62	1,36	0,92
2010	0,96	4,29	0,42	17,04	8,07	1,67	40,48	-0,06	1,34	0,91
Drabužių ir tekstilės gaminių gamyba										
2005	0,83	3,90	0,46	15,72	-	1,61	31,29	-	1,56	0,77
2006	0,91	3,88	0,45	15,79	5,57	1,59	30,62	0,05	1,53	0,76
2007	1,03	1,69	0,45	15,85	2,17	1,63	29,47	-0,35	1,57	0,78
2008	0,94	-1,06	0,40	15,82	-10,45	1,43	27,29	-0,92	1,76	0,84
2009	0,78	2,37	0,42	15,61	-21,49	1,59	26,28	10,02	2,01	1,04
2010	0,74	5,11	0,41	15,60	12,40	1,35	30,07	0,64	2,06	1,11
Cheminių medžiagų ir farmacijos produktų gamyba										
2005	0,67	8,20	0,47	15,58	-	1,52	36,39	-	1,98	1,22
2006	0,60	5,49	0,49	16,14	31,35	1,05	27,19	-0,22	2,00	1,32
2007	0,81	9,57	0,46	16,50	80,08	0,96	34,34	2,23	1,31	0,85
2008	0,61	7,69	0,41	16,66	21,58	1,06	35,63	-0,23	1,51	0,99
2009	0,62	-0,26	0,46	16,65	-34,22	1,05	23,59	-0,93	1,30	0,94
2010	0,52	11,13	0,49	16,71	38,46	1,11	30,61	18,88	1,69	1,18
Medienos, popieriaus gaminių ir baldų gamyba										
2005	1,35	3,65	0,51	16,21	-	1,75	35,17	-	1,39	0,76
2006	1,48	3,57	0,53	16,40	19,45	1,66	34,62	0,25	1,22	0,64
2007	1,71	2,99	0,52	16,59	21,61	1,74	34,88	0,15	1,19	0,61
2008	2,01	-0,73	0,55	16,80	9,48	1,96	31,17	-0,71	1,09	0,56
2009	1,91	1,81	0,55	16,65	-19,61	2,24	29,07	1,63	1,18	0,67
2010	1,46	5,03	0,52	16,61	15,24	2,22	34,76	0,87	1,33	0,78

Šaltinis: sudaryta autorės pagal STATISTIKOS DEPARTAMENTAS PRIE LRV. (2010) Verslo statistika.

Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių rodikliai 2005 – 2010 m.

Įmonės	Metai	Finansinis svertas	Pelningumas prieš mokesčius	Turto materialumas	Įmonės dydis	Laukiamas įmonės augimas	Neskolinis mokesčių skydas	Turto apyvartumas	Veiklos pelno kintamumas	Einamojo likvidumo koef.	Kritinio likvidumo koef.
Anykščių vynas	2005	0,47	6,18	58,76	10,88	12,44	7,06	0,69	169,13	1,57	0,99
	2006	0,33	3,46	55,58	10,84	-8,18	6,69	0,66	-58,87	1,87	0,80
	2007	0,56	1,77	42,85	11,02	37,64	4,83	0,76	-7,32	1,64	0,70
	2008	0,73	-17,11	42,24	10,95	-19,57	4,55	0,66	-792,45	1,40	0,64
	2009	0,72	-25,67	50,37	10,70	-30,27	4,44	0,59	-1,82	1,27	0,87
	2010	0,62	-20,88	57,70	10,48	-28,84	5,04	0,52	42,71	0,63	0,30
Stumbras	2005	1,01	27,13	18,47	11,75	-7,81	4,25	0,65	390,01	2,42	1,99
	2006	0,90	22,71	20,14	11,74	23,16	3,80	0,82	2,78	1,68	1,45
	2007	1,06	24,38	22,36	11,97	65,30	3,21	1,07	74,35	1,78	1,56
	2008	0,83	20,94	20,56	11,81	-4,25	3,78	1,20	-17,55	1,93	1,64
	2009	0,70	23,22	24,20	11,71	-26,20	4,40	0,98	-19,11	1,90	1,61
	2010	0,39	19,18	27,28	11,46	-15,73	6,30	1,06	-29,96	2,48	1,94
Vilniaus degtinė	2005	1,33	8,64	23,99	18,12	61,93	4,10	0,64	455,98	1,41	1,22
	2006	1,05	6,90	25,81	18,11	30,32	4,02	0,84	4,70	1,44	1,17
	2007	1,37	3,02	22,64	18,29	10,51	3,81	0,77	-38,04	1,23	0,94
	2008	1,36	2,62	25,53	18,33	2,32	3,99	0,76	3,20	2,01	1,65
	2009	0,96	1,02	27,98	18,16	-23,31	5,18	0,69	-50,75	1,39	1,14
	2010	0,97	-0,96	36,54	18,16	-21,37	5,09	0,55	-92,37	1,18	0,91
Pieno žvaigždės	2005	1,46	4,12	62,86	12,54	12,28	10,51	1,59	11,18	1,54	0,94
	2006	1,59	4,28	58,58	12,68	22,11	10,94	1,70	22,91	1,74	1,05
	2007	1,38	6,17	63,47	12,84	21,71	10,65	1,76	75,30	1,12	0,46
	2008	1,82	-0,46	58,58	12,90	0,44	10,74	1,66	-84,28	0,91	0,44
	2009	1,25	3,16	65,13	12,72	-6,58	12,70	1,86	242,19	0,77	0,51
	2010	1,22	3,52	58,85	12,69	-0,36	12,21	1,90	-6,91	1,01	0,55
Rokiškio sūris	2005	0,54	5,41	43,05	12,61	4,72	5,92	1,58	-24,66	1,66	0,90
	2006	0,67	3,57	38,05	12,68	7,85	8,05	1,58	-24,66	1,51	0,68
	2007	0,57	6,99	33,97	12,72	30,32	7,48	1,99	135,79	1,69	0,79
	2008	1,08	-3,08	35,76	12,80	2,54	7,69	1,89	-130,74	1,09	0,61
	2009	0,88	3,59	31,23	12,76	-17,81	7,98	1,61	249,10	1,43	1,23
	2010	0,66	5,18	27,42	12,68	-1,18	7,98	1,72	32,96	1,63	1,12

4 PRIEDAS (TĘSINYS)
Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių rodikliai 2005 – 2010 m.

Įmonės	Metai	Finansinis svertas	Pelningumas prieš mokesčius	Turto materialumas	Įmonės dydis	Laukiamas įmonės augimas	Neskolinis mokesčių skydas	Turto apyvartumas	Veiklos pelno kintamumas	Einamojo likvidumo koef.	Kritinio likvidumo koef.
Vilkyskių pieninė	2005	1,77	5,67	56,28	10,56	22,11	9,85	2,39	7,39	1,65	0,81
	2006	1,69	4,22	58,97	11,08	26,18	4,81	1,79	0,67	1,29	0,60
	2007	1,47	9,04	53,75	11,28	17,76	4,53	1,71	134,65	1,42	0,67
	2008	3,33	-7,36	31,80	11,83	11,53	3,21	1,10	-170,81	0,87	0,43
	2009	2,22	5,00	53,76	11,74	4,83	5,35	1,27	216,06	0,91	0,41
	2010	1,47	5,07	53,39	11,72	53,32	5,40	1,99	22,32	0,80	0,37
Žemaitijos pienas	2005	1,42	3,31	31,41	11,95	9,29	8,68	2,39	-28,56	1,81	0,96
	2006	1,20	4,21	28,94	11,99	3,79	9,07	2,37	42,95	1,84	1,17
	2007	0,71	6,58	30,59	12,02	21,13	10,05	2,80	78,82	2,70	1,53
	2008	1,12	-0,82	43,87	12,21	1,64	8,02	2,34	-107,68	1,76	0,76
	2009	0,71	3,83	42,81	12,11	-20,98	9,81	2,05	723,83	2,93	1,84
	2010	0,56	5,33	34,39	12,16	16,33	9,89	2,28	47,12	2,52	1,21
Lifosa	2005	0,16	15,76	52,34	12,93	18,16	6,15	1,47	135,95	3,27	2,08
	2006	0,11	6,67	53,86	12,99	13,02	5,97	1,56	-53,49	4,22	3,13
	2007	0,17	29,30	35,26	13,48	35,05	3,96	1,29	504,92	4,66	4,01
	2008	0,24	15,25	25,13	13,87	89,74	2,88	1,66	-1,23	3,77	2,99
	2009	0,07	-2,15	30,80	13,69	-52,04	3,53	0,95	-106,97	10,38	8,51
	2010	0,07	26,03	28,80	13,95	29,86	2,68	0,95	1638,02	12,83	10,01
Sanitas	2005	1,78	15,84	35,23	11,89	46,48	4,80	0,43	83,21	0,46	0,30
	2006	1,33	-7,04	37,68	13,49	156,75	3,81	0,22	-76,52	0,32	0,20
	2007	1,09	11,55	36,51	13,55	107,40	5,39	0,44	2486,55	1,16	0,76
	2008	1,52	-2,63	37,58	13,53	14,05	5,37	0,51	-21,94	0,39	0,27
	2009	1,19	5,50	37,08	13,45	-15,62	4,84	0,46	-18,71	0,74	0,47
	2010	0,69	18,56	33,56	13,37	5,15	5,05	0,53	63,22	0,81	0,52
Utenos trikotažas	2005	1,81	5,64	49,63	11,54	-0,78	7,44	1,69	-19,89	1,13	0,53
	2006	2,33	2,71	45,79	11,66	-5,80	7,74	1,41	-27,70	1,05	0,61
	2007	4,43	-5,65	45,63	11,54	-15,76	8,96	1,34	-126,30	0,98	0,55
	2008	4,18	-15,10	46,78	11,11	-19,48	13,01	1,66	-142,57	0,87	0,54
	2009	3,20	-0,13	45,42	10,89	-36,49	12,91	1,31	159,56	0,43	0,26
	2010	2,17	0,20	38,31	10,82	0,53	12,44	1,41	-66,23	1,05	0,57

4 PRIEDAS (TĘSINYS)

Lietuvos apdirbamosios gamybos įmonių rodikliai 2005 – 2010 m.

