

**VILNIAUS UNIVERSITETAS  
KAUNO HUMANITARINIS FAKULTETAS**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

Apskaita, finansai ir bankininkystė  
Kodas 62404S102

DEIVIDAS SUBAČIUS

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

**RIZIKOS KAPITALO FONDO FINANSUOJAMOS UAB "MOBIRINGAS"  
KAPITALO STRUKTŪROS  
MODELIAVIMAS IR VERTINIMAS**

Kaunas 2010

**VILNIAUS UNIVERSITETAS  
KAUNO HUMANITARINIS FAKULTETAS**

**FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA**

**DEIVIDAS SUBAČIUS**

**MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS**

**RIZIKOS KAPITALO FONDO FINANSUOJAMOS UAB "MOBIRINGAS"  
KAPITALO STRUKTŪROS  
MODELIAVIMAS IR VERTINIMAS**

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 2010

# TURINYS

<b>SANTRUMPŲ SĄRAŠAS</b> .....	<b>4</b>
<b>LENTELIŲ SĄRAŠAS</b> .....	<b>5</b>
<b>PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS</b> .....	<b>6</b>
<b>ĮVADAS</b> .....	<b>7</b>
<b>1. KAPITALO STRUKTŪROS SAMPRATOS FORMAVIMAS</b> .....	<b>9</b>
1.1. Kapitalo struktūros formavimo teorijos .....	10
<i>1.1.1. Modigliani ir Miller kapitalo struktūros formavimo teorija</i> .....	11
<i>1.1.2. Tradicinis kapitalo struktūros formavimo požiūris</i> .....	14
<i>1.1.3. Pasirinkimo eilės požiūris</i> .....	16
<i>1.1.4. Kapitalo struktūros formavimo teorijų palyginimas</i> .....	16
1.2. Finansiniai rodikliai tiriantys kapitalo struktūros pokyčius .....	20
<i>1.2.1. Kapitalo kainos ir pelningumo rodikliai</i> .....	20
<i>1.2.2. Rizikos rodikliai</i> .....	22
<i>1.2.3. Įmonės vertės rodikliai</i> .....	26
<b>2. RIZIKOS KAPITALO FONDAI – INOVATYVI FINANSAVIMO PRIEMONĖ</b> .....	<b>28</b>
2.1. Rizikos kapitalo samprata .....	28
<i>2.1.1. Rizikos kapitalo veiklos ypatumai</i> .....	29
<i>2.1.2. Rizikos kapitalo fondų tipai</i> .....	32
<i>2.1.3. Rizikos kapitalo fondų vieta finansavimo grandinėje ir įtaka ekonomikai</i> .....	33
2.2. Lietuvos rizikos kapitalo fondų rinka.....	38
<i>2.2.1. Lietuvos rizikos kapitalo fondų aktyvumas ir galimybės</i> .....	38
<i>2.2.2. Valstybės parama rizikos kapitalo fondams</i> .....	43
<b>3. UAB “MOBIRINGAS” KAPITALO STRUKTŪROS MODELIAVIMAS ATĖJUS RIZIKOS KAPITALUI</b> .....	<b>46</b>
3.1. Metodikos formavimas.....	46
3.2. Kapitalo struktūros modeliavimas.....	49
3.3. UAB ”Mobiringas” finansinių rodiklių tyrimas .....	51
3.4. Tyrimo rezultatų apibendrinimas .....	60
<b>IŠVADOS IR PASIŪLYMAI</b> .....	<b>65</b>
<b>S A N T R A U K A</b> .....	<b>67</b>
<b>S U M M A R Y</b> .....	<b>68</b>
<b>LITERATŪROS SĄRAŠAS</b> .....	<b>69</b>

## SANTRUMPŲ SĄRAŠAS

RKF – rizikos kapitalo fondas

RKĮ – rizikos kapitalo įmonė

RK – rizikos kapitalas

BVP – bendras vidaus produktas

EVCA – Europos rizikos kapitalo asociacija

WACC – vidutinė svertinė kapitalo kaina

ROE - nuosavo kapitalo pelningumas

ROA - turto pelningumas

ROI - investicijų pelningumas

FLE - finansinio sveto efektas

INT – palūkanų suma

ICR - Palūkanų padengimo koeficientas

DFL - finansinio sveto lygis

EBIT - bendrasis pelnas prieš palūkanų už skolintą kapitalą ir mokesčių mokėjimą

NOPAT – veiklos pelnas po mokesčių

BVP – bendras vidaus produktas

EVA – ekonominė pridėtinė vertė

ERPB - Europos rekonstrukcijos ir plėtros bankas

DR - skolų ir turto santykio rodiklį

DTER - parodantis skolos ir nuosavybės santykio rodiklis

FBP – finansinio lūžio taškas

## LENTELIŲ SĄRAŠAS

<b>1 lentelė</b>	Skolų reikšmingumas įmonių veiklai (Lietuvos ir užsienio autorių nuomonės).....	11
<b>2 lentelė</b>	Kapitalo struktūros formavimo teorijų palyginimas .....	18
<b>3 lentelė</b>	Bendros rizikos kapitalo investicijos Lietuvoje pagal ekonominės veiklos rūšis .....	40
<b>4 lentelė</b>	UAB „Mobiringas“ kapitalo struktūra, Lt.....	51
<b>5 lentelė</b>	UAB „Mobiringas“ skolos - nuosavybės santykis .....	52
<b>6 lentelė</b>	UAB „Mobiringas“ skolų - turto santykis.....	52
<b>7 lentelė</b>	UAB „Mobiringas“ kapitalo pelningumo rodikliai.....	53
<b>8 lentelė</b>	UAB „Mobiringas“ kapitalo kaina.....	55
<b>9 lentelė</b>	UAB „Mobiringas“ palūkanų padengimo koeficientas.....	56
<b>10 lentelė</b>	UAB „Mobiringas“ finansinio sverto efektas .....	57
<b>11 lentelė</b>	UAB „Mobiringas“ finansinio sverto lygis.....	58
<b>12 lentelė</b>	UAB „Mobiringas“ ekonominė pridėtinė vertė .....	59
<b>13 lentelė</b>	UAB „Mobiringas“ finansinių rodiklių pokytis .....	61

## PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

<b>1 pav.</b> Modigliani ir Miller kapitalo struktūros formavimo Pirmoji teorija.....	12
<b>2 pav.</b> Modigliani ir Miller kapitalo struktūros formavimo Antroji teorija.....	14
<b>3 pav.</b> Tradicinė kapitalo struktūros teorija .....	15
<b>4 pav.</b> Kapitalo teorijos teiginių apie tikslią kapitalo struktūrą sistematizavimas.....	17
<b>5 pav.</b> Grafinis finansinio indiferentiškumo ir finansinio lūžio taškų vaizdas .....	25
<b>6 pav.</b> Finansavimo šaltiniai priklausomai nuo rizikos laipsnio.....	33
<b>7 pav.</b> Rizikos kapitalo fondų finansuojamų įmonių sukurtos naujos darbo vietos Europoje, 2000-2004 m.....	35
<b>8 pav.</b> Rizikos kapitalo fondų investicijų dalis įmonėms pagal darbuotojų skaičių.....	36
<b>9 pav.</b> Rizikos kapitalo fondų investicijų dalis šalių BVP.....	36
<b>10 pav.</b> Rizikos kapitalo fondų investicijos Europoje nuo 1997 iki 2007 m.....	37
<b>11 pav.</b> Rizikos kapitalo investicijų Lietuvoje vertė ir skaičius, 1995 – 2004 m.....	39
<b>12 pav.</b> Rytų ir Centrinės Europos valstybių RKF investicijos 2008m. mln €.....	39
<b>13 pav.</b> RKF investicijų dalis Lietuvos BVP.....	41
<b>14 pav.</b> Finansų įstaiga, į kurią dėl finansavimo kreipėsi/ketina kreiptis Lietuvos verslininkai .....	43
<b>15 pav.</b> Tyrimo planas .....	47
<b>16 pav.</b> Kapitalo teorijų grafinis vaizdavimas .....	48
<b>17 pav.</b> Kapitalo struktūrų diagramos.....	50
<b>18 pav.</b> WACC ir skolinto kapitalo santykis .....	61
<b>19 pav.</b> EVA ir skolinto kapitalo santykis .....	62
<b>20 pav.</b> WACC ir ROE santykis .....	63

## ĮVADAS

**Temos aktualumas.** Lietuvoje sukurta veikianti rinkos ekonomika, tačiau Lietuvos verslo aplinka dar turi trūkumų, todėl reikia sudaryti palankesnes sąlygas verslui bei inovacijoms plėtotis. Pagerinti bendrą verslo klimata, kuris sudarytų palankias sąlygas verslo pradžiai ir tolesnei įmonių plėtrai, tarptautiniam konkurencingumui stiprinti. Kartu su įvairiomis reguliacinėmis ir mokestinėmis priemonėmis, kurios labai veikia verslo klimata, svarbus veiksnys verslo plėtrai yra ir verslo paramos ir inovacijų skatinimo sistema. Šiuo metu verslas susiduria su finansavimo problemomis jaučiamas finansavimo šaltinių, tokių lankstesnių ir valstybės remiamų finansinės paramos verslui priemonių, kaip mikrokreditavimas ar rizikos kapitalo fondai, trūkumas. Ne veltui dažnai sakoma, jog valstybėje nebus palankios verslumui aplinkos tol, kol nebus sukurta veikianti stipri rizikos kapitalo fondų sistema. Vakarų finansų rinkų dalyviai, dar prieš keletą dešimtmečių supratę, kad užstato reikalaujantys bankai yra nepajėgūs finansuoti smulkiojo verslo pradžios, šią spragą užpildė sukurdami rizikos kapitalo fondus. Fondai išperka dalį verslo akcijų ir padeda verslą išplėtoti iki brandžios būklės, vėliau akcinį kapitalą parduoda gaudami aukštą investicijų pelningumą. Tačiau Lietuvoje besisteigiančios įmonės retai sulaukia rizikos kapitalo fondų dėmesio, todėl įmonės susiduria su finansavimo problemomis. Lietuvoje šia problema susidomėta lyginant su Europos šalimis gana nesenai. Daugumoje Europos šalių rizikos kapitalo fondus remia valstybė (pvz. Airija, D. Britanija, Latvija) su tikslu didinti ūkio konkurencingumą. Sudaryta galimybė Lietuvoje valstybei kartu su privačiu kapitalu investuoti į privataus kapitalo subjektus, padėtų pritraukti papildomą privatų kapitalą pradedamam ir plėtojamam verslui, į kurią vieni privatūs investuotojai nėra linkę investuoti. Taip būtų skatinama žinių ekonomika, naujų technologijų diegimas, aukšto nedarbo lygio mažinimas.

**Mokslinė problematika ir jos ištyrimo lygis.** Mokslinėje literatūroje rizikos kapitalo fondai nagrinėjami kaip alternatyvus finansavimo šaltinis, tiriama sektoriaus specifika, veiklos ypatumai (Hassan, 2004, Marlon, 2008, Strazdas, 2003, Jankauskienė, 2009), o ne rizikos kapitalo įtaka kapitalo struktūrai, pelningumo rodikliams. Lietuvoje rizikos kapitalo tyrimai nėra išplėtoti. Trūksta naujausios statistinės informacijos. Remiantis publikuotais straipsniais ir moksliniais darbais (Jankauskienė, 2009, Beniušytė, 2007, Strazdas, Jakubavičius 2003, Pukas, 2008, Kupstytė, 2007) bei ūkio ministerijos pateikta informacija galima teigti jog rizikos kapitalo sektorius Lietuvoje dar tik formuojasi.

**Tyrimo objektas** – rizikos kapitalas.

**Šio darbo tikslas** – išanalizuoti ir įvertinti rizikos kapitalo įtaką įmonės kapitalo struktūrai bei finansiniams rodikliams.

### **Šiam tikslui pasiekti iškelti šie svarbiausi uždaviniai:**

- išanalizuoti kapitalo struktūrą, siekiant nustatyti jos ryšį su kapitalo pelningumu, finansine rizika bei įmonės verte;
- ištirti rizikos kapitalo kaip alternatyvaus finansavimo šaltinio sampratą, siekiant nustatyti svarbą ekonomikoje;
- atskleisti rizikos kapitalo fondų veiklos ypatumus, siekiant nustatyti įmonių galimybę finansuoti veiklą rizikos kapitalu;
- ištirti įmonių finansavimo iš rizikos kapitalo fondų galimybes Lietuvoje, siekiant įvertinti Lietuvos verslo sektoriaus galimybę naudotis rizikos kapitalo fondų paslaugomis.
- išanalizuoti ir įvertinti UAB „Mobiringas“ veiklos finansavimą iš rizikos kapitalo fondo, siekiant **įvertinti įtaką kapitalo struktūrai, bei įmonės finansiniams rodikliams.**

### **Tyrimo metodai:**

- tiriant ir analizuojant kapitalo struktūrą bei jos pokyčių įtaką įmonės vertei bei nagrinėjant rizikos kapitalo sampratą buvo naudojami bendrieji mokslinio tyrimo metodai - literatūros lyginamoji ir sisteminė loginė analizė;
- tiriant rizikos kapitalo įtaką kapitalo struktūrai, kapitalo pelningumui bei įmonės vertei, buvo naudota atvejo analizė modeliuojant kapitalo struktūros pokyčius;
- tyrimo duomenys apdoroti naudojant programinę įrangą „Microsoft Excel“

**Darbo struktūra.** Darbą sudaro trys dalys: įvadas, dėstymas ir išvados bei pasiūlymai. Dėstymą sudaro taip pat trys dalys: pirmojoje dalyje pavadintoje „Kapitalo struktūros sampratos formavimas“ mokslinės literatūros palyginimo ir sisteminės analizės būdu analizuojama kapitalo struktūros samprata. Tai padės įvertinti rizikos kapitalo įtaką įmonės veiklai, nes pritrauktas rizikos kapitalas visų pirma įtakoja pokyčius kapitalo struktūroje, kurie savo ruožtu paveikia įmonės finansinius rodiklius. Siekiant tinkamai įvertinti rizikos kapitalą antroje dėstymo dalyje nagrinėjama rizikos kapitalo sampratą bei rizikos kapitalo fondai bei jų veiklos ypatumai. Taip pat nagrinėjama Lietuvos rizikos kapitalo rinka bei jos galimybės. Ši dalis pavadinta „Rizikos kapitalo fondai – inovatyvi finansavimo priemonė“. Trečioji dalis – „UAB „Mobiringas“ kapitalo struktūros modeliavimas atėjus rizikos kapitalui“ – tai atvejo analizė. Modeliuojama įmonės kapitalo struktūra atsižvelgiant į finansinio sverto lygį. Analizuojami penki variantai iš kurių keturi su skirtinga skolinto kapitalo dalimi bendrame kapitale, o penktasis variantas kuomet veikla finansuojama iš rizikos kapitalo fondo. Ši analizė padės geriau įvertinti rizikos kapitalo įtaką įmonės vertei, leis palyginti su kapitalo struktūra kuomet pritrauktas kapitalas balanse apskaitomas kaip skolintas kapitalas.

**Darbo apimtis.** 73 puslapiai, pateikta 13 lentelių, 20 paveikslų, panaudoti 52 literatūros šaltiniai.



# 1. KAPITALO STRUKTŪROS SAMPRATOS FORMAVIMAS

Rizikos kapitalo fondo (RKF) finansavimo ypatybes bei įtaką įmonės vertei ir pelningumui reiktų nagrinėti pradedant nuo fundamentalių teorijų. Pritrauktas rizikos kapitalas visų pirma įtakoja įmonės kapitalo struktūros pokyčius. Šių pokyčių analizė ir vertinimas padės nustatyti finansavimo įtaką įmonės vertei bei kapitalo pelningumui. Todėl visų pirma siekiant nustatyti ar kapitalo struktūros pokyčiai turi tam įtakos primoje darbo dalyje nagrinėjama kapitalo struktūros samprata bei jos formavimo teorijos.

Kapitalo struktūra tai ilgalaikio įmonės finansavimo šaltinių dalinė sudėtis, išreikšta procentais (Juozaitienė, 2007, p. 27). Autorė pažymi būtent ilgalaikį finansavimą, tačiau įmonės kapitalas yra visos turimos lėšos, kuriomis gali būti finansuojami tiek ilgalaikiai tiek trumpalaikiai išsipareigojimai. Štai A. V. Rutkauskas (2007) neišskiria nei ilgalaikio nei trumpalaikio finansavimo ir teigia, jog kapitalo struktūra – tai įmonės finansavimo procese naudojamas paskolų ir akcinio kapitalo derinys.

Įmonės finansuodamos savo veiklą turi pasirinkti kokią kapitalo struktūrą naudoti, kokią dalį užims nuosavas kapitalas, kokią skolintas. Nuosavas kapitalas yra laikomas savininkų nuosavybe, nes būtent nuosavas kapitalas suteikia savininkams teisę valdyti įmonę, o esant didelei skolinto kapitalo daliai, savininkai rizikuoja šią teisę prarasti. Taip dažnai atsitinka atėjus rizikos kapitalo fondui, kuris dažnai išperka pagrindinį akcijų paketą, taip perimdamas ir valdymą, o kartu ir gauto pelno dalį. Skolinto kapitalo savininkai visada turi pirmumo teisę į pelną ir turtą, nes palūkanos už paskolas yra vertinamos kaip finansinės išlaidos, kurias tik atskaičiavus yra skirstomi dividendai nuosavo kapitalo savininkams. Net patyrus nuostolį palūkanos turi būti sumokėtos, todėl nuosavas kapitalas yra stabilesnis.

Didinant nuosavą kapitalą, kartu didinamas ir įmonės stabilumas, kadangi santykinai sumažėja skolinto kapitalo dalis ir įmonė tampa mažiau priklausoma nuo kreditorių. Nuosavo kapitalo didinimas patrauklus ir tuo, kad jis gali būti garantija lėšoms skolintis. Tačiau pernelyg didelė nuosavo kapitalo dalis bendroje kapitalo struktūroje nėra finansiškai naudinga, nes šio kapitalo kaina yra didesnė už skolinto (Kuizinaitytė, Paliulytė, 2008, p. 139).

Investicinis (nuosavas) kapitalas atlieka ir užtikrinamąją funkciją, nes jis pritraukia skolintą kapitalą. Skolintas kapitalas – tai įmonės išsiskolinimai. Įmonė skolintu kapitalu gali naudotis tik ribotą laiką (Kiršienė, Tikniūtė, 2004, p. 76). D. Šlekienė ir I. Klimavičienė (2000) teigia, kad skolintas kapitalas – tai lėšos, kuriomis laikinai disponuoja įmonė ir kurios, priklausomai nuo disponavimo trukmės bei pobūdžio, gali būti įvairiai grupuojamos. J. Kiršienė ir A. Tikniūtė (2004) teigia, kad administruoti skolintą kapitalą dažniausiai yra daug paprasčiau ir pigiau, tačiau jis yra ne toks prieinamas, ypač tiems, kurie negali pasiūlyti prievolių užtikrinimo priemonių. Todėl būtent

rizikos kapitalas yra laikomas alternatyva įprastiems finansavimo šaltiniams, kurie dažniausiai reikalauja didelių pajamų ar užtikrinimo priemonių.

### **1.1. Kapitalo struktūros formavimo teorijos**

Būtent kapitalo struktūros klausimas yra vienas aktualiausių įmonei, formuojančiai savo kapitalą. Klausimas koks skolinto ir nuosavo kapitalo derinys yra optimalus – pigiausias ir pelningiausias. Vadovams sunku parinkti optimalią kapitalo struktūrą, nes niekuomet tiksliai nežinoma kaip kapitalo struktūra paveiks įmonės veikos rezultatus. Sudėtinga įvertinti kapitalo struktūros poveikį finansiniams rodikliams.

Mokslinėje literatūroje dažniausiai analizuojami pavienių rodiklių ir kapitalo struktūros ryšiai, nagrinėjamas nuosavo kapitalo pelningumo ir kapitalo struktūros ryšys, tačiau nėra sukurtos vieningos vertinimo sistemos, pagal kurią būtų galima įvertinti konkrečios įmonės kapitalo struktūros įtaką ne vienam, o daugeliui rodiklių (Kuizinaite, Paliulytė, 2008, p. 138).

Pagrindinės kapitalo struktūros formavimo teorijos sąvokos yra kapitalo kaina ir finansinis svertas, arba kitų autorių dar vadinamas kapitalo svertu.

Kapitalo svertas – tai santykis tarp skolinto ir nuosavo kapitalo. Šis rodiklis naudojamas tiriant įmonės stabilumą. Jeigu skolinto ir nuosavo kapitalo santykis lygus nuliui, reiškia, įmonė nesinaudoja skolintu kapitalo, o savo veiklą finansuoja tik iš nuosavų lėšų. Jei kapitalo svertas yra mažesnis už vienetą, tai rodo, kad nuosavo kapitalo įmonė turi daugiau nei skolinto, o didesnė už vienetą kapitalo sverto reikšmė – įmonė turi daugiau skolinto nei nuosavo kapitalo. Skolinto ir nuosavo kapitalo dalys kapitalo struktūroje yra lygios, kai kapitalo sverto reikšmė – vienetą. Finansinėje literatūroje skolinto ir nuosavo kapitalo santykis dar vadinamas įsiskolinimo koeficientu (Bagdžiūnienė, 2006, p. 23), finansiniu svertu (Mackevičius, 2005, p. 31). Statistikos departamento leidiniuose šis rodiklis vadinamas skolos ir nuosavybės (sverto) koeficientu arba finansinės priklausomybės (atsvaros) koeficientu.

Kapitalo kaina iš investuotojų pozicijos suprantama kaip pageidaujamas pelningumas, finansuojant įmonės investicijas. Kapitalo kaina iš įmonės pozicijų suprantama kaip finansavimo šaltinių pritraukimo kaina, kurią sudaro ne vien finansuotojų pageidaujamas pelningumas, bet ir administravimo, emisijos bei kitos finansavimo šaltinių pritraukimo išlaidos. (Petravičius, 2008, p. 78) Tačiau reikia nepamiršti, jog „kapitalo kaina“ nėra įmonės finansavimo istorinė kaina, o tik procentinė norma, už kurią investuotojai sutinka finansuoti tam tikrą investicinį projektą esamu momentu.

Jei įmonė veiklą finansuotų iš savų lėšų tuomet kapitalo kaina prilygtų savininkų pageidaujamam pelningumui. Finansuojant projektą ir iš savų ir iš skolintų lėšų yra svarbu žinoti

kiekvienos kapitalo rūšies kaina, ir atsižvelgiant į kapitalo struktūrą, nustatyti vidutinę svertinę kapitalo kainą (angl. Weighted average cost of capital, WACC). Vidutinė svertinė kapitalo kaina – visų investicijų projekto finansavimo šaltinių kainų svertinis vidurkis.

Pažymėtina, kad įmonės kapitalo struktūrą, skolų lygį bei jų įtaką nemokumui nagrinėjo nemažai autorių (1 lentelė)

1 lentelė

### Skolų reikšmingumas įmonių veiklai (Lietuvos ir užsienio autorių nuomonės)

Teiginiai	Autoriai
Didelės skolos riboja įmonių investicijas ir kelia grėsmę įmonių finansiniam stabilumui.	T. Hoshi, A. Kashyap, D. Scharfstein
Didelės skolos didina potencialias įmonių nemokumo problemas: įmonės gali būti nepajėgios įvykdyti ar laiku įvykdyti finansinius įsipareigojimus kreditoriams.	T. Hoshi, A. Kashyap, D. Scharfstein
Didelės skolos apsaugo įmonių vadovus nuo neracionalių (rizikingų) sprendimų priėmimo ir neefektyvios veiklos (mažina verslo riziką).	Bernanke, J. Campbel, T. Whited
Didelė skolų dalis įmonių kapitalo struktūrose gali didinti įmonių veiklos efektyvumą ir kartu investuotojų pelningumas (didesnė pelno dalis tenka nuosavam kapitalui), sukurti mokestinę naudą.	Bernanke, J. Campbel, T. Whited
Jeigu įmonės veikla yra perspektyvi, jos finansinės (nemokumo) problemos neturėtų būti ilgalaikės: įmonė ar įmonės skolos bus pertvarkytos, siekiant užtikrinti veiklos tęstinumą ir atsiskaityti su kreditoriais. Tikėtina, kad rinkos dalyviai pasirinks (nes bus suinteresuoti) teigiamą poziciją, pertvarkant tokias (nemokias) įmones.	R Haugen, L. Senbet, M. Jensen
Nuo kapitalo struktūros politikos priklauso rizikos ir pelningumo alternatyvos pasirinkimas. Kuo daugiau įmonė naudoja paskolų, palyginti su nuosavybe, tuo didesnė savininkų nuosavybės prognozuojamoji pajamų norma. Didėjant įmonės išiskolinimo koeficientui, didėja ir jos finansinė rizika. Finansinę riziką rodo padidėjęs įmonės pelningumo nepastovumas. Didesnė rizika, susijusi su padidėjusiu išiskolinimu lygiu, pasireiškia mažėjančia nuosavo kapitalo verte. Tačiau prognozuojamas didesnis kapitalo pelningumas jo kainą vėl padidina.	D. Cibulskienė, M. Butkus
Įmonių nemokumo problemos pirmiausia turi būti siejamos su skolinto kapitalo dydžiu jų kapitalo struktūrose, kadangi iš esmės nemokumo problemos pasireiškia įmonėms negalint laiku įvykdyti finansinių įsipareigojimų kreditoriams.	S. Grigaravičius

Šaltinis: KUIZINAITĖ, V., PALIULYTĖ, I. (2008) Kapitalo struktūros įtakos įmonių veiklos finansiniams rodikliams analizė, p. 141.

Nepaisant, jog kapitalo struktūros formavimas yra plačiai nagrinėjamas, tačiau dažniausiai ekonomistai remiasi pirmomis fundamentaliomis teorijomis. Prie jau suformuotų teorijų pridėdami savo teiginius sudarinėja naujus kapitalo formavimo modelius. Taigi, tolesnėje darbo dalyje nagrinėjamos pagrindinės kapitalo struktūros teorijos, kuriomis remiantis bus tiriamos įmonės finansavimo iš RKF ypatybės, siekiant nustatyti įtaką pelningumui, rizikai ir vertei.

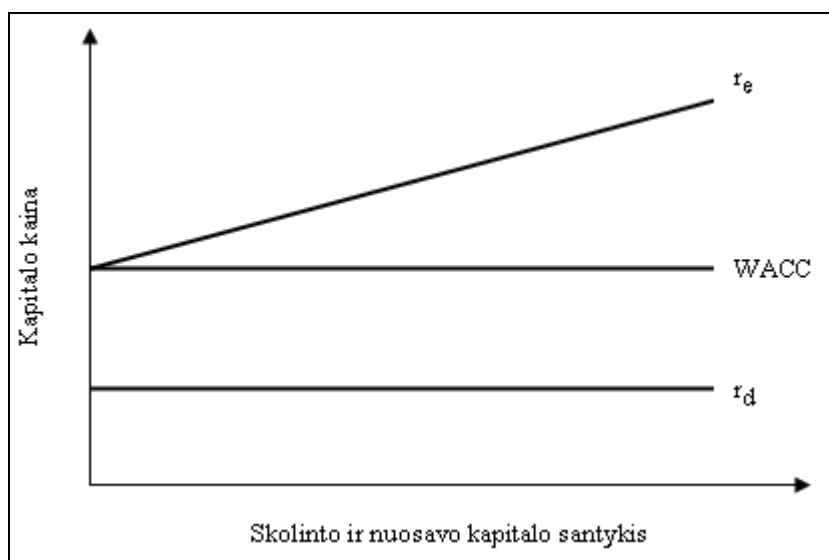
#### 1.1.1. Modigliani ir Miller kapitalo struktūros formavimo teorija.

Pirmą kartą kapitalo struktūros klausimas nagrinėjamas ir pagrįstas buvo 1958 metais. Du amerikiečių mokslininkai Franco Modigliani ir Merton Miller išdėstė kapitalo struktūros hipotezę nesant mokesčių. Teorija rėmėsi *tobulos kapitalo rinkos prielaidomis* :

- esant bet kokiam rizikos laipsniui, asmenys ir įmonės gali pasiskolinti bet kokią pinigų sumą už tą pačią palūkanų normą, kuri išlieka pastovi nepriklausomai nuo finansinio svorto;
- nėra rinkos sandorių, informacijos teikimo ir bankrutavimo išlaidų;
- nėra mokesčių;
- nėra skirtumo tarp asmeninio ir įmonės skolinimosi rizikos aspektu, t. y. įmonės neturi ribotos atsakomybės pranašumo (Aleknevičienė, 2009, p. 240).

F. Modigliani ir M. Miller moksliai pagrindė, kad, egzistuojant išvardintoms prielaidoms, finansinio svorto pasikeitimas negali turėti įtakos įmonės metiniams pinigų srautams, nes jie priklauso nuo turto, į kurį įmonė investavusi, o ne nuo to, kaip tas turtas finansuojamas. Vienintelis poveikis, kurį finansinis svortas gali padaryti metiniams pinigų srautams, yra jų išmokėjimo palūkanomis ir dividendais proporcijos pasikeitimas, t. y. pinigų srautų padalijimas tarp skolintojų ir savininkų. Antra išvada, I kurių padarė šie mokslininkai, buvo ta, kad to paties rizikos laipsnio įmonės, esant rinkos pusiausvyrai, turi tą pačią WACC. Trečia, F. Modigliani ir M. Miller įrodė, kad finansinio svorto pasikeitimas neturi įtakos WACC (1 pav.). Pastarąją išvadą jie suformulavo labai paprastai. Kai įmonė didina finansinį svortą, gaunami dvejopi rezultatai, kurie vienas kitą panaikina:

- įmonė sumažina WACC, nes skolos yra pigesnės už nuosavą kapitalą;
- įmonė padidina WACC, nes pageidaujamas nuosavo kapitalo pelningumas didėja dėl to, kad svortas didina finansinę riziką. Jai kompensuoti finansuotojai pageidauja didesnio pelningumo (Aleknevičienė, 2009, p. 244).



