

VILNIAUS GEDIMINO TECHNIKOS UNIVERSITETAS

VERSLO EKONOMIKOS KATEDRA

Magistrantūros studijų kursinis projektas

ĮMONĖS KAPITALO STRUKTŪRA IR JOS VALDYMAS

Atliko:

Tikrino:

VILNIUS, 2000

TURINYS

ĮVADAS.....	3
1. KAPITALO STRUKTŪROS ANALIZĖ IR VALDYMAS.....	4
1.1. Kapitalo struktūros įtaka įmonių veiklos finansavimui.....	4
1.2. Optimali kapitalo struktūra.....	6
1.3. Verslo rizika.....	7
1.4. Veiklos pastoviųjų išlaidų svertas.....	8
1.5. Finansinio skolingumo svertas.....	12
2. KAPITALO STRUKTŪROS TEORIJA.....	17
2.1. Mokesčių nuslėpimo ir finansiškai praskolinto turto arešto teorija.....	17
2.2. Asimetrinė informacija ir signalinė teorija.....	19
3. LIKVIDUMAS, SUSILIEJIMAI IR KITI KAPITALO STRUKTŪRĄ FORMUOJANTYS VEIKSNIAI.....	20
4. KAPITALO STRUKTŪROS SKIRTUMAI ATSKIROSE FIRMOSE IR ŠALYSE.....	23
IŠVADOS.....	24
LITERATŪROS SĄRAŠAS.....	25

ĮVADAS

Kiekviena įmonė naudoja tam tikrą kapitalą. Įmonė gali naudotis nuosavu kapitalu arba skolintu kapitalu. Praktikoje dažniausiai pasitaikantis atvejis - kuomet įmonė naudoja tiek nuosavą, tiek ir skolintą kapitalą. Tokiu atveju iškyla optimalios kapitalo struktūros suformavimo problema.

Formuojant įmonės kapitalo struktūrą, būtina atsižvelgti į kiekvieno kapitalo privalumus bei trūkumus, teikiamas galimybes bei pavojus, taip pat į įvairių rizikos rūšių bei pelningumo sąryšį.

Šiame kursiniame projekte ir siekiama išnagrinėti optimalios kapitalo struktūros formavimo bei valdymo procesą, išnagrinėti pastoviuųjų išlaidų bei finansinio skolingumo svertus, apibūdinti pagrindinius kapitalo struktūros teorijos teiginius.

Darbe taip pat nagrinėjami kai kurie specifiniai įmonės kapitalo struktūrą formuojantys veiksniai, tokie kaip likvidumas bei susiliejinimai. Galiausiai apibūdinti kapitalo struktūros skirtumai atskirose firmose bei šakose.

Darbą sudaro įvadas, keturi skyriai ir išvados. Darbo apimtis 25 psl.

1. KAPITALO STRUKTŪROS ANALIZĖ IR VALDYMAS

1.1. KAPITALO STRUKTŪROS ĮTAKA ĮMONIŲ VEIKLOS FINANSAVIMUI

Išvystytos rinkos ekonomikos šalyse labai aktualia problema yra laikomas verslo finansavimo šaltinių racionalios struktūros pasirinkimas, kuris vadinamas pusiausvyra arba svertu [3]. Dažniausiai ši sąvoka tapatinama su finansine pusiausvyra arba svertu, tačiau ekonominėje literatūroje nagrinėjami ir kiti svarbūs svertai - ūkinės gamybinės veiklos bei bendrasis, todėl yra svarbu išnagrinėti kapitalo struktūros ir svertų ryšį.

Kaip yra žinoma, įmonės kapitalą sudaro nuosavas kapitalas bei skolintas kapitalas. Įmonės finansinis stabilumas ir nemokumo rizika daug priklauso nuo verslo finansavimo šaltinių struktūros ir jo santykio su turimu turtu bei turto rūšies [3].

Kapitalo struktūros reikšmę nulemia nuosavo kapitalo ir skolinto kapitalo skirtumai, kurie apibūdinami 1. lentelėje.

1. lentelė. Svarbiausi turto finansavimo šaltinių skirtumai

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

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

Taigi matosi, jog nuosavas kapitalas negarantuoja investitoriui pelningos veiklos ir niekada nenumatomas grafikas investicijoms gražinti. O skolintą kapitalą visada reikia gražinti pagal pasirašytos sutarties sąlygas. Nuosavas kapitalas yra stabilesnis, nes nėra būtinybės mokėti dividendus, o skolas reikia gražinti pagal nustatytą grafiką neatsižvelgiant į įmonės finansinę būklę. Tačiau įmonei naudotis skolintu kapitalu yra naudinga dėl šių dviejų priežasčių [3]:

