

INVESTICIJŲ FINANSINĖS RIZIKOS ĮVERTINIMO METODINIAI ASPEKTAI

VILIJA ALEKNEVIČIENĖ

Finansinė rizika yra faktinio nuosavo kapitalo pelningumo nuokrypis nuo prognozuojamo, lemiamas skolų lygio kapitalo struktūroje. Ši rizika priklauso nuo kintamų ir pastovių finansavimo išlaidų santykio. Kintamos finansavimo išlaidos yra susijusios su dividendų išmokėjimu, kuris nebūtinai gali būti vykdomas, o pastovios finansavimo išlaidos – su privalomu palūkanų mokėjimu. Finansinę riziką patiria tik įmonės savininkai ir tik tos įmonės, kurios kapitalo struktūroje yra skolintojų nuosavybės. Ją sukelia skolinto kapitalo pirmumas nuosavam kapitalui tiek paskirstant įmonės kasmetinių grynąjų pinigų srautus, tiek paskirstymą likviduojant. Kadangi palūkanos turi būti sumokėtos prieš mokant bet kuriuos dividendus, esant didesnei skolinto kapitalo daliai kapitalo struktūroje, yra didesnė tikimybė, kad įmonei neliks pinigų dividendams išmokėti.

Pastovių ir kintamų finansavimo išlaidų santykis priklauso nuo skolų lygio kapitalo struktūroje, išreiškiamo finansiniu svertu. Kai kurių Vakarų Europos mokslininkų teigimu, optimalus finansinis svertas yra lygus vienetui, t. y. kapitalo struktūroje nuosavo ir skolinto kapitalo turėtų būti lygiomis dalimis [6, p. 56]. Tradiciniu požiūriu tam tikras finansinis svertas yra naudingas, bet ne per didelis.

Finansinis svertas yra laikomas finansinės rizikos indikatoriumi, kadangi aukštas skolinto kapitalo lygis sukuria santykiškai dideles palūkanų sumas, kurios turi būti išmokėtos nepriklausomai nuo to, įmonė gavo pelną ar ne.

Įprastai finansų analitikai finansinį svertą skaičiuoja pagal balanso duomenis. Nepaisant to, pripažintina, kad skolų ir nuosavo kapitalo santykis gali būti išreikštas rinkos verte, kuri daugeliu atvejų mažai panaši į ba-

lansinę vertę. Ypač tai aktualu dabar, kai dėl didelės infliacijos visų įmonių ilgalaikio turto vertė indeksuojama. Ši procedūra daugeliu atvejų nepriartina įmonių balansinės turto vertės prie rinkos vertės. Tarkime, viena žemės ūkio įmonė įsikūrusi arti miesto (rajonų centro), o kita labiau nuo jo nutolusi. Natūralu, kad bankroto kaštai, kartu ir finansinė rizika bus kur kas didesni antrosios įmonės, nes perduoti turimą nekilnojamojį turtą bus sudėtingiau.

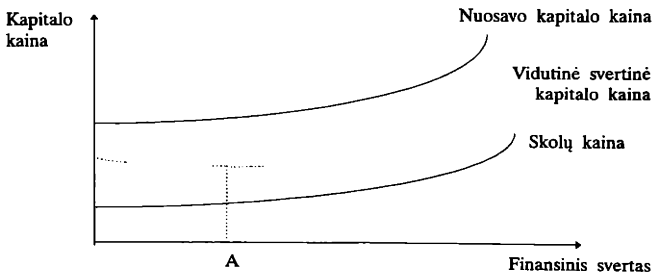
Vertėtų atsižvelgti į dar vieną rinkos vertės skaičiavimo pranašumą, kai įmonė turi nematerialaus turto. Skolintojai labiau linkę teikti paskolas materialaus turto pagrindu, nes jis daugiausia yra prekinis, o nematerialus turtas turi vertę tik veikiančioje įmonėje ir ji paprastai prarandama, įmonei nustojus veikti. Kuo sunkiau likviduoti įmonės turtą, tuo didesnė yra potencialinė finansinio pavojaus tikimybė. Įmonei, kurios turtas yra labai likvidus, finansinis pavojus (blogiausiu atveju – bankrotas) nebus toks brangus, kadangi įmonė tą turtą galės paversti į pinigus pakankamai greitai ir nepatirdama didelių vertės nuostolių. Tokiu būdu ji galės palaikyti santykiškai aukštesnę finansinę svertą, negu įmonė, kurios turtas mažiau likvidus.