Įmonės	Metai	Finansinis svertas	Pelningumas prieš mokesčius	Turto materialumas	Įmonės dydis	Laukiamas įmonės augimas	Neskolinis mokesčių skydas	Turto apyvartumas	Veiklos pelno kintamumas	Einamojo likvidumo koef.	Kritinio likvidumo koef.
Linas	2005	0,52	4,99	10,65	17,81	-1,28	0,91	1,36	-50,37	2,56	1,69
	2006	0,28	-7,47	12,22	17,51	-18,03	0,81	1,49	-224,76	3,45	1,72
	2007	0,44	1,06	15,48	17,65	6,53	0,72	1,39	98,66	2,38	1,19
	2008	0,44	-33,84	2,70	17,01	-27,02	0,80	1,91	-10569,53	2,54	1,99
	2009	0,44	-4,98	4,33	16,90	-28,94	0,75	1,52	70,96	1,97	1,04
	2010	0,28	22,30	2,35	17,20	7,27	0,68	1,21	92,84	2,13	1,03
Apranga	2005	1,30	6,52	52,16	11,68	47,28	7,69	1,44	65,77	1,25	0,38
	2006	1,15	8,30	59,09	11,87	49,06	8,21	1,77	73,89	0,98	0,14
	2007	1,31	8,14	54,53	12,22	45,53	7,78	1,82	43,81	0,99	0,18
	2008	1,24	4,17	51,71	12,27	13,48	9,61	1,96	-34,90	0,89	0,13
	2009	0,77	-6,27	55,99	12,07	-24,77	13,04	1,80	-177,93	1,01	0,12
	2010	0,29	5,32	56,72	11,88	-4,32	13,73	2,08	201,69	2,09	0,26
Grigiskės	2005	0,69	11,13	68,04	18,52	8,46	6,22	0,94	79,12	0,85	0,37
	2006	0,79	5,97	73,41	18,62	14,54	8,38	0,99	-30,21	0,02	-0,32
	2007	0,86	4,53	70,13	18,70	20,02	8,48	1,09	0,50	0,84	0,47
	2008	1,16	-3,10	73,99	18,76	1,01	9,78	1,03	-113,95	0,73	0,41
	2009	0,79	2,67	76,71	18,61	-18,24	13,80	0,98	528,14	0,85	0,50
	2010	1,68	3,84	74,74	19,25	109,97	8,90	1,09	130,77	0,82	0,53
Klaipėdos baldai	2005	0,56	4,29	44,91	11,17	-36,02	6,50	1,43	40,72	1,59	1,01
	2006	0,65	3,54	48,84	11,44	17,29	5,62	1,28	2,71	1,42	0,83
	2007	0,59	2,64	43,47	11,46	29,13	7,15	1,63	8,40	1,68	1,16
	2008	0,56	2,40	40,28	11,49	20,06	6,82	1,90	7,89	2,01	1,31
	2009	0,42	2,92	42,05	11,48	-8,25	6,44	1,75	-6,40	2,38	1,71
	2010	0,35	3,01	37,93	11,49	-12,07	5,97	1,53	-16,09	8,72	6,35
Vilniaus baldai	2005	2,34	3,83	58,27	11,68	10,33	5,80	0,94	-36,03	0,88	0,36
	2006	3,19	-5,09	55,73	11,61	-0,51	8,02	1,00	-122,84	0,65	0,27
	2007	2,80	2,10	45,97	11,47	37,28	8,83	1,58	712,55	0,54	0,29
	2008	2,14	3,60	41,50	11,43	-9,17	7,49	1,50	-9,33	0,96	0,73
	2009	0,74	12,92	43,68	11,26	8,32	7,98	1,91	141,16	1,50	1,02
	2010	0,49	16,60	27,51	11,60	32,39	5,88	1,81	61,14	2,48	1,86

Saltinis: sudaryta autorės pagal VERTYBINIŲ POPIERIŲ BIRŽA NASDAQ OMX VILNIUS. (2011) Finansinės ataskaitos.

Konferencijos pranešimo „Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai“ santraukos kopija

7-oji tarptautinė mokslinė konferencija „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“, Kaunas: VU KHF, 2010 m., gruodžio 9d.
ISBN 978-9955-33-619-8

ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMĄ LEMIANTYS VEIKSNIAI*

Saulė Dyraitė

*Apskaitos, finansų ir bankininkystės magistro studijų programa, II kursas
Finansų ir apskaitos katedra, Kauno humanitarinis fakultetas
Vilniaus universiteto, Muitinės g. 8, Kaunas LT-44280
saule.dyraite@gmail.com*

Santrauka. Rinkos ekonomikos šalyse įmonėms itin svarbu priimti ekonomiškai pagrįstus sprendimus dėl finansavimo šaltinių struktūros, kuri vadinama kapitalo struktūra arba kapitalo svertu, kadangi kapitalo struktūros parinkimas yra vienas iš svarbiausių veiksnių, užtikrinančių sėkmingą įmonės veiklą bei konkurencinį pranašumą prieš artimiausius konkurentus. Įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimams daro įtaką įvairūs veiksniai, todėl yra svarbu išanalizuoti veiksnių poveikį kapitalo struktūros formavimui.

Šiame straipsnyje atskleidžiama įvairių autorių apibrėžiama kapitalo struktūros samprata, jos sudedamosios dalys ir jų reikšmė bendrai kapitalo struktūrai. Analizuojamos skirtingos kapitalo struktūros formavimo teorijos bei jų išskiriami veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Analizuojami įvairių autorių pateikti ir ištirti veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Straipsnio autorė savo tyrimu siekė apžvelgti įvairių autorių išskiriamus veiksnius, bei susisteminti atliktų kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimų rezultatus.

Reikšminiai žodžiai: kapitalo struktūra, nuosavas kapitalas, skolintas kapitalas, kapitalo struktūros formavimo teorijos, kapitalo struktūros formavimo sprendimus lemiantys veiksniai.

Įvadas

Įmonės sėkmę lemia apsirūpinimas ištekliais ir jų vaidmuo vykdant verslo funkcijas, todėl kiekviena įmonė siekdama užtikrinti veiklą ir realizacijos procesą, turi turėti pakankamai lėšų, kurios gali būti nuosavos ir skolintos. Daug ekonomistų analizavo kas lemia vienokius ar kitokius sprendimus formuojant įmonių kapitalo struktūrą. Nustatyta, jog kapitalo struktūros formavimo sprendimus gali lemti tiek vidiniai įmonės veiksniai, kuriuos įmonė gali valdyti, tiek išoriniai – makroekonominiai – veiksniai, kurių įmonė valdyti negali. Pastebėta, kad skirtingi autoriai išskiria netapačius kapitalo struktūros formavimą lemiančius veiksnius bei egzistuoja skirtingos nuomonės ir dėl jų poveikio finansiniam svertui.

Užsienio ir Lietuvos autoriai yra atlikę nemažai kapitalo struktūros tyrimų analizuojančių veiksnių įtaką kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Kapitalo struktūros formavimą lemiančius veiksnius tyrė daug garsių mokslininkų pradedant D. Teker ir baigiant lietuvių autoriais tokiais kaip T. Kipišas, D. Cibulskienė ir kt. Dažnai autoriai nesutaria, dėl veiksnių poveikio kapitalo struktūros formavimo sprendimams.

Tyrimo tikslas – susisteminti įvairių mokslininkų išskiriamus veiksnius, lemiančius kapitalo struktūros formavimo sprendimus, ir jų poveikį kapitalo struktūrai.

Tikslui įgyvendinti keliami šie **uždaviniai**:

- apžvelgti ir susisteminti literatūrą, atskleidžiančią kapitalo struktūros sampratą;
- apžvelgti kapitalo struktūros formavimo teorijas bei jų išskiriamus kapitalo struktūros formavimą lemiančius veiksnius;
- apibendrinti įvairių autorių atliktuose kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimuose išskiriamus veiksnius bei jų poveikį kapitalo struktūrai.

Tyrimo objektas – įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai.

Tyrimo metodai – naudojant mokslinės literatūros analizės, apibendrinimo ir palyginimo, loginės analizės ir sintezės metodus yra identifikuota įmonių kapitalo struktūros samprata, apibendrinti mokslininkų požiūriai į įmonių kapitalo struktūros formavimą sąlygojančius veiksnius bei jų poveikį finansiniam svertui.

* Šį straipsnį tarptautinės mokslinės konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ (2010) mokslinis ir recenzentų komitetas atrinko publikuoti tarptautiniame periodiniame recenzuojamame mokslo leidinyje *IJORTISS 2011 metais*.

Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ medžiagos titulinio lapo kopija

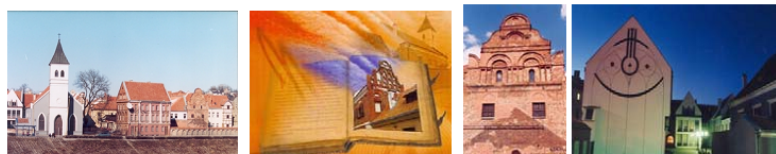
[Turini](#)

		
Vilniaus universitetas LIETUVA www.vu.lt	Vilniaus universiteto Kauno humanitarinis fakultetas (VU KHF) LIETUVA www.vukhf.lt	International Network of Young Researchers in Social Sciences, IN YRSS www.inyrss.vukhf.lt

7-oji tarptautinė mokslinė konferencija
ŪKIO PLĖTRA: TEORIJA IR PRAKTIKA

KONFERENCIJOS STRAIPSNIAI

2010 m. guodžio 9 d.
Kaunas, Lietuva



Konferencijos tikslas yra prisidėti prie patikimos, saugios, efektyvios ir darnios ūkio, ekonomikos bei verslo plėtros Centrinės ir Rytų Europos šalyse. Konferencija suteikia galimybę atvirai diskusijai tarp mokslininkų, verslininkų ir politikų, perskaityti pranešimą, aptarti naujausias mokslo tendencijas, pasiekimus bei trūkumus, taip pat atnaujinti arba užmegzti naujas asmenines pažintis ir bendradarbiavimą.