Šaltinis: ALEKNEVIČIENĖ, Vilija. (2009) Įmonės finansų valdymas, p. 244

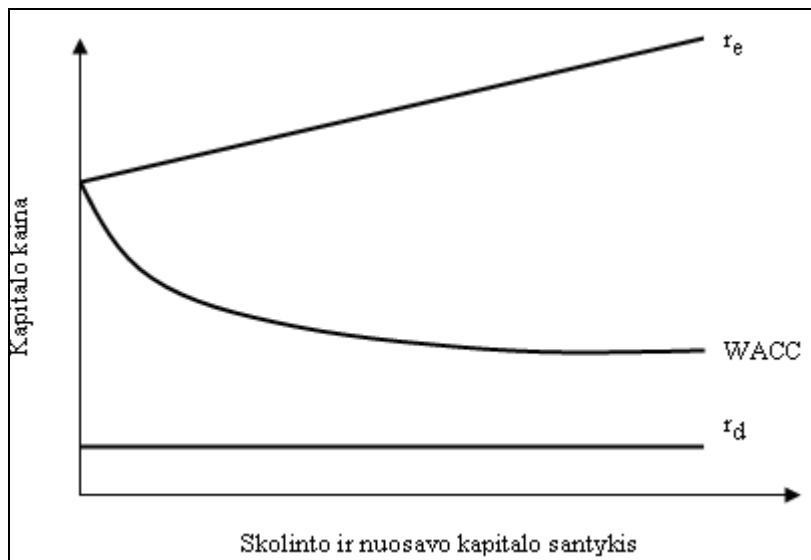
### 1 pav. Modigliani ir Miller kapitalo struktūros formavimo Pirmoji teorija

*Kita teorija* F. Modigliani ir M. Miller pateikė 1963 metais ir ji jau buvo analizuojama atsižvelgiant į mokesčius. Teorija teigia, kad egzistuojantis palūkanų neapmokestinimo lengvata, skatina įmones daugiau savo veiklą finansuoti skolomis. Ši teorija priskiriama neoklasikiniam tikslinės kapitalo struktūros formavimo požiūriui.

Neoklasikinių teorijų pagrindas yra pusiausvyros nagrinėjimas. Neoklasikiniai modeliai sudaromi tik tobuloje kapitalo rinkoje esant neapibrėžtumui (Perridon, Steiner, 2002, 443). Formuluojamas klausimas: ar esti rinkos pusiausvyroje optimali kapitalo struktūra, kuri nulemia efektyvų įmonės tikslų įgyvendinimą ir kokiam išsiskolinimo laipsniui esant pasiekiami optimali kapitalo struktūra? Neoklasikiniuose modeliuose svarbiausias įmonės tikslas yra savininkų turto vertės maksimizavimas, kur įmonės valdymas nukreiptas išskirtinai į įmonės savininkų interesus. Investavimo programoje pateikti tikslai optimaliai įgyvendinami dėl bendrojo įmonės kapitalo rinkos vertės maksimizavimo (Vormbaum, 1995, 47). Į kitus tikslus, pavyzdžiui, nuosavo kapitalo rinkos vertės maksimizavimą kuris atspindi kapitalo kainos minimizavimo tikslą, neatsižvelgiama. Svarstymų objektas yra kapitalo struktūros poveikis įmonės rinkos vertei ir kapitalo kainai (Cibulskienė, Lileikienė, Marcišauskienė, 2008, p. 74).

Mokslininkai įvertinę mokesčių poveikį teigė, jog įmonės, kurios veiklą finansuoja skolintu kapitalu, pasiekia didesnę vertę, nei įmonės, naudojančios tik nuosavą kapitalą. Skolintas kapitalas didina įmonės vertę dėl to, kad paskolos palūkanos yra išskaitomos iš įmonės apmokestinamojo pelno, vadinasi, investuotojams tenka didesnė įmonės pagrindinės veiklos pelno dalis. Taigi vidutinė svartinė kapitalo kaina mažėja kylant finansiniam svertui (Majauskienė, 2005, p. 14).

Remiantis tuo, kad palūkanos mažina apmokestinamą pelno dalį, galima teigti, jog įmonės norėdamos padidinti savo rinkos vertę ir sumažinti vidutinę svartinę kapitalo kainą, turėtų kuo daugiau skolintis. Tokiu atveju skolinto kapitalo dalis kapitalo struktūroje būtų 99,9 %. Taigi darytina išvada, kad didžiausia įmonės vertė pasiekiami finansuojant veiklą beveik vien kreditorių lėšomis. Ši F. Modigliani ir M. Miller kapitalo struktūros formavimo teorija grafiškai pavaizduota 2 pav.



Šaltinis: Šaltinis: ALEKNEVIČIENĖ, Vilija. (2009) Įmonės finansų valdymas, p. 245

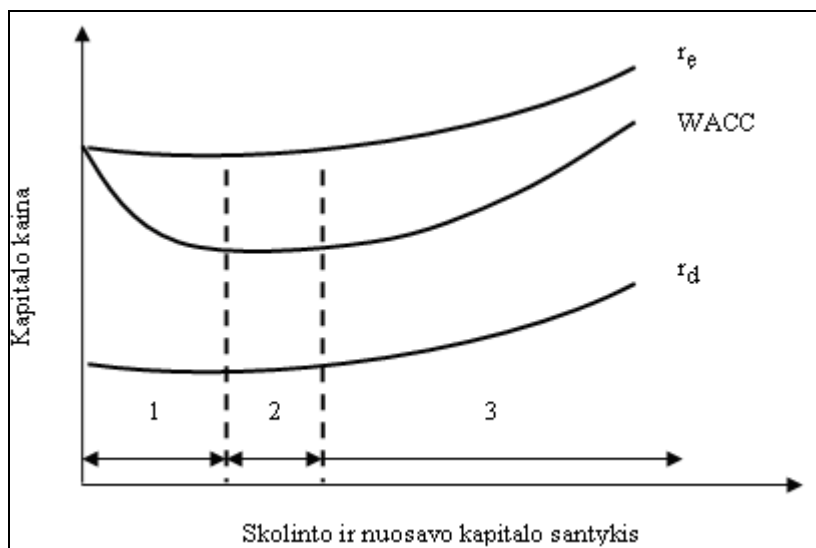
## 2 pav. Modigliani ir Miller kapitalo struktūros formavimo Antroji teorija

Trečioji F. Modigliani ir M. Miller kapitalo struktūros formavimo teorija nagrinėja finansinį išsekimą. 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 ir daugiau, jo išlaidos turi neigiamą poveikį įmonės vertei, panaikindamos teigiamą mokesčių sutaupymo efektą (Aleksnevičienė, 2009, p. 245).

Trečioje darbo dalyje bus modeliuojamas įmonės kapitalo struktūros pokytis finansuojant veiklą rizikos kapitalo fondo lėšomis. Kapitalo struktūra bus modeliuojama ir nagrinėjama per Pirmąją ir Antrąją F. Modigliani ir M. Miller teorijų prizmę, siekiant nustatyti įtaką įmonės vertei ir rizikai, kapitalo kainai bei savininkų pelningumui.

### 1.1.2. Tradicinis kapitalo struktūros formavimo požiūris

Tradiciniams kapitalo struktūros formavimo teorijos siejamos su Erza Solomon 1963 m. suformuota hipoteze, kad yra trys finansinio svorto didinimo etapai. Pirmame etape didinama finansinį svortą, įmonė mažina WACC, nes skolinto kapitalo kaina yra mažesnė dėl mokesčių efekto. Antrame etape didėja tiek skolinto, tiek nuosavo kapitalo kaina, tačiau, augant skolos daliai bendrame kapitale, WACC lieka nepakitusi. Trečiame etape 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 (3 pav.). Tradiciniu požiūriu teigiama, kad WACC priklauso nuo finansinio svorto dydžio: egzistuoja konkrečios įmonės optimali kapitalo struktūra, kuriai esant minimizuojama kapitalo kaina ir maksimizuojama įmonės vertė (Rutkauskas, 2008, p. 76).



Šaltinis: ALEKNEVIČIENĖ, Vilija. (2009) Įmonės finansų valdymas, p. 247

### 3. pav. Tradicinė kapitalo struktūros teorija

Tradicinė kapitalo struktūros formavimo teorija teigia, jog egzistuoja viena optimali kapitalo struktūra, t. y. skolos ir nuosavybės santykis, kuris maksimizuoja įmonės rinkos vertę, minimizuojant vidutinę kapitalo kainą (Majauskienė, 2005, p. 10).

Pagal tradicinį kapitalo struktūros formavimo požiūrį, saikingas kapitalo formavimas skolintomis lėšomis, nedidina rizikos, kurią patiria įmonės savininkai, o tai reiškia, kad iš pradžių reiktų nesūlyti didelio pelningumo potencialiems savininkams, net tai įtakotų WACC mažėjimą ir kartu įmonės vertės didėjimą. Tačiau, vis augant skolintam kapitalui, akcininkai supranta, jog investicijos tampa rizikingesnės, todėl pageidauja didesnio pelningumo. Skolintojai, teikdami paskolas jau svertinei įmonei, taip pat pripažįsta didėjančią riziką ir tikisi didesnės palūkanų normos iš būsimų paskolų. Dėl to besitęsiantis finansinio svarto didėjimas jau nebemažina kapitalo kainos, o pradeda didinti. (Cibulskienė, 2005, p. 49).

Tradicinė kapitalo struktūros teorija teigia, kad vidutinė kapitalo kaina priklauso nuo finansinio svarto dydžio. Pagal šią teoriją egzistuoja tam tikra kapitalo struktūros riba, kuriai esant minimizuojama kapitalo kaina ir maksimizuojama įmonės vertė. Tradicinis kapitalo struktūros formavimo požiūris niekada nebuvo moksliskai pagrįstas, o atspindėjo tik tai, kad tradiciškai buvo tikima tam tikro ryšio tarp finansinio svarto ir kapitalo kainos egzistavimu. Pagal tradicinį požiūrį skolos kaina kyla, didėjant svertui, o pagal F. Modigliani ir M. Miller, - išlieka pastovi. Tai labai ginčytinas klausimas, nes praktikoje bankai labiau linkę neišduoti paskolų, kai sunaudojamas įmonės skolinimosi pajėgumas, nei didinti palūkanų normą (Majauskienė, 2005, p. 10).

Trečioje darbo dalyje kartu su F. Modigliani ir M. Miller teorijomis modeliuojant konkrečios įmonės kapitalo struktūros pokyčių įtaką įmonės vertei, kapitalo kainai bei savininkų nuosavybei bus remiamasi ir Tradiciniu kapitalo struktūros formavimo požiūriu.

### 1.1.3. Pasirinkimo eilės požiūris

Aleknevičienė (2009) prie neoklasikinio bei tradicinio požiūrio į kapitalo struktūros formavimą išskiria taip pat ir Pasirinkimo eilės požiūrį. Šią pasirinkimo eilės teoriją išvystė Myers ir ji nagrinėja atvirkštinę priklausomybę tarp pelningumo ir finansavimo skolomis. 1961 m. S. Myers suformulavo pagrindinius pasirinkimo eilės požiūrio teiginius:

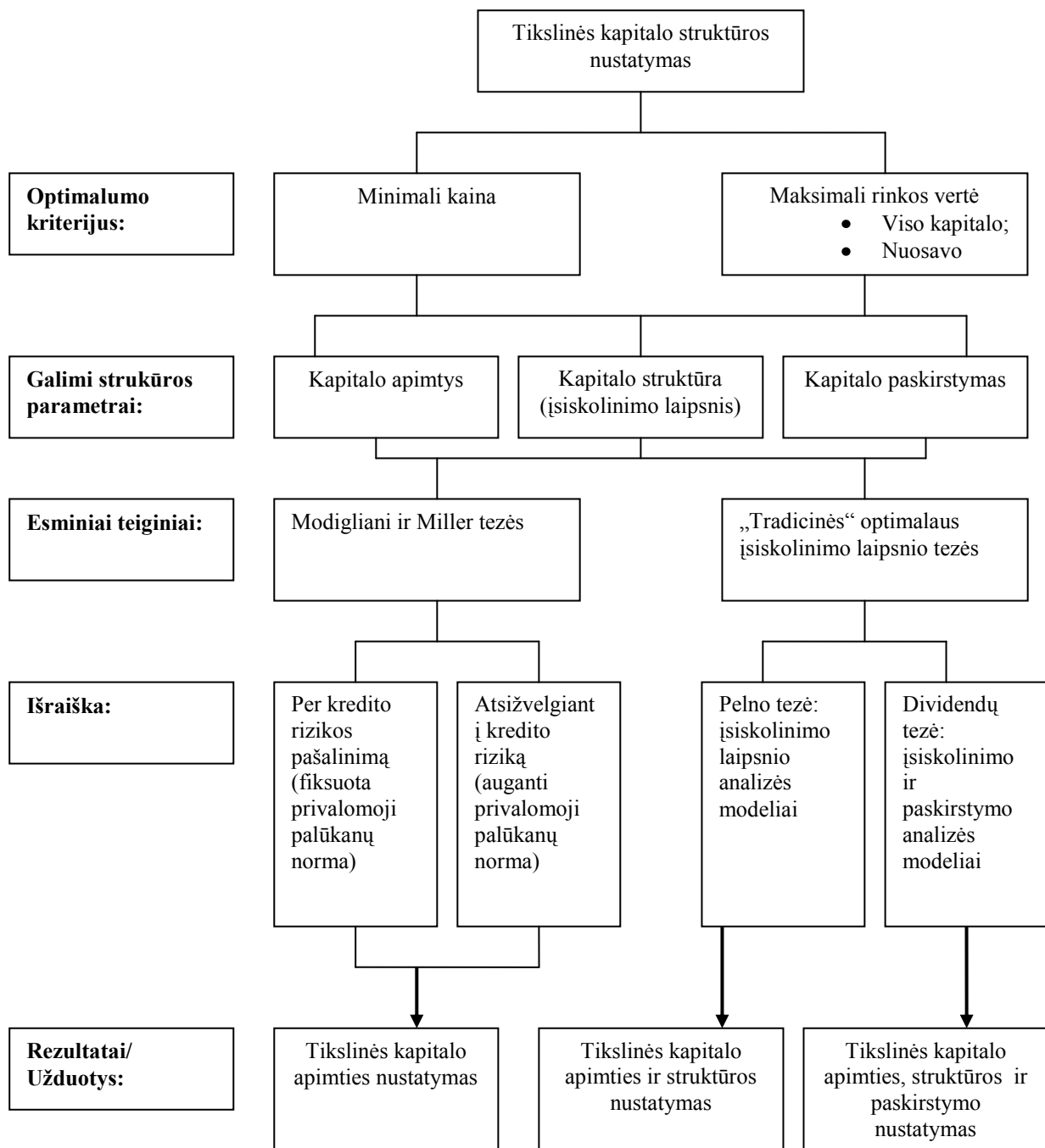
- įmonės pritaiko savo dividendų politiką prie investavimo galimybių, t. y. vykdo liekamąją dividendų politiką, kurios pagrindą sudaro nepaskirstyto pelno reinvestavimas į gamybą;
- finansuodamos savo investicijas, įmonės teikia pirmenybę vidiniams finansavimo šaltiniams ir tik paskui ieško išorinių;
- jeigu 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 pasirenkamos naujos emisijos paprastąsias akcijas. (Rutkauskas, 2007, p. 76)

Iš šių teiginių darytina išvada, jog savininkai nesiekia tobulo kapitalo struktūros, t. y. minimizuoti kapitalo kainą, nes nepaskirstytasis pelnas brangesnis už skolintą kapitalą. Reinvestuodamos grynąjį pelną, įmonės formuoja mažesnę finansinę svertą, sumažindamos riziką ir taip apsisaugodamos nuo negatyvių rinkos pokyčių.

### 1.1.4. Kapitalo struktūros formavimo teorijų palyginimas

Atlikus sisteminę literatūros analizę pastebėta, kad nėra vieningos nuomonės apie įmonės kapitalo struktūrą. Kapitalo struktūra lieka mokslinių tyrimų bei diskusijų objektą. Siekiant geriau suvokti kapitalo struktūros svarbą palyginsime prieš tai aptartus požiūrius.





Šaltinis: CIBULSKIENĖ, D. (2007) Įmonių kapitalo struktūros modeliavimas finansų rinkos globalizacijos sąlygomis, p. 34.

#### 4. pav. Kapitalo teorijos teiginių apie tikslinę kapitalo struktūrą sistematizavimas

Klasikiniai modeliai analizuoja tobulą kapitalo rinką, kurioje susitinka vienodai informuoti rinkos dalyviai, kurie, esant pastoviai palūkanų normai, skolinasi arba skolina norimą kiekį piniginių lėšų. Dabartiniai ekonomistai formuodami kapitalo teorijos siekia įtraukti į savo teiginius ir neapibrėžtumo veiksnius, kuris atskiruose modeliuose pasireiškia skirtingu mastu. Šie modeliai susideda iš dviejų optimalumo kriterijų: kapitalo rinkos vertės maksimizavimo ir kapitalo kainos

minimizavimo. Kapitalo rinkos vertės maksimizavimas suskyla į dvi dalis: į skolinto/nuosavo kapitalo dalių rinkos vertės maksimizavimą ir į įstatinio nuosavo kapitalo rinkos vertės maksimizavimą (akcijų biržos vertė dauginama iš emituotų akcijų skaičiaus). Šiuolaikiniai kapitalo teorijos modeliai išsiskiria galimų veikimo variantų, kurie naudojami siekiant optimalaus įmonės finansavimo, gausa. Asmenų interesais paremtos įmonės koncepcijos (kai neįtraukiami kiti įmonės tikslai) analizės esmė yra įmonės išskolinimo laipsnis, t. y. kapitalo struktūra. Kitų modelių koncepcijos, apimančios įmonės tikslus, remiasi kapitalo paskirstymo sprendimais - esminiais įmonės optimalaus finansavimosi sprendimų kintamaisiais (Čibulskienė, Lileikienė, Martišauskienė, 2008, p. 76).

Didžiausia priešprieša matyti tarp Modigliani ir Miller Pirmosios teorijos ir tradicinio kapitalo struktūros formavimo požiūrio. F. Modigliani ir M. Miller teorija teigia, kad nuosavo ir skolinto kapitalo santykis neturi jokios įtakos įmonės pinigų srautams ir WACC. Tuo tarpu tradicinio požiūrio šalininkai priešingai teigia, jog WACC priklauso nuo finansinio sveto dydžio ir jog egzistuoja optimali kapitalo struktūra, kuriai esant įmonė maksimizuoja savo vertę ir minimizuoja kapitalo kainą. Šiam požiūriui artimas yra neoklasikinis tikslinės kapitalo struktūros formavimo požiūris, kuris taip pat analizuoja optimalią kapitalo struktūrą tačiau atsižvelgia tik į įmonės vertės didinimą, ignoruodamas kapitalo kainos minimizavimo tikslą (2 lentelė).

2 lentelė

### Kapitalo struktūros formavimo teorijų palyginimas

F. Modigliani ir M. Miller teorija	Tradicinis požiūris	Neoklasikinis požiūris	Pasirinkimo eilės požiūris
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Finansinio sveto pasikeitimas neturi įtakos WACC;</li> <li>• finansinio sveto pasikeitimas negali turėti įtakos įmonės metiniams pinigų srautams;</li> <li>• to paties rizikos laipsnio įmonės, esant rinkos pusiausvyrai, turi tą pačią WACC;</li> <li>• skolos kaina išlieka pastovi, didėjant svertui.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• WACC priklauso nuo finansinio sveto dydžio;</li> <li>• egzistuoja konkrečios įmonės optimali kapitalo struktūra, kuriai esant minimizuojama kapitalo kaina ir maksimizuojama įmonės vertė.</li> <li>• skolos kaina kyla, didėjant svertui</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• egzistuoja optimali kapitalo struktūra;</li> <li>• Tikslas - savininkų turto vertės maksimizavimas, kur įmonės valdymas nukreiptas išskirtinai į įmonės savininkų interesus;</li> <li>• Svarstymų objektas yra kapitalo struktūros poveikis įmonės rinkos vertei ir kapitalo kainai.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• nagrinėjama atvirkštinė priklausomybė tarp pelningumo ir finansavimo skolomis</li> <li>• įmonės vykdo liekamąją dividendų politiką;</li> <li>• įmonės teikia pirmenybę vidiniams finansavimo šaltiniams;</li> <li>• jeigu reikalingi išoriniai finansavimo šaltiniai, įmonės pritraukia skolintus finansavimo šaltinius, tada leidžia konvertuojamus vertybinius popierius, paskutiniu šaltiniu pasirinkdamos naujos emisijos paprastąsias akcijas</li> <li>• savininkai nesiekia tobulos kapitalo struktūros, t. y. minimizuoti kapitalo kainą, nes nepaskirstytasis pelnas brangesnis už skolintą kapitalą</li> </ul>

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Ryškus skirtumas taip pat matyti tarp F. Modigliani ir M. Miller teorijos ir pasirinkimo eilės požiūrio. Anot F. Modigliani ir M. Miller įmonei nėra svarbu kokiais šaltiniais, skolintais ar nuosavais, yra finansuojama veikla, ir tai neturi įtakos rezultatams, pasirinkimo eilės teorija priešingai teigia, jog įmonės teikia pirmenybę visų pirma vidiniams šaltiniams ir tik esant būtinybei naudojasi skolintu kapitalu, ir mažiausiai linkę leisti naują paprastųjų akcijų emisiją, taip didinant savininkų ratą.

Rinkos tyrimai nesutampa su tradiciniu požiūriu, nes didelis skolinimosi lygis veikia pajamas ir vidutinę svertinę kapitalo kainą, kaip teigia F. Modigliani ir M. Miller teorija egzistuojant mokesčiams. Iš kitos pusės, praktikoje galima pastebėti, kad įmonių vadovai nėra linkę naudoti aukšto finansinio sverto, o tai sutampa su tradiciniu požiūriu. Nedidelis finansinis svertas susijęs su konservatyviu požiūriu į skolintą kapitalą (Majauskienė, 2005, p. 19).

Klasikinė ir moderni finansavimo teorijos teigia, jog optimali kapitalo struktūra priklauso nuo finansavimo kainos, kurie priklausomai nuo skolinimosi masto įgauna tam tikrą riziką. Klasikinėje teorijoje priima prielaidą, kad skolinto kapitalo kaina dėl rizikos premijos esant menkam įmonės įsiskolinimui yra mažesni už nuosavo kapitalo kainą ir jog kapitalo kaina lieka pastovi augant įsiskolinimo lygiui. Ir tik tuomet, kai pasiekiamas tam tikras įsiskolinimo lygis, nuosavo kapitalo savininkai pastebi išaugusią riziką ir reikalauja didesnės rizikos premijos. Įsiskolinimo lygiui ir toliau didėjant skolinto kapitalo finansuotojai taip pat pradeda pastebėti, kad jų kapitalas nebėra be rizikos, ir ima reikalauti papildomos rizikos premijos (Cibulskienė, Lileikienė, Marcišauskienė, 2007, p. 77-78).

Buvo sukurta daug daugiau teorijų, kurios turėjo aiškinti įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Tačiau jos kuo nors iš esmės nauja jau aptartų teorinių modelių nepapildė, o buvo pritaikytos daugiausia kapitalo struktūros formavimą įtakojantiems veiksniais analizuoti. Prie „ekstravagantiškesnių“ teorijų priskiriama 1986 m. Jensen ir Meckling suformuluota teorija, teigianti kad įmonių savininkai per direktorius mėgsta naudoti finansinį svertą tiesiog kaip disciplinos priemonę vadybininkams, susiejant tai su skolinto kapitalo naudojimo rizikos faktoriumi (Gustas, 2007, p. 17)

Taigi išanalizavus tradicinius ir neoklasikinius kapitalo struktūros formavimo požiūrius, darytina išvada, jog kapitalo struktūros formavimo pagrindas yra minimali kapitalo kaina ir maksimali įmonės vertė. Pagal amerikiečių ekonomistą Eugene Fama, žinomą dėl nuopelnų nagrinėjant portfelio ir turto kainos teorijas: savininkų turto vertės maksimizavimas. Remiantis šiais kriterijais trečioje baigiamojo darbo dalyje modeliuojami įmonės kapitalo struktūros pokyčiai gavus finansavimą iš rizikos kapitalo fondo. Palygintas kapitalo struktūros pokytis finansuojant veiklą iš rizikos kapitalo fondo ir banko paskola, atsižvelgiant į kapitalo kainą, pelningumą, bei įmonės vertę ir riziką.

Išnagrinėjus kapitalo struktūros formavimo teorijas, gauta išvada, jog svarbiausias akcentas vertinant finansavimo šaltinius yra kapitalo kaina ir pasiekiamas pelningumas. Kitame darbo poskyryje būtent ir nagrinėjami rodikliai, kuriais remiantis atliekamas finansavimo šaltinių įtakos įmonei vertinimas. Remiantis šiais rodikliais trečioje darbo dalyje bus atliekamas tyrimas vertinant kapitalo struktūros pakeičių įtaką įmonės vertei atėjus rizikos kapitalui.

## **1.2. Finansiniai rodikliai tiriantys kapitalo struktūros pokyčius**

Tam kad palyginti ir įvertinti kapitalo finansavimą iš rizikos kapitalo fondo, jį lyginsime su banko paskola bei įvertinsime kapitalo kainą. Kiekviena įmonė savo veiklai finansuoti ieško lėšų. Jų gavimas susijęs su tam tikromis konkrečiomis išlaidomis: kreditoriams už paskolas reikia mokėti palūkanas, akcininkams už investuotą kapitalą – dividendus. Bendra lėšų suma, kurią reikia mokėti už naudojamą finansiniais ištekliais, išreikšta procentais, vadinama kapitalo kaina.

Kapitalo kainos valdymas – vienas iš svarbiausių finansų valdymo klausimų įmonėje. Nuo jos dydžio priklauso kapitalo pelningumo norma, kuri daug kuo lemia ir įmonės rinkos kainą. Vadovai, plėsdami įmonės veiklą, turi numatyti, iš kokių šaltinių bus finansuojami nauji projektai. Lėšos gali būti gaunamos tiek iš vidinių šaltinių, tiek iš skolintų lėšų. Kadangi kiekviena šių lėšų šaltinių kaina skirtinga, tai vidutinė kapitalo kaina skaičiuojama kaip jų aritmetinis svertinis vidurkis.

Dažnai sunku tiksliai nustatyti kapitalo kainą, o kartais tai padaryti netgi neįmanoma. Tačiau nepaisant kylančių problemų, dėl sėkmingų investicinių projektų įmonės vadovai turi turėti nors apytiksliai skaičiavimus, kurie padėtų įvertinti naudojamų lėšų efektyvumą bei investicinės politikos tikslumą. Užsienio įmonės, skaičiuodamos kapitalo kainą, remiasi prielaida, kad skolinto kapitalo kaina mažesnė nei nuosavo, nes palūkanų normos paprastai mažesnės, nei akcininkams mokami dividendai, todėl ekonomiškai netikslinga didinti akcinį kapitalą ir mažinti skolintą, nes tai tik padidina bendrąją kapitalo kainą įmonėje.

### **1.2.1. Kapitalo kainos ir pelningumo rodikliai**

Iš kapitalo struktūros teorijų buvo matyti, jog kapitalo rinkos vertės didinimas yra vienas kertinių akmenų finansų valdyme ir atspindi kapitalo kainos mažinimo tikslą. Taigi, svarbu veiklą finansuojant tiek nuosavu tiek skolintu kapitalu žinoti kiekvienos kapitalo rūšies kainą, ir atsižvelgiant į kapitalo struktūrą, nustatyti vidutinę svertinę kapitalo kainą (WACC). Taigi yra išskiriamos trys kapitalo kainos rūšys:

- nuosavo kapitalo kaina; ( $R_e$ );
- skolinto kapitalo kaina; ( $R_d$ );

- bendrojo kapitalo kaina ( $R_a$ );

O viso kapitalo kaina yra suprantama kaip esminė įmonės veiklos suma. Ir apskaičiuojama vidutinė svartinė kapitalo kaina, kaip visų investicijų projekto finansavimo šaltinių kainų svartinis vidurkis. (1)

$$WACC = E_m/A_m \times R_e + D_m/A_m \times R_d \times (1-T) \quad (1)$$

čia  $WACC$  – svartinė vidutinė bendrojo kapitalo kaina;

$E_m$  - nuosavo kapitalo rinkos vertė;

$A_m$  - bendrojo kapitalo rinkos vertė;

$R_e$  - nuosavo kapitalo kaina;

$D_m$  - skolinto kapitalo rinkos vertė;

$R_d$  - skolinto kapitalo kaina;

$T$  - pelno mokesčio tarifas.

Įmonės bendroji kapitalo rinkos vertė apskaičiuojama pagal šią formulę (2):

$$A_m = E_m + D_m \quad (2)$$

Atskirų kapitalo dalių rinkos vertės apskaičiuojamos diskontuojant būsimuosius ateities mokėjimus. Pagal prielaidą kad įmonės būsimas bendrasis penas (prieš atskaičiuojant palūkanas už skolintą kapitalą) yra pastovus, tuomet bendrojo kapitalo vertė apskaičiuojama (Aleksnevičienė, 2009, p. 212):

$$A_m = EBIT / WACC \quad (3)$$

čia  $EBIT$  - bendrasis pelnas prieš palūkanų už skolintą kapitalą ir mokesčių mokėjimą.

Iš (3) formulės matyti, kad įmonės kapitalo kainos minimizavimo ir bendrojo kapitalo rinkos vertės maksimizavimo tikslai tam tikromis sąlygomis yra vienodo svarbumo.

Analogiškai diskontuojant būsimus mokėjimus apskaičiuojama nuosavo (4) ir skolinto (5) kapitalo rinkos vertės, įvertinant finansuotojų mokėjimų apmokestinimą (būsimąją palūkanų normą) kartu su palūkanų normos reikalavimais (Cibulskienė, Lileikienė, Martišauskienė, 2008, p. 74):

$$E_m = (EBIT / i) / R_e \quad (4)$$

$$D_m = i / R_d \quad (5)$$

čia  $i$  - skolinto kapitalo palūkanų išlaidos;

$R_e$  - nuosavo kapitalo kaina;

$R_d$  - skolinto kapitalo kaina.

Vertinant kapitalo pelningumą dažniausiai naudojami rodikliai yra *turto pelningumas* (angl. return on assets - ROA) ir *nuosavo kapitalo pelningumas* (angl. return on equity – ROE). Turto pelningumas – tai lygmuo sumokėjus pelno mokesčių, gautas iš viso įmonės kapitalo (Petravičius, 2008, p 104). ROA parodo kiek grynojo pelno įmonė uždirba vienam turto litui. Šis dydis gali būti naudojamas kaip įmonės turto panaudojimo efektyvumo matas. Kuo didesnė ROA reikšmė, tuo

turtas „įdarbinamas“ efektyviau, tuo daugiau pelno. Jis skaičiuojamas grynąjį pelną dalijant iš nuosavo kapitalo (6).

$$ROA = \text{grynasis pelnas} / \text{bendrasis kapitalas} \quad (6)$$

Nuosavo kapitalo pelningumas – tai akcininkų investicijų pelningumas. Jis parodo, kokį pelningumą generuoja įmonė vienam investuotam savininkų nuosavybės litui. Kuo nuosavybės pelningumas yra didesnis, tuo efektyvesnė yra įmonės veikla, tuo daugiau pelno ji uždirba savo akcininkams. ROE skaičiuojamas grynąjį pelną dalijant iš akcininkų nuosavybės (7).

$$ROE = \text{grynasis pelnas} / \text{akcininkų nuosavybė} \quad (7)$$

Taip pat svarbus rodiklis yra ir *investicijų pelningumas* (angl. return on investment – ROI). Investicijų pelningumas matuoja pelningumą ilgalaikiam įmonės kapitalui įskaitant skolintą ir nuosavą kapitalą (8).

$$ROI = \text{grynasis pelnas} / (\text{ilgalaikiai įsiskolinimai} + \text{nuosavas kapitalas}) \quad (8)$$

Analizuojant finansavimo šaltinius vien nustačius ir palyginus jų kainą ir pelningumą dar negalima nustatyti, kuris įmonei yra priimtinesnis. Kapitalo kaina ir pelningumas nėra vieninteliai pasirinkimą lemiantys veiksniai, kartu reikia įvertinti ir prisiimamą riziką.