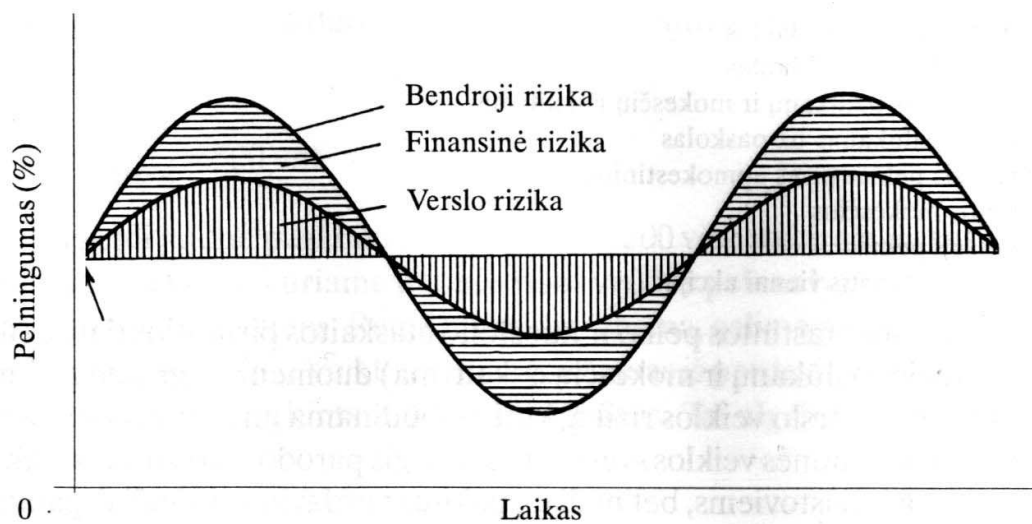
- 1) išlaidos palūkanoms išmokėti yra sąlyginai pastovios. Vadinasi, kol jos yra mažesnės už pelną, kuri įmonė gali uždirbti su skolintomis lėšomis, šis skirtumas sudaro įmonės pelną.
- 2) Palūkanos skiriasi nuo dividendų. Dividendai išmokami savininkams paskirstant pelną, o palūkanos yra laikomos finansinėmis išlaidomis. Taigi palūkanos mažina pelną, liekantį įmonės žinioje. Bet, infliacijos sąlygomis piniginiai įsipareigojimai duoda pelną dėl didėjančių kainų.

Beje, jeigu įmonė nenaudoja paskolinio kapitalo, tai visa verslo rizika tenka akcininkams. Be verslo rizikos nagrinėtina finansinė bei bendroji rizika.

Ryšys tarp konkrečių rizikos rūšių bei pelningumo pateikiamas 1. pav. [pagal, 1, 3]

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

1. pav. Verslo, finansinės ir bendrosios rizikos bei pelningumo tarpusavio ryšys



Iš paveikslo matyti, kad tarp visų rizikos rūšių ir pelningumo yra tiesioginė priklausomybė: didėjant pelningumui, didėja visos rizikos rūšys ir atvirkščiai.

1.2. OPTIMALI KAPITALO STRUKTŪRA

Kapitalo struktūra - tai firmos finansavimo procese naudojamas paskolų ir akcinio kapitalo derinys.

Kapitalo struktūros sprendimai lemia **tikslinės kapitalo struktūros** pasirinkimą. Tikslinė kapitalo struktūra - tai **optimalus** paskolos, privilegijuotųjų akcijų ir paprastųjų akcijų kapitalų

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

derinys, kuriuo planuojama finansuoti investicijų poreikius. Nuo kapitalo struktūros politikos priklauso rizikos ir pelningumo alternatyvos pasirinkimas.

Pranašumai	Silpnybės
Kuo daugiau firma naudoja paskolų, palyginti su nuosavybe, tuo didesnė savininkų nuosavybės prognozuojamoji pajamų norma.	Didėjant firmos įsiskolinimo koeficientui, didėja ir jos finansinė rizika. Finansinę riziką rodo padidėjęs firmos pelningumo nepastovumas.

Didesnė rizika, susijusi su padidėjusiu skolingumo lygiu, pasireiškia mažėjančia akcijų kaina. Tačiau prognozuojamas didesnis akcinio kapitalo pelningumas akcijų kainą vėl padidina. Kapitalo struktūros sprendimų uždavinys - nustatyti **optimalią kapitalo struktūrą**, tai yra nustatyti tikslią šios firmos kapitalo struktūrą. Optimali kapitalo struktūra yra toks paskolų ir akcinio kapitalo vertybiniu popierių derinys, kuris atitinka optimalią rizikos ir pelningumo pusiausvyrą, taigi didina iki aukščiausio laipsnio firmos akcijų kainą [4].

1.3. VERSLO RIZIKA

Verslo rizika - tai paskolas naudojančios firmos veiklos rizikingumas. Verslo rizika yra būsimo investuoto kapitalo prognozuojamojo pelningumo neapibrėžtumas. Verslo rizika yra skirtinga įvairiose pramonės šakose bei tarp vienos pramonės šakos įmonių. Išskirtinai verslo rizika traktuojama kaip firmos laukiamo pelningumo (prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą) nepastovumas.

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

Verslo riziką galima traktuoti kaip daugelio priežastinių veiksnių liekamąjį poveikį. Veiksniai yra šie [4]:

- bendrovės išlaidų struktūra,
- gaminių paklausos nepastovumas,
- pardavimų kainų nepastovumas,
- gaminių rinkos konkurentai,
- firmos veiklos ribos, tarp kurių išlaidos yra pastovios.