Konferencijos organizatoriai:

VU KHF Finansų ir apskaitos katedra
VU KHF Verslo ekonomikos ir vadybos katedra
IN YRSS jaunųjų tyrėjų tinklas



Konferencijos kalbos:



Anglų, lietuvių

Konferencijos pirmininkas:

Vilniaus universiteto Kauno humanitarinio fakulteto Dekanas prof. dr. Saulius Gudas
saulius.gudas@vukhf.lt

Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ medžiagos, kurioje spausdintas straipsnis, turinio kopija

	7 ^{oji} Tarptautinė mokslinė konferencija „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ Gruodžio 9 d., 2010, VU Kauno humanitarinis fakultetas, Kaunas, Lietuva	
<hr/>		
Rūta Martinkutė		
Pripažinimo kriterijų svarba ilgalaikio turto atskleidimui finansinėje apskaitoje		30
Edita Malūkienė		
Reikšmingumo įtaka verslo aplinkos finansiniam stabilumui		31
Alma Maskalūnaitė		
Rizikos draudimo fondai ir jų įtaka finansų rinkoms		32
Giedrė Liberytė		
Apskaitos duomenų pritaikymų reikšmė ekonominės pridėtinės vertės EVA rodikliui		33
Saulė Dyraitė		
Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai		34
Lina Murauskaitė		
Egzotiniai opcionai ir jų klasifikacija		35
Evelina Milašiūtė		
Comparative study of traditional and islamic banking		36
Mindaugas Vijūnas		
Matematiniai vertinimo balais modeliai – kredito rizikos įvertinimo instrumentas		37
Alma Janušaitė		
Bankinės krizės ir jų prognozavimo modeliai		38
Erika Krakauskaitė		
Įvertinimas tikrąja verte		39
Lina Veličkienė		
Užsakyminis savikainos kalkuliavimas mažose paslaugų įmonėse		40
Inga Vasiliauskaitė		
Atidėjinių formavimas komerciniuose bankuose		41
Vita Rimšienė		
Kredito rizikos valdymo kredito unijose ypatybės		42
Ignas Kučinskas		
Vertybinių popierių portfelio valdymas pagal ekonominius ciklus		43
Egidijus Darbutas		
Techninė analizė paremta prekyba vertybiniais popieriais Baltijos vertybinių popierių biržoje		44
SEKCIJA C VADYBA		
Viačeslav Semeško		
Logistikos vystymosi perspektyvos Lietuvoje		49
Agnė Šimelytė		
Tarpvalstybinė konkurencija dėl tiesioginių užsienio investicijų pritraukimo		47
Aušra Vaisvalavičiūtė, Sandra Kazakevičiūtė		
Valstybės tarnautojų motyvavimo sistema: Kauno rajono savivaldybės atvejis		48
Roberta Šlekaitytė, Lina Žalpytė		
Darbuotojų pritraukimo į organizacijas Lietuvoje ypatumai		49
Jūratė Lionikaitė, Marius Gurskas		
Spontaneous internal country branding through the mass media		50
Simona Ereminaitė		
E. valdžios ir e. verslo santykis viešuosiuose pirkimuose: teorinis ir teisinis ES kontekstas		51
Irma Lukoševičiūtė		
Organizacijos kultūros santykis su jos orientacija į klientą		52

	7 ^{oji} Tarptautinė mokslinė konferencija „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ Gruodžio 9 d., 2010, VU Kauno humanitarinis fakultetas, Kaunas, Lietuva	
<hr/>		
Odeta Kazakauskaitė		
Įmonių susijungimų ir įsigijimų valdymas: kultūros veiksnys		53
Gabrielė Bidvaitė, Gertrūda Giložaitytė, Mantas Dilys		
Kultūros renginių kaip mokymo priemonės organizavimas mokyklose		54
Ernesta Stasiulytė		
Motives of human resources management outsourcing Case study		55
Ernesta Masytė		
Intelektualaus kapitalo įtaka įmonių konkurencingumui		56
Rasa Bartkutė		
Damaus valdymo paradigma: teoriniai aspektai		57
Agnė Navikaitė		
Įmonių socialinės atsakomybės teikiama nauda organizacijoms		58
Sandra Šilupienė, Raminta Pučėtaitė		
Įmonių socialinės atsakomybės (ISA) įtaka organizaciniam pasitikėjimui		59
SEKCIJA D KOMERCIJA		
Ingrida Griesienė		
Verslo partnerystė kaip strateginio valdymo įrankis		61
Simonas Vaitkus, Marius Lubys, Deividas Baltrušaitis, Aurimas Čepulis, Julius Norkūnas, Edita Rabzaitė		
Moksleivių integruotas verslumas nuo teorijos iki praktikos		62
Edita Rinkūnaitė, Dainora Grundey		
Asmeninių pardavimų tendencijos JAV mokomosios medžiagos pardavimų rinkoje		63
Martynas Gruodis, Dainora Grundey		
Rinkos segmentavimo ypatumai: nacionalinis, tarptautinis ir virtualus lygmenys		64
Akvilė Načajūtė		
Ženklo daro sprendimai: globalių prekių ženklų atvejai		65
Mindaugas Brazaitis, Vaidas Urbanavičius, Dainora Grundey		
Kavinės prekių ženklų kūrimo procesas: Coffee Inn Lietuva atvejis		66
Lina Verbauskienė		
Svetingumo paslaugų kokybės valdymas ir vertinimas		67
Gabrielė Vilutytė, Dainora Grundey		
Senjorų turizmo rinkos vystymo galimybės Lietuvoje		68
Daiva Danilevičiūtė, Dainora Grundey		
Ekologinių motyvatorių vieta pirkėjo motyvatorių sistemoje		69
Bernardas Toluba		
Valstybės įvaizdžio įtakos šalies aukštajam mokslui teorinis pagrindimas		70
Simona Bakutytė, Dainora Grundey		
Vertės kūrimas vartotojui universitetinėse studijose		71
Erika Gibžaitė		
Marketingo strategijos apžvalga statybos įmonėse		72
Danas Viluckas, Dainora Grundey		
Integruotos marketingo komunikacijos strategijos: „Tarptautinės Kauno meno bienalės“ ir „Tarptautinio modernaus šokio festivalio“ atvejai		73
Dovilė Morkūnaitė, Dainora Grundey		
A Multi-facet image of woman in advertising: the case of Lithuania		74

Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ programos kopija

15:00–15:30 REGISTRACIJA (prie J. Jablonskio a.)

15:30–16:10 PLENARINIS POSĖDIS (11 a.)

Pranešėjai:

Konferencijos pirmininkas VU KHF Dekanas prof. dr. Saulius Gudas
Sveikinimo kalba

Konferencijos mokslinio komiteto pirmininkė prof. dr. Dalia Štreimikienė (VU KHF, Lietuva)

Vartotojiška visuomenė ir ekonomikos augimas

Mantas Jaruševičius (011 – Real estate management)

Nuo idėjos iki grynujų

16:30–19:30 Darbas sekcijose.

19:30–20:00 Uždarymo ceremonija. Geriausių pranešimų apdovanojimas. (11 a.)

A SEKCIJA. Ekonomikos aktualijos ir perspektyvos

Pirmininkauja: Ilona Kiaušienė, Neringa Barakauskaitė-Jakubauskienė, Indrė Šikšnelytė

16:30–19:30, 11 a.

16:30–16:37 Barakauskaitė-Jakubauskienė Neringa
LOGISTIC CAPITAL MANAGEMENT THEORIES AND THEORETICAL ASPECTS OF
ECONOMIC GROWTH CYCLE.

16:38–16:45 Jociūtė Erika, Zujytė Neringa, Girdzijauskas Stasys

Pasaulio ekonomikos plėtos tendencijos (logistinis aspektas).

16:46–16:53 Jančiūtė Vilija, Kontautienė Rima

Tarptautinių kompanijų organizacinių struktūrų plėtra.

16:54–17:01 Šikšnelytė Indrė

Lietuvos elektros rinkos atvėrimo laipsnio įtaka elektros energijos kainoms.

17:02–17:09 Velepolskaitė Vilma

Lietuvos ūkiui daroma korupcijos įtaka tiesioginėms užsienio investicijoms.

17:10–17:17 Žiūkaitė Monika

Verslo ciklų įtaka įmonių veiklai.

17:18–17:25 Navickas Vytenis, Dragūnaitė Eglė

Kompetencijos poveikis tarptautinės kompanijos konkurencingumui.

17:26–17:33 Dabulevičiūtė Kristina

Klimato kaitos švelninimo politika ir ekonominė svarba Lietuvai.

17:34–17:41 Kontautienė Rima, Jančiūtė Vilija

Globalizacijos ir šalies ekonomikos išsivystymo lygio sąveika.

17:42–17:49 Dragūnaitė Eglė, Navickas Vytenis

Tiesioginės užsienio investicijos – šalies konkurencingumą didinantis veiksnys.

17:45–18:15 KAVOS PERTRAUKA (prie J. Jablonskio a.)

18:15–18:22 Bartusevičiūtė Milda

Skrydžio į saugumą reiškinys Baltijos šalių finansų rinkose.

18:23–18:30 Bulkevičiūtė Vaida, Girdzijauskas Stasys

Inovacijos ciklų logistinė analizė.

18:31–18:38 Barakauskaitė-Jakubauskienė Neringa

Lietuvos ekonominio augimo ciklas 1991-2009 metų laikotarpyje. Palyginamoji Baltijos šalių
ekonominių rodiklių ir įtaką dariusių veiksnių analizė.

18:39–18:46 Stasiulaitytė Rasa

Klimato kaitos politikos vystymas ir įgyvendinimas Lietuvoje.

18:47–18:54 Šikšnelytė Indrė

Lietuvos elektros energijos rinkos atvėrimo įgyvendinimas.

18:55–19:02 Kiaušienė Ilona

Moteryų ir vyrų užimtumo skirtumai Europos Sąjungoje.

19:03–19:10 Garanašvili Antanina

HEALTH CARE FINANCE IN EU: THE MAIN SYSTEMS AND PROBLEMS.