### 1.2.2. Rizikos rodikliai

Nagrinėjant pelningumo ir rizikos santykį žinoma, jog kapitalo kainos mažinimas bei įmonės vertės didinimas yra tiesiogiai proporcingas patiriamai rizikai. Tam būtina ištirti, koku būdu reikėtų ir galėtų būti finansuojami ilgalaikio turto poreikiai. O šie ilgalaikio turto finansavimo sprendimai yra susiję su kapitalo kaina bei finansiniu svertu (Majauskienė, 2005, p. 9).

Šalia kapitalo kainos neoklasikams svarbus dar vienas esminis dydis - tai kapitalinio įdėjimo rizika. Išskiriamos dvi pagrindinės rizikos rūšys: finansinė rizika ir veiklos našumo rizika (taip pat kapitalo struktūros ir verslo rizika).

Pasak Rutkausko (2007) nuo kapitalo struktūros yra labai priklausoma įmonės finansinė rizika, kurią patiria paprastųjų akcijų savininkai, jeigu kapitalo struktūroje yra skolinto kapitalo arba privilegijuotųjų akcijų. O šiai rizikai išmatuoti siūlo šiuos finansinius rodiklius :

- palūkanų padengimo koeficientas;
- pastoviųjų finansavimo išlaidų padengimo koeficientas;
- pinigų srautų padengimo koeficientas;
- finansinio sverto efektas;
- finansinio sverto laipsnis;
- finansinio indiferentiškumo taškas;
- finansinio lūžio taškas.

*Palūkanų padengimo koeficientas* (angl. interest coverage ratio - ICR) yra pelno prieš atskaitant palūkanas ir mokesčius su bendra palūkanų suma santykis (9). Rodiklis padeda nustatyti ar įmonė uždirba pakankamai veiklos pajamų, kad sugebėtų padengti palūkanas. Rodiklis įvertina sugebėjimą aptarnauti skolas ir jį įtakoja šie pagrindiniai veiksniai: veiklos pelnas, bendras skolų kiekis ir faktinės palūkanų sąnaudos.

$$ICR = EBIT / INT \quad (9)$$

čia: ICR - palūkanų padengimo koeficientas;

EBIT – pelnas prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą;

INT - palūkanų suma.

Didelio pelningumo bendrovė gali labai gerai dengti palūkanas, net jei balanse matyti didelis skolos lygis. Tačiau jei palūkanos sudaro didelę dalį pelno prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą, tuomet net mažas veiklos pelno pasikeitimas turės didelį poveikį savininkų pelningumui. Daug besiskolinančiai įmonei gerai sekasi ekonominio pakilimo laikotarpiu, tačiau ji greit susiduria su sunkumais recesijos metu (Petravičius, 2008, p.102).

Kitas labai svarbus rizikos indikatorius yra finansinio sverto efektas, kuris sujungia jau aptartą palūkanų padengimo riziką su mokesčio tarifu.

Taigi, *finansinio sverto efektas* (angl. Financial leverage effect – FLE), tai nuosavo kapitalo pelningumo pasikeitimas, finansavimui naudojant skolintą kapitalą (Aleksneavičienė, 2009, p. 253). Finansinio sverto efektas padeda įvertinti palūkanų padengimo ir mokesčio tarifo pasikeitimo bendrą įtaką finansinei rizikai ir pelningumui (10). Taip pat jis susieja verslo ir finansinę riziką, kadangi kapitalo pelningumo prieš atskaitant palūkanas ir mokesčius kintamumas yra verslo rizika.

$$FLE = (1-T)(r-i) \times D/E \quad (10)$$

čia: T - pelno mokesčio tarifas;

r - viso kapitalo pelningumas;

i - palūkanų norma;

D - skolintas kapitalas;

E - nuosavas kapitalas.

Finansinio sverto efektas yra ganėtinai pavojingas instrumentas, nes jei tik palūkanų norma taps didesnė nei viso kapitalo pelningumas, ir efektas pradeda veikti įmonės nenaudai. Tokiu atveju kuo didesnis finansinio sverto efektas, tuo daugiau nuostolių patiria įmonės savininkai (Mackevičius, 2003, p. 29).

Dar vienas svarbus rizikos nustatymo indikatorius yra *finansinio sverto lygis* (angl. degree of financial leverage - DFL). Tai indeksas parodantis akcijos pelningumo jautrumą EBIT kintamumui (11). Finansinė rizika iškyla kuomet įmonės naudoja skolintą kapitalą. Šios rizikos

poveikis įmonei pasireiškia per pelningumo nepastovumą. Būtent paskolų sukeliama finansinės rizikos mastą ir įvertina finansinio skolingumo sverto lygis (Cibulskienė, 2005, p. 32).

Verslo rizika susijusi su pardavimo pajamų kintamumo įtaka EBIT, o finansinė rizika siejama su EBIT kintamumo įtaka paprastųjų akcijų pelningumui. Kai įmonė naudoja finansinį svertą, ji didina kapitalą iš pastovią kainą turinčių šaltinių ir siekia uždirbti daugiau negu yra to kapitalo kaina. Tas skirtumas atitenka paprastųjų akcijų savininkams. Kai įmonė naudoja santykinai didelį finansinį svertą, net ir maži minėto pelno pasikeitimai sąlygoja didelį akcijų pelningumo kintamumą. Finansinio skolingumo svertas padeda įvertinti savininkams priklausančio pelno nepastovumą dėl veiklos pajamų pasikeitimo. Finansinio sverto laipsnis apskaičiuojamas pagal formulę (Aleksnevičienė, 2009, p. 254):

$$DFL = \Delta EPS / \Delta EBIT \quad (11)$$

čia: DFL - finansinio sverto lygis;

$\Delta EPS$  – pelno, tenkančio vienai paprastajai akcijai pokytis;

$\Delta EBIT$  - pelno prieš atskaitant palūkanas ir mokesčius pokytis.

Jei DFL yra 2, tai reiškia, jog, sumažėjus pelnui prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą, tos įmonės akcijų pelningumas sumažėja du kartus. Pavyzdžiui, jei DFL yra 3, tai, pelnui prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą sumažėjus 20 %, vidutinis vienos akcijos pelningumas sumažėtų 60 % (30 x 3). Kuo didesnis DFL, tuo didesnis akcijų pelningumo pasikeitimo efektas. Didėjantis DFL yra finansinės rizikos didėjimo požymis. Jei įmonė jau yra nusistačiusi optimalią kapitalo struktūrą, kapitalo vidutinei svertinei kainai pradėjus kilti, firmos kapitalo vertė pradeda mažėti. Kaip finansinio skolingumo svertas padidina savininku nuosavybės pelningumą ir riziką (Adomavičiūtė I., 2006).

Finansinio sverto lygis yra artimas rodiklis nagrinėtam finansinio sverto efektui, nes susieja verslo ir finansinę riziką. Kuo didesnė galima EBIT kitimo amplitudė, tuo atsargiau reikia formuoti kapitalo struktūrą. Tačiau finansinio sverto laipsnis neparodo skirtingų parametrų įtakos finansinei rizikai ir pelningumui. (Buckiūnienė, 2005, p. 57). Vienodą dviejų kapitalo struktūrų naudingumą parodo *finansinio indiferentiškumo taškas* (angl. financial indifference point) apskaičiuoja EBIT sumą, kuriai esant akcijos pelningumas yra toks pats, nepriklausomai nuo kapitalo struktūros. Matuojamas pelnu prieš atskaitant palūkanas ir mokesčius (12).

$$FIP = ((1-T)(EBIT - INT) - DIV) / N_a = ((1-T)(EBIT - INT) - DIV) / N_b \quad (12)$$

čia: T- pelno mokesčio tarifas;

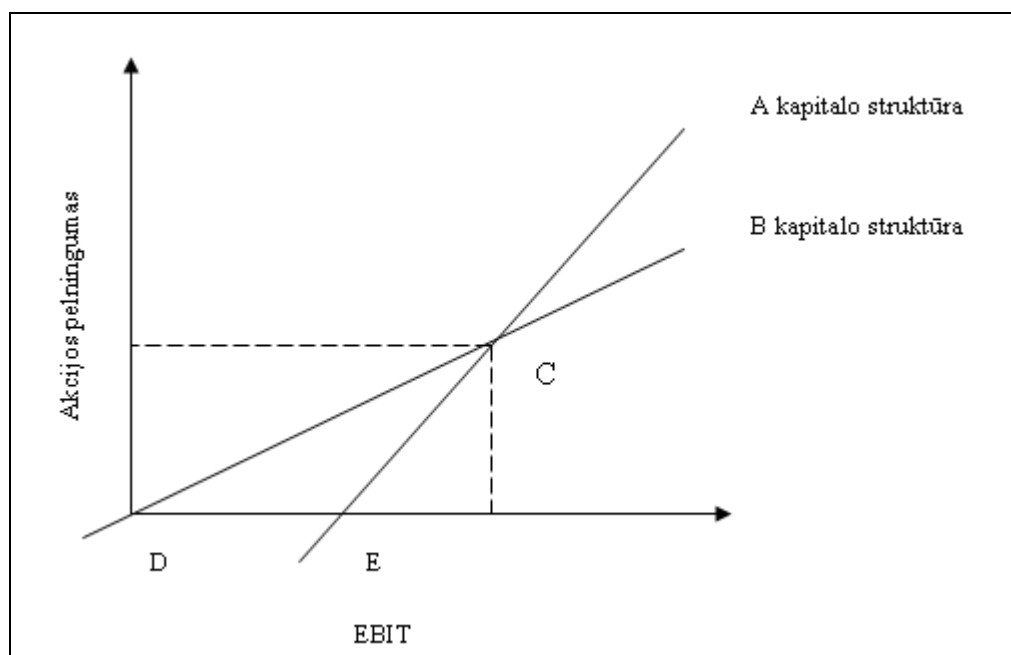
INT - palūkanų suma;

DIV - privilegijuotųjų akcijų dividendai;

$N_a$  ir  $N_b$  - akcijų skaičius atitinkamai A ir B kapitalo struktūrose.

Grafiškai finansinio indiferentiškumo taškas pavaizduotas 5-ame paveiksle taške C.





Šaltinis: ALEKNEVIČIENĖ, Vilija. (2009) *Įmonės finansų valdymas*, p. 256.

### 5. pav. Grafinis finansinio indiferentiškumo ir finansinio lūžio taškų vaizdas

Taškai D ir E yra vadinami *finansinio lūžio taškais* (angl. financial breakeven points - FBP), jie rodo EBIT sumą, kuriai esant akcijų pelningumas lygus nuliui. Savaime aišku, kad esant svertinei kapitalo struktūrai, kartu ir finansinei rizikai, šis lūžio taškas bus didesnis. Finansinio lūžio taško esmė yra tai, kad jis parodo minimalią EBIT sumą, būtiną, kad įmonė išvengtų nuostolių, tenkančių paprastųjų akcijų savininkams. Finansų vadovas gali palyginti šią minimalią sumą su prognozuojamais rezultatais ir jų tikimybėmis. Kuo didesnė tikimybė, kad įmonės veiklos rezultatai bus žemiau finansinio lūžio taško, tuo mažiau tokia kapitalo struktūra yra pageidautina. Matematiškai finansinio lūžio taškas apskaičiuojamas taip (13):

$$FBP = INT + (DIV / (1-T)) \quad (13)$$

čia FBP - finansinio lūžio taškas;

INT - palūkanų suma;

DIV - privilegijuotųjų akcijų dividendai;

T- pelno mokesčio tarifas.

Nesant kapitalo struktūroje privilegijuotųjų akcijų, FBP lygus palūkanų sumai. Visi išanalizuoti finansinės rizikos vertinimo rodikliai yra statiški išmatavimai, neįvertinantys laiko faktoriaus ir potencialios finansinės rizikos skolos egzistavimo laikotarpiu. Daugeliu atvejų daroma prielaida, kad yra vienos rūšies skola ir neribotam laikui, tačiau realiame gyvenime egzistuoja skirtingų tipų skolos, turinčios skirtingas palūkanų normas ir gražinimo terminus. Vadinasi, svarbu įvertinti periodinius palūkanų mokėjimus ir skolų gražinimo terminus bei sumas. Jeigu būsimi

pinigų srautai būtų tiksliai žinomi, skolų ir palūkanų mokėjimą būtų galima išdėstyti pagal pinigų srautų grafiką. Pelnas būtų maksimizuotas, nes nereikėtų laikyti mažo pelningumo likvidaus turto, o veiklą būtų galima finansuoti daugiau trumpalaikėmis skolomis (ilgalaikės paskolos brangesnės už trumpalaikes). Tačiau praktikoje faktiniai pinigų srautai nukrypsta nuo laukiamų, ir situacija tampa rizikinga. Kuo didesnė nuokrypio tikimybė, tuo įmonei reikalinga didesnė saugumo riba. Ši saugumo riba gali būti sukurta didinant likvidų turtą arba ilginant skolų mokėjimo terminus, tokiu būdu sumažinant pelningumą ir potencialią įmonės investicijų riziką (Rutkauskas, 2008).

Išnagrinėti finansinės rizikos matavimo rodikliai trečioje darbo dalyje padės įvertinti finansavimo iš RKF riziką. Nustatys ar gautas kapitalas sumažina ar padidina įmonės finansinę riziką.

Nagrinėjant ir vertinant finansavimo šaltinius šalia kapitalo kainos, pelningumo ir prisiimamos rizikos yra svarbu atsižvelgti ir į įmonės vertės rodiklius. Būtina nustatyti ir įvertinti kaip papildomas kapitalas gali paveikti vertę.

### 1.2.3. Įmonės vertės rodikliai

Būsimą vertę ir jos pokytį analizuosime naudodami ekonominės pridėtinės vertės rodiklį (angl. economic value added – EVA), kuris pasak A. Marshall apibūdina ekonominį pelną kaip skirtumą tarp grynojo pelno ir investuoto kapitalo sąnaudų šiandienine verte (Nikhil, 2009, p. 171). S. Stewart EVA kūrėjas šį rodiklį apibrėžia taip: ekonominiu požiūriu vertė sukurama tada, kai kompanija gauna pajamas, didesnes nei ekonominiai kainai šioms pajamoms gauti. Tai kartu ir grynos įmonės ekonominės veiklos matas, ir strategija akcininkų turtui didinti. EVA yra prognozė gryno ekonominio pelno arba dydžio, kuriuo uždarbis viršija arba nesiekia užsibrėžto minimalaus tikslo. Teigiama, kad su EVA turėtų būti susieti visi kiti finansiniai rodikliai (Chmieliauskaitė, 2006).

EVA rodiklis lygina veiklos pelną su versle įdarbinto kapitalo kaina, t.y. EVA apskaičiuojama kaip grynojo veiklos pelno po mokesčių (NOPAT) ir kapitalo kainos skirtumas.

(14)

$$EVA = NOPAT - (C \times WACC) \quad (14)$$

čia: EVA – ekonominė pridėtinė vertė;

NOPAT – veiklos pelnas po mokesčių;

C – bendras kapitalas;

WACC – svartinė vidutinė kapitalo kaina.

EVA rodiklis taip pat gali būti skaičiuojamas kaip skirtumo tarp investuoto kapitalo pelningumo (angl. Return on Capital) ir svertinių kapitalo kainos (WACC) sandauga su visu kapitalu (15):

$$EVA=(ROC - WACC) \times C \quad (15):$$

Reiškia, vertė sukuriama tik tada, kai įmonės gaunamos pajamos viršys visas išlaidas, įskaitant ir kapitalo (Žabtorius, 2006)).

EVA, apskaitydama ir nuosavo kapitalo kainą, skatina efektyviai išnaudoti visą, ne tik skolintą kapitalą bei aiškiai atskleidžia ryšį tarp pelningumo ir kapitalo panaudojimo pelnui uždirbti. Taigi, EVA reikšmės pokyčiai yra glaudžiai susiję su kapitalo kainos dydžiu, vadinasi reikšmingą poveikį EVA apimčiai turi įmonės kapitalo struktūra, kurią atspindi kapitalo svertai. Taigi EVA atspindi pelningumo ir kapitalo panaudojimo tam pelnui uždirbti ryšį (Chmieliauskaitė, 2006).

Remiantis šioje dalyje išnagrinėtomis kapitalo struktūros formavimo teorijomis trečioje darbo dalyje bus atliekama atvejo analizė nustatant rizikos kapitalo įtaką UAB „Mobiringas“ kapitalo pelningumui, finansinei rizikai ir įmonės vertei. Bus nustatinėjama ar UAB „Mobiringas“ finansinio svarto pasikeitimas atėjus rizikos kapitalui turės įtakos bendrai kapitalo kainai ar kaip teigia pirmoji F. Modigliani ir M. Miller teorija, jog pasikeitimas niekaip neįtakoja WACC. Taip pat nustatysime ar įmonė padidins savo rinkos vertę kartu sumažindama vidutinę svertinę kapitalo kainą, jei skolos lygis didės, nes būtent taip teigia antroji F. Modigliani ir M. Miller teorija. Tyrime taip pat bus atsižvelgta ir į tradicinę kapitalo struktūros formavimo teoriją. Bus tiriama ar didėjantis skolos lygis sumažins WACC tik iki tam tikro lygio, po kurio kapitalo kaina vėl ims kilti. Visa tai bus tiriama remiantis aptartais pagrindiniais kapitalo kainos, pelningumo, finansinės rizikos ir įmonės vertės rodikliais.

Tam kad geriau nustatyti ir įvertinti RKF finansavimo ypatybes: sąlygas, fondo reikalavimus, kapitalo priskyrimą nuosavybei ar įsipareigojimams, antroje mokslinio darbo dalyje bus nagrinėjama rizikos kapitalo samprata. Taip pat apžvelgta Lietuvos RKF rinka bei galimybės.

## 2. RIZIKOS KAPITALO FONDAI – INOVATYVI FINANSAVIMO PRIEMONĖ

Lietuvoje rinkos ekonomikos konkurencingumą bei augimą labiausiai įtakoja mažų ir vidutinių įmonių veikla bei jų plėtra. Lyginant su didelėmis įmonėmis mažos ir vidutinės įmonės yra daug jautresnės rinkos svyravimams, verslo aplinkos pokyčiams, jų sėkminga veikla labai priklauso nuo technologinės pažangos, konkurencijos, turimo kapitalo. Siekiant sėkmingai konkuruoti su stambiomis bendrovėmis jos turi panaudoti visą savo kūrybinį ir intelektualinį potencialą. Tačiau tai padaryti dažnai trukdo finansinės galimybės, būtent kapitalo trūkumas stabdo įmonės plėtrą, naujų technologijų diegimą, kas turi tiesioginę įtaką šalies gerovei ir išsivystymo lygiui. Žinoma, finansavimo šaltinių įvairovė yra gana didelė – tai, bankų paskolos, kredito unijos, kitų finansinių įstaigų siūlomos paslaugos. Tačiau būtent ankstyvosios vystymosi stadijos įmonėms, dėl didelio rizikingumo laipsnio, yra sunku pritraukti investuotojus ar gauti banko paskolą, todėl daugelis perspektyvių ir inovatyvių idėjų žlunga dar nepradėjus jų gyvendinti. Tokioje situacijoje dažniausiai gali padėti tik turimos savos lėšos, vadinamieji verslo angelai ar rizikos kapitalas. Rizikos kapitalo verslo modelis nėra naujovė ir netgi yra įgavęs standartines formas, pagal kurias veikia beveik visi pasaulio rizikos fondai. Rizikos kapitalo fondų veiklos principai atskleisti ir išnagrinėti bus tolesnėje šio darbo dalyje.

### 2.1. Rizikos kapitalo samprata

Viena iš įmonių finansavimo alternatyvų yra rizikos kapitalas. Pastaraisiais dešimtmečiais rizikos kapitalo rinkoje vyko spartus vystymasis ir buvo jaučiamas ženklus kilimas, pralenkęs daugelį kitų finansinių instrumentų. Todėl yra pabrėžiama, kad valstybėje nebus palankios verslui aplinkos tol, kol nebus suformuota stipriai veikianti rizikos kapitalo fondų sistema. Verslumo efektyvumui užtikrinti yra būtinos, naujos technologijos, moksliniai tyrimai, ekspertų grupės, tačiau vienas pagrindinių veiksnių yra lėšos reikalingos idėjai įgyvendinti. Vakarų įmonės jau prieš keleta dešimtmečių suprato, kad vien bankai ar kredito unijos nėra pajėgios užtikrinti verslo finansavimą, sukūrė rizikos kapitalo fondus, kurie investuoja į patrauklesnius ir rizikingesnius verslo projektus, nereikalaudami užstato.

*Rizikos kapitalo fondas (RKF)* - tai investicinis fondas, įsteigtas profesionalių rizikos kapitalo investuotojų, kuris daugiausia investuoja į nelistinguojamas, o kartais ir į naujai kuriamas įmones pagal iš anksto patvirtintas šio fondo investavimo taisykles. RKF veikla pasižymi didelės investicijų rizikos ir aukšto pelningumo deriniu (Strazdas, Jakubavičius, Gečas, 2003). L. Juozaitienė (2007) vertindama finansavimo šaltinius pagal prisiimamą riziką ir pelningumą pirmoje vietoje išskiria Valstybės ir ES paramą, tuomet bankus (kreditai, lizingas ir kt.), ir trečioje vietoje

išskiria rizikos kapitalo fondus, teigdama jog prisiimama rizika yra gana didelė, ir gana didelis vidutinis arba didelis pelno reikalavimas.

Pirmasis rizikos kapitalo fondas „ARD“ buvo įkurtas JAV dar 1946 metais. Kelių metų laikotarpyje įsikūrė dar keletas privataus kapitalo rizikos fondų: Davis Rock, SBIC ir kt. Rizikos kapitalo fondai išvystė tokias žinomas kompanijas kaip „Intel“ ar „Google“ (Jakubavičius, Jucevičius, Gečas, 2008).

1976 metais buvo įsteigta viena žinomiausių visų laikų investicinė bendrovė „Kohlberg Kravis Roberts“. Savo veiklos pradžioje ji iš aštuonių investuotojų surinko po 50 tūkst. JAV dolerių. O po kelerių metų fondas išaugo iki 135 mln. dolerių. Vėliau į šią sritį puolė ir didieji investiciniai bankai – „J.P. Morgan“, „GoldmanSachs“ ir kiti. Pagrindinė jų veiklos kryptis buvo naujai besikuriančių įmonių, gaminančių vertingus produktus, finansavimas. Ši pagrindinė jų veiklos kryptis išliko iki šių laikų. Vien 2000 metais investuotojai tokioms kompanijoms patikėjo apie 160 mlrd. dolerių. Per paskutinius dešimt metų rizikos kapitalo pramonė sulaukė didžiulio pakilimo, pralenkdama daugelį kitų finansinių instrumentų grupių (Jakubavičius, Jucevičius, Gečas, 2008).

Rizikos kapitalo fondai investuoja ilgesniam laikotarpiui, paprastai nuo 5 iki 10 metų ir kaip jau buvo minėta dažniausiai yra investuojama į nelistinguojamas įmones, todėl trumpalaikiai investicijų svyravimai nedaro didelės įtakos. Rizikos kapitalo fondai gauna pelną tik realizavus investicijas. Investuojama tik į perspektyvius verslus, kurie gali sukurti pridėtinę vertę ir atnešti didelę ekonominę naudą.

### **2.1.1. Rizikos kapitalo veiklos ypatumai**

Rizikos kapitalo fondo lėšos paprastai yra skiriamos perspektyvioms įmonėms finansuoti. Šias lėšas fondai stengiasi pritraukti iš įvairių organizacijų ir fizinių investuotojų, kurie siekia diversifikuoti investicinį portfelį ir yra pasiruošę prisiimti didesnę riziką, didesniam pelningumui gauti. Į fondą investuotos lėšos investuotojo portfelyje paprastai sudaro tik iki 10 proc., tačiau tai labai priklauso nuo investuotojo požiūrio į riziką. Todėl ir yra kilęs terminas – rizikos kapitalas – tai siekimas gauti kuo didesnę pelną prisiimant santykinai didesnę riziką. (Darulis, 2005, p. 47)

Rizikos kapitalo fondus steigia dažniausiai žmonės antreprenieriai ar dirbantys finansų sferoje. Fondus steigti gali ir juridiniai asmenys, ar net valstybinės įstaigos. Šie fiziniai ar juridiniai asmenys savo lėšas investuoja į rizikingesnes veiklas ir yra vadinami – rizikos kapitalistais, tai fondo valdytojai ir įkūrėjai. Tačiau yra investuojamos ne tik savo lėšos, bet ir stengiamasi pritraukti kitus investuotojus, taip sukuriant rizikos kapitalo fondą. Fondo investuotojai paprastai yra vadinami ribotos atsakomybės partneriais. Lėšos į fondą dažniausiai yra pervedamos ne iš karto, yra pasirašomas susitarimas pervedti lėšas tuomet, kuomet pareikalaujama, kai yra randamas patrauklus

projektas. Reikalaujama suma yra proporcinga partnerio bendriems įsipareigojimams fonde. Paprastai investuotojų įnašas į fondą sudaro 99 %. lėšų, tuo tarpu rizikos kapitalo įmonė (RKĮ) įnašas – tik 1 proc. RKĮ įnašas yra ne finansinis kapitalas, o intelektualinis, taip pat RKĮ atlieka fondo valdymo funkcijas:

- suformuoja investavimo politiką,
- ieško ir atrenka investavimo politiką atitinkančius projektus,
- perteikia savo patirtį, žinias, verslo kontaktus,
- atlieka investicijų monitoringą, priima sprendimus dėl pasitraukimo (Gabartas, 2006).

Įkūrus fondą ir pritraukus pakankamai lėšų fondo valdytojas aktyviai ieško perspektyvių projektų reikalaujančių finansavimo. Efektyvius, gerai užsirekomendavusius fondus, antrepnieriariai dažnai suranda patys, ir siūlo įvairius projektus, kuriuos svarsto ir atrenka rizikos kapitalistai. Kaip vykdomas šis procesas priklauso nuo fondo specifikos ir investavimo strategijos. Kai kurie fondai specializuojasi tam tikrose srityse ar sektoriuose, kiti fondai investicijas skiria priklausomai nuo įmonės vystymosi fazės (steigimosi pradžia, augimas, branda ir pan.) (Bagdonavičiūtė, 2009). Lietuvoje mažiausio rizikos kapitalo dėmesio sulaukia įmonės esančios steigimosi ar pradžios fazėje. Todėl besikuriančios įmonės susiduria su finansavimo problemomis. Lietuvoje šia problema susidomėta lyginant su Europos šalimis gana nesenai. Lietuvos vyriausybė visgi nusprendė remti rizikos kapitalo fondus, taip skatindama mažų ir vidutinių įmonių vystymąsi ir steigimą. Apie valstybės parama bus kalbama tolesnėje šio darbo dalyje.

Atrinkus ir investavus į projektą, rizikos kapitalistai ir toliau aktyviai stebi ir valdo savo investicijas, dažnai gaunant vietą ir balsavimo teisę įmonės valdyboje, taip siekiant kartu ir padėti įmonei sėkmingai pasiekti savo tikslus. Todėl dėl efektyvesnės savo investicijų kontrolės fondai neinvestuoja į daug įmonių tuo pačiu metu. Investuotas kapitalas turi būti sėkmingai realizuotas ir duoti pelningumą, todėl fondo valdytojai siekia pelningai parduoti investicijas strateginiams investuotojams, išvesti įmonę į biržą ar kitais būdais parduoti savo turimą akcijų paketą, kai įmonė pasiekia užsibrėžtus tikslus.

Kaip jau buvo minėta – pagrindinis rizikos kapitalistų tikslas, kuo sėkmingiau investuoti ir sėkmingai realizuoti savo investicijas. Nuo to priklauso rizikos fondų pelnas. Paprastai fondo veiklai finansuoti yra skiriamas valdymo mokestis, kuris yra išreiškiamas procentais nuo bendro fondo vertės. O tai, priklausomai nuo fondo dydžio, sudaro apie 2-3 proc. nuo fondo pritrauktų investicijų sumos. Šios lėšos yra skiriamos fondo veiklai užtikrinti – atlyginimams fondo valdytojams mokėti, personalui, biuro nuomai ir kitoms bendrosioms išlaidoms.

Pelną rizikos kapitalistai gauna tik sėkmingai realizavę investicijas. Paprastai fondo pajamos yra skirstomos taip: fondo investuotojai (partneriai) gauna 99 proc. pajamų, o rizikos kapitalistai 1 proc., tačiau tik iki to momento kol investuotojai atgauna visas investuotas lėšas (100 proc.), o kai

kuriais atvejais su palūkanomis. Ir tik tada kai partneriai atgauna visą sumą, fondo pajamos dar kart yra perskirstomos. Tačiau ir šiuo atveju investuotojai gauna didžiausią dalį – 80 proc. ir 20 proc. lieka fondo valdytojams – tai yra tikrasis rizikos kapitalistų pelnas, kitaip dar vadinamas sėkmės mokesčiu. Toks pelno paskirstymas “suteikia stiprią motyvaciją fondo valdytojui atlikti savo darbą kuo geriau“ (LR Ūkio ministerija, 2008). Žinoma rizikos kapitalo fondai gali būti nusistatę ir didesnius sėkmės mokesčius.

Kadangi rizikos kapitalistai gauna pelną tik esant sėkmingoms investicijoms, jie labai atsakingai ir kruopščiai atsirenka perspektyviausias kompanijas. Atrankos procesas dažnai būna labai griežtas, ir daugelis pasiūlymų yra atmetama, didieji fondai atsirenka tik 1-2 proc. iš gautų pasiūlymų. Tačiau ir atrinkus pasiūlymą ir suteikus finansavimą bei žinias, nėra garantijos, kad investicijos bus sėkmingos ir atsipirks. Rizikos kapitalistai dažnai mini tokius skaičius – „3 kompanijos iš dešimties žlugs, 5 taip ir netaps „hitais“ ir tik 2 iš dešimties atneš didžiulį pelningumą“, kuri kompensuos nepasiteisinusių investicijų praradimus su kaupu ir uždirbs pelną investuotojams ir rizikos kapitalistams (Aleknavičienė, 2000).

Reikia turėti omenyje ir tai, kad net iš pirmo žvilgsnio nedidelis valdymo mokestis, per keletą metų gali „suvalgyti“ nemažą dalį fondo lėšų, taip pat rizikos kapitalistų sėkmės mokestis sumažins investuotojų gautą pelną 20%. Žinant, kad tik 2-3 kompanijos iš 10 bus tikrai sėkmingos, nesunku suprasti, kodėl rizikos kapitalistai labai atsakingai ieško tokių kompanijų, kurios per investicijų laikotarpį galėtų atnešti 10 ir daugiau kartų investicijų pelningumą per investuotą periodą (dažnai apie 5-7m.). Prisiimama didelė rizika, todėl tikimasi didelių rezultatų, kad vidutinis pelningumas tenkintų ir investuotojus ir rizikos kapitalistus (rizikoskapitalas.eu, 2009).