Kiekvieną iš šių veiksnių nusako firmos kryptis ir gaminių savybės. Firmos vadovai, priimdami sumanius sprendimus, iki tam tikros ribos gali valdyti šių veiksnių poveikį pelningumui.

1.4. VEIKLOS PASTOVIŲJŲ IŠLAIDŲ SVERTAS

(angl. operating leverage, OP)

Veiklos pastoviųjų išlaidų svertas pasireiškia naudojant veiklos lygiui nustatyti pastoviąsias, o ne kintamąsias išlaidas. Kitaip tariant, pastoviųjų išlaidų lygis yra firmos verslo rizikos indikatorius: kuo aukštesnis pastoviųjų išlaidų lygis, tuo didesnė firmos verslo rizika. Jei pastoviųjų išlaidų dalis didelė, net ir nedidelis pardavimų apimtį sumažėjimas gali būti didelio veiklos pelno sumažėjimo priežastis. Todėl kuo didesnės firmos pastoviosios išlaidos (kitiems veiksniams nepakitęs), tuo didesnė firmos veiklos rizika.

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

Taigi kuo didesnę procentą sudaro pastoviosios išlaidos (skaičiuojant nuo bendrųjų sąnaudų), tuo aukštesnis yra pastoviųjų išlaidų sverto lygis (angl. degree of operating leverage, DOL). Veiklos riziką sukelia didelis DOL, nes santykiškai nedidelis pardavimų apimtys pasikeitimas daro didelę įtaką firmos pelnui prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą, kuris apskritai vadinamas firmos veiklos bendruoju pelnu. DOL daro didelę įtaką **nenustolingumo / lūžio taškui, LT** (angl. breakeven point). Nenuostolingumo / lūžio taškas - tai pardavimų apimtis, kuriai esant firmos bendrosios išlaidos (kintamosios išlaidos plus pastoviosios išlaidos) yra lygios bendrosioms pajamoms.

$$\text{LT: kintamosios išlaidos} + \text{pastoviosios išlaidos} = \text{bendrosios pajamos}$$

Didelis DOL reiškia, kad kuo mažiau firma turės pastoviųjų išlaidų, tuo greičiau ji pasieks lūžio tašką. Firmos veiklos pelningumas, viršijus LT, didėja palyginti sparčiau. Lygiai taip pat ir firmos veiklos nuostolingumas iki LT yra palyginti didesnis. **Veiklos pastoviųjų išlaidų sverto lygis (DOL) apibrėžiamas kaip procentinis firmos pelno prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą pasikeitimas, pardavimų apimčiai pasikeitus vienu vienetu.**

$$\text{DOL} = \frac{\text{pelno prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą pasikeitimas (\%)}}{\text{pardavimų apimtys pasikeitimas (\%)}}$$

DOL taip pat galima apskaičiuoti pagal šias dvi lygtis, kurios yra išvestos iš aukščiau pateiktos lygties.

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

Pagal pagamintų ir parduotų prekių skaičių:

$$DOL_Q = Q(P-VC) / (Q(P - VC) - FC)$$

Pagal pardavimų apimtį pinigine išraiška:

$$DOL_S = S-TVC) / (S - TVC) - FC)$$

čia:

Q (angl. *quantity*) - gaminių kiekis,

P (angl. *price*) - vidutinė vieno gaminio pardavimo kaina,

VC (angl. *variable cost*) - vienam gaminiui tenkančios kintamosios išlaidos,

FC (angl. *fixed cost*) - pastoviosios išlaidos,

S (angl. *sales*) - pardavimų apimtis pinigine išraiška,

TVC (angl. *total variable cost*) - bendra kintamųjų išlaidų suma.

2. lentelėje iliustruojamas pastoviųjų išlaidų padidėjimo poveikis firmos pelningumui. Daroma prielaida, kad trims firmos pastoviųjų išlaidų lygiams jos įsiskolinimo koeficientas sudaro 50 % esant 1 mln. kapitalui. Daroma ir kita prielaida: paskolos kaina yra 7 %. Kintamųjų išlaidų ir pardavimų apimtys santykis yra 50 %. Veiklos pastoviųjų išlaidų sveto lygis sistemingai didėja nuo 1,40 iki 2,33, pastoviosioms išlaidoms padidėjus nuo 100 000 iki 200 000 dolerių. Duomenys

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

rodo, kad savininkų nuosavybės pelningumas (grynasis pelnas / paprastųjų akcijų bendra vertė), kitoms sąlygoms nekintant, sumažėjo nuo 25,8 iki 13,8%.