19:11–19:18 Vaičiulaitytė Agnė

Atliekų, kaip energijos šaltinio panaudojimas visuomenės darnios plėtos kontekste.

19:19–19:26 Deksnytė Indrė

Valiutų krizės: prognozavimo galimybės.

B SEKCIJA. Finansiniai sprendimai verslo aplinkoje

Pirmininkauja: Darius Gliubicas, Ramūnas Mackevičius, Algirdas Pukis

16:30–19:30, J. Jablonskio a.

16:30–16:38 Gelažiūtė Vesta

Finansinės krizės ir jų pasekmės ekonomikai.

16:39–16:47 Martinkutė Rūta

Pripažinimo kriterijų svarba ilgalaikio turto atskleidimui finansinėje apskaitoje.

16:48–16:56 Malūkienė Edita

Reikšmingumo įtaka verslo aplinkos finansiniam stabilumui.

16:57–17:05 Maskaliūnaitė Alma

Rizikos draudimo fondai ir jų įtaka finansų rinkoms.

17:06–17:14 Liberytė Giedrė

Apskaitos duomenų pritaikymų reikšmė ekonominės pridėtinės vertės EVA rodikliui.

17:15–17:23 Dyraitė Saulė

Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai.

17:24–17:32 Murauskaitė Lina

Egzotiniai opcionai ir jų klasifikacija.

17:33–17:41 Milašiūtė Evelina

COMPARATIVE STUDY OF TRADITIONAL AND ISLAMIC BANKING.

17:45–18:15 KAVOS PERTRAUKA (prie J. Jablonskio a.)

18:15–18:23 Vijūnas Mindaugas

Matematiniai vertinimo balais modeliai – kredito rizikos įvertinimo instrumentas.

18:24–18:32 Janušaitė Alma

Bankinės krizės ir jų prognozavimo modeliai.

18:33–18:41 Krakauskaitė Erika

Įvertinimas tikrąja verte.

18:42–18:50 Velickienė Lina

Užsakyminis savikainos kalkuliavimas mažose paslaugų įmonėse.

18:51–18:59 Vasiliauskaitė Inga

Atidėjinių formavimas komerciniuose bankuose.

19:00–19:08 Rimšienė Vita

Kredito rizikos valdymo kredito unijose ypatybės.

19:09–19:17 Kučinskas Ignas

Vertybinių popierių portfelio valdymas pagal ekonominius ciklus.

19:18–19:26 Darbutas Egidijus

Techinė analizė paremta prekyba vertybiniais popieriais Baltijos vertybinių popierių biržoje.

C SEKCIJA. Vadybos aktualijos ir perspektyvos

Pirmininkauja: Rasa Bartkutė, Renaldas Tatoris, Rokas Grunda

16:30–19:30, 12-15 a.

16:30–16:40 Semeško Viačeslav

Logistikos vystymo perspektyvos Lietuvoje.

16:41–16:51 Šimelytė Agnė

Tarpvalstybinė konkurencija dėl tiesioginių užsienio investicijų pritraukimo.

16:52–17:02 Vaisvalavičiūtė Aušra, Kazakevičiūtė Sandra

Valstybės tarnautojų motyvavimo sistema: Kauno rajono savivaldybės atvejis.

17:03–17:13 Šlekaitytė Robera, Žalpytė Lina

Darbuotojų pritraukimo į organizacijas Lietuvoje ypatumai.

Konferencijos „Ūkio plėtra: teorija ir praktika“ dalyvio sertifikatas

The certificate is set against a background of a library aisle. It features the Vilnius University logo on the left, the VU KHF owl logo in the center, and the INYRSS network logo on the right. The word 'SERTIFIKATAS' is prominently displayed in large, bold letters.

SERTIFIKATAS

Pažymime, kad **Saulė Dyraitė**, VU KHF 2 k. magistrantė (Apskaita, finansai ir bankininkystė), skaitė pranešimą tema *„Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai“*.


 Konferencijos pirmininkas
 VU KHF Dekanas prof. dr. Saulius Gudas


 Konferencijos mokslinio komiteto pirmininkė
 prof. dr. Dalia Štreimikienė

7-oji tarptautinė mokslinė konferencija
„Ūkio plėtra: teorija ir praktika“
 2010 m. gruodžio 9 d., Kaunas
 VU Kauno humanitarinis fakultetas ir INYRSS

Sertifikatas patvirtinantis, kad straipsnis „Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai“ priimtas publikuoti IJORTISS moksliniame leidinyje 2011 m.

 <p>http://inriss.vukhf.lt</p>	<p>Online ISSN 1822-3532</p> <p>International Journal of Research Trends in Social Sciences</p>  <p>http://ijortiss.vukhf.lt</p>	<p>IJORTISS is an official reviewed (refereed) online full-text publication of International Network of Young Researchers in Social Sciences (INRYS)</p>
---	--	---

CERTIFICATE OF ACCEPTANCE

REF.: 2011-2

25th April, 2011

This is to certify that **Saulė DYRAITĖ** (Kaunas Faculty of Humanities, Vilnius University, Lithuania) has submitted the paper to IJORTISS as a part of 7th International Scientific Conference "The Development of Economy: Theory and Practice" (09th December, 2010, Kaunas, Lithuania). The preliminary title of the paper is "**ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMĄ LEMIANTYS VEIKSNIAI**" (10 pages).

After the first reviewing, it has been outlined that the paper needs improvements to be performed, after which it will be due for publishing in **Summer 2011**.

Note that the Editorial Board retains the right of shifting the paper to another IJORTISS volume or issue. The Editorial Board also retains the right to reject the paper in the case of copyright violation.



Prof. Dr. (HP) Dainora Grundey
Editor-in-Chief of IJORTISS

Editorial correspondence:

International Journal of Research Trends in Social Sciences (IJORTISS)
Muitines g. 8,
LT-44820, Kaunas
Lithuania

Fax: (+370) 37 423 222
Phone: (+370) 422 376
E-mail: dainoragrundey@yahoo.co.uk
Web: <http://ijortiss.vukhf.lt>

Straipsnio „Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai“ kopija

ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMĄ LEMIANTYS VEIKSNIAI

Saulė Dyraitė

*Apskaitos, finansų ir bankininkystės studijų programa, II kursas
Finansų ir apskaitos katedra
Vilniaus universiteto Kauno humanitarinis fakultetas
Muitinės g. 8, Kaunas LT-44280
saule.dyraite@gmail.com*

Santrauka

Rinkos ekonomikos šalyse įmonėms itin svarbu priimti ekonomiškai pagrįstus sprendimus dėl finansavimo šaltinių struktūros, kuri vadinama kapitalo struktūra arba kapitalo svertu, kadangi kapitalo struktūros parinkimas yra vienas iš svarbiausių veiksnių, užtikrinančių sėkmingą įmonės veiklą bei konkurencinį pranašumą prieš artimiausius konkurentus. Įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimams daro įtaką įvairūs veiksniai, todėl yra svarbu išanalizuoti veiksnių poveikį kapitalo struktūros formavimui.

Šiame straipsnyje atskleidžiama įvairių autorių apibrėžiama kapitalo struktūros samprata, jos sudedamosios dalys ir jų reikšmė bendrai kapitalo struktūrai. Analizuojamos skirtingos kapitalo struktūros formavimo teorijos bei jų išskiriami veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Analizuojami įvairių autorių pateikti ir ištirti veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Straipsnio autorė savo tyrimu siekė apžvelgti įvairių autorių išskiriamus veiksnius, bei susisteminti atliktų kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimų rezultatus.

Reikšminiai žodžiai: kapitalo struktūra, nuosavas kapitalas, skolintas kapitalas, kapitalo struktūros formavimo teorijos, kapitalo struktūros formavimo sprendimus lemiantys veiksniai.

Įvadas

Įmonės sėkmę lemia apsirūpinimas ištekliais ir jų vaidmuo vykdant verslo funkcijas, todėl kiekviena įmonė siekdama užtikrinti veiklą ir realizacijos procesą, turi turėti pakankamai lėšų, kurios gali būti nuosavos ir skolintos. Daug ekonomistų analizavo kas lemia vienokius ar kitokius sprendimus formuojant įmonių kapitalo struktūrą. Nustatyta, jog kapitalo struktūros formavimo sprendimus gali lemti tiek vidiniai įmonės veiksniai, kuriuos įmonė gali valdyti, tiek išoriniai – makroekonominiai – veiksniai, kurių įmonė valdyti negali. Pastebėta, kad skirtingi autoriai išskiria netapačius kapitalo struktūros formavimą lemiančius veiksnius bei egzistuoja skirtingos nuomonės ir dėl jų poveikio finansiniam svertui.

Užsienio ir Lietuvos autoriai yra atlikę nemažai kapitalo struktūros tyrimų analizuojančių veiksnių įtaką kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Kapitalo struktūros formavimą lemiančius veiksnius tyrė daug garsių mokslininkų pradedant D. Teker ir baigiant lietuvių autoriais tokiais kaip T. Kipišas, D. Cibulskienė ir kt. Dažnai autoriai nesutaria, dėl veiksnių poveikio kapitalo struktūros formavimo sprendimams.

Tyrimo tikslas – susisteminti įvairių mokslininkų išskiriamus veiksnius, lemiančius kapitalo struktūros formavimo sprendimus, ir jų poveikį kapitalo struktūrai.

Tikslui įgyvendinti keliami šie **uždaviniai**:

- apžvelgti ir susisteminti literatūrą, atskleidžiančią kapitalo struktūros sampratą;
- apžvelgti kapitalo struktūros formavimo teorijas bei jų išskiriamus kapitalo struktūros formavimą lemiančius veiksnius;
- apibendrinti įvairių autorių atliktuose kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimuose išskiriamus veiksnius bei jų poveikį kapitalo struktūrai.

Tyrimo objektas – įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai.

Tyrimo metodai – naudojant mokslinės literatūros analizės, apibendrinimo ir palyginimo, loginės analizės ir sintezės metodus yra identifikuota įmonių kapitalo struktūros samprata, apibendrinti mokslininkų požiūriai į įmonių kapitalo struktūros formavimą sąlygojančius veiksnius bei jų poveikį finansiniam svertui.