Panašius atsiperkamumo procentus rodo ir Pasaulinė RKF investavimo statistika:

- 20 – 30 proc. investicijų būna sėkmingos;
- 30 – 40 proc. - vidutiniškai sėkmingos;
- likusios investicijos būna nesėkmingos (neuždirbamas joks investicijų pelningumas) arba net prarandamos investuotas kapitalas. (LR Ūkio ministerija, 2008)

Per pastaruosius penkerius metus Europos rizikos kapitalo rinka ženkliai padidėjo, rizikos kapitalo prieinamumas taip pat, tačiau pasiūla ir paklausa šiuo atveju nėra subalansuota. Daugelio rizikos kapitalo investuotojų nuomone, rizikos kapitalo apimtis nėra pagrindinė disbalanso priežastis – labiau jaučiamas perspektyvių projektų trūkumas. Be to, pažymėtina, kad daugelis investuotojų yra labiau linkę suteikti tęstiną finansavimą esamiems klientams, papildomai finansuoti ilgalaikius ir jau išibėgėjusius projektus nei imtis naujų rizikingų investicijų: taip stengiamasi apsaugoti suformuotus investicinius portfelius (Marlon, 2008). Tačiau taip vėlgi yra sumažinama galimybė gauti finansavimą naujai įsisteigusioms įmonėms.

Taigi, rizikos kapitalo fondai yra alternatyvi finansavimo priemonė, ir jie nėra tiesioginiai konkurentai kitoms finansinėms institucijoms, kadangi jų investavimo strategija pasižymi kur kas didesne prisiimama rizika, nereikalaujant jokio materialaus užstato rizikai sumažinti ir finansuojama dažniausiai į verslo pradžios ar ankstyvos plėtros įmonės gyvavimo fazę.

### **2.1.2. Rizikos kapitalo fondų tipai**

Rizikos kapitalo fondus galima skirstyti pagal kelis kriterijus: teisinę formą, valdymo būdą, nuosavybę, investavimo politiką. Pagal teisinę formą galima išskirti – ribotos partnerystės, uždaras akcines bendroves ar akcines bendroves, investicines bendroves. Pagal nuosavybę galima skirstyti į nepriklausomas, pusiau priklausomas ir priklausomas (Hassan, Leece, 2004). Nepriklausomų rizikos kapitalo įmonių nei vienas iš investuotojų neturi išskirtinių teisių. Pusiau priklausomos rizikos kapitalo įmonės paprastai yra įsteigtos kokios nors finansų institucijos, tačiau pats fondas yra sudaromas kartu su partneriais, pvz.: bankas įsteigia dukterinę savo rizikos kapitalo įmonę, tačiau kartu investuoti kviečia savo klientus ar kitas finansines institucijas. Priklausomos rizikos kapitalo įmonės yra įsteigtos, kurios nors finansinės institucijos ir yra skirstomos šios institucijos lėšos. Taip pat galima išskirti ir ketvirtą grupę – valstybinio sektoriaus fondus. Šių fondų lėšos yra formuojamos iš regioninių ar nacionalinių biudžetų, tačiau kartais yra pritraukiamas ir privatus kapitalas. Šių fondų tikslas yra kitoks, nei privataus kapitalo įmonių, jie dažniausiai siekia ne pelno, o regioninės plėtros ar naujų darbo vietų kūrimo (Zablockis, 2001).

Rizikos kapitalo fondus galima skirstyti ir pagal investavimo politiką, t.y. kokios įmonės yra finansuojamos. Visų pirma tai kai yra finansuojamos įmonės dar ankstyvojoje stadijoje, tai dažniausiai būna perspektyvios ir inovatyvios įmonės. Kiti rizikos kapitalo fondai specializuojasi finansuodami įmones ankstyvosios plėtros stadijoje, tai paprastai būna įmonės jau pateikusios rinkai savo produktą, o reikiamos lėšos reikalingos plėtrai. Taip pat skiriami fondai, kurie finansuoja jau įsitvirtinusias įmones, o reikiamos lėšos būna naudojamos esminiai finansinei plėtrai (naujų produktų kūrimui, išradimams ir pan.). Dažniausia čia finansavimas pasireiškia įsigijus kontrolinį akcijų paketą. Reikia pažymėti, jog būtent trečioji dalis yra atviriausia naujiems projektams ir pasiūlymams.

Gitanas Kancerevyčius (2003) išskiria dar du kredito rizikos fondų finansavimo etapus, kurių neišskyrė R. Strazdas (2003), tai finansavimas atgaivinimui (angl. turnarounds) ir finansavimas daliniam išpirkimui (angl. LBO - leveraged buyout, MBO - management buyout). Finansavimas atgaivinimui – tai problemų turinčios įmonės, kuri jau yra ne ankstyvoje veiklos fazėje, restruktūrizavimui arba atgaivinimui. Finansavimas daliniam išpirkimui – tai kapitalas

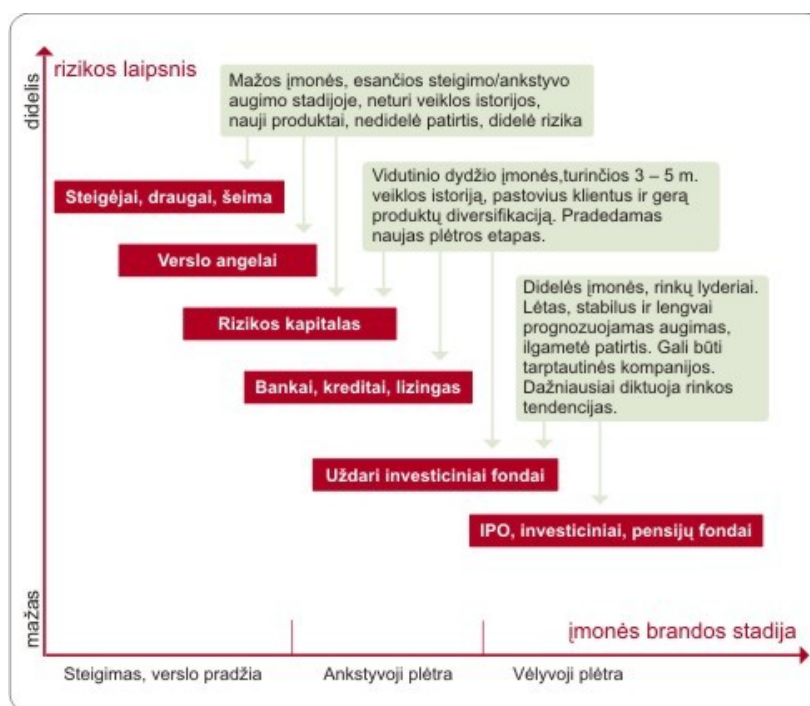


skirtas įmonių vadovybei ar grupei išorinių investuotojų, siekiančių nusipirkti įmonę arba jos padalinį. Tokiu atveju įmonės turtas tampa paskolos užstatu.

Dar vienas rizikos kapitalo įmonių skirstymo būdas yra paremtas valdymo politika. Vienių fondų valdytojas gali būti glaudžiai susiejamas su investuotojais, t.y. pagrindinius sprendimus dėl investavimo ar pasitraukimo iš portfelio priima tik iš investuotojų ir valdymo įmonės sudaryta direktorių taryba. Kito tipo fonduose valdymas yra atskirtas nuo investuotojų, t.y. fondo valdymas priklauso tik nuo fondo steigėjo ar pagrindinio partnerio. Šis būdas pasaulyje yra labiau paplitęs.

### 2.1.3. Rizikos kapitalo fondų vieta finansavimo grandinėje ir įtaka ekonomikai

Rizikos kapitalo fondai kaip tarpininkai yra viena iš sudėtinių finansų sistemos dalių. Fondai specializuojasi investicijomis į rizikingus projektus, todėl tiesioginiais konkurentais bankui, kredito unijai ar kitoms finansinėms institucijoms, pavadinti būtų netikslinga. Visos finansų institucijos specializuojasi tam tikrose srityse ir finansuoja skirtingas įmonės gyvavimo fazes. Pvz.: kaip yra teigiama UAB „Ūkio banko rizikos kapitalo valdymas“ jie savo lėšas dažniausiai finansuoja į vidutinio dydžio įmones, turinčias 3-5 m. veiklos istoriją, pastovius klientus ir gerą produktų diversifikaciją. (6 pav.)



Šaltinis: Rizikos kapitalo investavimo galimybių pristatymas, AB Ūkio bankas.

### 6 pav. Finansavimo šaltiniai priklausomai nuo rizikos laipsnio

Panašią rizikos kapitalo vietą finansavimo grandinėje nurodo ir Audrius Zolubas straipsnyje “Verslo finansavimas veiklos pradžioje”.

Abu modeliai nurodo, jog verslo pradžioje, kitaip dar vadinamu – sėjos laikotarpiu verslas dažniausiai finansuojamas pačių steigėjų, šeimos narių, kolegų. Taip pat kaip finansavimo alternatyva yra minimi verslo angelai. Šiame etape yra didžiausia nesėkmės tikimybė, todėl gauti finansavimą yra sudėtinga. Paprastai nuosavo kapitalo investavimas būna vienas iš paskatinių ir kriterijų ieškoti papildomo finansavimo iš išorinių finansavimo šaltinių.

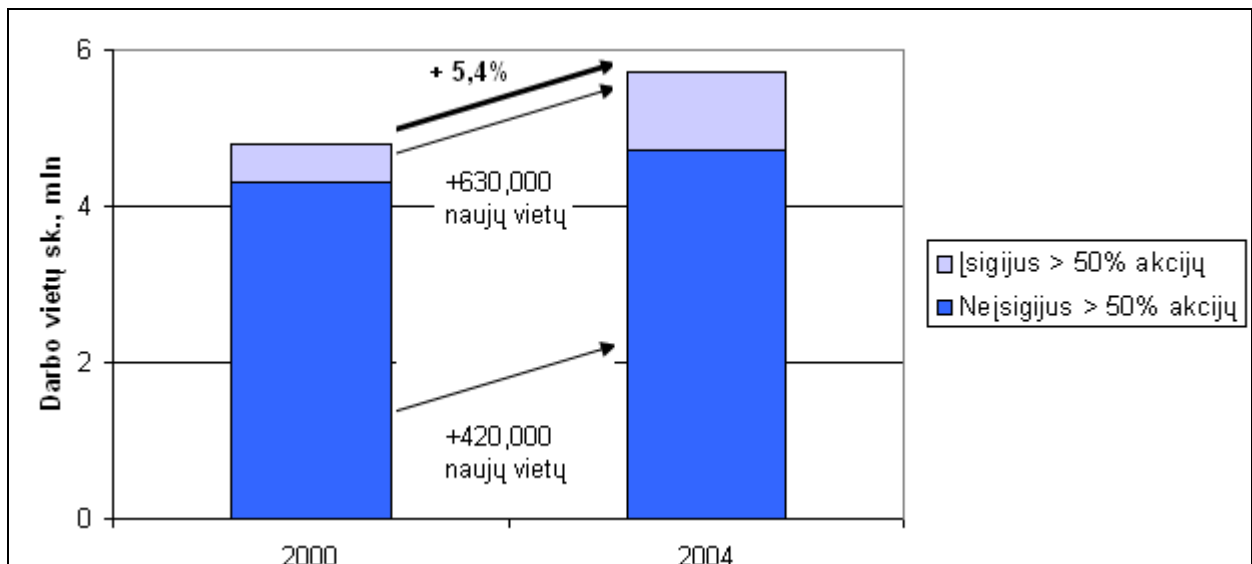
Antras etapas kuomet reikalingos papildomos lėšos yra minimas – ankstyvoji plėtra. Šiame etape dažniausiai kapitalą pasiūlyti jau pasiruošę ir rizikos kapitalo fondai. Investavimą šiame etape Audrius Zolubas (2009) dar suskirsto į 4 žingsnius:

- 1) pirmame žingsnyje finansuojamos įmonės, kurios jau išleido pradinį savo kapitalą produkto ruošimui ir reikalauja papildomų lėšų pvz. serijinei gamybai, ar pardavimams organizuoti
- 2) antrame žingsnyje papildomų lėšų reikalaujama pradinei plėtrai. Šiame etape įmonė dar neduoda akivaizdaus pelningumo, bet progresas paprastai jau būna matomas
- 3) trečiame žingsnyje investuotos lėšos naudojamos jau esminei finansinei plėtrai. Šiame etape įmonės pardavimai didėja ir įmonė netgi pasiekia atsipirkimo tašką arba gali jau netgi uždirbti pelną.
- 4) ketvirtas žingsnis išskiriamas kaip mezaninio arba jungiamojo finansavimo etapas.

Rizikos kapitalo fondai yra bendra pasaulinės finansų sistemos dalis ir jų įtaką ekonomikai galima vertinti per bendrą finansų rinkos sistemą. O kuo labiau yra išvystyta ši sistema, tuo didesnę poveikį ekonomikai turi įvairios finansinės institucijos. Nors rizikos kapitalo fondai pirmiausiai yra minimi, kaip kapitalo persikirstytojai, o tik po to kaip finansininkai. Prisiimdami didesnę investavimo riziką, jie efektyviau paskirsto laisvą kapitalą.

Paprastai ekonomistai labiau linkę fondų įtaką ekonomikai vertinti netiesiogiai, o per jų finansuojamas įmones. Taigi jau 2002 metais Europos privačių akcijų ir rizikos kapitalo asociacijos atlikto tyrimo duomenys parodė, jog įmonės, finansuotos fondų lėšomis, veikė efektyviau. Buvo apklausta 364 įmonės ir net 80 proc. teigė, jog jų EBIT rodiklis nenusileidžia konkurentų arba net jį lenkia. Šios apklausos metu paaiškėjo, jog viena įmonė, finansuota kapitalo rizikos fondo lėšomis, sukūrė vidutiniškai 46 naujas darbo vietas.

Remiantis Europos rizikos kapitalo asociacijos duomenimis per 2000 – 2004 metų laikotarpį privataus kapitalo ir rizikos kapitalo fondų finansuojamos bendrovės sukūrė apie 1 milijoną naujų darbo vietų. Iš jų apie 420 000 vietų buvo sukurta įmonėse, kurių pagrindinį akcijų paketą įsigijo privataus ir rizikos kapitalo fondai ir apie 630 000 naujų darbo vietų sukūrė, bendrovės remiamos (neįsigijus pagrindinio akcijų paketo) privataus ir rizikos kapitalo fondų ( 7 pav.).



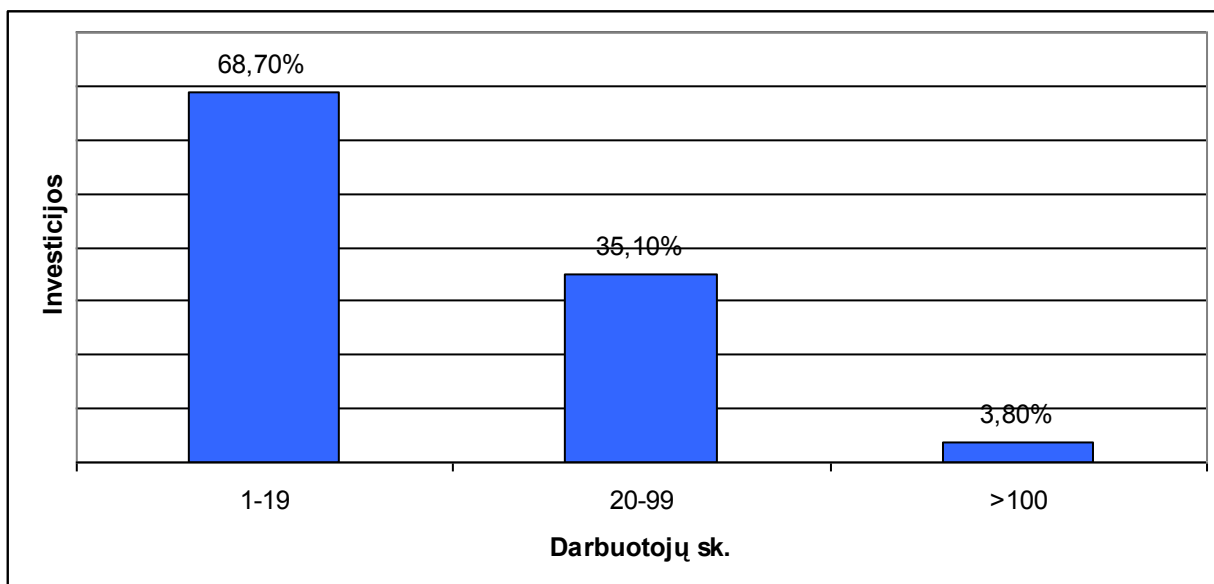
Šaltinis: EVCA (2005) Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe p. 6.

**7 pav. Rizikos kapitalo fondų finansuojamų įmonių sukurtos naujos darbo vietos Europoje, 2000-2004 m.**

Privataus ir rizikos kapitalo fondų remiamose įmonėse 2000 – 2004 metais dirbo apie 6 milijonus žmonių, o tai sudaro 3 % iš 200 milijonų aktyvių žmonių Europoje. Bendrovėse, kurių pagrindinius akcijų paketus yra išpirkę privataus ir rizikos kapitalo fondai dirba apie 5 milijonus darbuotojų, tai sudaro 83% visų darbuotojų dirbančių fondų remiamose įmonėse. 1 milijonas darbuotojų dirba įmonėse, kurias tik remia privataus ir rizikos kapitalo fondai, tai sudaro 17% visų darbuotojų dirbančių fondų remiamose įmonėse.

Rizikos kapitalo fondai yra viena labiausiai rizikingų, tačiau atnešančių esminės naudos ūkio vystymui, inovacijų diegimui investavimo formų. Daugelyje šalių rizikos kapitalo fondus remia valstybė (pvz. Airija, Jungtinės Karalystės, Latvija), siekdama didinti ūkio konkurencingumą. ES remia tokių fondų veiklą ir skatina šalis nares dalyvauti suteikiant kapitalą arba bent tam tikras garantijas (Gabartas, 2006).

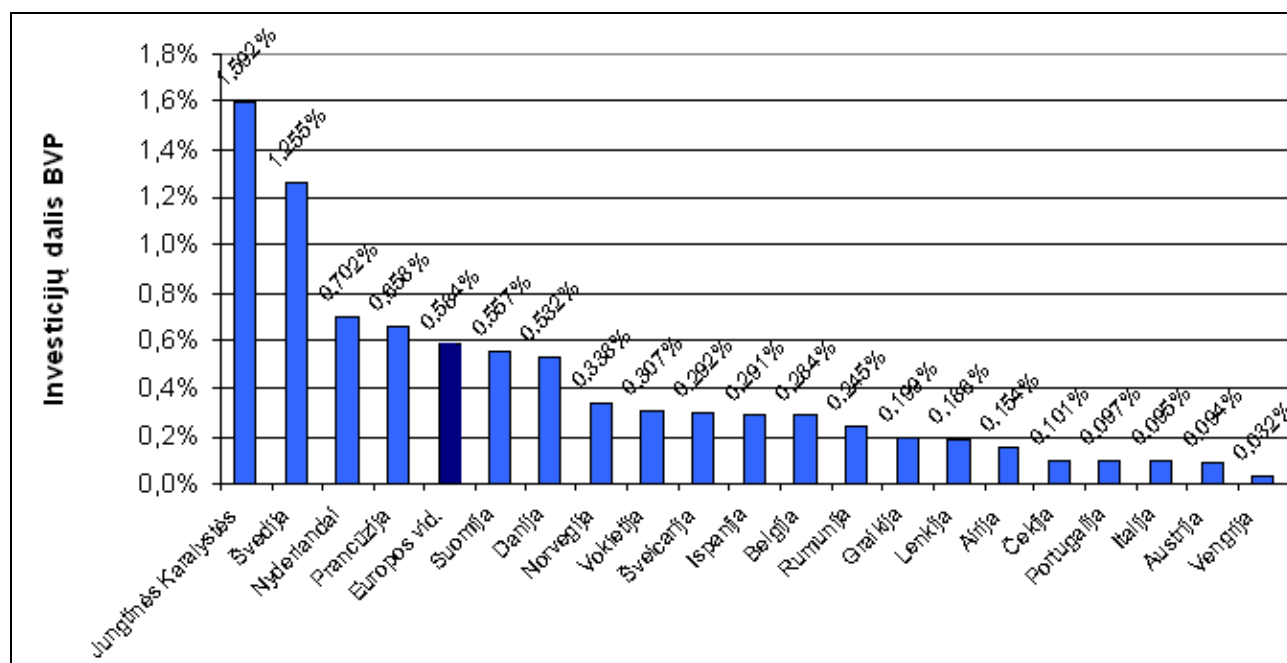
Europos rizikos kapitalo asociacijos duomenimis rizikos fondai paprastai remia smulkias ir vidutinio dydžio įmones. O kaip žinoma būtent jos sukuria didžią dalį BVP, pvz.: 2007 m. Mažose ir vidutinėse įmonėse Lietuvoje sukurta net apie 70 %. 8-ame pav. parodyta rizikos kapitalo fondų investicijų dalis įmonėms pagal darbuotojų skaičių.



Šaltinis: EVCA (2005) Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe p. 21.

### 8 pav. Rizikos kapitalo fondų investicijų dalis įmonėms pagal darbuotojų skaičių

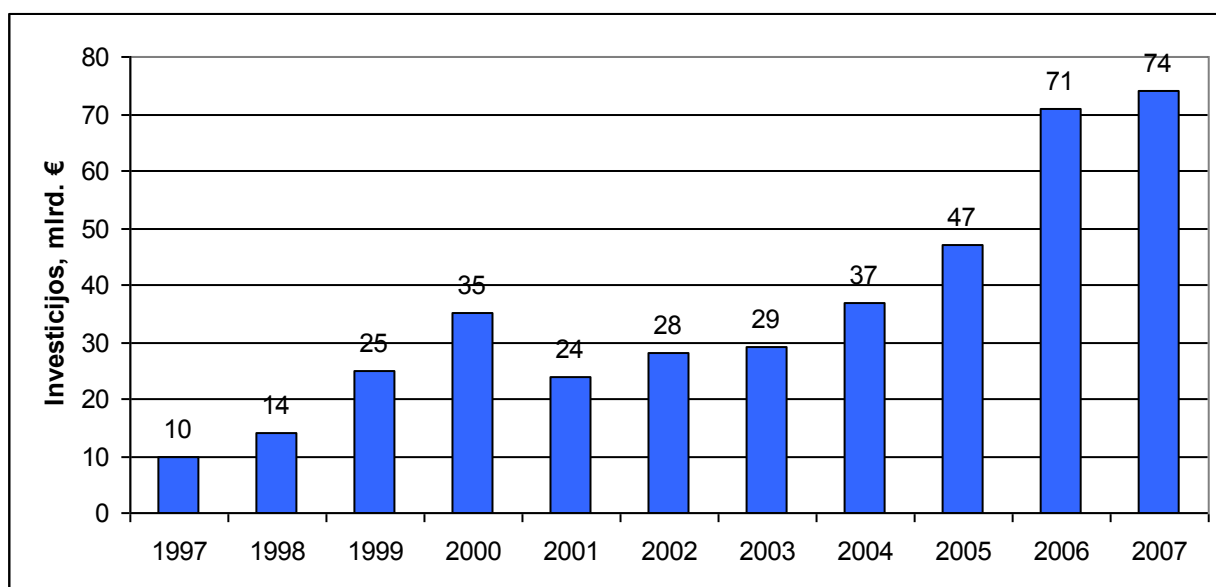
Europoje 2007 m. Didžiausia rizikos kapitalo investicijų dalis nuo BVP yra Jungtinėje Karalystėje ir sudarė 1,592 proc., kai tuo tarpu visoje Europoje vidutiniškai sudaro apie 0,584 proc. (9 pav.). Taigi, Jungtinėje Karalystėje net kas dešimtas darbuotojas dirbo rizikos kapitalo fondų finansuotose įmonėse.



Šaltinis: EVCA (2008) Private Equity Investment as a Percentage of GDP

### 9 pav. Rizikos kapitalo fondų investicijų dalis šalių BVP

Tačiau per paskutinį 2008 m. ketvirtį rizikos kapitalo bendrovių investicijos sumažėjo net 33 procentais. Žinoma, tai labiausiai lėmė pasaulinis ekonomikos nuosmukis, kuris ženkliai sumažino investicijų į programinės įrangos gamintojų bei alternatyvios energetikos kompanijų srautus. Nacionalinės rizikos kapitalo asociacijos ir „PricewaterhouseCoopers“ duomenimis rizikos kapitalo fondų investicijos į naujai besikuriančias įmones sumažėjo iki 5,4 mlrd. dolerių, o tai yra mažiausias lygis nuo 2005 metų. Per visus 2008 metus rizikos kapitalo investicijos nukrito 8 procentais. Tai buvo pirmasis kritimas nuo 2003 metų. buvo ženkliai sumažintos investicijos į programinės įrangos gamintojus, biotechnologijų bei energetikos bendroves. Tačiau labiausiai investicijos smuko jau į šiek tiek išsivysčiusias bendroves, kurios jau ruošiasi įeiti į biržą arba ruošiamos parduoti stambesnėms kompanijoms, į tokias įmones investicijos sumažėjo 39 procentais (LR ūkio ministerija, 2005). Rizikos kapitalo fondų investuotų lėšų kiekis Europoje kiekvienais metais pateiktas 10 pav.



Šaltinis: EVCA (2008) Annual European Private Equity Investmen p. 9.

#### 10 pav. Rizikos kapitalo fondų investicijos Europoje nuo 1997 iki 2007 m.

Taigi, darytina išvada jog ekonominis nuosmūkis skaudžiai atsiliepia naujų rizikos kapitalo fondų sandorių skaičiui ir investuojamo kapitalo dydžiui. Įmonių vertinimai dėl pasikeitusios investuotojų tolerancijos rizikai stipriai mažėja, rizikos kapitalistai įtariau žiūri į naujų projektų perspektyvas lėtėjančios ekonomikos fone ir pan. (rizikoskapitalas.eu., 2009) tačiau, kaip teigia Audrius Zalobus (2009) „rizikos kapitalas, kaip investicijų forma, šioje finansinėje suirutėje nesusiduria su sisteminė rizika ir netgi galėtų būti vadinamas kapitalu, kuris padės atsigauti ekonomikoms ir finansų sektoriui bendrai, nes jo pagalba finansuojamas „tikros vertės“, o ne spekuliacinės, kūrimas“.

## **2.2. Lietuvos rizikos kapitalo fondų rinka**

Nežiūrint to, kad JAV rizikos kapitalo fondų investicijos 3 kartus viršija ES vidurkį, Europos Sąjunga aktyviai skatina rizikos kapitalų fondų veiklą ir plėtrą. Lietuvoje veikiantys rizikos kapitalo fondai daugiausiai finansuojami vakarų vyriausybių ir organizacijų, pvz.: Europos rekonstrukcijos ir plėtros banko (ERPB). Taip pat didelė dalis investicijų plūsta iš Šiaurės valstybių, pvz.: Šiaurės investicijų banko, ar kitų komercinių bankų. Užsienio rizikos kapitalo fondai Lietuvoje veiklą vykdyti pradėjo po nepriklausomybės paskelbimo, nes tuomet atsivėrė puikios galimybės uždirbti pelną, įsigyjant kai kurias įmones (Europarama, The CIRCA Group Europe, 2007).

Lietuvoje veikiantys rizikos kapitalo fondai savo investicinius portfelius papildė kartu ir trumpalaikėmis investicijomis, taip atlikdami tarytum investicinių bankų funkciją ir supirkdami įmonių akcijas. Pavyzdžiui bendrovė VB "Rizikos kapitalo valdymas" buvo supirkusi AB "Alytaus tekstilė" akcijas, AB "Lelija" ir t.t. Baltic Fund AB "Mažeikių nafta", akcijas (Kupstytė R., 2007, p. 48).

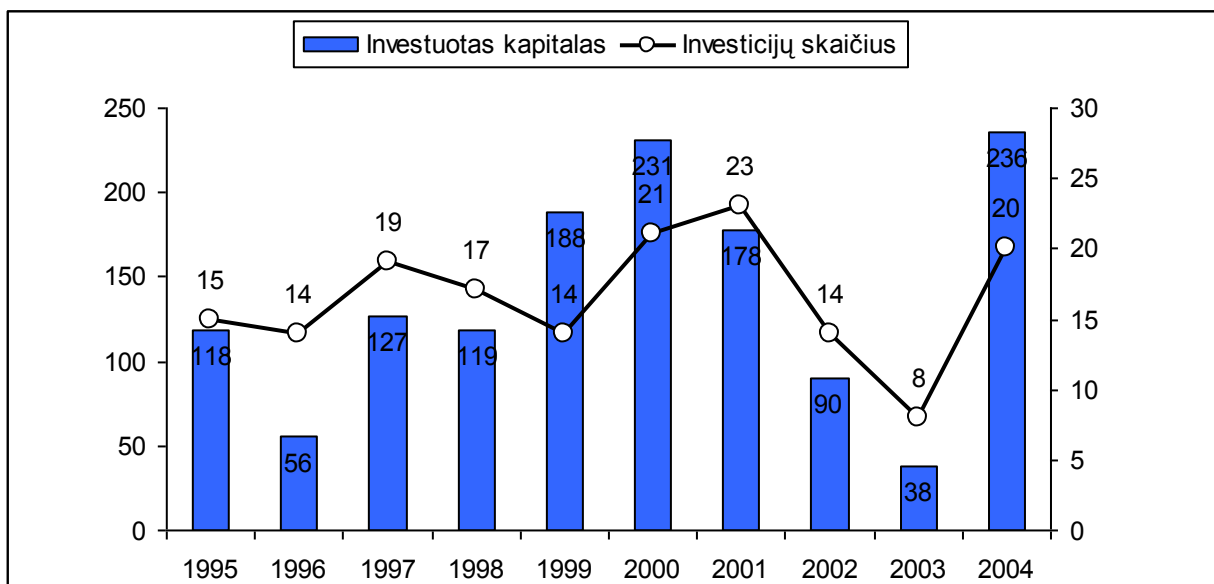
Informacijos apie Lietuvoje veikiančius rizikos kapitalo fondus nėra pakankamai daug, tai sąlygoja ir sąlyginai nedidelis fondų skaičius. Oficialaus registro nėra kiek šiuo metu yra įkurtų fondų, tačiau galima išskirti apie 20 tokias funkcijas atliekančių įmonių.