2. lentelė. Savininkų nuosavybės pelningumas ir pastoviųjų išlaidų svertas esant trimis pastoviųjų išlaidų lygiams

Rodikliai	1 atvejis	2 atvejis	3 atvejis
	FC= 100 000	FC= 150 000	FC= 200 000
Pardavimų apimtis	700 000	700 000	700000
Minus pastoviosios išlaidos	100 000	150 000	200000
Minus kintamosios išlaidos	<u>350 000</u>	<u>350 000</u>	<u>350 000</u>
Pelnas prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą	250 000	200 000	150 000
Minus palūkanų išmokos	<u>35 000</u>	<u>35000</u>	<u>35 000</u>
Pelnas prieš apmokestinimą	215 000	165 000	115 000
Minus pelno mokestis (40%)	<u>86000</u>	<u>66000</u>	<u>46000</u>
Grynasis pelnas	<u>129 000</u>	<u>99000</u>	<u>69000</u>
Savininkų nuosavybės pelningumas	25,80%	19,80%	13,80%
DOL	1,40	1,75	2,33

DOL 2,33 reiškia, kad, firmos pardavimų apimčiai sumažėjus (padidėjus) x (iks) procentų, pelnas prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą sumažėja (padidėja) 2,33x procentų. Pavyzdžiui, jei pardavimų apimtis sumažėja 20 % (iki 560 000 dolerių), tai pelnas prieš palūkanų mokėjimą ir

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

apmokestinimą sumažėja 46,67 % (20 x 2,33), tai yra iki 80 000 dolerių. Šį rezultatą galima patikrinti 2. lentelėje (3 atvejis), kur dėl pardavimų apimties sumažėjimo iki 560 000 dolerių kintamosios išlaidos sumažėja iki 280 000 dolerių, o pelnas prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą - iki 80 000 dolerių. Apskritai, jei firmos veiklos rezultatai nedaug nutolę nuo nenuostolingumo / lūžio taško, tai jos DOL yra labai aukštas. Tačiau pardavimų apimčiai kylant virš lūžio taško, DOL pradeda mažėti.

1.5. FINANSINIO SKOLINGUMO SVERTAS

Dabar pagrindinį dėmesį sutelksime ne į investavimo sprendimus, o į firmos finansavimo sprendimus. **Finansinio skolingumo svertas** - tai paskolų naudojimas firmos kapitalo struktūroje. Skolintą kapitalą firmos dažnai pasitelkia, norėdamos padidinti akcinio kapitalo (savininkų nuosavybės) pelningumą. Įsiskolinimo koeficientui (DR) padidėjus, savininkų nuosavybės pelningumas (ROE) taip pat padidėja. Įsiskolinimo koeficientas ir savininkų nuosavybės pelningumas apibrėžiami taip [4]:

$$\text{DR} = \text{bendrieji įsipareigojimai} / \text{bendroji kapitalo vertė}$$

$$\text{ROE} = \text{grynasis pelnas} / \text{bendroji paprastųjų akcijų vertė}$$

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

Finansinė rizika išskyla dėl to, kad naudojame skolintą kapitalą ir yra „papildoma“ akcininkų sukelta rizika, nes naudojama paskola. Finansinės rizikos poveikis pasireiškia firmos pelningumo nepastovumu. Paskolų sukeliama finansinės rizikos mastą įvertina finansinio skolingumo sverto lygis (angl. degree of financial leverage, DFL).

Finansinio skolingumo sverto lygis įvertina akcininkams priklausančio pelno nepastovumą dėl veiklos pajamų pasikeitimo. Įsidėmėkite, kad šis nepastovumas yra rizikos matas. **Finansinio skolingumo sverto lygis (DFL)** - tai vienai akcijai tenkančio pelningumo procentinis pasikeitimas priklausomai nuo pelno prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą pasikeitimo.

$$\text{DFL} = \frac{\text{vienos akcijos pelningumo pokytis (\%)}}{\text{pelno prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą pokytis (\%)}}$$

Finansinio skolingumo sverto lygį taip pat galima apskaičiuoti pagal šią lygtį, kuri yra išvesta iš aukščiau pateiktos lygties.

$$\text{DFL} = \frac{\text{pelnas prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą}}{\text{pelnas prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą minus palūkanų išmokos}}$$

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

Jei DFL yra 2, tai reiškia, kad, sumažėjus pelnui prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą, tos firmos 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 % (30×3). Kuo didesnis DFL, tuo didesnis akcijų pelningumo pasikeitimo efektas. Didėjantis DFL yra finansinės rizikos didėjimo požymis. Jei firma jau yra nusistačiusi optimalią kapitalo struktūrą, kapitalo vidutinei svetinei kainai pradėjus kilti, firmos kapitalo vertė pradeda mažėti. Kaip finansinio skolingumo svertas padidina savininku nuosavybės pelningumą ir riziką 3. lentelėje pateiktas skaitmeninis pavyzdys, parodantis, kaip finansinio skolingumo svertas veikia bendrovės veiklos veiksmingumą. Analizuojama firma, turinti 1 mln. dolerių kapitalo esant trims įsiskolinimo koeficiento (DR) lygiams (0, 50 ir 80 %). Esant 50% įsiskolinimo koeficiento lygiui, paskolų palūkanų norma būtų 7 %, o esant 80 % įsiskolinimo koeficiento lygiui - 10 %. Toliau daroma prielaida, kad tiek pardavimų apimtis, tiek gamybos sąnaudos nuo įsiskolinimo koeficiento lygio nepriklauso, nes bendroji kapitalo vertė nepasikeitė ir visais 3 atvejais išliks 1 mln. dolerių. Kintamųjų išlaidų santykis yra 50 %, o mokesčio norma 40 %. Įsidėmėkite, jog, didėjant įsiskolinimo koeficientui, didėja ir savininkų nuosavybės pelningumas. Lėšų skolinimosi nauda investuotojams daugiausia susidaro dėl apmokestinamojo pelno sumažėjimo, nes palūkanų išmokos neapmokestinamos. Tačiau šis pranašumas mažėja mokant akcininkams dividendus.