1. Kapitalo struktūros samprata ir jos sudedamosios dalys

Finansinių išteklių paieška ir jų racionalus naudojimas, anot A. V. Rutkausko (2007), yra aktualus visais ekonomikos lygiais: makroekonomikos ir mikroekonomikos, visos šalies ir atskirų regionų mastu – lokaliūs reiškiniai tampa globaliais, o integracija apima visas verslo sritis, objektus. Anot L. Juozaitienės (2008), rinkos ekonomikos šalyse įmonėms itin svarbu priimti ekonomiškai pagrįstus sprendimus dėl finansavimo šaltinių struktūros, kuri vadinama kapitalo struktūra arba kapitalo svertu.

Kapitalo struktūrą įvairūs autoriai apibrėžia skirtingai. D. Cibulskienės (2007) teigimu, kapitalo struktūra apibūdinama kaip įmonės kapitalo arba finansinių priemonių sudėtis iš įvairių kapitalo rūšių, kurios atpažįstamos įmonės savininkų nuosavybės ir įsipareigojimų balanso pusėje, paprasčiau tariant tai įmonės finansavimo procese naudojamas skolinto ir nuosavo kapitalo derinys. Autorė teigia, kad kapitalo struktūros sprendimai lemia tikslinės kapitalo struktūros pasirinkimą. Tikslinė kapitalo struktūra – tai priimtinausias skolinto ir nuosavo kapitalo derinys, kuriuo planuojama finansuoti investicijų poreikius. V. Aleknevičienė (2009) kapitalo struktūrą apibrėžia kaip įmonės nuosavybės ir įsipareigojimų santykį bei sudėtį. Anot autorės, ši samprata naudotina, tiriant įmonės stabilumą. Kapitalo struktūra parodo kaip įmonė finansuoja visas operacijas ir įmonės vystymąsi naudojant įvairių fondų šaltinius. Panašiai kapitalo struktūrą apibrėžia ekonomistas C. P. Obi (1999). Jo teigimu kapitalo struktūra – tai firmos finansavimo procese naudojamas paskolų ir akcinio kapitalo derinys. Anot D. Teker, O. Tasseven ir A. Tukul (2009), kapitalo struktūra susideda iš tam tikros skolų ir nuosavo kapitalo kombinacijos, kuri palengvina įmonės ilgalaikį finansavimą.

Išanalizavus įvairių autorių apibrėžiamą kapitalo struktūros sampratą, nustatyta, kad autoriai yra vieningos nuomonės ir apibrėžimai yra beveik tapatūs. Apibendrinus įvairių autorių kapitalo struktūros apibrėžimus galima teigti, kad kapitalo struktūra sudaroma iš įmonės vidinių ir išorinių šaltinių, kitaip vadinamų nuosavų ir skolintų šaltinių. Įmonės vidiniams šaltiniams priskiriamas įmonės pelnas. Jeigu įmonė uždirba pakankamai pelno, kad patenkintų savo finansinius poreikius, ji gali nenaudoti išorinių (skolintų) finansavimo šaltinių. Tačiau jei pelno neužtenka arba įmonės veikla nuostolinga, jai tenka rinktis kitą finansavimo būdą. Taigi, įmonės finansuodamos savo veiklą tiek iš vidinių, tiek iš išorinių šaltinių, formuoja kapitalą.

Nuosavas kapitalas aštuntajame verslo apskaitos standarte apibūdinamas kaip įmonės turto dalis, likusi iš viso turto atėmus įsipareigojimus. C. P. Obi (1999) nuosavą kapitalą traktuoja kaip savininkų (akcininkų) nuosavybę, todėl jis gali būti vadinamas ir akciniu kapitalu. Anot P. Wilson (1997), skolintas kapitalas – tai pinigai, paskolinti privataus asmens arba institucijos, kuriuos įmonė turi gražinti pasibaigus sutartam laikotarpiui, sumokėdama palūkanas už gražintiną sumą.

L. Juozaitienė (2008) teigia, kad kapitalo struktūros pasirinkimą įmonėje lemia nuosavo ir skolinto kapitalo skirtumai, todėl būtina išanalizuoti kapitalo struktūros sudedamųjų dalių ypatumus. Nuosavo kapitalo pagrindinis požymis tas, kad jis negarantuoja investitoriui pelningos veiklos ir nenumatomas grafikas investicijoms gražinti, bet šis kapitalas yra stabilesnis, nes nėra privalomų reikalavimų mokėti dividendus. Anot P. Wilson (1997) nuosavas kapitalas yra patrauklesnis ir tuo, jog gali būti kaip užstatas skolintam kapitalui gauti. Skolintą kapitalą visada reikia gražinti nustatytais terminais ir nepriklausomai nuo įmonės finansinės būklės. Be to, jeigu įmonė nesugeba išmokėti pagrindinės skolos dalies ar palūkanų, tada akcininkai praranda galimybę kontroliuoti įmonę. Jeigu skolos didesnės už nuosavą kapitalą, kreditoriai gali prarasti savo paskolintas lėšas.

Įmonei naudotis skolintu kapitalu naudinga, kadangi išlaidos palūkanoms išmokėti už skolintą kapitalą yra sąlyginai pastovios. Vadinasi, kol jos yra mažesnės už pelną, kurį įmonė gali uždirbti su skolintomis lėšomis, šis skirtumas sudaro įmonės pelną. Antra, palūkanos skiriasi nuo dividendų. Dividendai išmokami savininkams paskirsčius grynąjį pelną, o palūkanos yra laikomos

finansinėmis sąnaudomis, mažinančiomis apmokestinamąjį pelną. Be to infliacijos sąlygomis piniginiai išpareigojimai duoda pelną dėl didėjančių kainų (Juozaitienė, 2008, p. 239). V. Aleknevičienės (2009) teigimu, naudotis skolintu kapitalu yra naudinga, kadangi jis yra pigesnis už nuosavą, nes skolintojai turi pirmenybę palyginus su akcininkais tiek pajamų paskirstymo procese, tiek bankroto procedūros metu.

Jeigu įmonė nesiskolina lėšų, tai visa verslo rizika tenka akcininkams. Kai įmonė savo veiklos funkcionavimui naudoja skolintas lėšas, tai paskolų davėjai verslo rizikos nejaučia, nes jiems yra garantuotas fiksuotas paskolų gražinimas prieš dividendų akcininkams paskirstymą. Visa verslo rizika, proporcinga investuoto kapitalo daliai, tenka akcininkams (Juozaitienė, 2008, p. 239).

V. Kvedaraitė (1997) teigia, kad vienintelis nuosavo bei skolinto kapitalo struktūros pokyčių poveikis yra mokėjimų dividendams ir palūkanoms santykio pasikeitimas. Kuo įmonė daugiau skolinasi, tuo jai reikia mokėti daugiau palūkanų ir mažiau lėšų lieka dividendams. Autorė mano, kad dažniausiai pasiskolinus daugiau galima įgyvendinti pelningiausias projektus. Nepaisant to, pernelyg daug skolintis rizikinga – išskyla rizika, jog įmonė nesugebės gražinti paskolos. Todėl, anot A. V. Rutkausko (2007), siekiant efektyviau paskirstyti ir investuoti finansinius išteklius, būtina tinkamai įvertinti finansinių išteklių struktūrą, nes vien savos lėšos ne visais laikotarpiais naudojamos efektyviai. Finansinių išteklių racionalus naudojimas, struktūros gerinimas yra vienas iš svarbiausių būdų verslui stiprinti, plėsti veiklą, siekti lyderystės rinkoje, vengti finansinių krizių.

2. Kapitalo struktūros formavimo teorijos ir veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus

Kapitalo struktūros formavimo ir jį lemiančių veiksnių klausimu jau susidomėta seniai. Modigliani ir Miller laikomi pirmaisiais šios srities mokslininkais, kurių teorijos davė pradžią visai kapitalo struktūros istorijai (Obi, 1999, p. 248). Anot E. McLaney (2009), 1958 m. **Modigliani ir Miller** (sutrumpintai vadinami M&M) paskelbė straipsnį, kuriame buvo analizuojamas klausimas - tradicinis požiūris į nuosavo ir skolinto kapitalo santykį. M&M visos mokslškai pagrįstos teorijos atsispindi trijose jų teoremosė.

Pirmoji M&M teorema teigė, kad firmos vertė nepriklauso nuo to, kokiais šaltiniais yra finansuojamas kapitalas, dėl to įmonės kapitalo kaina visai nepriklauso nuo skolinto ir nuosavo kapitalo santykio. Vieninteliai veiksniai, lemiantys firmos vertę ir jos vidutinę svertinę kapitalo kainą yra tikėtini naujos investicijos sukuriami pinigų srautai ir verslo rizika (McLaney, 2009, p. 302).

Antroji M&M kapitalo struktūros formavimo teorema buvo išvystyta 1963 m. Ši teorema, teigia, kad kuo didesnis nuosavo ir skolinto kapitalo santykis, tuo didesnė firmos vertė. Firmos vertė yra didžiausia, o vidutinė svertinė kapitalo kaina yra mažiausia kai skolų dalis kapitalo struktūroje sudaro 100 proc., t.y. kai skolintojai suteikia visą firmos finansavimą. Ši M&M teorema yra kritikuojama, kadangi anot E. McLaney (2009) yra abejojama ar praktikoje skolų dalis kapitalo struktūroje sudaranti 100 proc. yra logiška. Esant labai aukštam skolinto ir nuosavo kapitalo santykiui skolintojai supras, kad įmonė turi mažai garantijų gražinti skolas.

Tais pačiais 1963 metais **M&M išvystė trečiąją kapitalo struktūros formavimo teorema**, esant finansiniam išsekimui (t.y. galimybė, kad įmonė dėl sumažėjusių pinigų srautų negalės sumokėti palūkanų). Jie teigė, kad didėjant skolų lygiui kapitalo struktūroje, didėja ne tik savininkų, bet ir kreditorių patiriama rizika. Taigi, didėja ir finansinio išsekimo tikimybė, nes pastovūs palūkanų mokėjimai už skolintą kapitalą turi būti atliekami nepriklausomai nuo įmonės pelno ar pinigų srautų, o dividendų mokėjimas gali būti atidėtas esant nuostoliui ar nepakankamiems pinigų srautams. Finansinio išsekimo išlaidos didina kapitalo kainą, kadangi savininkai nori uždirbti daugiau, matydami papildomą riziką (McLaney, 2009, p. 302).