### **2.2.1. Lietuvos rizikos kapitalo fondų aktyvumas ir galimybės**

2009 m. gegužės 4 d. Registrų centre užregistruota Rizikos ir privataus kapitalo asociacija, kuriai vadovauja Šarūnas Šiugžda, jis yra Švedijos privataus kapitalo fondo „Askembla Growth Fund“ partneris Lietuvoje. Kol kas dar nėra skelbiama kurios rizikos kapitalo bendrovės priklauso naujai asociacijai. Tuo tarpu Latvijoje rizikos kapitalo asociacija įkurta jau prieš dešimtmetį.

Lietuvoje rizikos fondų veikloje kol kas dalyvauja tiek privatūs asmenys, tiek bankų bei draudimo bendrovių dukterinės įmonės. Tačiau jau pradėta įgyvendinti valstybės paramos rizikos kapitalo fondams idėja. Aktyviausiai finansuoja "Hermis Capital", "Strata", "Invalida", "MG Baltic", "SEB Vilniaus banko rizikos kapitalo valdymą" "East Capital". "Strata" veikia grupėje "Scandinavian Baltic Development Ltd", kurios pagrindinis steigėjas buvo Europos rekonstrukcijos bankas. Ir iki 2007 metų šis fondas investavo 21 mln. eurų ir prisidėjo prie tokių kompanijų suklestėjimo kaip "Sonex Group", "Kauno pieno centras", "Alna", "Utenos trikotažas" bei keleto kitų (Bagdanavičiūtė V., 2009).

Nuo nepriklausomybės paskelbimo iki 2005 metų rizikos kapitalo fondai įvykdė 172 investicijas, kurios siekė 1 435 mln. Lt sumai. Tai reiškia, jog viena investicija buvo didesnė nei 8,3 mln.

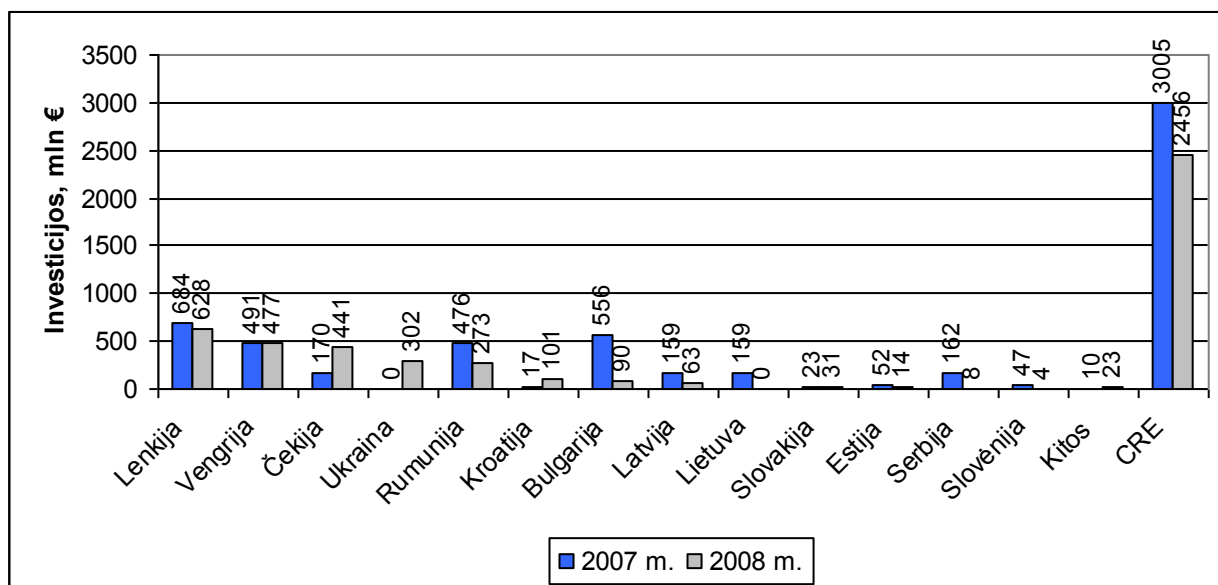


Šaltinis: BENIUŠYTĖ (2007) Rizikos kapitalo fondų investicinis portfelis Lietuvoje.

**11 pav. Rizikos kapitalo investicijų Lietuvoje vertė ir skaičius, 1995 – 2004 m.**

Iš pateiktos diagramos negalima pastebėti tendencijų, kaip formuojasi Lietuvos rizikos kapitalo rinka. Netolygų investicijų ir investuojamų projektų skaičiaus pasiskirstymą lemia, tai jog ši rinka Lietuvoje yra palyginus ganėtinai nauja ir joje dar nėra nusistovėjusio stabilumo.

Lyginant pastarųjų dviejų metų rizikos kapitalo investicijas Lietuvoje su Centrinėmis ir Rytų Europos šalimis matyti, jog rinka dar nėra gerai išvystyta. 2008 metais nebuvo finansuojamas nė vienas projektas. 2007 metais investicijos sudarė 159 mln. eurų, t.y. apie 550 mln. Lt. ir buvo skirtos 9 projektams.



Šaltinis: EVCA (2009) Central and Eastern Europe statistics 2008.

**12 pav. Rytų ir Centrinės Europos valstybių RKF investicijos 2008m. mln €**

Daugiausiai dėmesio iš rizikos kapitalo fondų Lietuvoje sulaukė maisto produktų ir gėrimų pramonė, jai tenka 26 proc. visų investicijų.

Taip fondus investuoti skatino, tai jog ši pramonės šakai iki to laiko buvo būdingi maži ekonominiai svyravimai. Taip pat didelė dalis investicijų teko ir informacinių technologijų ir telekomunikacijų sferai – 19 proc. Ši sritis pritraukia daug lėšų ir pasaulinėje rizikos kapitalo rinkoje. Tai lemia, spartus naujų informacinių sistemų, programų poreikis. Kitos ekonominės veiklos rūšys, kurios pritraukia didžiausias RKF lėšos pateiktos 3-oje lentelėje.

3 lentelė

### Bendros rizikos kapitalo investicijos Lietuvoje pagal ekonominės veiklos rūšis

Ekonominės veiklos rūšis	Investicijų skaičius	Investuotas kapitalas	
		mln. Lt	dalys, procentais
Maisto produktų ir gėrimų gamyba	34	363,83	26
Informacinės technologijos ir telekomunikacijos	18	269,27	19
Statyba, nekilnojamasis turtas	10	155,68	11
Finansinis tarpininkavimas	15	145,55	10
Elektrinės ir optinės įrangos gamyba	12	82,39	6
Tekstilės ir tekstilės gaminių gamyba	14	68,39	5
Viešbučiai ir restoranai	9	62,86	5
Chemijos medžiagų gamyba	5	57,09	4
Statybinių medžiagų gamyba	7	54,29	4
Visuomeninės ir komunalinės paslaugos	7	43,58	3
Transportas	6	35,12	2
Prekyba	10	22,68	2
Medienos ir medienos gaminių, popieriaus ir baldų gamyba	8	13,17	1
Kitos ekonominės veiklos rūšys	10	26,66	2

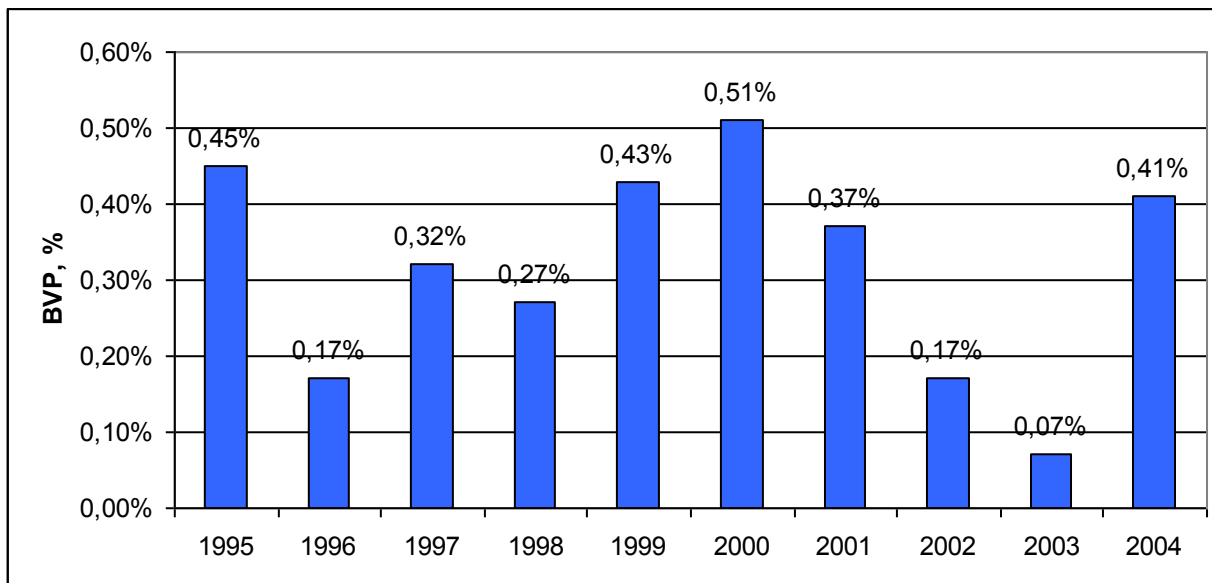
Šaltinis: BENIUŠYTĖ (2007) Rizikos kapitalo fondų investicinis portfelis Lietuvoje.

Rizikos kapitalo fondai investuoja tik į labai sparčiai besiplečiančias bendroves ir dažniausiai po 4-7 metų akcijas pelningai parduoda. Rizikos kapitalo fondų atstovų teigimu aktyviai fondų veiklai Lietuvoje nėra palankios ūkio struktūros. Vakarų šalyse didžiausią dėmesį ir investicijas rizikos kapitalo fondai skiria biotechnologijų, informacinių technologijų verslui, o Lietuvoje, kaip matyti ir iš 3-ios lentelės, dominuoja tradicinės ūkio šakos – maisto pramonė, statyba, nekilnojamas turtas. O šių šakų finansiniai rodikliai nedidėja taip sparčiai, kaip inovacijų reikalaujančių ūkio šakų (Beniušytė, 2007).

Lietuvoje labiausiai išvystyta yra apdirbamoji pramonė, sukurianti apie penktadalį šalies BVP ir eksportuojanti apie 60 proc. savo produkcijos. Iki 2008 m. finansų krizės augantis vartojimas užtikrino sparčią vidaus prekybos ir statybos plėtrą – jų lyginamoji dalis buvo pasiekusi atitinkamai 18,1 proc. ir 7,1 proc. BVP. Labiausiai plito transporto sektorius, statybos pramonė, maisto pramonė. Būtent šios šakos sudarė didžiąją dalį Lietuvos BVP. Tuo tarpu aukštų ir vidutiniškai aukštų technologijų gamybos ir paslaugų dalis pramonės struktūroje išlieka labai maža (Statistikos departamentas).



Per pastarąjį dešimtmetį į Lietuvos rinką rizikos kapitalo fondai investavo daugiau nei 1 435 mln. litų. Kasmetinių investicijų dalis bendrajame Lietuvos vidaus produkte to meto kainomis parodyta 13 pav.



Šaltinis: sudaryta autoriaus, pagal Statistikos Departamento duomenis

**13 pav. RKF investicijų dalis Lietuvos BVP**

Palyginus su bendromis Europos valstybių tendencijomis, pateiktomis pirmoje skyriaus dalyje, matyti, jog Lietuva gana žymiai atsilieka nuo pirmaujančios pagal investicijų dalį BVP Jungtinės Karalystės, kurioje investicijų dalis siekia net 1,59 % . Atsilieka ir nuo bendro Europos šalių vidurkio, kuris yra apie 0,58 %

Lietuvos verslui krizės laikotarpiu susidūrus su finansinėmis problemomis, yra jaučiamas didesnis susidomėjimas rizikos kapitalo fondais. Verslininkai negavę finansavimo iš banko, papildomą kapitalą bando pritraukti būtent iš rizikos kapitalo fondų. Kuomet yra lengvai prieinamas kapitalas banko paskolų pavidalu, rizikos fondai nesulaukia daug finansavimo paraiškų, nes savininkai nėra linkę dalintis įmonės kontrole ir nuosavybe. Tačiau krizės laikotarpiu kuomet bankai pristabdo paskolų teikimą, RKF rinkoje jaučiamas didelis aktyvumas

Nors krizės laikotarpiu būna didelis susidomėjimas rizikos kapitalo fondais, tačiau ir jie nelinkę tapti aktyviais investuotojais. Viena iš pagrindinių to priežasčių yra neaiški makroekonominė padėtis. RKF valdytojai atidėlioja sprendimus tol, kol nors truputį rinkoje pasirodo stabilizavimosi reiškinių, iš kurių būtų galima spręsti apie rinkos nusistovėjimą ir galima daryti prognozes pagal dabartinę padėtį planuojant įmonės ateitį 2–4 metus į priekį. (Žygienė, 2009). Fondų investicijas stabdo ir sumažėjęs bankų finansavimas, nes fondai tokiu atveju reikia investuoti kone 3 kartus daugiau lėšų arba bendrovė turi tiek pat kartų atpigti. Be to fondai taip pat susiduria su jau turimų savo investicijų likvidumo problema.

Lietuvoje rizikos kapitalo fondai turi daug galimybių veiklai plėtoti ir gerokai aktyviau prisidėti prie ūkio plėtros, kadangi įmonės Lietuvoje savo investicijas daro daugiausia iš vidinių šaltinių, tokių kaip nusidėvėjimo atskaitymo ir nepaskirstyto pelno.

Lietuvoje rizikos kapitalo fondai investuoja tik į labai sparčiai besivystančias įmones, kurių akcijas dažniausiai po 4-7 metų sėkmingai parduoda. Tačiau naujos tik veiklą pradedančios įmonės fondų dėmesio sulaukia ypač retai (Beniušytė, 2007). Taigi atsiranda viena esminių problemų – rizikos kapitalo fondai vengia investuoti į naujai besikuriančias įmones ir visa dėmesį sutelkia jau kurį laiką sėkmingai veiklą vykdančioms.

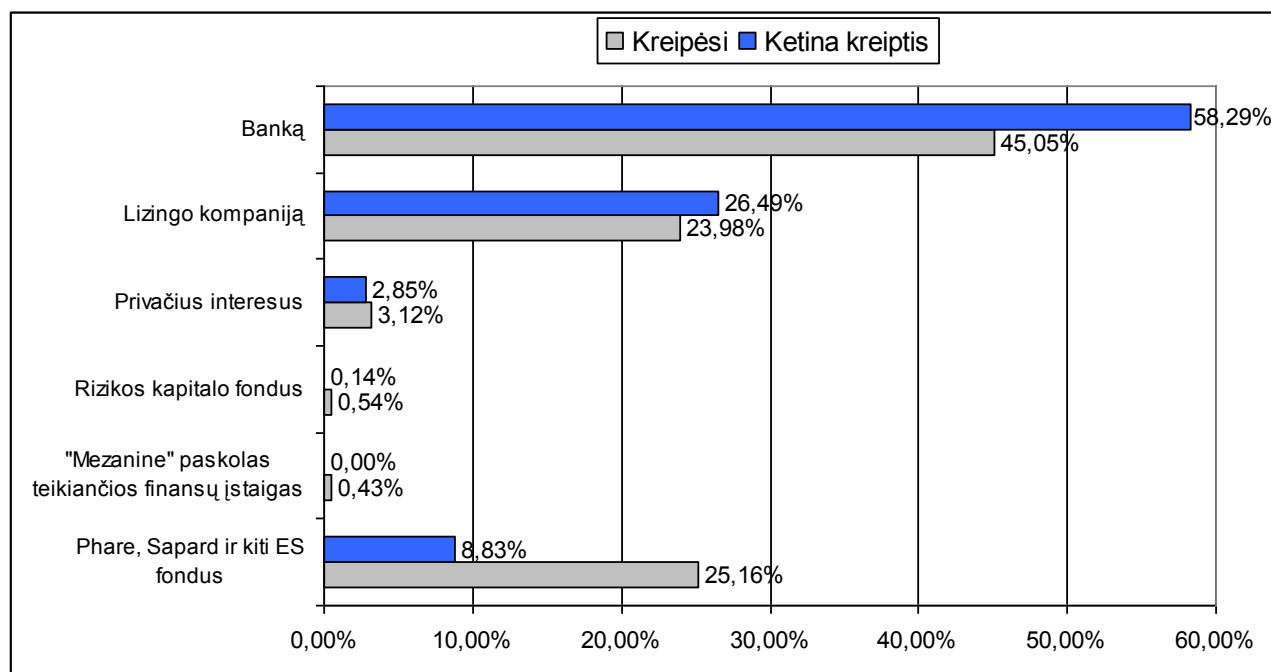
Taigi nors rizikos kapitalas Lietuvoje jau egzistuoja nuo nepriklausomybės atgavimo, tačiau jie neprilygsta savo veiklos principais didiesiems Europos ar JAV fondams. Veikiantys fondai investuoja į jau esančias “problemines” įmones arba į jau sėkmingai veikiančios įmonės augimą ir po to ją parduoda strateginiam užsienio investuotojui, arba reorganizuoja ir konsoliduoja.

Visgi rizikos kapitalo fondai yra rizikingiausia, inovacijų diegimui, investavimo forma. Ir todėl Lietuvoje dar nėra išvystyta stipri rizikos kapitalo rinka, - kol kas dar vengiama investuoti į naujai besikuriančias rizikingas, tačiau inovatyvias įmones. Tačiau riziką galėtų sumažinti valstybės parama rizikos kapitalo fondams. Daugumoje Europos šalių rizikos kapitalo fondus remia valstybė (pvz. Airija, D. Britanija, Latvija) su tikslu didinti ūkio konkurencingumą. ES remia tokių fondų veiklą ir skatina šalis nars dalyvauti suteikiant kapitalą (arba bent garantijas). Tokie fondai mažina rizikos laipsnį diversifikuodami į kelias pramonės šakas. „Sudaryta galimybė valstybei investuoti į privataus kapitalo kolektyvinio investavimo subjektus padės pritraukti pradedamam ir plėtojamam verslui, į kurį privatūs investuotojai vieni nėra linkę investuoti, reikalingą kapitalą. Tai prisidės prie darbo jėgos trūkumo, žemo darbo našumo problemų sprendimo, kadangi įmonės bus skatinamos diegti naujas, žiniomis paremtas technologijas ir inovacijas bei taip pereiti nuo darbu imlios prie kapitalui imlios gamybos. Be to, rizikos kapitalas bus pasiekiamas pačioms rizikingiausiomis, tačiau didelį augimo potencialą turinčioms įmonėms, gebančioms įgyvendinti projektus, kurie galėtų būti konkurencingi ir tarptautiniu mastu“ (Lietuvos Respublikos vyriausybė, 2007).

Europos Sąjungoje rizikos kapitalo fondai dažnai naudojami įmonėms finansuoti: nuo 1980 metų įsteigtų rizikos kapitalo fondų dydis Europos Sąjungoje viršija 200 mlrd. eurų. O Lietuvoje nuo 1995 metų pradžios iki 2005 metų pradžios bendras investuotas rizikos kapitalas sudarė 1,4 mlrd. litų.

Lietuvoje rizikos kapitalas veikia jau nuo nepriklausomybės atgavimo laikų, tačiau mažoms ir vidutinėms įmonėms, ypač naujoms, pasinaudoti rizikos kapitalo fondų lėšomis yra ganėtinai sudėtinga. Lietuvai artima pagal išsivystymo lygį Portugalija per 6 m. rizikos kapitalui finansuoti išleido daugiau kaip 1 mlrd. EUR, Jungtinė Karalystė - 455 mln. EUR, Graikija - 193 mln. EUR. (Europos rizikos kapitalo asociacija, 2009).

Remiantis ŪM užsakymu atliktas taikomasis mokslinis tyrimas „SVV finansavimo galimybių gerinimo priemonės“ daroma išvada, jog tarp Lietuvos verslininkų dar nėra pakankamo supratimo apie RKF paslaugas ir jų naudą įmonėms. Kol kas rizikos kapitalo rinka vystosi dėl pačių fondų aktyvumo ir pasiūlos augimo. Iki 2008 m, prasidėjusios finansų krizės bankams lengvai dalinant paskolas, būtent jie ir buvo pagrindinis finansavimo šaltinis



Šaltinis: Ūkio ministerija (2004) SVV finansavimo galimybių gerinimo priemonės.

#### 14 pav. Finansų įstaiga, į kurią dėl finansavimo kreipėsi/ketina kreiptis Lietuvos verslininkai

Tačiau ir pačių rizikos kapitalo investicijų trūkumas Lietuvoje yra gana ryškus. Daugelis Lietuvos mažų ir vidutinių įmonių galinčių įgyvendinti inovatyvius projektus ir tapti konkurencingais tarptautiniu mastu, susiduria su nuosavo kapitalo trūkumu. Kita vertus patys verslininkai Lietuvoje nėra pakankamai supažindinti su rizikos kapitalo fondų veikla.

#### 2.2.2. Valstybės parama rizikos kapitalo fondams

Lietuvoje praėjus tik 10 metų nuo pirmo fondo įsikūrimo buvo nuspręsta kreiptis į valstybę dėl paramos fondams. 2006 m. lapkričio 21 d. Lietuvos pramonininkų konfederacijos konsultaciniame posėdyje, kuriame dalyvavo LPK Mokslo ir inovacijų komiteto pirmininkas; R. Jasinavičius, LPK viceprezidentas; A. Zobotka, UAB "INVEGA" direktoriaus pavaduotojas; V. Poderys, LR Ministro Pirmininko patarėjas R. Varkulevičius, LPK viceprezidentas ir kiti pranešėjai, buvo nutarta siūlyti LR Ūkio ministerijai, kad valstybė remtų Rizikos kapitalo fondus, skatinant aukštų technologijų taikymą ekonomikoje. Buvo siekiama, kad valstybė dalį iš 2007-2013 metams

Europos Komisijos skirtų lėšų panaudotų investicijoms į perspektyvių įmonių veiklą. Privačiam rizikos fondui investuojant į patrauklią įmonę, dalį lėšų skirs ir valstybė, taip prisiimdama dalį verslo rizikos. 2007 metais ministrų kabinetas pritarė siūlymui „sudaryti galimybes valstybės piniginius išteklius investuoti išigyjant Lietuvoje įsteigto kolektyvinio investavimo subjekto (investicinio fondo ar investicinės bendrovės), kuris investuoja rizikos kapitalą į Lietuvos įmones, investicinius vienetus (akcijas). Šią nuostatą nutarta įtvirtinti Valstybės ir savivaldybių turto valdymo, naudojimo ir disponavimo juo įstatymo papildymo įstatymo projektu, kuris buvo teikiamas Seimui“ (LR ūkio ministerija, 2008).

Ministerijų ir privataus verslo atstovai svarstė du rizikos kapitalo fondų modelius. Vienas jų - vadinamasis fondų fondas, kai atrenkama operatoriaus funkcijas vykdanči įmonė ir jai suteikiamas įgaliojimas suformuoti 50 % įstatinio kapitalo. Kita įstatinio kapitalo dalis dengiama struktūrinių fondų lėšomis. Antrasis rizikos kapitalo fondo modelis pagrįstas bendruoju finansavimu, kai konkrečiam įmonės investiciniam projektui dalį lėšų suteikia privatus rizikos kapitalo fondas, o kitą dalį - UAB "Investicijų ir verslo garantijos.

Europos investicijų fondas (EIF), paskelbęs konkursą atrinkti rizikos kapitalo fondo ir "Verslo angelų" bendrų investicijų fondo finansinius tarpininkus, sulaukė 23 paraiškų, dalyvavo Lietuvos, Latvijos, Estijos ir Jungtinės Karalystės rizikos kapitalo valdymo įmonės. Planuojama jog per atrinktus tarpininkus – rizikos kapitalo fondus, bus investuota daugiau kaip 100 mln. litų į mažas perspektyvias ar labai rizikingas įmones. Lietuvoje paraiškų sulaukta mažiau nei Latvijoje, joje gauta 40 paraiškų, tačiau aktyvumas yra gana didelis, nes panašus konkursas Lietuvoje yra skelbiamas pirmą kartą.

Pirmuoju rizikos kapitalo fondų valdytoju paskelbta UAB „BaltCap“, bendrųjų investicijų „Verslo angelų“ fondą valdys UAB „Strata“ ir Mes Invest“ konsorciumas. Rizikos kapitalo fondų priemonei numatyta skirti 95,3 mln. Lt iš Europos Sąjungos 2007–2013 m. struktūrinės paramos lėšų. Rizikos kapitalo fondų lėšos bus investuojamos į lėšų stokojančias mažas ir vidutines, bet perspektyvias Lietuvos įmones, taip joms bus padedama, išaugti ir sustiprėti, kai kurios iš jų gali tapti net rinkos lyderėmis. Planuojama, jog iš šio fondo 1,05-10,05 mln. Lt investicijomis į akcinį kapitalą bus paskatintos 10-15 MVĮ ( LR Ūkio ministerija, 2009).

Sudaryta galimybė valstybei investuoti į privataus kapitalo kolektyvinio investavimo subjektus padės pritraukti pradedamam ir plėtojamam verslui, į kurį privatūs investuotojai vieni nėra linkę investuoti, reikalingą kapitalą. Tai prisidės prie darbo jėgos trūkumo, žemo darbo našumo problemų sprendimo, kadangi įmonės bus skatinamos diegti naujas, žiniomis paremtas technologijas ir inovacijas bei taip pereiti nuo darbu imlios prie kapitalui imlios gamybos. Be to, rizikos kapitalas bus pasiekiamas pačioms rizikingiausioms, tačiau didelį augimo potencialą

turinčioms įmonėms, gebančioms įgyvendinti projektus, kurie galėtų būti konkurencingi ir tarptautiniu mastu (Lietuvos Respublikos vyriausybė, 2007).

Tačiau yra skiriamos ir dvi pagrindinės grėsmės susijusios su valstybės parama rizikos kapitalo investicijoms į mažąsias ir vidutines įmones:

- privačių investicijų išstūmimo poveikis;
- konkurencijos iškraipymas.

Privačių investicijų išstūmimo poveikis pasireiškia, per galimų privačių investicijų sumažėjimą, dėl valstybinių lėšų investicijų. Sumažėja privačių investuotojų paskatos investuoti į tikslines mažas ir vidutines įmones, kartu privatus rizikos kapitalas paskatinamas laukti kol valstybė suteiks pagalbą šioms investicijoms. „Kuo didesnė įmonę investuojamos investicijos dalies suma, kuo didesnė įmonė ir kuo vėlesnis įmonės veiklos etapas, tuo didesnė ši rizika, nes esant šioms aplinkybėms palapsniui atsiranda daugiau galimybių gauti privataus rizikos kapitalo“ (Europos Sąjungos oficialusis leidinys, 2006).

Dauguma tikslinių MVĮ yra palyginti neseniai įsteigtos, mažai tikėtina galimybė, kad savo rinkoje šios įmonės turėtų didelę galią ir įtaką, tačiau specialistai neatmeta galimybės, jog dėl rizikos kapitalo priemonių poveikio neveiksmingai veikiančios įmonės ar sektoriai, kurie kitu atveju išnyktų, gyvuos ir toliau. Be to, dėl per didelio rizikos kapitalo finansavimo gali būti dirbtinai padidinta neveiksmingai veikiančių įmonių vertė ir dėlto iškraipyta rizikos kapitalo rinka lėšų teikėjų atžvilgiu, nes pirkdami tas įmones, jie turėtų mokėti didesnę kainą. Dėl pagalbos tam tikriems sektoriams gali būti išlaikyta gamyba nekonkurencinguose sektoriuose, o dėl pagalbos tam tikriems regionams gali būti neveiksmingai paskirstyti gamybos veiksniai.

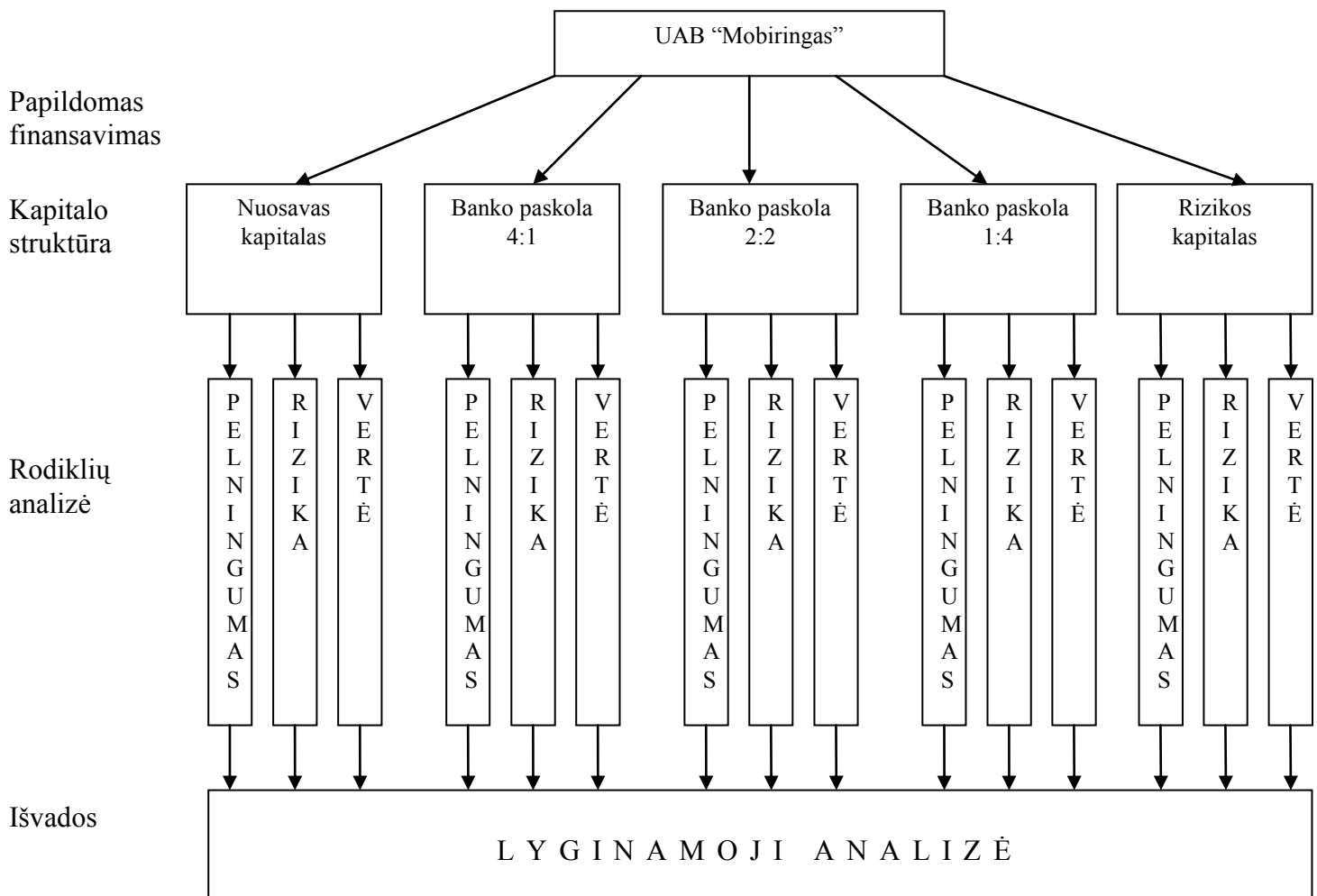
Šiame skyriuje atlikta rizikos kapitalo fondų veiklos bei finansavimo analizė, kartu su pirmame skyriuje nagrinėta kapitalo struktūros samprata leis atlikti rizikos kapitalo įtaką UAB „Mobiringas“ kapitalo pelningumui bei vertei.