Kaip matome, rinkos vertės naudojimas yra daug realesnis, tačiau atsiranda papildomų problemų ją nustatyti. Straipsnio autorės nuomone, vienas iš prieinamiausių ir mažiausiai kainuojančių būdų rinkos požiūriu įvertinti turimą ilgalaikį turtą – pasitelkti informaciją apie banko reikalaujamo ilgalaikio turto, kaip užstato už teikiamas paskolas, vertę. Kadangi bankai savo ruožtu taip pat siekia minimizuoti teikiamų paskolų riziką, jie nepasitiki balansine užstato verte.

Didėjant finansiniam svertui didėja finansinė rizika ir dėl to akcininkai tikisi didesnio pelningumo. Tačiau skolintas kapitalas didina akcininkų turto vertę tik kai turto pelningumas yra didesnis nei skolintojų reikalaujama palūkanų norma. Vis dėlto skolintas kapitalas turi didelių pranašumų, palyginti su nuosavu. Jo kaina yra mažesnė dėl žemesnio rizikingumo, nes skolintojai turi pirmumo teisę, palyginti su akcininkais. Be to, skolintas kapitalas yra išimamas, o akcinis – ne. Palūkanos už paskolas yra atimamos prieš apmokestinimą ir dėl to bendra palūkanų ir

dividendų dalis didėjant finansiniam svertui didėja. Tradicinės teorijos šalininkai, atsižvelgdami į skolinto kapitalo privalumus bei finansinės rizikos ir akcijų pelningumo ryšį, teigia, kad kiekvienai įmonei galima nustatyti optimalų skolų lygį, kuriam esant kapitalo kaina bus minimizuota ir įmonės vertė maksimizuota.

Norint nustatyti optimalų skolų lygį kapitalo struktūroje, reikia apskaičiuoti vidutinę svertinę kapitalo kainą. Natūralu, kad vidutinė svertinė kapitalo kaina kylant finansiniam svertui sumažės dėl mažesnės skolinto kapitalo kainos. Tačiau skolų proporcijai vis didėjant acininkai suvokia, kad jų investicijos tampa rizikingesnės ir dėl to iš įmonės reikalauja didesnio pelningumo. Skolintojai, teikdami paskolas jau svertinei įmonei, tai pat pripažins didėjančią savo investicijų riziką ir tikėsis didesnio pelningumo iš kitų paskolų. Todėl besitęsiantis finansinio sverto didėjimas jau nebemažina kapitalo kainos, o pradeda didinti. Optimalus svertas bus tas, kuriam esant vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai yra mažiausi, t. y. žemiausiame taške A (1 pav.).



1 pav. Optimalaus finansinio sverto grafinis pavaizdavimas

Finansų vadovas turėtų nustatyti optimalų finansinį svertą ir užtikrinti, kad įmonės kapitalo struktūroje šio sverto būtų laikomasi. Tačiau iškyla dar viena problema, ribojanti manipuliavimą finansiniu svertu. Bankai paprastai nesutinka skolinti daugiau nei turima nusavo kapitalo, tokiu

būdu apribodami įmonių kapitalo struktūros formavimo alternatyvas. Straipsnio autorės nuomone, pagrindiniai motyvai vienetai prilygintą finansinį svertą laikyti optimaliu būtų šie:

1) vidutinė svertinė kapitalo vertė mažėja, didėjant skolų lygiui kapitalo struktūroje;

2) bankai ir kitos finansinės institucijos neteikia paskolų daugiau nei turima nuosavo kapitalo.