Nors M&M teorijos yra dažnai kritikuojamos, tačiau anot V. Aleknevičienės (2009), vienas iš svarbiausių privalumų buvo tai, kad teorijos pagrindė finansinės rizikos didėjimą kylant svertui. M&M teorija yra laikoma klasikine kapitalo struktūros formavimo teorija, o visos kitos teorijos yra paremtos jos teiginiais.

Kita teorija nagrinėjanti kapitalo struktūros formavimo klausimą yra **tradicinis požiūris**. Anot V. Aleknevičienės (2009), tradicinis kapitalo struktūros formavimo požiūris niekada nebuvo mokslškai pagrįstas, o atspindėjo tik tai, kad tradiciškai buvo tikima tam tikro ryšio tarp finansinio svarto ir kapitalo kainos egzistavimu.

Anot J.C. Van Horne ir J.M. Wachowicz (2008), tradicinė kapitalo teorija teigė, kad vadybininkai apgalvotai sudarydami kapitalo svertą gali padidinti įmonės vertę. Autorių teigimu, tradicinis požiūris leidžia suprasti, kad įmonės kapitalo kaina yra priklausoma nuo kapitalo struktūros. Anot V. Aleknevičienės (2009), pagal tradicinį požiūrį skolos kaina kyla, didėjant svertui, o pagal MM, - išlieka pastovi. Ir tai yra labai ginčytinas klausimas, nes praktikoje bankai labiau linkę neišduoti paskolų, kai sunaudojamas įmonės skolinimosi pajėgumas, nei didinti palūkanų normą. Kaip teigia E. McLaney (2009), didėjant kapitalo svertui tiek investuotojai, tiek skolintojai mato didėjančią riziką, dėl kurios reikalauja didesnių įplaukų, o esant žemam kapitalo svarto lygiui nei investuotojai nei skolininkai to nereikalauja ir dėl to vidutinė svartinė kapitalo kaina (tai, anot L. Juozaitienės (2008), aritmetinis svartinis rodiklis apskaičiuojamas vertinant skirtingų kapitalo komponentų išlaidas ir jų dalį kapitalo struktūroje) mažėja.

Nepaisant to, kad tradicinis požiūris nebuvo mokslškai pagrįstas, jis naudingas tuo, kad leidžia suvokti priežastis, dėl kurių besaikis finansinio svarto didinimas yra ribojamas. Būtent šios priežastys lemia kompromisą tarp rizikos ir pelningumo, pasirenkant investicijų finansavimo būdą (Aleknevičienė, 2009, p. 247).

Kita teorija, nagrinėjanti kapitalo struktūros formavimo klausimą, yra **kompromisinė teorija**, E. McLaney (2009) ją dar pavadino moderniuoju požiūriu. Anot C. Cotei ir J. Farhat (2009) kompromisinis modelis numato, kad įmonės siekia suformuoti ir išlaikyti kapitalo struktūrą balansuojant naudą ir skolų sąnaudas. Kompromiso teorija teigia, kad įmonės kapitalo struktūrą įtakoja individualus įmonės pasirinkimas tarp mokesčių naudos, kai didėja finansinis svertas, ir įmonės valdymo bei bankroto išlaidų, kurios atsiranda, kai skolos lygis priartėja prie ribinės ribos.

Kaip teigia L. Elizabeth, D. Shobha ir D. Amit (2009), **agentavimo teorija**, kuri pasirodė 1970 m., išplėtė ankstesnį ekonominių santykių supratimą esant neapibrėžtumui ir netobulos informacijos sąlygomis. Daugelyje įmonių savininkai negali aktyviai valdyti įmonės, todėl jie samdo vadybininkus, kurie priima sprendimus, kurie ne visada sutampa su savininkų interesais. Akcininkai siekia maksimizuoti savo naudą, įmonių vadovai dažnai turi kitų savanaudiškų tikslų, kurie gali prieštarauti įmonės politikai. Skirtumas tarp išmokų savininkams, kai interesai yra suderinti, ir kai jie nesuderinti vadinama tarpininkavimo kaina. Kadangi yra brangu pasiekti suderinimą, tai racionalu patirti tarpininkavimo išlaidas (Elizabeth; Shobha; Amit, 2009).

Anot E. McLaney (2009), kapitalo struktūros kontekste, agentavimo teorija teigia, kad išlaidos gali atsirasti, dėl to, kad atsiranda nesutarimas tarp savininkų ir vadybininkų, kokia kapitalo struktūra yra geriausia. Savininkai yra patenkinti jeigu finansavimas skolomis sumažina kapitalo kainą. Tačiau už palūkanų mokėjimus ir fondų, skirtų gražinti skoloms, sudarymą yra atsakingi vadybininkai ir dažnai jie šios atsakomybės siekia išvengti. Kita vertus, Jensen (1986) pažymėjo, kad privertus vadybininkus mokėti palūkanas ir prisiimti atsakomybę, jie atsargiau rinksis investavimo galimybes, kurios gali būti nenaudingos. Taigi, toks būdas gali sumažinti vadybininkų norą daryti tokias investicijas, kurios plėstų verslą, o su juo kartu vadybininkų saugumą ir gerovę.

1984 m. Myers pasiūlė **pasirinkimo eilės teoriją**, dar vadinamą susiklosčiusios hierarchijos teorija. Anot E. McLaney (2009), pasirinkimo eilės teorija yra susijusi su idėja, teigiančia, kad verslas yra priverstas išleisti naujas akcijas (tai daro blogiausiu atveju). Ir autorius nurodo priežastis patvirtinančias šią idėją. Pirma, akcijų išleidimas yra brangus, turi aukštas išleidimo išlaidas. Antra, dauguma vadybininkų mano, kad rinka nuvertina jų įmonių akcijas. Išleidžiant naujas akcijas šia maža verte, būtų nepalankioje padėtyje esantys akcininkai, o įgytų pranašumą nauji akcininkai įsigiję naujai išleistas akcijas. Trečia, dauguma vadybininkų tiki, kad rinka naują akcijų emisiją supranta kaip nevirties veiksmą, manoma, kad direktoriai supranta kad jų esamos akcijos vertybinių popierių rinkoje yra per brangios. Taigi, tai gali sumažinti akcijų kainą.

Pasirinkimo eilės teorija išskiria tokią finansavimo šaltinių seką, pagal tai, kuo įmonė pirmiausia rinksis finansuoti savo veiklą (McLaney, 2009, p. 314):

- nepaskirstytasis pelnas;
- terminuotosios skolos iš bankų ar kitų institucijų;
- kapitalo akcijų emisija.

Iš šios išskiriamos finansavimo šaltinių sekos, galima teigti, kad vadovai nesiekia minimizuoti kapitalo kainą, nes nepaskirstytasis pelnas, anot V. Aleknevičienės (2009), yra brangesnis už skolintą kapitalą. Reinvestuodamos grynąjį pelną, įmonės formuoja mažesnę finansinį svertą, taip sumažindamos riziką ir apsisaugodamos nuo neigiamų rinkos pokyčių.

Kaip teigia V. Aleknevičienė (2009), praktikoje egzistuoja daug objektyvių ir subjektyvių veiksnių, turinčių įtakos investicijų finansavimo būdo pasirinkimui. Jie sąlygoja atotrūkį tarp teorijos ir praktikos. Iki šių dienų ekonomistai neturi vieningos nuomonės, kuri iš egzistuojančių teorijų geriausiai atspindi dabartinę įmonių elgseną ir kokie veiksniai įtakoja finansinius sprendimus.

Įmonės formuodamos kapitalo struktūrą elgiasi labai skirtingai, jų sprendimus lemia įvairūs veiksniai. Atlikus kapitalo struktūros formavimo teorijų analizę sudaryta lentelė, susisteminti teorijų išskiriamus veiksniai, lemiančius kapitalo struktūros formavimo sprendimus (1 lentelė).

Modigliani ir Miller antroje teoremoje, tradicinėje bei kompromisinėje teorijose akcentuojamas veiksnys, lemiantis kapitalo struktūros formavimo sprendimus, – mokesčio tarifas. Anot E. McLaney (2009) yra aiški mokesčių nauda mokant 1 dolerį palūkanų už gautą paskolą nei mokėti 1 dolerį dividendams, kadangi palūkanos yra neapmokestinamos. Tai skatina įmonių finansavimą skolomis.

Mokesčio mastą, kaip svarbų veiksnį, lemiantį kapitalo struktūros formavimo sprendimus, išskiria pasirinkimo eilės teorijos šalininkai. Anot E. McLaney (2009) iš mokesčių atskaitomos išlaidos neturi vertės iki tol, kol įmonėje nesukuriamos apmokestinamosios pajamos, kurios nustato tą vertę. Įmonės uždirbančios mažesnę pelną, moka mažesnę pelno mokestį. Dėl to įmonės su mažu uždarbiu yra nelinkę daug finansuoti skolintomis lėšomis.

Modigliani ir Miller pirmoje teoremoje akcentuojamos nepastovios pardavimų pajamos arba aukštas einamasis nuosavo ir skolinto kapitalo santykis. Abu šie veiksniai, o ypač jų kombinacija gali sukelti didelius pajamų, kurios įprastai mokamos akcininkams, svyravimus. Tai gali iššaukti auštą rizikos lygį susijusį su pajamomis, bei gali padidinti bankroto riziką ir su juo susijusias išlaidas.