### **3. UAB „MOBIRINGAS” KAPITALO STRUKTŪROS MODELIAVIMAS ATĖJUS RIZIKOS KAPITALUI**

Šioje dalyje naudojant atvejo analizę bus modeliuojamas finansavimo iš rizikos kapitalo fondo atvejis, kuomet įprasti finansavimo šaltiniai yra neprieinami. Pasitelkus įmonės kapitalo struktūrą ir jo pokyčius atėjus rizikos kapitalui bus vertinama susiformavusi kapitalo kaina ir įmonės vertės pokytis. Šiam tikslui pasitelkiama veikiančios UAB „Mobiringas“ kapitalo struktūra ir veikla, nes tik tikra situacija leidžia realiausiai įvertinti ir atskleisti visas kapitalo struktūros pokyčio, kapitalo kainos ir įmonės vertės ypatybes.

#### **3.1. Metodikos formavimas**

Pirmoje darbo dalyje buvo nagrinėti požiūriai, įtakoję kapitalo struktūros teorijų raidą bei siekta sukurti kapitalo struktūros formavimo mokslinio tyrimo metodiką. Šioje darbo dalyje remiantis suformuotomis kapitalo struktūros teorijomis bei finansiniais rodikliais, siekta pozityvinės ekonomikos analizės, bei kokybinio duomenų apdorojimo metodo sintezės ir sisteminimo būdu, atskleisti finansavimo iš rizikos kapitalo fondo įtaką įmonės kapitalo struktūrai ir įmonės vertei, bei naudą ir riziką įmonės akcininkams. Grafiškai tyrimo eiga pateikta 15 pav.



Šaltinis: sudaryta autoriaus

### 15 pav. Tyrimo planas

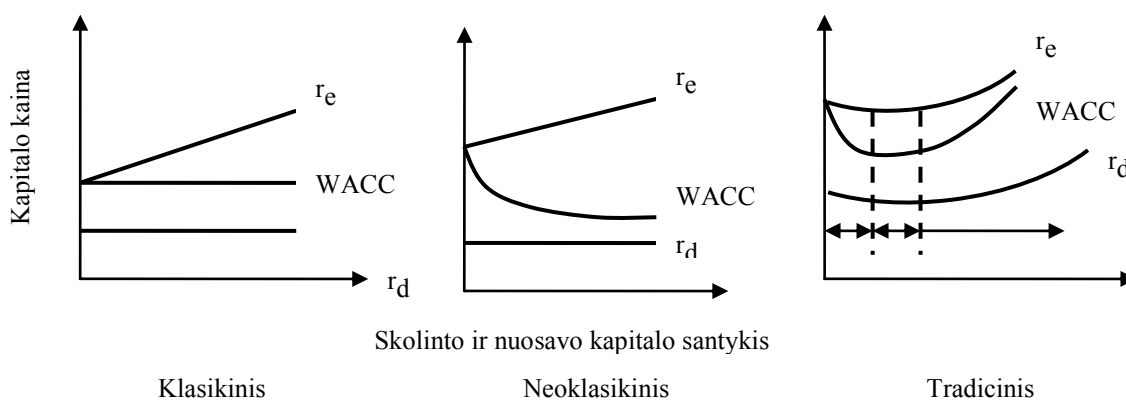
Tyrimė tiriant rizikos kapitalo įtaka įmonei, vykdoma lyginamoji analizė. Lyginami trys finansavimo šaltiniai: nuosavas kapitalas, skolintas – banko paskolai rizikos kapitalas. Lyginamoji analizė leis tiksliau ir efektyviau įvertinti rizikos kapitalą, atskleisti jo privalumus ir trūkumus. Veiklą finansuoti nuosavu kapitalu – savininkų įnešimais dėl lėšų trūkumo įmonėje negalimas. Banko paskolų teikimas tyrimo metu dėl rinkoje vyraujančios krizės pristabdytas. Bankas nepageidauja prisiimti didelės rizikos įgyvendinant šį projektą, todėl yra svarstoma galimybė kreiptis į rizikos kapitalo fondą. Tačiau dėl efektyvesnės analizės ir palyginimo galimybės yra tiriami finansavimai ir nuosavu kapitalu bei banko paskola.

Siekiant rizikos kapitalo ir įtakos įmonės vertei nustatymo, analizė vykdoma tiriant savininkų kapitalo pelningumą, finansinę riziką bei ekonominę vertę. Analizėje naudojami pirmoje darbo dalyje aptarti finansinei rodikliai.

Tyrimo metu nesiekta nustatyti optimalios kapitalo struktūros ir tuo labiau įrodyti jos egzistavimą, nes tai padaryti yra ypač sudėtinga, o optimali kapitalo struktūra yra nesibaigiančių

diskusijų objektas. Tikslas yra – pagrįstai atsakyti į uždaviniuose suformuluotus tikslus. Nustatyti kaip finansavimas iš rizikos kapitalo fondo veikia įmonės kapitalo struktūrą, įmonės vertę, bei akcininkų naudą.

Iš pirmoje mokslinio darbo dalyje nagrinėtų kapitalo struktūros teorijų prielaidų bei argumentų pagrindu buvo pasirinkta tyrimo metodika. Tyrime mėginama patvirtinti arba paneigti F. Modigliani ir M. Miller argumentą, jog finansinio sverto pasikeitimas negali turėti įtakos įmonės metiniams pinigų srautams, taip pat kad finansinio sverto pasikeitimas neturi įtakos WACC. Tyrimas grindžiamas neoklasikinių modelių iškeltų svarbiausių įmonės tikslų - savininkų turto vertės maksimizavimu, kur įmonės valdymas nukreiptas išskirtinai į įmonės savininkų interesus. Šalia savininkų interesų taip bus nagrinėjama kapitalo struktūros pasikeitimo įtaka įmonės vertei.



Šaltinis: ALEKNEVIČIENĖ, Vilija. (2009) *Įmonės finansų valdymas*, p. 244-247.

### 16 pav. Kapitalo teorijų grafinis vaizdavimas

Tyrimė įmonės kapitalo struktūra nagrinėjama ir modeliuojama remiantis trimis pagrindiniais kapitalo struktūrų teorijų modeliais: klasikiniu, neoklasikiniu ir tradiciniu. (16 pav.) Paveiksle „ $r_e$ “ žymimas skolintas kapitalas, „ $r_d$ “ – nuosavas kapitalas, WACC – svartinė vidutinė kapitalo kaina. Klasikiniai modeliai teigia, jog įmonės kapitalo struktūra neturi jokios įtakos pinigų srautams ir įmonės vertei, neoklasikai teigia, jog įmonė pasieks didžiausią vertę tik su didele skolinto kapitalo dalimi, taip sumažindami kapitalo kainą, o tradicinė kapitalo struktūros teorija teigia, jog egzistuoja optimali kapitalo struktūra, kuriai esant minimizuojama kapitalo kaina ir maksimizuojama įmonės vertė.

Taigi atsižvelgiant į kapitalo struktūros teorijas, sudarytas kapitalo kainos minimizavimo ir vertės maksimizavimo metodas, kurio esmė yra esant skirtingai kapitalo struktūrai lyginti kapitalo išlaidas ir kainą su pasiekta įmonės verte atsižvelgiant į finansinę riziką. Taip siekiant įvertinti finansavimo iš rizikos kapitalo fondo įtaką savininkų nuosavybei bei įmonės vertei ir palyginti jį su kitomis finansavimo alternatyvomis.



### 3.2. Kapitalo struktūros modeliavimas

Uždaroji akcinė bendrovė UAB „Mobiringas“ įkurta keturių akcininkų 2003 m. liepos 03d.. Kiekvienas akcininkas turi po 25 paprastas akcijas ir turi lygias balso teises visuotiniame akcininkų susirinkime. Įsteigus įmonę joje dirbo tik 4 darbuotojai, šiuo metu ji persikėlė į erdvesnes patalpas ir dabar joje dirba 21 darbuotojas. Bendrovė tiekia stakles ir įrankius Lietuvos rinkai. Artimiausiuose įmonės tiksluose numatyta tiekti nauja technologija pagamintas ir itin aukštos kokybės pjovimo stakles, kurios pjauna aukšto slėgio abrazyvine vandens čiurkšle. Nors ši įranga ir jos aptarnavimas yra pakankamai brangūs, tačiau pjūvio kaina, įvertinus galimą pasiekti pjūvio kokybę, greitį ir galimybes yra prieinama kiekvienam vartotojui.

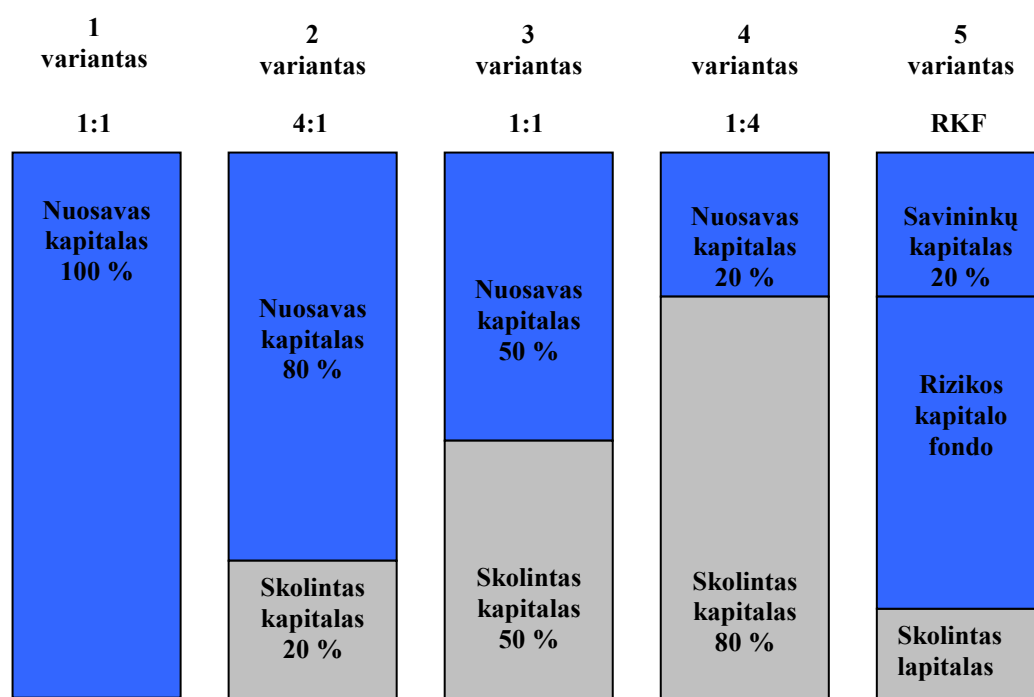
Siekiant įvertinti rizikos kapitalo atėjimo įtaką UAB „Mobiringas“ savininkų nuosavybei bei įmonės vertei yra tiriami šie finansavimo šaltiniai:

- akcinis kapitalas, tuomet kapitalo struktūroje nuosavybės ir skolos santykis yra 4:0;
- skolintas kapitalas (banko paskola), kuomet kapitalo struktūroje nuosavybės ir skolos santykis:
  - 80 % akcinis kapitalas ir nepaskirstytas pelnas 20 % skolintas kapitalas (4:1);
  - 50 % akcinis kapitalas ir nepaskirstytas pelnas 50 % skolintas kapitalas (1:1);
  - 20 % akcinis kapitalas ir nepaskirstytas pelnas 80 % skolintas kapitalas (1:4);
- rizikos kapitalas kartu su savininkų kapitalu bei maža skolinto kapitalo dalimi.

Veiklai finansuoti reikalinga papildomai 1 mln. Lt. Jei veikla būtų finansuojama vien akcininkų nuosavybe didinant akcinį kapitalą, tuomet kiekvienas akcininkas solidariai įneštų po 250000 Lt. Banko paskola būtų imama 10 metų su 9 % metinių palūkanų. Rizikos kapitalo fondas skirtų lėšas su 30 % metiniu pelningumu.

Šie variantai bus nagrinėjami, siekiant nustatyti išiskolinimo lygio įtaką įmonės vertei, taip pat pagrįsti arba paneigti F. Modigliani ir M. Miller hipotezei, jog didžiausia įmonės vertė pasiekama finansuojant veiklą beveik vien kreditorių lėšomis.

Taigi, pagal pateiktas prielaidas galima nubraižyti kapitalo struktūros grafikus (17 pav.).



Šaltinis: sudaryta autoriaus

### 17 pav. Kapitalo struktūrų diagramos

Pirmas nagrinėjamas variantas yra kuomet UAB „Mobiringas“ veikla finansuojama vien nuosavu kapitalu.

Antrasis variantas yra kuomet UAB „Mobiringas“ veiklai finansuoti pasitelkia ir skolintą kapitalą. Čia nagrinėjama situacija kuomet nuosavo ir skolinto kapitalo santykis yra 4:1 (4 lentelė). Reikiamas papildomas kapitalas paskirstomas taip: 800000 Lt įneša savininkai ir 200000 banko paskola. Paskola imama penkeriems metams su 7 % metinių palūkanų.

Trečiasis variantas yra kuomet UAB „Mobiringas“ nuosavo ir skolinto kapitalo santykis yra 1:1, t.y. lygus. Paskola imama penkeriems metams su 7 % metinėmis palūkanomis.

Ketvirtas variantas yra kuomet UAB „Mobiringas“ nuosavo ir skolinto kapitalo santykis yra 1:4. Kadangi paskolos suma yra žymiai didesnė nei ankstesniuose variantuose, todėl imama dešimčiai metų ir palūkanos padidėja iki 9 %.

Penktasis variantas yra kuomet UAB „Mobiringas“ veiklai finansuoti pasitelkia ir rizikos kapitalo fondo lėšas. Savininkai neturi galimybės didinant akcinį kapitalą suteikti reikiamą finansavimą, o dėl rinkoje vyraujančios krizės bankai nėra linkę vieni finansuoti rizikingas veiklas. Todėl tikimasi gauti rizikos kapitalo fondo finansavimą. Atėjus rizikos kapitalui skolos ir nuosavybės santykis būtų 1:9.

Visi išvardinti kapitalo struktūros pokyčio variantai bus lyginami su bazine įmonės kapitalo struktūra, prieš papildomą 1 mln. Lt. finansavimą.

4 lentelė

#### UAB „Mobiringas“ kapitalo struktūra, Lt

	Bazė	1 var. 1:0	2 var. 4:1	3 var. 1:1	4 var. 1:4	5 var. RKF
<b>Iš viso akcininkų nuosavybė</b>	787.050	1.990.848	1.587.050	987.050	387.050	1787.050
Akcinis kapitalas	762.050	1.965.848	1.562.050	962.050	362.050	762.050
Nepaskirstytas pelnas	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
RKF kapitalas						1.000.000
<b>Mokėtinos sumos ir įsipareigojimai</b>	297.498	93.700	497.498	1.097.498	1.697.498	297.498
<b>Ilgalaikiai įsipareigojimai</b>	203.798		403.798	1.003.798	1.603.798	203.798
Ilgalaikės paskolos	157.000		357.000	957.000	1.557.000	157.000
Prekybos ir kitos mokėtinos sumos	46.798		46.798	46.798	46.798	46.798
<b>Trumpalaikiai įsipareigojimai</b>	93.700	93.700	93.700	93.700	93.700	93.700
Skolos tiekėjams	93.700	93.700	93.700	93.700	93.700	93.700
<b>Iš viso nuosavybė ir įsipareigojimai</b>	1.084.548	2.084.548	2.084.548	2.084.548	2.084.548	2.084.548
<b>Pastovus kapitalas, Lt</b>	<b>990.848</b>	<b>1.990.848</b>	<b>1.990.848</b>	<b>1.990.848</b>	<b>1.990.848</b>	<b>1.990.848</b>

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Remiantis šiomis sumodeliuotomis UAB „Mobiringas“ kapitalo struktūromis, bus atliekami finansiniai skaičiavimai siekiant nustatyti finansavimo iš RKF įtaką savininkų nuosavybei ir įmonės vertei. Tyrimas grindžiamas kapitalo struktūros pokyčiais. Analizė bus vykdoma remiantis pirmoje darbo dalyje nagrinėtais kapitalo struktūros, pelningumo, rizikos ir įmonės vertės rodikliais.

### 3.3. UAB „Mobiringas“ finansinių rodiklių tyrimas

Tyrimo skaičiavimai atlikti remiantis pirmoje mokslinio darbo dalyje nagrinėtais rodikliais. Rodikliai yra suskirstyti į tris pagrindines grupes, kuriomis remiantis ir vykdomas rizikos kapitalo vertinimas. Rodiklių grupės:

- kapitalo pelningumo ir kainos (ROA, ROE, ROI, WACC);
- finansinės rizikos (ICR, FLE, DFL);
- ekonominės vertės (EBIT, NOPAT, EVA).

Taip pat prieš vykdam tyrimą apskaičiuojami kapitalo struktūros rodikliai atskleidžiantys finansavimo šaltinių derinį balanse (DTER ir DR).

DTRER yra vienas stipriausių įmonės stabilumo įvertinimo rodiklių, parodantis skolos ir nuosavybės santykį (5 lentelė).

## UAB „Mobiringas“ skolos - nuosavybės santykis

Nuosavo ir skolinto kapitalo santykis	Bazė	1 var.	2 var.	3 var.	4 var.	5 var.
Rodikliai		1:0	4:1	1:1	1:4	RKF
Iš viso akcininkų nuosavybė, Lt	787.050	1.990.848	1.587.050	987.050	387.050	1.787.050
Ilgalaikiai įsipareigojimai, Lt	203.798	0	403.798	1.003.798	1.603.798	203.798
<b>Skolų - nuosavybės santykis (DTER)</b>	<b>0,26</b>	<b>0,00</b>	<b>0,25</b>	<b>1,02</b>	<b>4,14</b>	<b>0,11</b>

Šaltinis: sudaryta autoriaus

DTER = ilgalaikiai įsipareigojimai / akcininkų nuosavybė;

Didžiausia rodiklio reikšmė yra ketvirtame variante, todėl iškyla didelė paskolos neišmokėjimo grėsmė, nes skola yra keturis kartus didesnė nei savininkų nuosavybė. Gavus finansavimą iš RKF skolos ir nuosavybės santykis yra pats mažiausias, išskyrus atvejį kuomet veikla finansuojama tik nuosavu kapitalu. Santykis yra mažiausias, nes fondo skirtos lėšos yra apskaičiuojamos kaip akcininkų nuosavybė, o uždirbus pelną dalis jo yra skiriama fondo rizikai padengti. Projektui žlugus, fondas neatgauna skirtų lėšų. Įmonei priimtinas ir 2 variantas, kuomet ilgalaikiai įsipareigojimai sudaro tik 0,25 dalį akcininkų nuosavybės

Bendrą įmonės skolą viso kapitalo atžvilgiu ir kreditorių pateikto bendrojo kapitalo dydį nustatysime naudodami skolų ir turto santykio rodiklį (DR). (6 lentelė)

## UAB „Mobiringas“ skolų - turto santykis

	Bazė	1 var.	2 var.	3 var.	4 var.	5 var.
Rodikliai		1:0	4:1	1:1	1:4	RKF
Iš viso turtas, Lt	1.084.548	2.084.548	2.084.548	2.084.548	2.084.548	2.084.548
Mokėtinos sumos ir įsipareigojimai, Lt	297.498	93.700	497.498	1.097.498	1.697.498	297.498
<b>Skolų - turto santykis (DR)</b>	<b>0,27</b>	<b>0,04</b>	<b>0,24</b>	<b>0,53</b>	<b>0,81</b>	<b>0,14</b>

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Skaičiuojant šį rodiklį skolos apibrėžiamos kaip visos įmonės ilgalaikės ir trumpalaikės skolos, nepriklausomai ar už jas mokamos palūkanos ar ne. Iš pateiktos 6-os lentelės matyti, jog didėjant įsipareigojimams rodiklio reikšmė didėja, kas savo ruožtu signalizuoja, jog veikla paremta skolintu kapitalu. Tokiu atveju kyla skolos neišmokėjimo rizika. 5 variante, kuomet veikla finansuojama RKF lėšomis DR rodiklis yra mažiausias lyginant su kitais išoriniais finansavimo šaltiniais. Mažiausias todėl, jog gautas papildomas 1 mln. Lt kapitalas balanse apskaitomas kaip nuosavas kapitalas, privilegijuotų akcijų pavidalu. O gavus banko paskola ji yra įtraukiama į įmonės įsipareigojimus.

UAB „Mobiringas“ pritraukiant ir skolintą kapitalą keisis kapitalo pelningumo rodikliai. Pelningumo rodikliai atskleis tiek viso turto tiek savininkų investuoto kapitalo pelningumą. Kas savo ruožtu padės įvertinti kaip keičiasi turto pelningumas, keičiantis kapitalo struktūrai – didinant skolos lygį, ar gavus finansavimą iš RKF.

Pelningumo rodikliai skaičiuojami remiantis duomenimis pateiktais 7-oje lentelėje.

7 lentelė

**UAB „Mobiringas“ kapitalo pelningumo rodikliai**

<b>Nuosavo ir skolinto kapitalo santykis</b>	<b>Bazė</b>	<b>1 var.</b>	<b>2 var.</b>	<b>3 var.</b>	<b>4 var.</b>	<b>5 var.</b>
<b>Rodikliai</b>		<b>1:0</b>	<b>4:1</b>	<b>1:1</b>	<b>1:4</b>	<b>RKF</b>
Nuosavas kapitalas, Lt	787.050	1.990.848	1.587.050	987.050	387.050	787.050
RKF kapitalas, Lt						1.000.000
Skolintas kapitalas, Lt	203.798	0	403.798	1.003.798	1.603.798	203.798
Bendras kapitalas, Lt	990.848	1.990.848	1.990.848	1.990.848	1.990.848	1.990.848
Pelnas prieš mokesčius ir palūkanas, Lt	97.000	225.000	22.5000	225.000	225.000	225.000
Viso kapitalo pelningumas, proc.	9,79%	11,30%	11,30%	11,30%	11,30%	11,30%
Palūkanos, Lt.	14.266	0	28.266	70.266	144.342	14.266
Pelnas atskaičiavus palūkanas, Lt	82734	225.000	196.734	154.734	80658	210.734
Nuosavo kapitalo pelningumas prieš apmokestinimą, proc.	10,51%	11,30%	12,40%	15,68%	20,84%	26,78%
Pelno mokestis	12.410	33.750	29.510	23.210	12.099	31.610
Grynasis pelnas, Lt	70.324	191.250	167.224	131.524	68.559	179.124
RKF mokestis, Lt		-	-	-	-	53.737
Paprastųjų akcijų pelnas, Lt	70.324	191.250	167.224	131.524	68.559	125.387
<b>Turto pelningumas (ROA), proc</b>	<b>7,10%</b>	<b>9,61%</b>	<b>8,40%</b>	<b>6,61%</b>	<b>3,44%</b>	<b>9,00%</b>
<b>Nuosavo kapitalo pelningumas (ROE), proc</b>	<b>8,94%</b>	<b>9,61%</b>	<b>10,54%</b>	<b>13,32%</b>	<b>17,71%</b>	<b>10,02%</b>
<b>Paprastųjų akcijų pelningumas, proc</b>	<b>8,94%</b>	<b>9,61%</b>	<b>10,54%</b>	<b>13,32%</b>	<b>17,71%</b>	<b>15,93%</b>
<b>Investicijų pelningumas (ROI), proc.</b>	<b>7,10%</b>	<b>9,61%</b>	<b>8,40%</b>	<b>6,61%</b>	<b>3,44%</b>	<b>9,00%</b>

Šaltinis: sudaryta autoriaus

ROA = grynasis pelnas / bendras kapitalas

ROE = grynasis pelnas/ nuosavas kapitalas

ROI = grynasis pelnas / (ilgalaikiai įsipareigojimai + nuosavas kapitalas)

Kadangi pirmu variantu veikla finansuojama vien nuosavu kapitalu ROA, ROE ir ROI rodikliai yra lygūs. Lentelėje išskirta grafa „RKF mokestis“ yra tik tuomet kai veikla finansuojama RKF lėšomis. RKF turi pirmumo teisę iš grynojo pelno atsiimti finansavimo sutartimi nustatytą pelno dalį, kuri šiuo atveju yra 30 %. Grafa „Paprastųjų akcijų pelnas“, tai grynojo pelno dalis tenkanti įmonės savininkams, atskaičius RKF mokesčius. RKF fondo mokesčiu skirtingai nei palūkanomis negalima mažinti apmokestinamąjį pelną.

Iš lentelės matyti, jog didėjant skolinto kapitalo daliai bendrame kapitale įmonės UAB „Mobiringas“ turto pelningumo rodiklis ROA mažėja, o nuosavo kapitalo pelningumo rodiklis ROE didėja. ROA rodiklis parodo kiek grynojo pelno įmonė uždirba vienam turto litui. Šis dydis naudojamas kaip įmonės turto panaudojimo efektyvumo matas. Pirmame, antrame ir penktame variante ROA rodiklis didesnis už bazinio varianto, tai rodo, jog papildomas kapitalas kartu su visu kapitalu „įdarbintas“ efektyviai, ir davė didesnę pelną.

Turto pelningumo rodiklis visais atvejais yra lygus investicijų pelningumo rodikliui, nes skaičiuojant ROA į bendrą kapitalą nėra įtraukiami trumpalaikiai įsipareigojimai.

UAB „Mobiringas“ turto pelningumo rodikliui didžiausią įtaką turi padidėję įmonės ilgalaikiai įsipareigojimai - banko paskola. Paskolos kaina – palūkanos, mažina įmonės grynąjį pelną. O kadangi kintant kapitalo struktūrai bendras įmonės kapitalas nesikeičia, tai ROA rodiklio mažėjimą įtakoja mažėjantis grynasis pelnas. Aukštas pelningumo rodiklis išlieka gavus finansavimą iš RKF, nes už gautą kapitalą nėra mokamos palūkanos. Nuosavybės turto pelningumą parodo ROE rodiklis.

Didžiausia ROE rodiklio reikšmė 17,71% pasiekama kuomet didžiausia skolos dalis bendrame kapitale. Visais galimais kapitalo struktūros variantais nuosavybės pelningumas yra didesnis už bazinio varianto, kas savo ruožtu rodo efektyvų nuosavo kapitalo panaudojimą. Investavus papildomą kapitalą pasiekiamas didesnis įmonės grynasis pelnas. Gavus RKF finansavimą rodiklio reikšmė lieka vidutinė, nes papildomas kapitalas didina įmonės nuosavybę. Skaičiuojant ROE rodiklį RKF kapitalas įtraukiamas į nuosavo kapitalo sąskaitą, todėl rodiklis tiksliai neatspindi savininkų nuosavybės pelningumo. Tam skaičiuojamas paprastųjų akcijų pelningumas.

Paprastųjų akcijų pelningumą yra pelno tenkančio paprastosioms akcijoms santykis su savininkų nuosavybe. Pelnas tenkantis paprastosioms akcijoms yra gaunamas iš grynojo pelno atimant pelno dalį mokamą RKF. Šiuo atveju RKF reikalaujama pelno normos dalis yra 30 %, kas sudaro 53737,00 Lt. Taigi matyti, jog paprastųjų akcijų pelningumas yra didesnis už nuosavybės pelningumą, tačiau mažesnis už atvejus kuomet veikia grindžiama skolintu kapitalu. Taip yra dėl didelio RKF pageidaujamo pelningumo.

Norint tiksliau įvertinti šiuos pelningumo rodiklius jų reikšmę reiktų lyginti su tame pačiame sektoriuje veikiančių įmonių ar vidutiniu sektoriaus dydžiu. Remiantis statistikos departamento duomenis 2008 m. metalo gaminių, išskyrus mašinas ir įrenginius, gamybos sektoriaus ROA vidurkis buvo 6,25 %, (<http://db1.stat.gov.lt/statbank/default.asp?w=1280>) o ROE vidurkis 11,11 % (Statistikos departamentas). Nuosavo kapitalo pelningumo rodiklis yra artimas sektoriaus vidurkiui esant visiems penkiems kapitalo struktūros variantams, o ROA rodiklis yra aukštesnis nei sektoriaus taip pat visais variantais išskyrus, kai nuosavybės ir skolos santykis yra 1:4.

Darytina išvada, jog augant finansiniam svertui nuosavo kapitalo pelningumas didėja. O veiklą finansuojant iš RKF nuosavo kapitalo pelningumas yra mažesnis, nei finansuojant banko paskola, taip yra dėl didelio RKF pageidaujamo pelningumo, kuris mažina savininkų grynąjį pelną.

Taigi, matyti, jog didinant kreditorinį įsiskolinimą nuosavo kapitalo pelningumas didėja, šis faktas yra artimas antrajai F. Modigliani ir M. Miller kapitalo struktūros formavimo teorijai, kuri teigia, kad įmonė norėdama padidinti vertę ir sumažinti kapitalo kainą, turėtų kuo daugiau veiklą

finansuoti skolintu kapitalu. Norint iširti ar finansinio svarto pasikeitimas paveiks kapitalo kainą – skaičiuojamas vidutinės svertinės kapitalo kainos (WACC) rodiklis.

Vidutinė svertinė kapitalo kaina parodo procentinį dydį, pagal kurį būtų galima atsiskaityti ir su kreditoriais ir su įmonės savininkais. Tai vienas iš pagrindinių rodiklių įtakojančių finansavimo šaltinių pasirinkimą. WACC suteiks galimybę palyginti nuosavo kapitalo, banko paskolos ir RKF lėšų kainą, kiek UAB „Mobiringas“ kainuos pritrauktas kapitalas.

Skaičiuojant WACC pageidaujamas savininkų pelningumas yra 20 %. Pageidaujamas pelningumas parinktas atsižvelgiant į rinkos ir sektoriaus tendencijas. Prie vidutinės palūkanų normos pridėjus infliaciją bei rizikos faktorių. Pelno mokesčio tarifas 15 %, metinės palūkanos norma atsižvelgiant į paskolos sumą bei trukmę antru, trečiu ir penktu variantu yra 7 %, o ketvirtame variante 9 %. RKF pageidaujamas pelningumas 30 %.