Tačiau optimalus finansinio sverto lygis negali būti vienodas verslo įmonėms. Kiekviena verslo įmonė yra unikalus darinys ir šios problemos yra ne jos kompetencija.

Nors kapitalo struktūros pasikeitimų poveikis gali būti tiesiogiai susijęs su akcijų pelningumu, poveikį finansinei rizikai yra daug sunkiau išmatuoti remiantis vien tik svertu. Papildomas būdas įvertinti sverto poveikį finansinei rizikai yra apskaičiuoti palūkanų padengimo koeficientą (ICR):

$$ICR = \frac{\text{Pelnas, neatskaičius palūkanų ir mokesčių}}{\text{Palūkanos}}$$

Kuo mažesnis santykis, tuo didesnė tikimybė, kad įmonė gali neįvykdyti savo įsipareigojimų. Taigi, mažėjant santykiui, didėja rizika, kylanti iš skolų lygio kapitalo struktūroje. Palūkanų padengimo koeficientas rodo įmonės sugebėjimą įvykdyti palūkanų mokėjimus, tačiau neišreiškia skolų lygio. Be to, šis rodiklis yra svarbus įmonės kreditorių patiriamos rizikos indikatorius.

Kai kuriuose literatūros šaltiniuose nurodomas dar vienas finansinio sverto matmuo – pastovių finansavimo kaštų padengimo koeficientas (FCCR) [5, p. 159]. Jis skaičiuojamas kaip pelno, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, ir visų įmonės pastovių finansavimo išlaidų: palūkanų, privilegijuotų akcijų dividendų ir lizingo operacijų išlaidų santykis. Pastaruosius sudaro komisinių suma ir palūkanos, jei lizingo davėjas nuomajam turtui įsigyti naudojo skolintą kapitalą. Savaiame suprantama, kad įmonės, neturinčios privilegijuotų akcijų ir nesinaudojančios lizingo davėjų paslaugomis, skaičiuos palūkanų padengimo koeficientą. Straipsnio au-

torės nuomone, šiuo atveju ypač svarbu įvertinti tiek finansinį svertą, tiek apskaičiuoti palūkanų padengimo koeficientą, kadangi privilegijuotos akcijos, naudojamos įmonės kapitalo struktūroje vietoj paprastųjų akcijų, didina šių akcijų rizikingumą. Finansinis svertas dėl minėtų pasikeitimų liks tas pats, bet finansinė rizika, tenkanti paprastųjų akcijų savininkams, pakils dėl pastovių finansavimo kaštų padidėjimo ir todėl įmonė turės generuoti daugiau pelno, kad padengtų šias išlaidas. Dauguma privilegijuotų akcijų yra kumuliacinės. Tai reiškia, kad laiku neišmokėti dividendai privalo būti išmokėti, kai tik įmonė sugebės tai atlikti. Jokie išmokėjimai paprastųjų akcijų savininkams nedaromi, kol neišmokėti dividendai privilegijuotų akcijų savininkams.

Jau minėta, kad vienas iš skolinto kapitalo privalumų yra tas, kad palūkanos atimamos iki apmokestinant pelną. Vadinasi, kuo didesnis finansinis svertas, tuo didesnės pelno mokesčio santaupos kitiems veiksniams esant vienodiems. Ir kuo didesnis pelno mokesčio tarifas, tuo ši santaupų suma yra didesnė. Tai reiškia, kad įmonė, kurios pelnas apmokestinamas aukštesniu mokesčio tarifu, gali sau leisti turėti didesnę finansinį svertą, negu įmonė, kurios pelnas apmokestinamas mažesniu mokesčio tarifu.