1 lentelė

Kapitalo struktūros formavimo teorijų išskiriami veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus

Veiksniai	Teorijos	M&M I	M&M II	M&M III	Tradicinis požiūris	Kompromisinė teorija	Agentavimo teorija	Pasirinkimo eilės teorija
Mokesčio tarifas			X		X	X		
Mokesčio mastas								X
Nepastovios pardavimų pajamos		X						
Įmonės turimo turto savybės						X		
Nenoras išleisti naujas akcijas								X
Auganti kapitalo kaina					X			
Kapitalo aptarnavimo išlaidos				X				
Verslo rizika		X	X		X			
Tarpininkavimo išlaidos							X	

Šaltinis: sudaryta autorės pagal MCLANEY, Eddie. (2009) Business finance. 8th editon. England. p. 520.

Kompromisinė teorija išskiria veiksnį, lemiantį kapitalo struktūros formavimo sprendimus, - įmonės turimo turto savybes. Įmonės turinčios turtą, kurio vertė yra žymiai aukštesnė įmonei

veikiant pelningai negu esant bankroto pardavimo pagrindu, su potencialiai aukštomis bankroto išlaidomis siekia išvengti aukšto nuosavo ir skolinto kapitalo santykio. Agentavimo teorija išskiria tarpininkavimo išlaidas, kaip veiksnį, lemiantį kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Pagal agentavimo teoriją, skolintų pinigų naudojimas verčia samdomus vadovus būti drausmingesnius naudojant įmonės lėšas ir valdant turtą, todėl didesnis finansinis svertas mažina tarpininkavimo išlaidas.

Pasirinkimo eilės teorija teigia, kad nenoras išleisti naujas akcijas lemia kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Įmonės savininkai mano, kad rinkta nuvertina jų akcijas ir jie nenori išleisti naujas žemos vertės akcijas. Taip pat manoma, kad rinkta klaidingai supranta akcijų emisiją, manydama, kad tai reiškia, kad įmonė turi sunkumų.

Tradicinis požiūris teigia, kad auganti kapitalo kaina lemia kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Akcijų emisijos išlaidos yra palyginti labai didelės. Finansavimas skolintomis lėšomis yra pigus. Visa tai neišvengiamai įtakoja daugelį sprendimų formuojant kapitalo struktūrą.

Modigliani ir Miller trečioji teorema teigia, kad vyraujanti palūkanų norma (kapitalo aptarnavimo išlaidos) taip pat yra svarbus veiksnys formuojant kapitalo struktūrą. Modigliani ir Miller antroje teoremoje bei tradicinėje teorijoje akcentuojama verslo rizika, kurią galima išskirti kaip veiksnį sąlygojantį kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Šį veiksnį išskiria V. Aleknevičienė (2009), taip pat autoriai W. Elali ir T. Trainor (2009). Anot C.P. Obi (1999), verslo rizika – tai paskolas naudojančios firmos veiklos rizikingumas. Autorius siūlo ir kitokius verslo rizikos apibrėžimus, verslo rizika taip pat gali būti apibūdinama, kaip būsimo investuoto kapitalo prognozuojamojo pelningumo neapibrėžtumas.

Ištyrus garsių teorijų požiūrius į įmonių skolinimosi politiką lemiančius veiksnius, nustatyta, kad nėra absoliučiai vieningos nuomonės analizuojamu klausimu. Kaip matome 1 lentelėje, nagrinėtų teorijų dažniausiai pasikartojantys veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus, yra mokesčio tarifas ir verslo rizika. Anot V. Aleknevičienės (2009), esant aukštesniam verslo rizikos laipsniui, įmonės skolinasi mažiau, ir atvirkesniai.

3. Lietuvos ir užsienio autorių atliktų kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimų analizė

Kapitalo struktūros politika yra vienas pagrindinių daugelio empirinių tyrimų studijų objektų. Tiek užsienio, tiek Lietuvos autorių yra atlikta nemažai praktinių kapitalo struktūros tyrimų, analizuojančių veiksnių įtaką kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Dažnai autoriai nesutaria, kas daro didžiausią įtaką finansiniams kapitalo struktūros formavimo sprendimams. Nuomonių skirtumus neretai lemia asmeniniai individualūs požiūriai į ekonomines problemas. Taigi, tai tik dar labiau išryškina kapitalo struktūros formavimo problematiškumą.

Tiek lietuvių, tiek užsienio autorių straipsniuose išskiriama didelė įvairovė veiksnių, daugelis iš jų kartojasi, kai kurie – ne. 2 lentelėje pateikiami Lietuvos ir užsienio autorių kapitalo struktūros tyrimuose analizuojami veiksniai bei gauti rezultatai.

Lietuvos ir užsienio autorių atliktuose tyrimuose dažniausiai tiriamą veiksnį galima išskirti įmonių pelningumą. Daugelis atliktų tyrimų parodė stiprų ryšį tarp kapitalo struktūros ir šio veiksnio, nustatytas neigiamas ryšys tarp kapitalo struktūros ir pelningumo rodiklių. Tokius tyrimo rezultatus gavo T. Kipišas (2004), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), D. Cibulskienė (2007), H.S. Song (2005), Y. Liu bei X. Ning (2009). Anot T. Kipišo (2004), gautas neigiamas ryšys tarp kapitalo struktūros ir pelningumo parodo, kad pelningiausios įmonės paprastai naudoja nedidelį finansinį svertą dėl mažesnio skolinimosi poreikio, priešingai nei mažesnius pelnus generuojančios įmonės. Šis rezultatas, kaip teigia T. Kipišas (2004), paneigia kompromisinės teorijos atstovų teiginį, kad aukšti pelnai sąlygoja didesnius skolos aptarnavimo pajėgumus, dėl kurių susidaranti didesnė mokesčių ekonomija turėtų skatinti siekti aukštesnio finansinės skolos lygio įmonės kapitalo struktūroje. Tačiau patvirtina pasirinkimo eilės teorijos teiginius, kad įmonė pirmiausia rinksis nepaskirstytąjį pelną savo veiklos finansavimui, o tik pritrūkus lėšų rinksis terminuotųjų skolų iš bankų ar kitų institucijų.

Įvairių ekonomistų pasirinktų veiksnių, lemiančių kapitalo struktūros formavimo sprendimus, tyrimų rezultatai

Veiksnyss	Ryšys su kapitalo struktūra	Veiksnių įtaką kapitalo struktūros formavimo sprendimams tyrę autoriai
Pelningumas	-	T. Kipišas (2004), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), D. Cibulskienė (2007), H.S. Song (2005), Y. Liu bei X. Ning (2009)
Mokumas	-	T. Kipišas (2004), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007)
Įmonės dydis	+	D. Cibulskienė (2007)
Likvidumas	-	Y. Liu bei X. Ning (2009)
Neskolinis mokesčių skydas	-	T. Kipišas (2004)
Turto materialumas	+	T. Kipišas (2004), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), D. Teker, O. Tasseven, A. Tukul (2009), H.S. Song (2005)
BVP bendrasis augimas	+	D. Cibulskienė (2007)
Apyvartumas	+	T. Kipišas (2004)
Augimo galimybės	-	D. Cibulskienė (2007), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), Y. Liu bei X. Ning (2009)
(+)- teigiamas ryšys su finansiniu svertu; (-) – neigiamas ryšys su finansiniu svertu		

Šaltinis: sudaryta autorės.

Mokumo rodiklių įtaką kapitalo struktūros formavimo sprendimams tyrė T. Kipišas (2004), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007). Įmonės mokumo rodikliai parodo gebėjimą laiku padengti visus einamuosius įmonės piniginius išpareigojimus. Nustatytas neigiamas ryšys tarp finansinio sveto ir mokumo rodiklių rodo, kad didėjant skolintoms lėšoms, įmonės mokumas mažėja. Y. Liu bei X. Ning (2009) remiantis Kinijos elektros energijos pramonės įmonių duomenimis nustatė neigiamą ryšį tarp finansinio sveto ir turto likvidumo rodiklio. Tai anot autorių rodo, jog turto likvidumas yra didesnis kai finansinis svertas yra mažesnis. Anot Y. Liu bei X. Ning (2009), aukštas likvidumo koeficientas užtikrina greitą kapitalo apyvartumą ir įmonė gali panaudoti turto srautą naujoms kapitalo investicijoms, sumažinant išorinio finansavimo poreikį.

D. Cibulskienė (2007) nustatė teigiamą koreliacinį ryšį tarp finansinio sveto ir įmonės dydžio veiksnių. Anot V. Aleknevičienės (2009), didelės įmonės yra patrauklesnės kreditoriams dėl didesnio patikimumo, todėl jų skolinimosi galimybės yra geresnės nei mažų įmonių. Dėl šios priežasties didelės įmonės dažnai pasinaudoja ir jų kapitalo struktūroje yra daugiau skolinto kapitalo.

T. Kipišas (2004), H.S. Song (2005) ir Y. Liu bei X. Ning (2009) analizavo finansinio sveto ir neskolinio mokesčių skydo ryšį. Neskolinis mokesčio skydas apibūdinamas kaip nauda, kuri gaunama iš apmokestinamojo pelno atskaičius kitokius palūkanų mokėjimus (pvz., atskaičius nusidėvėjimą). Neskolinis mokesčių skydas yra pakaitalas mokesčių naudai, gautai iš veiklos finansavimo skolomis. H.S. Song (2005) ir Y. Liu bei X. Ning (2009) nepavyko rasti statistškai reikšmingo ryšio. T. Kipišo (2004) tyrimas atskleidė, kad tarp finansinio sveto ir neskolinio mokesčių skydo egzistuoja neigiamas ryšys. Toks T. Kipišo gautas rezultatas patvirtina kompromiso teoriją, teigiančią, kad didėjantis neskolinis mokesčių skydas mažins finansinį svertą. Skirtingus T. Kipišo ir užsienio autorių tyrimų rezultatus galima paaiškinti, jog tyrimai atlikti skirtingose šalyse, su skirtingomis mokesčių politikomis, taip pat skiriasi atliktų tyrimų laikotarpiai.