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

3. lentelė. Savininku nuosavybės pelningumas ir finansinė rizika esant trimis įsiskolinimo koeficiento lygiams

Rodikliai	1 atvejis DR=0	2 atvejis DR=50%	3 atvejis DR=80%
Pardavimų apimtis	700 000	700 000	700 000
Minus pastoviosios išlaidos	100 000	100 000	100 000
Minus kintamosios išlaidos	<u>350 000</u>	<u>350 000</u>	<u>350 000</u>
Pelnas prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą	250 000	250 000	250 000
Minus palūkanų išmokos	<u>0</u>	<u>35000</u>	<u>65000</u>
Pelnas prieš apmokestinimą	250 000	215 000	185 000
Minus pelno mokestis (40 %)	<u>100 000</u>	<u>86000</u>	<u>74000</u>
Grynasis pelnas	<u>150 000</u>	<u>129 000</u>	<u>111 000</u>
Savininkų nuosavybės pelningumas	15,00%	25,80%	55,50%
Finansinio skolingumo svorto lygis	1,00	1,16	1,35

Tad išskyla klausimas: ar negalima būtų naudoti dar daugiau paskolų? Atsakymas galėtų būti toks: paėmus daugiau paskolų, padidėja ir rizika. Šis rizikingumo padidėjimas (jį įvertina DFL) iš tikrųjų yra su bankrotu susijusių išlaidų dabartinė vertė. Su bankrotu susijusios išlaidos dar vadinamos **praskolinto turto arešto išlaidomis**. DR didėjant, didėja ir bankroto tikimybė. Su praskolinto turto arešto išlaidomis susiję šie procesai [4]:

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

- bankroto teismo proceso uždelsimas,
- mechanizmų ir įrenginių susidėvėjimas,
- valdymo išlaidos (mokesčiai advokatams ir nepriklausomiems revizoriams, teismo išlaidos),
- nepakankamas vadovybės veiklos veiksmingumas bankroto periodu,
- verslo sandorių su klientais ir tiekėjais vengimas bankroto laikotarpiu.

2. KAPITALO STRUKTŪROS TEORIJA

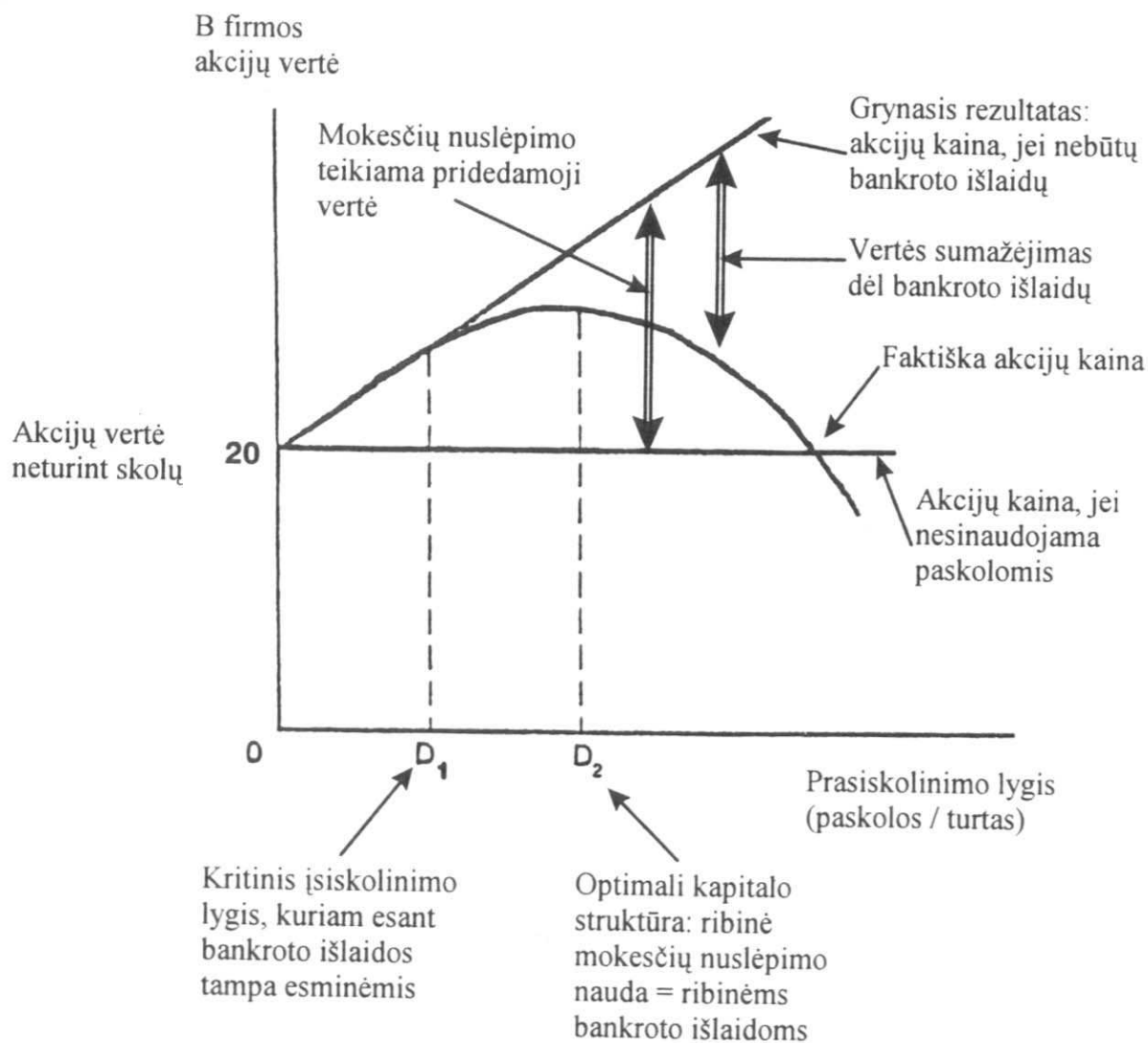
Kapitalo struktūros teorija yra susijusi su dviem pagrindiniais argumentais [4]. Pirmasis argumentas yra mokesčių nuslėpimo ir finansiškai praskolinto turto arešto teorija. Antrasis argumentas yra asimetrinė informacija ir signalinė teorija.