8 lentelė

#### UAB „Mobiringas“ kapitalo kaina

Nuosavybės skolos santykis	Kapitalo kaina	Bazė		1:0		4:1		1:1		1:4		RKF	
		K. d.	K. k.	K. d.	K. k.	K. d.	K. k.	K. d.	K. k.	K. d.	K. k.	K. d.	K. k.
Akcinis kapitalas	20%	0,77	15,38	0,99	19,75	0,78	15,69	0,48	9,66	0,18	3,64	0,38	7,66
Nepaskirstytas pelnas	20%	0,03	0,50	0,01	0,25	0,01	0,25	0,01	0,25	0,01	0,25	0,01	0,25
Paskola, 7 %	5,95%	0,21	1,22			0,20	1,21	0,50	3,00			0,10	0,61
Paskola, 9%	7,65%									0,81	6,16		
RKF lėšos	40%											0,50	15,07
<b>WACC, %</b>		<b>17,11</b>			<b>20,00</b>	<b>17,15</b>		<b>12,92</b>		<b>10,05</b>		<b>23,58</b>	

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Lentelėje K.d. – kapitalo dalis bendrame kapitale, K.k. – kapitalo dalies kaina.

Veiklą finansuojant vien nuosavu kapitalu, kapitalo kaina priylgsta savininkų pageidaujama pelningumui (Aleksnevičienė, 2009, p. 226). Akcininkai įnešdami papildoma kapitalą tikisi, jog metinis pelningumas bus 20 %, taigi

$$WACC = 20 \%$$

Nepaskirstyto pelno kaina skaičiuojama taip pat kaip ir akcinio kapitalo, nes nepaskirstytasis pelnas - tai vidinė akcinė nuosavybė, kuri susidaro iš grynojo pelno. Nepaskirstytasis pelnas sudaro tą grynojo pelno dalį, kuri gražinama atgal pakartotinėms kapitalo investicijoms. Kadangi naudojant šį vidinį kapitalą nesusidaro papildomų išlaidų jam surinkti. Taigi, nepaskirstyto pelno kaina taip pat 20 %.

Paskolos kaina skaičiuojama:

$$WACC = (1-T) * i = (1-0,15)*7 = 5,95 \text{ , paskolos su } 7 \text{ \% metinių palūkanų;}$$

$WACC = (1-T) * i = (1-0,15)*9 = 7,65\%$ , paskolos su 9 % metinių palūkanų;

Rizikos kapitalo fondo lėšų kaina yra lygi fondo pageidaujamo pelningumui – 30 %.

Antru, trečiu, ketvirtu atveju vidutinę svertinę kapitalo kainą sudarys akcinio kapitalo kaina, nepaskirstyto pelno kaina bei ilgalaikės paskolos kaina. Penktame variante dar pridėjama rizikos kapitalo fondo kapitalo kaina.

Iš skaičiavimų matyti (8 lentelė), kad svertinė vidutinė kapitalo kaina didėjant kreditoriui įsiskolinimui mažėja. Skaičiavimai įrodo, jog brangiausias yra rizikos kapitalo fondo kapitalas. Taip yra dėl didelio fondo pageidaujamo pelningumo. Brangus yra ir nuosavas kapitalas, pigiausias yra banko paskola.

Gavus finansavimą iš RKF vidutinė svertinė kapitalo kaina yra didžiausia, nes brangiausias fondo kapitalas sudaro didžiausią įmonės bendro kapitalo dalį. Taigi prieš kreipiantis į fondą reikia įvertinti kapitalo kainą ir ją lyginti su kapitalo pelningumu. Palyginimas bus atliktas kitoje dalyje.

Taigi, didėjant skolinto kapitalo daliai bendrame kapitale yra mažinama svertinė vidutinė kapitalo kaina, pasiekiamas kapitalo kainos sumažinimo tikslas, išskyrus pritraukus rizikos kapitalą.

Bendrame kapitale turint didelę dalį skolinto kapitalo, kyla rizika jog bendrovė nesugebės už jį sumokėti. Todėl skaičiuojamas palūkanų padengimo koeficientas. Koeficientas parodo, koks gali būti minimalus veiklos pelnas, kad įmonė dar pajėgtų mokėti metines palūkanas

Palūkanų padengimo koeficientas padės nustatyti ar UAB „Mobiringas“ uždirba pakankamai pajamų palūkanoms padengti. (9 lentelė).

9 lentelė

#### UAB „Mobiringas“ palūkanų padengimo koeficientas

Nuosavo ir skolinto kapitalo santykis					
Rodikliai	1:0	4:1	1:1	1:4	RKF
Pelnas prieš mokesčius ir palūkanas (EBIT), Lt	225.000	225.000	225.000	225.000	225.000
Palūkanos (INT), Lt.	0	28.266	70.266	144.342	14.266
<b>Palūkanų padengimo koeficientas (ICR)</b>	-	<b>7,96</b>	<b>3,20</b>	<b>1,56</b>	<b>15,77</b>

Šaltinis: sudaryta autoriaus

$$ICR_1 = EBIT / INT$$

Pirmu variantu palūkanų padengimo koeficientas yra neskaičiuojamas, nes įmonė neturi ilgalaikių įsipareigojimų ir savo veiklą grindžia tik savininkų nuosavybe.

Iš 9-oje lentelėje pateiktų duomenų matyti, jog palūkanų nepadengimo rizika nėra didelė. Didelė rizika kyla tik nuosavybės ir skolinto kapitalo santykiui esant 1:4. Šiuo atveju palūkanos sudaro daugiau nei pusę pelno prieš mokesčius ir palūkanas. Taigi daugiau nei pusę uždirbto pelno reiks skirti palūkanoms mokėti.

Palūkanų padengimo, finansinio svorto ir mokesčio tarifo pasikeitimo įtaką finansinei rizikai ir pelningumui įverti naudosime finansinio svorto efekto koeficientą. Nagrinėjant finansinio svorto efektą reikia stebėti palūkanų normą, nes jei tik ji viršys viso kapitalo pelningumą, svortas pradės



veikti įmonės nenaudai. Tokiu atveju kuo didesnis finansinis svertas, tuo daugiau nuostolių patirs įmonės savininkai. UAB „Mobiringas“ atveju palūkanų norma neviršija kapitalo pelningumo.

$$FLE=(1-T)(r-i) \times D/E$$

T – pelno mokestis;

r – viso kapitalo pelningumas;

i – palūkanų norma;

D – skolintas kapitalas;

E – nuosavas kapitalas.

10 lentelė

### UAB „Mobiringas“ finansinio svorto efektas

Nuosavo ir skolinto kapitalo santykis	1 var.	2 var.	3 var.	4 var.	5 var.
Rodikliai	1:0	4:1	1:1	1:4	RKF
Nuosavas kapitalas, Lt	1.990.848	1.587.050	987.050	387.050	787.050
RKF kapitalas, Lt					1.000.000
Skolintas kapitalas, Lt	0	403.798	1.003.798	1.603.798	203.798
Bendras kapitalas, Lt	1.990.848	1.990.848	1.990.848	1.990.848	1.990.848
Pelnas prieš mokesčius ir palūkanas, Lt	225.000	225.000	225.000	225.000	225.000
Viso kapitalo pelningumas, proc.	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
Palūkanos, Lt.	0	28.266	70.266	144.342	14.266
Pelnas atskaičiavus palūkanas, Lt	225.000	196.734	154.734	80.658	210.734
Nuosavo kapitalo pelningumas prieš apmokestinimą, proc.	11,30%	12,40%	15,68%	20,84%	26,78%
Pelno mokestis	33750	29.510	23.210	12.099	31.610
Grynasis pelnas, Lt	191.250	167.224	131.524	68.559	179.124
RKF mokestis, Lt	-	-	-	-	53.737
Savininkų grynasis pelnas, Lt	191.250	167.224	131.524	68.559	125.387
<b>Finansinio svorto efektas (FLE), proc.</b>		<b>0,93</b>	<b>3,72</b>	<b>8,10</b>	<b>0,42</b>

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Iš pateiktos lentelės matyti, jog labiausiai įmonė pasinaudotu finansinio svorto efektu ketvirtame variante, kuomet yra didžiausia palūkanų norma ir didžiausia ilgalaikių įsipareigojimų dalis. Šiuo atveju nuosavo kapitalo pelningumas prieš apmokestinimą yra 20,84%, o tai net 9,54 proc. punktais daugiau už situaciją kuomet veikia finansuojama tik nuosavu kapitalu. Tačiau pelno apmokestinimas sumažino svorto efektą 1,44 procentinio punkto (9,54 – 8,10). Gavus finansavimą iš rizikos kapitalo fondo finansinio svorto efektas siekia tik 0,42, tai įtakojo vėl gi jau aptartas rizikos kapitalas, kuris priskiriamas nuosavybei, o ne įsipareigojimams. Dėl to negalima pasinaudoti palūkanų neapmokestinimo efektu.

Kitas nagrinėjamas finansinės rizikos indikatorius yra finansinio svorto laipsnis, jis parodys akcijos pelningumo jautrumą EBIT kintamumui. Akcijos pelningumo jautrumas bus nustatinėjamas, darant prielaidą, jog EBIT sumažės 20 %.

## UAB „Mobiringas“ finansinio svėro lygis

Nuosavo ir skolinto kapitalo santykis	1:0		4:1		1:1		1:4		RKF	
	EBIT	EBIT -20%	EBIT	EBIT -20%	EBIT	EBIT -20%	EBIT	EBIT -20%	EBIT	EBIT -20%
Nuosavas kapitalas, Lt	1.990.848	1990.848	1.587.050	1.587.050	987.050	987.050	387.050	387.050	78.7050	787.050
Pelnas prieš palūkanas ir mokesčius, Lt	225.000	180.000	225.000	180.000	225.000	180.000	225.000	180.000	225.000	180.000
Palūkanos, Lt	0	0	28.266	28.266	70.266	70.266	144.342	144.342	14.266	14.266
Pelnas prieš mokesčius, Lt	225.000	180.000	196.734	151.734	154.734	109.734	80.658	35.658	210.734	165.734
Pelno mokestis, Lt	33.750	27.000	29.510	22.760	23.210	16.460	12.099	5.349	31.610	24.860
Grynasis pelnas, Lt	191.250	153.000	167.224	128.974	131.524	93.274	68.559	30.309	179.124	140.874
RKF mokestis, Lt									53.737	42.262
Paprastųjų akcijų pelnas, Lt	191.250	153.000	167.224	128.974	131.524	93.274	68.559	30.309	125.387	98.612
Paprastųjų akcijų pelningumas, proc.	9,61%		10,54%	8,13%	13,32%	9,45%	17,71%	7,83%	15,93%	12,53%
<b>Finansinio skolingumo svėro lygis (DFL)</b>	<b>1,00</b>		<b>1,14</b>		<b>1,45</b>		<b>2,79</b>		<b>1,07</b>	

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Tyrimas vykdomas analizuojant rodiklius iš verslo vertės ir savininkų pelningumo pozicijos, todėl skaičiuojant pelningumą vienai akcijai naudosimės paprastųjų akcijų pelningumo rodikliu, kuris parodo tikrąjį pelningumą po palūkanų sumokėjimo, pelno mokesčio atskaičiavimo bei sumokamos pelno dalies rizikos kapitalo fondui.

Tyrimo modeliuojama situacija kuomet pelnas prieš palūkanas ir apmokestinimą sumažėja 20 %. Ši situacija padės įvertinti riziką pasikeitus situacijai rinkoje, jei sumažėtų pardavimai. DFL rodiklis padės įvertinti akcijos pelningumo jautrumą EBIT kintamumui, keičiantis skolinto kapitalo dydžiui.

$$DFL_1 = \Delta EPS / \Delta EBIT$$

Iš skaičiavimų matyti, jog sumažėjus pelnui prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą 20 % labiausiai akcijos pelningumas sumažėtų kuomet yra didžiausio skolinto kapitalo dalis bendrame kapitale (4 variantas). Tarkime, jei pelnas prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą sumažės 20 % vidutinis vienos akcijos pelningumas 4 variante sumažėtų net 55,8 % (2,79 \*20). Kyla didelė finansinė rizika susiklosčius nepalankioms rinkos sąlygoms.

Taigi, didėjant skolinto kapitalo daliai bendrame kapitale didėja DFL rodiklis, o tai finansinės rizikos didėjimo požymis. Naudojant rizikos kapitalo fondo finansavimą rodiklis pakinta nežymiai, kas savo ruožtu rodo, jog skolinantis iš rizikos kapitalo fondo finansavimas neprideda žymios finansinės rizikos, nes RKF investuodamas pats prisiima riziką.

Iki šiol nagrinėti rodikliai nustatydavo kapitalo struktūros pokyčio įtaką kapitalo pelningumui ar finansinei rizikai, tačiau kad būtų galima lyginti ir vertinti finansavimo šaltinius reikia analizuoti ir kokią įtaką jie turi įmonės ekonominei vertei. Tai vertinsime pasitelkę

ekonominės pridėtinės vertės rodiklį (EVA). Rodiklis parodys ar investuotas kapitalas uždirbo pelną, ar tik mažino kapitalą, ir ar gautas pelningumas kompensavo riziką.

12 lentelė

### UAB „Mobiringas“ ekonominė pridėtinė vertė

Nuosavo ir skolinto kapitalo santykis	Bazė	1 var. 1:0	2 var. 4:1	3 var. 1:1	4 var. 1:4	5 var. RKF
<b>Rodikliai</b>						
Pelnas prieš mokesčius ir palūkanas, Lt	97.000	225.000	225.000	225.000	225.000	225.000
<b>NOPAT, Lt</b>	82.450	191.250	191.250	191.250	191.250	191.250
Akcininkų nuosavybė, Lt	787.050	1.990.848	1.587.050	987.050	387.050	787.050
Ilgalaikiai įsipareigojimai, Lt	203.798	0	403.798	1.003.798	1.603.798	203.798
RKF kapitalas, Lt						1.000.000
<b>Visas kapitalas, Lt</b>	990.848	1.990.848	1.990.848	1.990.848	1.990.848	1.990.848
<b>WACC</b>	17,11	20,00	17,15	12,92	10,05	23,58
<b>EVA</b>	<b>-16.856.598</b>	<b>-39.591.960</b>	<b>-33.918.598</b>	<b>-25.488.598</b>	<b>-19.785.055</b>	<b>-46.728.598</b>

Šaltinis: sudaryta autoriaus

EVA rodiklis skaičiuojamas kaip skirtumas tarp grynojo pelno neatskaičius palūkanų, bet po mokesčių mokėjimo (NOPAT) ir jam uždirbti skirto investuoto kapitalo vertės.

Iš 12-os lentelės matyti, jog visais atvejais EVA rodiklis yra neigiamas, o tai rodo jog uždirbtas pelnas nepadengia investicijų rizikos ir mažina acnininkų kapitalą. Nė vienu atveju pelnas nepadengia kapitalo kainos. Tokiu atveju manau, acnininkam reiktų priiminėti strateginius sprendimus efektyvumo didinimui, arba tiesiog kapitalą investuoti į pelningesnę veiklą.

Blogiausia EVA vertė pasiekama atėjus rizikos kapitalui, kurio kaina yra didžiausia ir įmonė nepajėgi kompensuoti fondo rizikos. Prieš priimdami sprendimą RKF valdytojai ar skirti UAB „Mobiringas“ lėšas išnagrinėję alternatyvas ir apskaičiavę EVA rodiklį, manau finansavimo neskirtų. RKF dažniausiai sutinka prisiimti didelę riziką, tačiau tikisi ir didelio pelningumo, o šiuo atveju sukurta įmonės vertė ir pelningumas netenkintų fondo valdytojų.

Geriausias EVA rodiklis yra ketvirtame variante, kuomet didžioji įmonės kapitalo dalis yra banko paskola. Maža kapitalo kainą suteikia galimybę gauti didesnę pelningumą ir sukurti didesnę ekonominę pridėtinę vertę.

Taigi, įmonės savininkai įvertinę tik EVA rodiklį pasirinktų kapitalo struktūrą, kuomet nuosavo ir skolinto kapitalo santykis yra 1:4. Tačiau išanalizavus pavienius atskirus finansinius rodiklius negalime atskleisti finansavimo iš RKF ypatybių ir įtakos savininkų pelningumui ir įmonės vertei. Norint pasiekti iškeltą tyrimo tikslą kitame poskyryje visi nagrinėti rodikliai bus sujungiami į bendrą visumą ir vertinama bendra jų kitimų tendencija.

### 3.4. Tyrimo rezultatų apibendrinimas

Šioje darbo dalyje pasitelkiant kokybinio duomenų apdorojimo metodo sintezės ir sisteminimo būdus bus apibendrinti tyrime gauti rezultatai, bei daromos išvados. Apskaičiuotų kapitalo struktūros, pelningumo, veiklos ir finansinės rizikos rodiklių parodymai bus jungiami į vieną visumą, siekiant atskleisti kapitalo struktūros pakitimo įtaką įmonės vertei, bei atskleisti finansavimo iš RKF įtaką savininkų nuosavybei ir įmonės vertei.

Gauti rodikliai bei jų pokytis lyginami su bazine UAB „Mobiringas“ kapitalo struktūra prieš veiklą finansuojant papildomu 1 mln. Lt kapitalu. Geriausia rodiklio pokytis lyginant su bazine kapitalo struktūra prieš papildomą finansavimą žymimas geltona spalva, blogiausias pokytis – raudona. (lentelė)

Taigi jei savininkai veiklą finansuotų vien tik nuosavu kapitalu jie išvengtų palūkanų nepadengimo rizikos, tačiau kapitalo gautas pelningumas nepadengtų kapitalo kainos, kuri yra gana aukšta. Nuosavo kapitalo pelningumas būtų gana žemas, lyginant su kitomis finansavimo alternatyvomis, ir pridėtinė ekonominė vertė žymiai sumažėtų lyginant su esama padėtimi.

Jei UAB „Mobiringas“ veikla būtų paremta skolintu kapitalu, būtų pasiekiamas didžiausias nuosavo kapitalo pelningumas, labiausiai sumažinama vidutinė svertinė kapitalo kaina. Šiame variante didelė banko paskola taip pat suteikia galimybę pasinaudoti finansinio svarto efektu, tačiau tuo pačiu atsiranda didelė palūkanų nepadengimo rizika. Veikla paremta skolintu kapitalu UAB „Mobiringas“ leidžia pasiekti aukščiausią ekonominės pridėtinės vertės rodiklį. Nors jis žemesnis nei bazinio varianto, tačiau lyginant su visomis nagrinėtomis alternatyvomis yra aukščiausias.

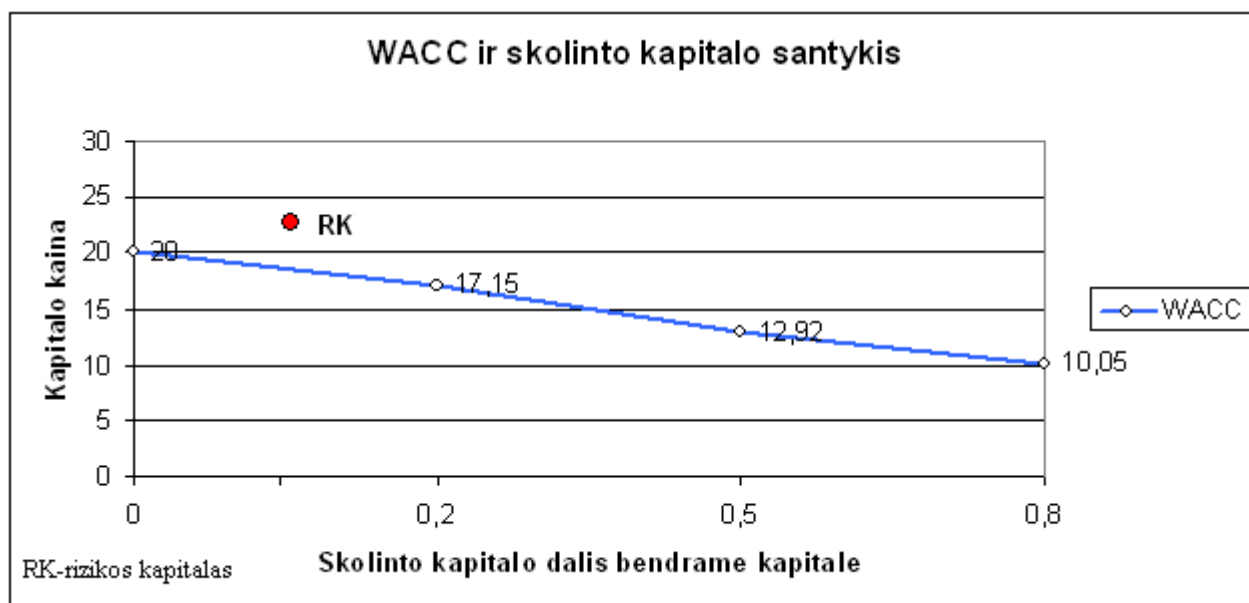
Rizikos kapitalo finansavimas taip pat padidina nuosavo kapitalo pelningumą, tačiau mažesniu santykiu nei kitose nagrinėtose kapitalo struktūrose. Šiuo atveju yra didžiausia kapitalo kaina, ir pasiekama žemiausia įmonės ekonominė pridėtinė vertė.

## UAB „Mobiringas“ finansinių rodiklių pokytis

Rodikliai	Bazė	4:0		4:1		1:1		1:4		RKF	
		Rodiklis	Pokytis	Rodiklis	Pokytis	Rodiklis	Pokytis	Rodiklis	Pokytis	Rodiklis	Pokytis
<b>Kapitalo struktūros:</b>											
DR	0,27	0,04	<b>0,16</b>	0,24	<b>0,87</b>	0,53	<b>1,92</b>	0,81	<b>2,97</b>	0,14	<b>0,52</b>
DTER	0,26	0,00		0,25	<b>0,98</b>	1,02	<b>3,93</b>	4,14	<b>16,00</b>	0,11	<b>0,44</b>
<b>Pelningumo:</b>											
ROA	7,10	9,61	<b>2,51</b>	8,40	<b>1,30</b>	6,61	<b>-0,49</b>	3,44	<b>-3,65</b>	9,00	<b>1,90</b>
ROE	8,94	9,61	<b>0,67</b>	10,54	<b>1,60</b>	13,32	<b>4,39</b>	17,71	<b>8,78</b>	10,02	<b>1,09</b>
ROI	7,10	9,61	<b>2,51</b>	8,40	<b>1,30</b>	6,61	<b>-0,49</b>	3,44	<b>-3,65</b>	9,00	<b>1,90</b>
Pap.ak.peln.	8,94	9,61	<b>0,67</b>	10,54	<b>1,60</b>	13,32	<b>4,39</b>	17,71	<b>8,78</b>	15,93	<b>6,99</b>
WACC	17,11	20,00	<b>2,89</b>	17,15	<b>0,04</b>	12,92	<b>-4,19</b>	10,05	<b>-7,06</b>	23,58	<b>6,47</b>
<b>Rizikos:</b>											
ICR	6,80	0,00	<b>0,00</b>	7,96	<b>1,17</b>	3,20	<b>-3,60</b>	1,56	<b>-5,24</b>	15,77	<b>8,97</b>
FLE	0,73	0,00	<b>-0,73</b>	0,93	<b>0,20</b>	3,72	<b>2,99</b>	8,10	<b>7,37</b>	0,42	<b>-0,31</b>
DFL		<b>1,00</b>	<b>-</b>	1,14	<b>-</b>	1,45	<b>-</b>	<b>2,79</b>	<b>-</b>	1,07	<b>-</b>
<b>Vertės:</b>											
EBIT, Lt	97000	225000	<b>128000</b>	225000	<b>128000</b>	225000	<b>128000</b>	225000	<b>128000</b>	225000	<b>128000</b>
NOPAT, Lt	82450	191250	<b>108800</b>	191250	<b>108800</b>	191250	<b>108800</b>	191250	<b>108800</b>	191250	<b>108800</b>
EVA, mln Lt	-16,8	-39,5	<b>-22,7</b>	-33,9	<b>-17,1</b>	-25,5	<b>-8,6</b>	-19,8	<b>-2,9</b>	-46,7	<b>-29,9</b>

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Remiantis apskaičiuotais rodikliai ir pirmoje mokslinio darbo dalyje nagrinėtomis kapitalo struktūrų formavimo teorijomis, pagrįsime arba paneigsime teorijų tinkamumą UAB „Mobiringas“ finansavimo iš RKF atvejui. Vienas labiausiai nagrinėtas kapitalo struktūrų rodiklis yra vidutinė svertinė kapitalo kaina. Ši rodiklį palyginsime su skolinto kapitalo santykiu. (18 pav.)

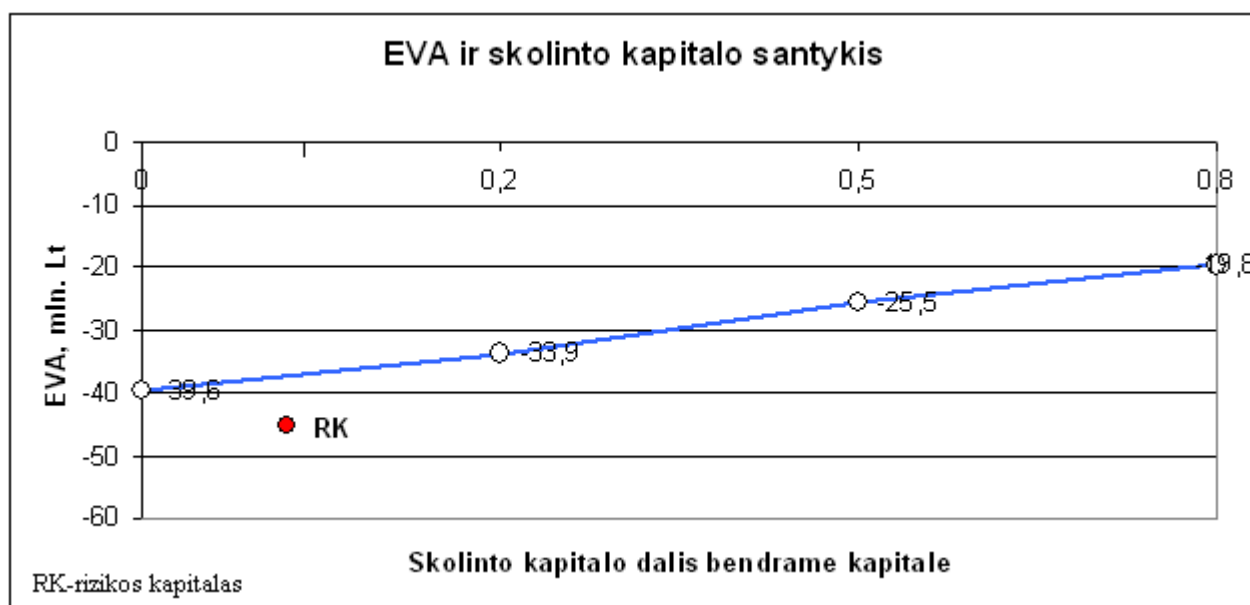


Šaltinis: sudaryta autoriaus

18 pav. WACC ir skolinto kapitalo santykis

Iš pateikto grafiko matyti, jog didėjant skolinto kapitalo daliai bendrame kapitale vidutinė svartinė kapitalo kaina mažėja. Mažėjant WACC gaunamas kartu ir papildomas finansinio svarto efektas. Variante, kuomet veiklai finansuoti pasitelkiamas rizikos kapitalas, kapitalo kaina lyginant su banko paskolos WACC vidurkio linija, yra didesnė. Taip yra dėl aukštos rizikos kapitalo kainos, kurios negali kompensuoti ir sumažėjusi savininkų kapitalo kainos dalis. Tačiau jei esant rizikos kapitalui dar didintumėm skolos dalį bendrame kapitale WACC mažėtų.

Taigi didėjant skolos daliai yra minimizuojama kapitalo kaina, tačiau reikia įvertinti kaip skola paveiks įmonės vertę. Tam naudosime ekonominės pridėtinės vertės ir skolinto kapitalo santykį. (19 pav.)

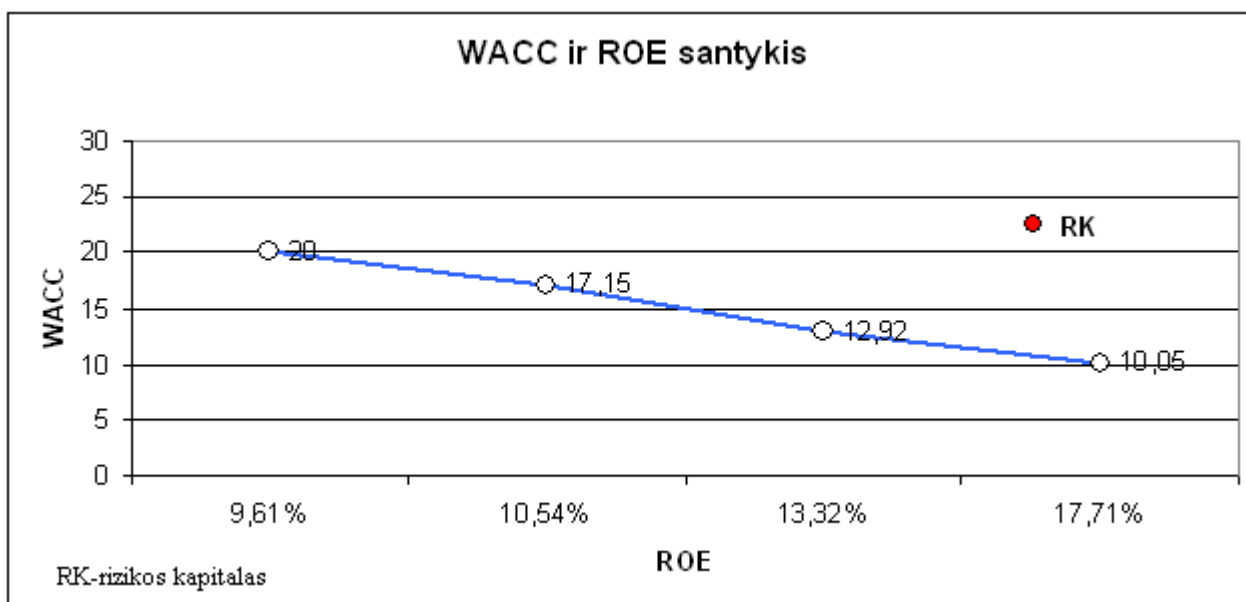


Šaltinis: sudaryta autoriaus

**19 pav. EVA ir skolinto kapitalo santykis**

Iš grafiko matyti, jog didėjant skolos daliai UAB „Mobiringas“ kapitalo struktūroje EVA rodiklio parodymai yra gerinami, reiškia didinant skolinto kapitalo dalį pasiekama didesnė vertė. Šiuo atveju finansavimas iš RKF nėra išimtis, nes skola lyginant su nuosavybe sudaro mažą dalį ir pasiekama ekonominė pridėtinė vertė yra itin žema. Tam didžiausią įtaką turi didelė rizikos kapitalo kaina.

Siekiant įvertinti atėjusio rizikos kapitalo įtaką nuosavybės pelningumui, vertinsime kapitalo kainos ir pelningumo santykį. (20 pav.) Siekiant įvertinti ne įmonės nuosavybės pelningumą, o savininkų – paprastųjų akcijų turėtojų pelningumą, į ROE rodiklį įtraukiamas tik paprastųjų akcijų kapitalas.