Finansinio sverto, palūkanų padengimo rodiklio ir mokesčių tarifo pasikeitimų bendrą įtaką finansinei rizikai įvertina finansinio sverto efektas (FSE), kuris plačiai nagrinėjamas E. S. Stojanovos parengtoje knygoje [7, p. 57]. Finansinio sverto efektas – tai nuosavo kapitalo pelningumo padidėjimas naudojant skolintą kapitalą. Taip atsitinka, kai turto pelningumas yra didesnis negu jį finansuojančio kapitalo kaina. Išsamesnei finansinio sverto efekto analizei pasitelksime pateikiamos lentelės duomenis.

Iš lentelės duomenų matyti, kad abiejų įmonių pelnas, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, bei juo remiantis apskaičiuotas vadinamasis ekonominis pelningumas yra vienodi – 20 proc. Tačiau nuosavo kapitalo pelningumas prieš apmokestinimą 5 proc. didesnis svertinėje B įmonėje. Šie 5 procentai ir yra finansinio sverto efektas.

Tarkime, kad įmonių pelnas apmokestinamas apytiksliai 33 proc. (1/3). Tuomet B įmonės nuosavo kapitalo pelningumas aukštesnis 3,3 punktais

Lentelė. Nuosavo kapitalo pelningumo, esant skirtingai jo struktūrai, apskaičiavimas

Rodikliai	A įmonė	B įmonė
Nuosavas kapitalas, tūkst. Lt	1000	500
Skolintas kapitalas, tūkst. Lt		500
Bendras įmonės kapitalas, tūkst. Lt	1000	1000
Pelnas, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, tūkst. Lt	200	200
Ekonominis pelningumas, %	20	20
Pastovūs finansavimo kaštai (palūkanų norma 15%), tūkst. Lt		75
Pelnas, atskaičius palūkanas, tūkst. Lt	200	125
Nuosavo kapitalo pelningumas prieš apmokestinimą, %	20	25
Pelno mokestis (≈ 33,3%), tūkst. Lt	67	42
Grynas pelnas, tūkst. Lt	133	83
Nuosavo kapitalo pelningumas, %	13,3	16,6

negu A įmonės vien dėl skirtingos kapitalo struktūros. Pelno apmokestinimas sumažino finansinio svorto efektą vienu trečdaliu. Vadinasi, įmonė, kapitalo struktūroje neturinti skolų, riboja nuosavo kapitalo pelningumą dviem trečdaliais ekonominio pelningumo. (Jeigu pelno mokesčio tarifas būtų 10 proc., nuosavo kapitalo pelningumas būtų apribotas 9/10 ekonominio pelningumo.) Tuo tarpu įmonė, naudojanti skolintą kapitalą, padidina arba sumažina nuosavo kapitalo pelningumą priklausomai nuo skolinto ir nuosavo kapitalo santykio bei palūkanų normos. Tuomet ir pasireiškia finansinio svorto efektas:

$$\begin{array}{l} \text{Nuosavo} \\ \text{kapitalo} \\ \text{pelningumas} \end{array} = \frac{2}{3} \text{ ekonominis} \\ \text{pelningumas} + \text{Finansinio} \\ \text{svorto} \\ \text{efektas}$$

Nesunku pastebėti, kad minėtas efektas pasireiškia dėl ekonominio pelningumo ir skolinto kapitalo kainos – vidutinės palūkanų normos – skirtumo. Kitaip tariant, įmonė turi gauti tokį ekonominį pelningumą, kad jo bent pakaktų palūkanoms sumokėti.

Pirmoji finansinio svarto efekto sudedamoji dalis yra vadinamasis diferencialas. Jis apskaičiuojamas kaip ekonominio pelningumo ir vidutinės palūkanų normos, atsižvelgiant į apmokestinimą, skirtumas:

$$2/3 (EP - VPN) = 2/3 (20\% - 15\%) = 3,3\%.$$

Antroji finansinio svarto efekto sudedamoji dalis – svarto petys – charakterizuoja svarto veikimo jėgą. Tai skolinto ir nuosavo kapitalo santykis.