2.1. MOKESČIŲ NUSLĖPIMO IR FINANSIŠKAI PRASKOLINTO TURTO AREŠTO TEORIJA

Ar čia yra kas panašu į optimalią kapitalo struktūrą? Kaip firma pajunta, kad ji pasiekia optimalią kapitalo struktūrą? Pirmieji šios srities finansų mokslininkai, ypač Modigliani ir Miller (*American Economic Review*, 1958, 1961), diskutavo šiais klausimais ir padarė išvadą, kad įsiskolinimo koeficientui didėjant, firmos turto vertė nuolat didėja. O turto vertė didėja todėl, kad palūkanoms mokėti išleistos lėšos nėra apmokestinamos. Tačiau šiuolaikinė finansų teorija įrodė, kad finansiškai praskolinto turto arešto išlaidos yra mokesčių nuslėpimo naudos alternatyva. Šis argumentas teigia, jog yra keli skolingumo slenksčiai, nuo kurių su bankrotu susijusios išlaidos tampa vis svarbesnes. Su bankrotu susijusios išlaidos vis didesniu tempu mažina paskolų mokesčių lengvatos teikiamą naudą. Šie argumentai yra apibendrinti 2. paveiksle.

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

2. pav. Įmonės vertės priklausomybė nuo jos praskolinimo lygio



Ypač įsidėmėtina, kad aukščiau D_2 taško prie pelno mokesčio nuslėpimo naudos prisijungia ir finansiškai praskolinto turto arešto išlaidos. Tačiau nuo šio taško turto arešto išlaidos yra

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

didesnės. Taigi didžiausia firmos turto vertė yra prie D_2 . Šis taškas ir yra *optimalios kapitalo struktūros taškas*, o po to firmos turto vertė pradeda mažėti.

Tiek teorija, tiek empirinis įrodymas labiau remia šiuolaikinę kapitalo struktūros sampratą. Tačiau statistiškai negalima nustatyti D_1 ir D_2 taškų. Kyla dar vienas klausimas: ar D_2 iš tikrųjų yra taškas, ar išiskolinimo koeficiento diapazonas. Daugelis tyrinėtojų mano, kad taškas D_2 tikriausiai yra išiskolinimo koeficiento diapazonas ir kad optimali kapitalo struktūra yra išiskolinimo koeficiento svyravimas apie D_2 .

Apskritai kapitalo struktūros sprendimai bendrovių vadovybei yra nelengvi. Šie klausimai nelengvi dar ir dėl to, kad optimali kapitalo struktūra yra skirtinga ne tik įvairių firmų, bet ir įvairiais laikotarpiais. 2. paveiksle pateiktas įrodymas turėtų būti traktuojamas kaip apytikrė reikšmė. Svarbiausias poveiklio patrauklumas yra jo sukuriama intuicija.