Turto materialumo įtaką finansinės skolos lygiui tyrė T. Kipišas (2004), R. Norvaišienė ir J. Stankevičienė (2007), D. Teker, O. Tasseven, A. Tukul (2009) ir H.S. Song (2005). Visų autorių tyrimų rezultatai buvo gauti vienodi, nustatyta, jog finansinės skolos lygį įmonių kapitalo struktūroje teigiamai veikia ilgalaikio materialaus turto augimas bendroje turto struktūroje. Anot T. Kipišo (2004), ilgalaikė finansinė skola dažniausiai naudojama ilgalaikio materialaus turto įsigijimui, o trumpalaikė paskola naudojama finansuoti apyvartinį kapitalą. Todėl materialaus turto augimas įmonės turto struktūroje kartu didina ilgalaikės finansinės skolos, reikalingos turto

finansavimui, lygi, o kartu ir bendrą finansinio svarto dydį įmonėje. Gauti tyrimo rezultatai patvirtina kompromiso ir pasirinkimo eilės teorijos tvirtinimus, dėl turto materialumo poveikio finansinio svarto dydžiui.

D. Cibulskienė (2007) plačiai tyrė ryšius tarp makroekonominės aplinkos bei finansų rinkos globalizacijos veiksnių ir finansinio svarto dydžio. Autorė nustatė statistiškai reikšmingą tiesioginį ryšį tarp bendrojo vidaus produkto (BVP) bendrojo augimo ir finansinio svarto dydžio.

Išanalizavus Lietuvos ir užsienio autorių atliktus kapitalo struktūros tyrimus, pastebėta, jog užsienio autoriai yra išradingesni, tyrimams pasirinko įvairesnių veiksnių. L.Elizabeth, D. Shobha ir D. Amit (2009) tyrė diversifikacijos ir verslo aplinkos įtaką finansiniam svartui. M. Mahmud, G.M. Herani, A.W. Rajar ir W.Farooqi (2009) tyrė tokių veiksnių, kaip finansinė liberalizacija, finansų rinkos efektyvumas, kreditorių teisės, įtaką finansiniam svartui. Lietuvos autorių atliktuose tyrimuose svarbiausiu veiksniu išvelgiamas įmonių pelningumas ir įmonių dydis. Užsienio autoriai pritaria dėl įmonės pelningumo, dydžio ir potencialaus finansinio bei gamybinio pajėgumo svarbos kapitalo struktūros formavimo politikai, tačiau taip pat svarbiais laiko ir tokius veiksniais, kaip įmonės diversifikavimo strategiją, konkurencinę aplinką, jos kitimą ar stabilumą.

Išanalizavus Lietuvos ir užsienio autorių atliktus kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimus, galima pastebėti, jog daugiausiai tirtas įmonių pelningumo ir turto materialumo ryšys su kapitalo struktūra. Lietuvių autoriai daugiausiai pasirinko savo tyrimams įmonių pelningumo, mokumo, turto materialumo ir augimo galimybių rodiklius.

Kaip matyti iš apžvelgtų mokslininkų tyrimų analizuojama tema, galima daryti prielaidą, kad nėra nustatytos universalios tinkamos kapitalo struktūros teorijos ar padarytos visiems priimtinos teorinės išvados. Nors daugelis autorių savo tyrimams pasirinko tapačius veiksniai, tačiau tyrimo rezultatai ne visada buvo tapatūs. Lietuvoje kapitalo struktūros formavimo tyrimų atlikta sąlyginai nedaug. Pastebėta, jog užsienio autorių tyrimai atlikti remiantis naujausiais duomenimis, Lietuvos autorių tyrimai remiasi palyginti senais duomenimis, todėl lieka plati finansinių tyrinėjimų erdvė potencialiems tyrinėtojams.

Išvados

1. Kapitalo struktūra sudaroma iš įmonės vidinių ir išorinių šaltinių, kitaip vadinamų nuosavų ir skolintų lėšų. Įmonėje kapitalo struktūros pasirinkimą lemia nuosavo ir skolinto kapitalo skirtumai.
2. Ištyrus garsių teorijų požiūrius į įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiančius veiksniai, nustatyta, kad nėra absoliučiai vieningos nuomonės analizuojamu klausimu, nagrinėtų teorijų dažniausiai pasikartojantys veiksniai, lemiantys kapitalo struktūros formavimo sprendimus, yra mokesčio tarifas ir verslo rizika.
3. Išanalizavus Lietuvos ir užsienio autorių atliktus kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimus, galima pastebėti, jog daugiausiai mokslininkų tirtas įmonių pelningumo ir turto materialumo ryšys su finansiniu svartu. Daugelis atliktų tyrimų parodė stiprų neigiamą ryšį tarp kapitalo struktūros ir pelningumo, bei nustatytas teigiamas ryšys tarp kapitalo struktūros ir turto materialumo. Lietuvių autoriai daugiausiai pasirinko savo tyrimams įmonių pelningumo, mokumo, turto materialumo ir augimo galimybių rodiklius.

Literatūra

1. ALEKNEVIČIENĖ, Vilija. (2009) *Įmonės finansų valdymas*. Kaunas: Spalvų kraitė. 432 p. ISBN 978-9955-921-04-2.
2. CIBULSKIENĖ, Diana. (2007) *Įmonių kapitalo struktūros formavimas finansų rinkos globalizacijos procesuose*. Šiaulių universitetas: Šiaulių universiteto leidykla. 271 p. ISBN 978-9986-38-806-7.
3. COTEI, Carmen; FARHAT, Joseph. (2009) The trade-off theory and the pecking order theory: are they mutually exclusive? [interaktyvus]. *North American Journal of Finance and Banking Research*, No.3. [žiūrėta 2009 m. gruodžio 1 d.]. Prieiga per internetą: <http://globip.com/pdf_pages/northamerjournal-vol3-article1.pdf>

4. ELALI, Wajeeh, TRAINOR, Therese. (2009) *Advanced corporate finance a practical approach*. Toronto: Ontario. 704 p. ISBN 0321494075.
5. ELIZABETH, Lim; SHOBHA, Das; AMIT, Das. (2009) Diversification strategy, capital structure, and the Asian financial crisis (1997 – 1998): evidence from Singapore firms. Singapore: Nanyang Technological University. *Strategic Management Journal* Nr. 30, p. 577-594.
6. JUOZAITIENĖ. Liongina. (2008) *Įmonės finansai: analizė ir valdymas*. Šiaulių universiteto leidykla. 418 p. ISBN 978-9986-38-792-3.
7. KIPISŠAS, Tomas. (2004) Kapitalo struktūros optimizavimo problema Lietuvos įmonėse eurointegracinių procesų sąlygomis. *Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai*, Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas, Nr.4 (25), p. 46-57. ISSN 1392-0758.
8. KVEDARAITĖ, Violeta. (1997) *Įmonės finansų valdymas*. Vilnius: Lietuvos informacijos institutas. 63 p. ISBN 9986-12-146-9.
9. LIU, Yuanxin; NING, Xiangbo. (2009) Empirical research of the capital structure influencing factors of Electric Power listed companies. [interaktyvus]. *International Journal of Marketing Studies*, Nr. 1. p. 43-49. [žiūrėta 2010 m. balandžio 5 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijms/article/viewFile/1646/1557>>
10. MAHMUD, Muhammad; HERANI, Gobid M.; RAJAN, A.W.; FAROOQI, Wahid. (2009) Economic factors influencing corporate capital structure in three Asian countries: evidence from Japan, Malaysia and Pakistan. *Indus Journal of Management & Social Sciences*, Nr. 3(1). p. 9-17.
11. MCLANEY, Eddie. (2009) *Business finance*. 8th editon. England. 520 p. ISBN 978-0-273-71768-3.
12. NORVAIŠIENĖ, Rasa; STANKEVIČIENĖ, Jurgita. (2007) Vidinių veiksnių įtaka finansavimo sprendimams Baltijos šalių listinguojamose įmonėse. *Ekonomika ir vadyba*, Kaunas: Kauno technologijos universitetas, Nr. 12. p. 230-238. ISSN 1822-6515.
13. OBI, Cyril Pat. (1999) *Verslo finansų pagrindai*. Kaunas: Technologija. 299 p. ISBN 9986-13-605-9.
14. RUTKAUSKAS, A.V., SŪDŽIUS, V., MACKEVIČIUS, V. (2007) *Verslo finansai: sistema, struktūra ir elementai* – Vilnius: Technika//*Jaunųjų mokslininkų darbai*. Šiaulių universitetas. 272 p.
15. SONG, Han-Suck. (2005) *Capital structure determinants. An empirical study of Swedish companies*. Sweden: Centre of Excellence for Science and Innovation Studies, Royal Institute of Technology. [interaktyvus], [žiūrėta 2010 m. balandžio 5 d.]. Prieiga per internetą: <<http://www.infra.kth.se/cesis/documents/WP25.pdf>>
16. TEKER, Dilek; TASSEVEN, Ozlem; TUKEL, Ayca. (2009) Determinants of capital structure for Turkish firms: a panel data analysis. *International Research Journal of Finance and Economics*, Nr. 29. 179-186 p. ISSN 1450-2887.
17. VAN HORNE, James C.; WACHOWICZ, John M. (2008) *Van Horne: Fundamentals of Financial Management*. 13th edition. England. 760 p. ISBN 978-0-273-71363-0.
18. VŠĮ LR APSKAITOS INSTITUTAS (2010) 8-asis verslo apskaitos standartas „Nuosavas kapitalas“ [interaktyvus], [žiūrėta 2010 m. balandžio 10 d.]. Prieiga per Internetą: <http://www.tax.lt/vas/8_s.pdf>
19. WILSON, Peter. (1997) *Mažos įmonės finansinis valdymas*. Vilnius. 255 p. ISBN 9986-02-040-9.

Saulė Dyraitė

Summary. Factors Influencing the Formation of the Company's capital structure

In market economics countries, it is important for firms to make economically based decisions about sources of financing structure, which is called the capital structure or capital leverage. The capital structure choice is one of the most important factor for successful business activity and a competitive advantage over nearest rivals. A lot of factors influence the formation of the company's capital structure. It is very important to analyze the factors influence on formation of the capital structure.

This article proposes the various authors defined concepts of capital structure, its components and their significance for overall capital structure. Analyses different theories of capital structure formation and it's separated factors that influencing capital structure formation decisions. Analyses various authors separated and investigated factors affecting the capital structure decision-making. The author of the article reached for an overview of various authors separated factors and systematize the various authors accomplished researches results of determinants of capital structure.