Šaltinis: sudaryta autoriaus

### 20 pav. WACC ir ROE santykis

Iš grafiko matyti, jog mažinant vidutinę svertinę kapitalo kainą yra pasiekiamas aukštesnis paprastųjų akcijų pelningumas. „Įdarbinto“ rizikos kapitalo kaina yra didžiausia, tačiau tai UAB „Mobiringas“ leidžia pasiekti aukštą paprastųjų akcijų pelningumą. Aukštą pelningumą įtakoja maža paprastųjų akcijų kapitalo dalis. Didžią dalį kapitalo sudaro rizikos kapitalas, už kurį nereikia mokėti palūkanų, taip išvengiant papildomų finansinių išlaidų. Tačiau iš grynojo pelno visų pirma yra atskaitoma dalis rizikos fondui, šiuo atveju 30 %, bet didelė grynojo pelno dalis lieka paprastųjų akcijų turėtojams kas ir sąlygoja aukštą pelningumą.

Taigi, iš pateiktų grafikų atsižvelgiant ir į rizikos kapitalą daromos tokios išvados:

- didinant skolinto kapitalo dalį, mažinama kapitalo kaina;
- didinant skolinto kapitalo dalį, pasiekama aukštesnė įmonės vertė;
- mažesnė kapitalo kaina leidžia pasiekti aukštesnį nuosavo kapitalo pelningumą.

Būtent šie teiginiai tiksliai atitinka ir pirmoje darbo dalyje nagrinėtą F. Modigliani ir M. Miler antrąją kapitalo struktūros formavimo teoriją, kuri teigia, kad siekiant maksimizuoti įmonės rinkos vertę, reikia didinti skolų dalį bendrame kapitale. UAB „Mobiringas“ kapitalo struktūros modeliavimo tyrime gauti rezultatai paneigia pirmąją F. Modigliani ir M. Miler kapitalo struktūros formavimo teoriją, kurios pagrindinis teiginys yra jog finansinio sverto pasikeitimas neturi įtakos bendrajai kapitalo kainai. Tradicinės kapitalo struktūros formavimo teorijos iš gautų tyrimo rezultatų negalime nei patvirtinti nei paneigti, nes tyrimo tikslas nebuvo rasti optimalią kapitalo struktūrą.

Apžvelgus tyrimo rezultatus galima teigti, jog rizikos kapitalas yra vienas brangiausių finansavimo šaltinių, tačiau jis leidžia pasiekti aukštą nuosavo kapitalo pelningumą. Kitaip nei

skolintas rizikos kapitalas neturi palūkanų neapmokestinimo privalumo, kas savo ruožtu neleidžia pasinaudoti didesniu finansinio svorto efektu. Neesant galimybės gauti pigesnę skolintą kapitalą, RKF yra puiki galimybė verslo plėtrai. Nepaisant didelės rizikos kapitalo kainos, jis yra viena geriausių finansavimo alternatyvų, kuri išlieka net įmonei neturint aukštų pelningumo rodiklių, užtenka turėti aukštą potencialą. Rizikos kapitalo fondai tai puiki galimybė naujų kartais labai rizikingų idėjų įgyvendinimui. Rizikos kapitalas turi ir kitų privalumų, kuriuos labai sunku įvertinti ir nuo kurių buvo atsiribota šiame tyrime, tai žmogiškasis kapitalas. Kartu su finansinėmis lėšomis į įmonę ateina ir ilgametė fondo įmonės veiklos organizavimo patirtis. Patyrę specialistai dalinasi patirtimi su esamais darbuotojais, bei įgyvendina naujus finansinius ir vadybos sprendimus.

Rizikos kapitalo fondai suteikia įmonei veiklos vystymo galimybę.



## IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

Atlikti teoriniai ir praktiniai tyrimai leido suformuluoti šias išvadas ir pasiūlymus:

- 1) Remiantis atlikta lyginamąja mokslinės literatūros analize nustatyta, jog pritraukus papildomą kapitalą keičiasi įmonės kapitalo struktūra, kuri tiesiogiai įtakoja finansinį svertą ir kapitalo kainą. Atliktas tyrimas pagrindė, jog finansinis svertas kartu su pasikeitusia įmonės kapitalo kaina tiesiogiai įtakoja kapitalo pelningumo rodiklius bei įmonės finansinę riziką, kas kartu savo ruožtu atsiliepia įmonės ekonominei vertei. Didėjanti kapitalo kaina mažina pelningumo rodiklius, sukuria papildomą riziką, o nekintant pelno normai mažina įmonės pridėtinę ekonominę vertę.
- 2) Rizikos kapitalas kaip alternatyvi finansavimo priemonė yra privataus kapitalo investavimo forma, veikianti kaip finansų tarpininkas ir investuojanti į potencialiai perspektyvių įmonių akcijas, siekiant gauti didelį pelningumą. Išvysčius įmonę akcijas parduoda privačiai arba paskelbiant pirminį viešąjį pasiūlymą. Rizikos kapitalas suteikia galimybę įgyvendinti naujas rizikingas idėjas, vystant įmonės veiklą. Suteiktas finansavimas leidžia įmonei plėsti veiklą, kurti naujas darbo vietas, kelti šalies ekonominį lygį. Fondai veikia kaip finansinės rinkos tarpininkai, surinkdami bei paskirstydami finansinius išteklius.
- 3) Rizikos kapitalo fondai investuoja į aukštą potencialą turinčias smulkaus ir vidutinio dydžio įmones. Didžiausias dėmesys teikiamas žinių ekonomikos bei naujų technologijų srityse veikiančioms įmonėms. Norint pritraukti rizikos kapitalą reikia įtikinti fondo valdytojus, jog bus pasiektas aukštas pelningumas. Kartu su papildomu kapitalu fondai suteikia įmonei savo žinias bei valdymo patirtį, siekia ne tik finansinės naudos, tačiau kartu ir įmonės žinomumo rinkoje bei naujų komercinių ryšių užmezgimo.
- 4) Lietuvoje veikia apie 20 rizikos kapitalo fondų. Tačiau Vakarų šalyse didžiausią dėmesį ir investicijas rizikos kapitalo fondai skiria biotechnologijų, informacinių technologijų verslui, o Lietuvoje, dominuoja tradicinės ūkio šakos – maisto pramonė, statyba, nekilnojamasis turtas. Lietuvoje rizikos kapitalo fondai turi daug galimybių veiklai plėtoti ir gerokai aktyviau prisidėti prie ūkio plėtros, kadangi įmonės Lietuvoje savo investicijas daro daugiausia iš vidinių šaltinių, tokių kaip nusidėvėjimo atskaitymo ir nepaskirstyto pelno. Fondai Lietuvoje investuoja į jau esančias “problemines” įmones arba į jau sėkmingai veikiančios įmonės augimą ir po to ją parduoda strateginiam užsienio investuotojui, arba reorganizuoja ir konsoliduoja, tačiau besikuriančios naujos įmonės rizikos kapitalą gauna itin retai.

- 5) Rizikos kapitalas pagerina UAB „Mobiringas“ įmonės nuosavo ir skolinto kapitalo santykį, nes šis kapitalas yra apskaitomas balanse kaip nuosavas kapitalas. Tačiau rizikos kapitalo kaina bendroje struktūroje yra didžiausia, todėl ir bendro kapitalo kaina padidėja. Dėl kapitalo įtraukimo į nuosavo kapitalo skiltį padidėja bendro kapitalo pelningumas, bet pasiekiamas paprastųjų akcijų pelningumas yra mažesnis, nei jei veikla būtų finansuojama banko paskola. Tačiau paprastųjų akcijų pelningumas yra kur kas aukštesnis veiklą finansuojant rizikos kapitalu, nei nuosavomis lėšomis didinant įstatinį kapitalą, nes su maža savininkų turto dalimi pasiekiamas aukštas pelningumas. Atėjęs rizikos kapitalas žymiai sumažina finansinio sverto efektą, todėl įmonė neišnaudoja palūkanų neapmokestinimo efekto. Įmonė naudodamasi rizikos kapitalo fondo lėšomis, kitaip nei banko paskola, susiduria su mažesne finansine rizika – sumažinama palūkanų nepadengimo riziką. Suteikdami investavimą rizikos kapitalo fondai kartu prisiima ir dalį verslo bei finansinės rizikos. Dėl didelės rizikos kapitalo kainos UAB „Mobiringas“ pasiekiamą ekonominę pridėtinę vertę lyginant su banko paskola ar savininkų kapitalu yra mažiausia.

Taigi UAB „Mobiringas“ finansuodama veiklą rizikos kapitalu, pasiektų aukštus pelningumo rodiklius, neprisiimtų svarios papildomos finansinės rizikos, tačiau nebūtų pasiektas aukštas ekonominės pridėtinės vertės rodiklis, bei būtų žymiai padidinta kapitalo kaina. Tačiau rizikos kapitalas kaip alternatyvus finansavimo šaltinis, suteiktų įmonei veiklos vystymo galimybę.

SUBAČIUS, Deividas. (2010) *Rizikos kapitalo fondo finansuojamos UAB "Mobiringas" kapitalo struktūros modeliavimas ir vertinimas*. Magistro baigiamasis darbas Kaunas: Vilniaus universiteto Kauno humanitarinis fakultetas. 73 p.

## S A N T R A U K A

**RAKTINIAI ŽODŽIAI:** kapitalo struktūra, finansavimas, rizikos kapitalas, rizikos kapitalo fondai.

Lietuvoje sukurta veikianti rinkos ekonomika, tačiau Lietuvos verslo aplinka dar turi tam tikrų trūkumų, todėl reikia sudaryti palankesnes sąlygas verslui bei inovacijoms plėtoti ir skatinti verslumą. Pagerinti bendrą verslo klimata, kuris sudarytų palankias sąlygas verslo pradžiai ir tolesnei įmonių plėtrai. Lietuvoje besisteigiančios įmonės retai sulaukia rizikos kapitalo fondų dėmesio, todėl įmonės susiduria su finansavimo problemomis. Lietuvoje šia problema susidomėta lyginant su Europos šalimis gana nesenai. Sudaryta galimybė valstybei kartu su privačiu kapitalu investuoti į privataus kapitalo subjektus, padėtų pritraukti papildomą privatų kapitalą pradedamam ir plėtojamam verslui, į kurį vieni privatūs investuotojai nėra linkę investuoti. Taip būtų skatinama žinių ekonomika, naujų technologijų diegimas, aukšto nedarbo lygio mažinimas.

**Darbo tyrimo objektas** – rizikos kapitalas.

**Šio darbo tikslas** – išanalizuoti ir įvertinti rizikos kapitalo įtaką įmonės kapitalo struktūrai bei finansiniams rodikliams.

**Tikslui pasiekti analizuojama** kapitalo struktūra, siekiant nustatyti jos ryšį su kapitalo pelningumu, finansine rizika bei įmonės verte. Tiriama rizikos kapitalo fondų samprata bei veikos ypatumai, siekiant nustatyti svarbą ekonomikoje. Taip pat tiriamos finansavimo iš rizikos kapitalo fondų galimybės Lietuvoje. Analizuojamas UAB „Mobiringas“ veiklos finansavimas iš rizikos kapitalo fondo, siekiant įvertinti įtaką kapitalo struktūrai, bei įmonės finansiniams rodikliams bei palyginti rizikos kapitalą su kitais finansavimo šaltiniais.

Apžvelgus tyrimo rezultatus galima teigti, jog rizikos kapitalas yra vienas brangiausių finansavimo šaltinių, tačiau jis leidžia pasiekti aukštą nuosavo kapitalo pelningumą. Kitaip nei skolintas rizikos kapitalas neturi palūkanų neapmokestinimo privalumo, kas savo ruožtu neleidžia pasinaudoti didesniu finansinio svarto efektu. Nepaisant didelės rizikos kapitalo kainos, jis yra viena geriausių finansavimo alternatyvų, kuri išlieka net įmonei neturint aukštų pelningumo rodiklių, užtenka turėti aukštą potencialą. Rizikos kapitalo fondai tai puiki galimybė naujų kartais labai rizikingų idėjų įgyvendinimui.

Magistro baigiamąjį darbą sudaro 73 puslapiai juose pateikta 13 lentelių bei 20 paveikslų, panaudoti 52 literatūros šaltiniai

SUBAČIUS, Deividas. (2010) *Modeling and assessment of private limited company „Mobiringas“ capital financed by risk capital fund*. MBA Graduation Paper. Kaunas: Kaunas Faculty of Humanities, Vilnius University. 73 p.

## S U M M A R Y

**KEYWORDS:** capital structure, financing, venture capital, venture capital funds

Lithuania has an established active market economy, however, economy environment in Lithuania still has some particular drawbacks, therefore, more beneficial circumstances to develop business and innovations and to stimulate entrepreneurship should be created. General business climate, which would allow initiation of business and further expansion of enterprises, should be improved. Companies, established in Lithuania, seldom receive attention from the risk capital funds; therefore, they confront with financing problems. In comparison with other Europe countries, Lithuania has turned its attention to this problem quite recently. Possibility for the state, collectively with private capital, to invest in private capital subjects would help to attract supplementary private capital to initiated and developed business, where private investors alone are not liable to invest in.

**The object of research**– risk capital. **The aim of this work** – to analyze and assess risk capital influence on the structure of company capital and financial indicators.

**To achieve the aim**, in order to determine its connection with capital profitability, financial risk and company value, capital structure is analyzed. In order to identify its importance in economy, conception of risk capital funds and peculiarities of activity are analyzed. Opportunities to finance from risk capital funds in Lithuania are analyzed as well. In order to assess influence on capital structure, financial indicators of the company and compare risk capital to other sources of financing, private limited company “Mobiringas” financing from risk capital funds is analyzed.

Observing the results of research, it is possible to state that the risk capital is one of the most expensive sources of financing; however, it allows reaching high personal capital profitability. Differently from the loaned, risk capital does not have tax-free interest advantage, what, on its own behalf, does not allow to use larger financial leverage effect. In case of not having a possibility to obtain cheaper loaned capital, risk capital funds is a great opportunity to develop business. Despite high risk capital price, it is one of the best financing alternatives, which remains even if the company does not have high profitability indicators; it is sufficient to have high potential. Risk capital funds is a great possibility to implement new, sometimes even extremely risky, ideas.

The following MBA consists of 73 pages and contains 13 tables and 20 pictures, 52 sources of literature are used.

## LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. ADOMAVIČIUTĖ, Inga, (2006) Verslo finansavimo šaltinių įtaka kapitalo pelningumui. *Studentų mokslinės konferencija: Jaunasis mokslininkas*. ISBN-9955-448-42-3 [interaktyvus] Akademija: Lietuvos žemės ūkio universitetas [žiūrėta 2010 sausio 11 d.] Prieiga per internetą: <[http://www.lzuu.lt/jaunasis\\_mokslininkas/smk\\_2006/menu\\_finansai.html](http://www.lzuu.lt/jaunasis_mokslininkas/smk_2006/menu_finansai.html)>
2. ALEKNEVIČIENĖ Vilija. (2000). *Ilgalaikių investicijų finansavimo šaltiniai ir jų kainos nustatymo metodiniai aspektai*. Ekonomika ir vadyba: tarptautinės mokslinės konferencijos medžiaga.
3. ALEKNEVIČIENĖ, Vilija. (2009) *Įmonės finansų valdymas: vadovėlis*. Kaunas : Spalvų kraitė. 430 p. ISBN 978-9955-921-04-2.
4. BAGDANA VIČIŪTĖ, Violeta (2009) *Taupymo žirkelėms nepasiekiami skaičiai*. [interaktyvus] Vilnius: Versus [žiūrėta 2009 gruodžio 21 d.] Prieiga per internetą: <<http://finansai.eversus.lt/naujienos/878>>
5. BAGDŽIŪNIENĖ, Vitalija. (2006) *Įmonių veiklos planavimas ir analizė*. Vilnius: Conto litera, 178 p. ISBN 9986-836-19-0.
6. BENIUŠYTĖ, Jurga. (2007) *Rizikos kapitalo fondų investicinis portfelis Lietuvoje*. [interaktyvus] e-library.lt [žiūrėta 2008 gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą: <[www.e-library.lt/resursai/DB/StatistikosDep/LEA/2005\\_01/LEA\\_2005\\_01\\_L061-069.pdf](http://www.e-library.lt/resursai/DB/StatistikosDep/LEA/2005_01/LEA_2005_01_L061-069.pdf)>
7. BUCKIŪNIENĖ, Olga. (2005) *Ūkio subjektų finansai*. Vilnius: Vilniaus kolegija. 215 p. ISBN 9955-519-57-6.
8. CHMIELIAUSKAITĖ, Marija. (2006) *Ekonominės pridėtinės vertės modelis ir jo nauda SVV*. [interaktyvus] Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas. [žiūrėta 2010 balandžio 2 d.] Prieiga per internetą: <[http://www.e-library.lt/resursai/Mokslai/Kolegijos/Kolpingo\\_kolegija/konferencija2006/04.pdf](http://www.e-library.lt/resursai/Mokslai/Kolegijos/Kolpingo_kolegija/konferencija2006/04.pdf)>
9. CIBULSKIENĖ, Diana. (2005), *Įmonių kapitalo struktūros modeliavimas finansų rinkos globalizacijos sąlygomis*. Mokslų daktaro disertacija. Vilnius. 175 p.
10. CIBULSKIENĖ, D.; LILEIKIENĖ, A.; MARCIŠAUSKIENĖ, J. (2008) Kapitalo struktūros sprendimai kaip apsisprendimo problema modernioje finansavimo teorijoje. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*. Šiauliai: Šiaulių universitetas, Nr. 4 (13), p. 72-80. ISSN 1648-9098.
11. DARULIS, A, KRUTKIENĖ, I, MAKĀUSKIENĖ, V, JAKŠTIENĖ, V (2005) *Verslo finansavimo galimybės*. Vilnius: Kriventa 56 p ISBN 9955-526-22.

12. GABARTAS, Renaldas. (2006) *Rizika - didesnio pelno palydovė*. [interaktyvus] Kauno diena, [žiūrėta 2009 gegužės 2 d.] Prieiga per internetą:  
<<http://kauno.diena.lt/dienrastis/kita/rizika-didesnio-pelno-palydove-42772>>
13. GUSTAS, Remigijus. (2007) *Įmonių kapitalo struktūros formavimo tyrimai*. Mokslų magistro baigiamasis darbas. Akademija: Lietuvos žemės ūkio akademija. 65 p.
14. HASSAN A.E., LEECE, D. (2004) *The Influence of Venture Capitalists' Source of Finance on their Post-investment Behaviour In Investee Companies*. [interaktyvus] heshire.mmu.ac.uk [žiūrėta 2009 gegužės 2 d.] Prieiga per internetą:  
<<http://www.cheshire.mmu.ac.uk/bms/home/research/pdf-doc/doc-02.pdf>>
15. JANKAUSKIENĖ, Vilija. (2009) *Rizikos kapitalo sektoriaus plėtros veiksnių vertinimo modelis*. Mokslų daktaro disertacija. Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas. 176 p. ISBN 978-9955-12-530-0.
16. JUOZAITIENĖ, Liongina. (2007) *Įmonės finansai: analizė ir valdymas*. Šiauliai: VšĮ Šiaulių universiteto leidykla. 415 p. ISBN 978-9986-38-792-3.
17. KANCEREVYČIUS, Gitanas. (2003) *Finansai ir investicijos*. Vilnius: UAB „Biznio mašinų kompanija“. 879 p. ISBN 9955-430-38-9.
18. KUIZINAITĖ, Vilma; PALIULYTĖ, Irena. (2008) Kapitalo struktūros įtakos įmonių veiklos finansiniams rodikliams analizė. *Jaunujų mokslininkų darbai, Šiauliai*: Šiaulių universitetas, Socialinių mokslų fakultetas, Nr. 1 (17). ISSN 1648-8776.
19. KUPSTYTĖ, Rugilė, (2007) *Investicinių fondų valdymas: rizikos kapitalas, Magistro baigiamasis darbas*. Mokslų magistro baigiamasis darbas. Vilnius: Mykolo Riomerio universitetas. 145 p.
20. MACKEVIČIUS, Jonas. (2005) *Įmonių veiklos analizė: informacijos rinkimas, sisteminimas ir vertinimas*. Vilnius : TEV, 476 p. ISBN 9955-680-13.
21. MACKEVIČIUS, J, POŠKAITĖ, D, (2003) Finansinio svėro apskaičiavimas ir interpretavimas. *Mokslo darbai "Ekonomika"*. Nr. 61, p. 100 – 110. ISSN 1392 – 1258.
22. MAJAUSKIENĖ, Daiva. (2005) *Įmonių kapitalo struktūros formavimo tyrimai*. Mokslų magistro baigiamasis darbas. Akademija: Lietuvos žemės ūkio universitetas. 58 p.
23. MARLON Jerez (2008) Consultant in Economics and Financial Issues, *What are Risk Capital Funds?*, <http://www.theinvestor.tv/money/riskcapital.htm>
24. NIKHIL, Chandra Shil. (2009) Performance Measures: An Application of Economic Value Added. [interaktyvus] *International Journal of Business and Management*, Vol 4 No 3. [žiūrėta 2010 balandžio 15 d.] Prieiga per internetą:  
< <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/viewFile/300/268> >

25. PETRAVIČIUS, Tomas. (2008) *Kapitalo investicijų vertinimas siekiant įmonės veiklos efektyvumo*. Mokslų daktaro disertacija. Vilnius: Vilniaus Gedimino technikos universitetas. 232 p.
26. PUKAS, Audrius. (2008) *Rizikos ir privataus kapitalo fondų veiklą itakojančių aplinkos veiksnių Lietuvoje vertinimas*. Mokslų magistro baigiamasis darbas. Kaunas: Vytauto Didžiojo universitetas. 87 p.
27. RUTKAUSKAS, A.V. (2007) *Verslo finansų valdymo problemos ir sprendimai*. [interaktyvus] Kaunas: KTU E. mokymosi technologijų centras [žiūrėta 2009 kovo 21 d.] Prieiga per internetą:  
<[http://distance.ktu.lt/kursai/verslumas/finansu\\_valdymas\\_II/fcontent.html](http://distance.ktu.lt/kursai/verslumas/finansu_valdymas_II/fcontent.html)>
28. RUTKAUSKAS, A. V.; SŪDŽIUS, V. MACKEVIČIUS, V. (2008) *Verslo finansai: sistema, struktūra ir elementai*. Vilnius: Technoka. 271 p. ISBN 978-9955-28-164-1.
29. STRAZDAS, R.; JANKAUSKIENĖ, V.; POTET, L. ir kt. (2006) *Europos Sąjungos ir kitų valstybių neformalių individualių investuotojų (Verslo angelų) investavimo kultūros patirties analizė*. Vilnius: VšĮ „Socialinės ir ekonominės plėtros centras“. 132 p.
30. STRAZDAS, R., JAKUBAVIČIUS, A., GEČAS, K. (2003) *Inovacijos. Finansavimas, rizikos kapitalas*. [interaktyvus] inovacijos.lt, [žiūrėta 2008 gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą:  
<<http://www.inovacijos.lt/index.php?893095707>>
31. ŠLEKIENĖ, D., KLIMAVIČIENĖ, I., (2000) *Įmonės veiklos finansinis įvertinimas: Mokomoji knyga*. Kaunas: Technologija. 146 p. ISBN 9986-13-721-7.
32. TIKNIŪTĖ, A.; KIRŠIENĖ, J. (2004,) *Kapitalo teorinė ir struktūrinė paradigma: teisiniai aspektai*. *Jurisprudencija*. Vilnius: Lietuvos teisės universitetas, Nr. 57(49), p. 71 - 82. ISSN 1392-6195.
33. ZOLUBAS, Audrius. (2009) . [interaktyvus] opencoffeeclub.lt. [žiūrėta 2009 balandžio 21 d.] Prieiga per internetą: <<http://opencoffeeclub.lt/2009/04/14/verslo-finansavimas-veiklos-pradzioje/>>
34. ZABLOCKIS, Stanislavas (2001) *Papildomo finansavimo pritraukimas*. [interaktyvus] Verslo banga, [žiūrėta 2008 lapkričio 17 d.] Prieiga per Internetą:  
<<http://verslas.banga.lt/lt/patark.full/3c0377e5d81d6>>
35. ŽAPTORIUS, Jonas; GARBANOVAS, Gintautas. (2006) *Finansavimo politikos įtaka nustatant įmonės vertę*. Vilnius: Tiltai. Nr. 2. ISSN 1392-3137.
36. ŽYGIENĖ, Virginija. (2009) *Bankų užsuktas čiaupas numalšino rizikos ir privataus kapitalo fondų alkį*. [interaktyvus] vz.lt [žiūrėta 2009 liepos 21 d.] Prieiga per internetą:  
<[www.archyvas.vz.lt/show\\_file.php?file=vez20090709\\_11.pdf](http://www.archyvas.vz.lt/show_file.php?file=vez20090709_11.pdf)>

37. Lietuvos Respublikos ūkio ministerija. (2008) *Rizikos kapitalo fondų skatinimo investuoti į smulkiojo ir vidutinio verslo subjektus galimybių analizė*. [interaktyvus] ukmin.lt [žiūrėta 2008 gruodžio 28 d.] Prieiga per internetą:  
[www.ukmin.lt/lt/svv/doc/RKFtyrimo\\_presentation.pps](http://www.ukmin.lt/lt/svv/doc/RKFtyrimo_presentation.pps)
38. *Kaip veikia rizikos kapitalo fondai* (2009) .[interaktyvus] rizikoskapitalas.eu, [žiūrėta 2009 gegužės 2 d.] Prieiga per internetą: <<http://rizikoskapitalas.eu/node/22>>
39. Rizikos kapitalo investavimo galimybių pristatymas .[interaktyvus] ub.lt [žiūrėta 2009 kovo 6 d.] Prieiga per internetą:  
<<http://www.ub.lt/ShowPage.aspx?MenuC=1911&PageLang=LIT&ShowDoc=apie.ubrkv>>
40. *Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe* .[interaktyvus] European Private Equity and Venture Capital Association. [žiūrėta 2009 balandžio 29 d.] Prieiga per internetą:  
<[http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Economical\\_Impact/evca\\_employment\\_contribution\\_pe\\_2005.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/evca_employment_contribution_pe_2005.pdf)>
41. Private Equity Investment as a Percentage of GDP .[interaktyvus] European Private Equity and Venture Capital Association. [žiūrėta 2009 balandžio 29 d.] Prieiga per internetą:  
<[http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Statistics/4\\_3\\_Investment/08INV\\_5\\_PEinvestmentsGDP.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/4_3_Investment/08INV_5_PEinvestmentsGDP.pdf)>
42. Annual European Private Equity Investment..[interaktyvus] evca.com. [žiūrėta 2009 balandžio 29 d.] Prieiga per internetą:  
<[http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Statistics/4\\_3\\_Investment/08INV\\_1\\_AnnualInvestments.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/4_3_Investment/08INV_1_AnnualInvestments.pdf)>
43. Lietuvos Respublikos vyriausybė (2007) *Sudaromos sąlygos valstybės pinigus investuoti į rizikos kapitalo fondus*. [interaktyvus] lrvk.lt [žiūrėta 2009 liepos 21 d.] Prieiga per internetą:  
<<http://www.lrvk.lt/naujienos/posedziu-sprendimai/?nid=1254>>
44. LR Ūkio ministerija (2009) *EIF paskelbė pirmuosius finansinius tarpininkus*. [interaktyvus] esparama.lt [žiūrėta 2009 liepos 21 d.] Prieiga per internetą: < [http://www.esparama.lt/2007-2013/lt/aktualijos/aktualija?lbtitem\\_id=090bdd53800b13d1](http://www.esparama.lt/2007-2013/lt/aktualijos/aktualija?lbtitem_id=090bdd53800b13d1)>
45. Bendrijos gairės dėl valstybės pagalbos rizikos kapitalo investicijoms į mažąsias ir vidutines įmones skatinti (2006) Europos Sąjungos oficialusis leidinys . [interaktyvus] eur-lex.europa.eu [žiūrėta 2009 liepos 21 d.] Prieiga per internetą: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:194:0002:0021:LT:PDF>
46. Lietuvos Respublikos ūkio ministerija. (2005) Atskirų tikslinių grupių (jaunimo, moterų) verslumo ugdymo būdų analizė. [interaktyvus] ukmin.lt [žiūrėta 2009 liepos 21 d.] Prieiga per internetą: <[www.ukmin.lt/lt/svv/doc/verslumas\\_galutinis\\_priedai.doc](http://www.ukmin.lt/lt/svv/doc/verslumas_galutinis_priedai.doc)>.



47. UAB Europarama ir The CIRCA Group Europe Ltd. (2007) Įvairiose šalyse veikiančių MTEP finansavimo modelių analizė: 15 šalių apžvalga. [interaktyvus]europarama.lt [žiūrėta 2009 vasario 14 d.] Prieiga per internetą: <<http://www.europarama.lt/news/docs/results/15-saliu-taisyta-Final.pdf>>
48. Investment Funds Tutorial, Investment Funds: Equal opportunities for all in all markets. [interaktyvus] European Fund and Asset Management Association [žiūrėta 2010 sausio 28 d.] Prieiga per internetą: <[http://www.efama.org/05Home/20InvFundsTutorial/Inv\\_Funds\\_Explained](http://www.efama.org/05Home/20InvFundsTutorial/Inv_Funds_Explained)>
49. Pasaulio banko Lietuvos investicinio klimato įvertinimas. (2006) [interaktyvus] Lietuvos respublikos vyriausybė [žiūrėta 2010 kovo 8 d.] Prieiga per internetą: <[http://www.lrv.lt/pasaul\\_bankas/santrauka%20LT.pdf](http://www.lrv.lt/pasaul_bankas/santrauka%20LT.pdf)>
50. Nacionalinė bendroji strategija: Lietuvos 2007-2013 metų Europos Sąjungos struktūrinės paramos panaudojimo strategija konvergencijos tikslui įgyvendinti (2007) [interaktyvus] esparama.lt [žiūrėta 2009 spalio 15 d.] Prieiga per internetą: <[http://www.esparama.lt/ES\\_Paramas/strukturines\\_paramos\\_2007\\_1013m.\\_medis/titulinis/files/Strategija\\_2007-03-30.pdf](http://www.esparama.lt/ES_Paramas/strukturines_paramos_2007_1013m._medis/titulinis/files/Strategija_2007-03-30.pdf)>
51. Central and Eastern Europe statistics 2008. (2009) [interaktyvus] European Private Equity and Venture Capital Association [žiūrėta 2009 liepa 29 d.] Prieiga per internetą: <[http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/CEE\\_Statistics\\_2008.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/CEE_Statistics_2008.pdf)>
52. Bendrasis vidaus produktas (BVP) [interaktyvus] Statistikos departamentas prie Lietuvos respublikos vyriausybės [žiūrėta 2010 sausio 4 d.] Prieiga per internetą: <http://db1.stat.gov.lt/statbank/default.asp?w=1280>