2.2. ASIMETRINĖ INFORMACIJA IR SIGNALINĖ TEORIJA

Kapitalo struktūros pasirinkimas gali turėti poveikį firmos kapitalo vertei, jei reikiama informacija yra perduodama investuotojams, susijusiems su firmos būsimo pelnu. Tarkime, kad yra dvi vienodos firmos - G ir B. Investuotojai neįžvelgia jų skirtumo. Tik abiejų firmų vadovai žino, kad G firmos pelningumas turėtų būti 25 % didesnis už B firmos. B firmos vadovai yra patenkinti, kad abiejų bendrovių akcijų kaina yra vienoda. Tačiau G firmos vadovai norėtų, kad kiekvienas sužinotų, jog jų firmos būsimo pelningumo perspektyvos yra geresnės, todėl ir jų

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

akcijų kaina turėtų būti didesnė. Bendrovių vadovai turi tokią privilegijuotą informaciją todėl, kad jie yra bendrovės insaideriai.

Klausimas, kaip G bendrovės vadovai galėtų perduoti informaciją visuomenei apie tai, kad laukiama didesnio pelningumo? Vienas būdas - G bendrovė galėtų paaimti daugiau paskolų negu B. Be to, G bendrovė galėtų žadėti didesnes nustatytąsias palūkanas, nes jos pelningumas prognozuojamas didesnis. Įsidėmėkite, kad, jei B bendrovė numatytų tokį pat skolintų lėšų santykį, ji daugiau rizikuotų, mat ji patirtų didesnę, negu G firma, akcinio pelno nepastovumą ir jai kiltų didesnė bankroto galimybė. Nesėkmės atveju G firma gali imtis realizuoti tokį skolingumo lygį, kuris B firmai (jei ši imituotų G firmą) būtų pražūtingas. Mat G firma galėtų signalizuoti apie būsimą didesnę pelningumą, pasiremdama kapitalo struktūros pasikeitimu dėl didesnio išiskolinimo lygio. Šis argumentas yra vadinamas **vertingumo signalu**. Vertingumo signalą pirmą kartą išanalizavo 1977 m. Rossas (The Bell Journal of Economics).

Kai kurie finansų srities mokslininkai, tiriantys **paskatinamųjų signalų klausimus**, sakysim, Leland ir Pyle ("Journal of Finance", 1977) ir Obi ("Journal of Economics", 1990), aptaria savininko / vadovo arba profesionalaus vadovo įtaką naujų projektų finansavimui. Šie autoriai yra įrodę, kad kapitalo struktūra, įgalinanti pakeisti firmos kapitalo vertę, gali pasikeisti tik tuo atveju, jei į firmą daugiau savo kapitalo įdeda vadovai. Mat vadovas taip darys tada, kai tikėtis didesnio pelningumo. Vadinasi, firmos vadovų sprendimas padidinti savo kapitalo dalį gali tapti firmai nedviprasmišku investavimo galimybių signalu. Ne per daug pasiturintys firmų vadovai neturėtų šios praktikos mėgdžioti, nes juos labiau riboja galimybė pralošti pinigus.

3. LIKVIDUMAS, SUSILIEJIMAI IR KITI KAPITALO STRUKTŪRĄ FORMUOJANTYS VEIKSNIAI

Aukščiau apibūdinti analizės metodai turi savų problemų [2]:

- Pirma, neįmanoma tiksliai nustatyti, kaip ROE santykinį rodiklį arba akcinio kapitalo kapitalizacijos tempus (k_s reikšmes) veikia įvairūs finansinio sverto lygiai. Šias priklausomybes galima tik atspėti.
- Antra, firmų vadovai, lyginant juos su vidutiniu akcininku, gali būti konservatyvūs. Todėl vadovai gali būti suinteresuoti kitokia kapitalo struktūra, nesiekiančia maksimalizuoti akcijų kainas.
- Trečia, didelių firmų, teikiančių tokias gyvybiškai svarbias paslaugas, kaip elektros tiekimas, telefoninis ryšys, vadovai siekia pirmiausia išlaikyti pačios firmos gyvavimą. Jie vengia tokio svertų naudojimo lygio, kuriame kyla pavojus ilgalaikiai firmos gyvavimo perspektyvai. Dėl to jie artimiausioje ateityje gali priešintis akcijų kainų maksimalizavimui ir kapitalo kaštų minimalizavimui.

Firmų vadovus ypač domina svertų poveikis bankroto rizikai. Jie daug dėmesio skiria finansinio pajėgumo rodikliams, pavyzdžiui, palūkanų padengimo koeficientui (TIE). Šiuo santykiniu rodikliu įvertinamas firmos pajėgumas vykdyti įsipareigojimus - sumokėti metines palūkanas. Jis apskaičiuojamas - pelną iki palūkanų ir mokesčių išskaitymo (EBIT) dalijant iš palūkanų sumos. Kuo šis santykinis rodiklis žemesnis, tuo didesnė tikimybė, kad firma nevykdys įsipareigojimų ir bankrutuos.

Įmonės kapitalo struktūra ir jos valdymas

8-ame šio amžiaus dešimtmetyje, Vakarų finansų pasaulyje ypač aktyviai vyko firmų susijungimai, svertų veikiami išpirkimai (LBO). Jeigu laikoma, kad įsigyjančioji firma siekiamos firmos akcijas vertina nepakankamai, tai už kontrolės įgijimą pirkėjas sumokės 50-100 % priedą. Labai dažnai įsigyjančioji firma išleidžia skolų obligacijas ir naudoja jas siekiamos firmos akcijų pirkimui. Naujoji skola efektyviai pakeičia įmonės kapitalo struktūrą. Padidintos vertės, kuri gaunama skolinantis, pakanka už akcijas sumokėto priedo padengimui, be to, ji duoda pelną įsigyjančiai bendrovei.

Be paminėtų veiksnių, yra ir kitų, kurie optimaliai firmos kapitalo struktūrai gali turėti svarbų ir sunkiai įvertinamą poveikį. Šių veiksnių sąrašas:

- pardavimų stabilumas,
- turto struktūra,
- gamybos svertas,
- augimo tempai,
- pelningumas,
- mokesčiai,
- kontrolė,
- valdymo personalo požiūris,
- rinkos sąlygos,
- firmos vidines sąlygas ir
- finansinis lankstumas.

4. KAPITALO STRUKTŪROS SKIRTUMAI ATSKIROSE

FIRMOSE IR ŠALYSE

Finansinis svertas yra skirtingai naudojamas atskirose pramonės šakose ir tarp tos pačios pramonės šakos firmų. Pavyzdžiui, pagal 1988 metų Compustat duomenų banko JAV Pramonės bendrovių apžvalgą dauguma vaistus ir elektroninius prietaisus gaminančių bendrovių nesinaudoja skolomis. Jos finansuojamos iš nepaskirstyto pelno. Mažmeninės prekybos, plieno gamybos bendrovės, komunalinės įmonės dėl verslui būdingų priežasčių daugiausiai finansuojamos skolomis. Japonijos ir Vokietijos firmos, lyginant jas su JAV bendrovėmis, dažniau naudoja finansinį svertą. Kadangi Japonijoje ir Vokietijoje yra kitoks mokesčių įstatymų pobūdis, šių šalių firmos naudoja daugiau akcinio kapitalo negu JAV firmos. Vadinas, mokesčių skirtumai nepaiškina akivaizdžių kapitalo struktūros skirtumų.

Viena šių skirtumų priežastis - žemesnės prekybos akciniu kapitalu išlaidos JAV, kur jas riboja griežtesni patikrinimo reikalavimai ir platesnė reikalaujama informacija, pavyzdžiui, ketvirtinės ir metinės ataskaitos. Kita priežastis - žemesnės paskolų teikimo agentūrų išlaidos Japonijoje ir Vokietijoje. Kadangi šiose šalyse pagrindinė bendrovių skolų dalis susideda ne iš viešai parduodamų obligacijų, o iš banko teikiamų paskolų, tai bankai yra glaudžiai susiję su bendrovėmis, kurios iš jų skolinasi. Vokietijos ir Japonijos bankai dažnai užima lemiamą poziciją formuojant firmų - skolininkų akcinį kapitalą ir turi individualių investuotojų, kurių akcijas jie saugo, balso teisę. Be to, bankai laiko savo tarnautojus bendrovių - skolininkų tarybose. Šiose šalyse bankai labai aktyviai dalyvauja firmų - skolininkų veikloje [2].

IŠVADOS

Galima padaryti šias išvadas:

1. Įmonės kapitalą sudaro nuosavas kapitalas bei skolintas kapitalas. Įmonės finansinis stabilumas ir nemokumo rizika daug priklauso nuo verslo finansavimo šaltinių struktūros ir jo santykio su turimu turtu bei turto rūšies.
2. Optimali kapitalo struktūra yra toks paskolų ir akcinio kapitalo vertybinių popierių derinys, kuris atitinka optimalią rizikos ir pelningumo pusiausvyrą, taigi didina iki aukščiausio laipsnio firmos akcijų kainą.
3. Kuo aukštesnis pastoviuųjų išlaidų lygis, tuo didesnė firmos verslo rizika.
4. Finansinio skolingumo sverto lygis (DFL) - tai vienai akcijai tenkančio pelningumo procentinis pasikeitimas priklausomai nuo pelno prieš palūkanų mokėjimą ir apmokestinimą pasikeitimo. Kuo didesnis DFL, tuo didesnis akcijų pelningumo pasikeitimo efektas.
5. Optimali kapitalo struktūra priklauso nuo daugelio veiksnių, kurių poveikį sunku įvertinti.
6. Atskirose šalyse bei pramonės šakose yra skirtingai naudojamas finansinis svertas. Į tai būtina atsižvelgti formuojant konkrečios įmonės kapitalo struktūrą.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. Buškevičiūtė E., Mačerinskienė I. Finansų analizė. Kaunas: Technologija, 1998.
2. Įmonės finansų valdymas. Parengė V. Darškuvienė. Kaunas: Technologija, 1997. 218 p.
3. Mackevičius J., Poškaitė D. Finansinė analizė. V.: Katalikų pasaulis, 1998. 631 p.
4. Obi Cyril Pat. Verslo finansų pagrindai. Kaunas: Technologija, 1998.