Sujungus abi sudedamąsias dalis galima apskaičiuoti finansinio svarto efektą:

$$FSE = 2/3(EP - VPN) \times \frac{\text{Skolintas kapitalas}}{\text{Nuosavas kapitalas}}.$$

Finansinio svarto efektas puikus, tačiau labai pavojingas instrumentas. Tereikia diferencialui nusileisti žemiau nulio ir finansinio svarto efektas pradės veikti įmonės nenaudai. Tuomet kuo didesnis bus finansinis svartas (svarto petys), tuo didesnę finansinę riziką patirs įmonės savininkai.

Tarkime, kad vidutinė palūkanų norma pakyla iki 22 proc. Tuomet finansinio svarto efektas ir nuosavo kapitalo pelningumas bus atitinkamai – 1,3 proc. ir 12 proc., t. y. svertinės B įmonės nuosavo kapitalo pelningumas bus 1,3 punktais mažesnis negu nesvertinės A įmonės.

Vienas iš finansinio svarto efekto kintamųjų yra pelno mokesčio tarifas. Lentelėje pateikti duomenys rodo, kai mokesčio tarifas apytiksliai 33 proc., B įmonė sutaupo 25 tūkst. litų pelno mokesčio, kai 10 proc. – tik 7,5 tūkst. litų (A ir B įmonių pelno mokesčiai būtų atitinkamai 20 ir 12,5 tūkst. litų). Tai rodo, kad finansinis svartas turėtų būti aukštesnis tose įmonėse, kurių pelnas apmokestinamas didesniu mokesčio tarifu, kitiems veiksniams esant vienodiems.

Straipsnio autorės nuomone, finansinio svarto efektas yra vienas iš naudingiausių finansinės rizikos įvertinimo rodiklių, kadangi išreiškia bendrą svarto, palūkanų padengimo ir mokesčių įtaką finansinei rizikai. Tik formulę būtų galima užrašyti taip:

$$FSE = (1 - T)(EP - VPN) \times \frac{\text{Skolintas kapitalas}}{\text{Nuosavas kapitalas}},$$

čia T – mokesčių tarifas.

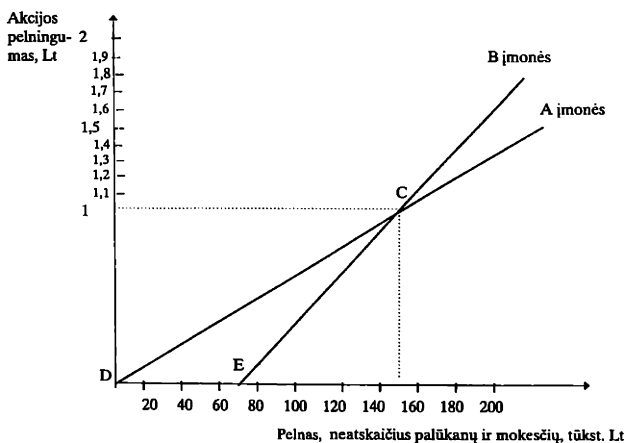
Finansų analitikams balansinę turto vertę pradėjus traktuoti kaip neefektyvią skaičiuojant finansinį svertą, palūkanų padengimo koeficientas buvo pripažintas naudingesniu finansinės rizikos vertinimo rodikliu. Tačiau tiek balansinis finansinis svertas, tiek palūkanų padengimo koeficientas yra statiški matmenys, neįvertinantys laiko veiksnio ir potencialios finansinės rizikos skolos buvimo laikotarpiu. Daugeliu atvejų yra daroma prielaida, kad yra vienos rūšies skola ir neribotam laikui, tuo tarpu gyvenime egzistuoja skirtingų tipų skolos, turinčios skirtingas palūkanų normas ir grąžinimo terminus. Vadinasi, finansų vadovas privalo įvertinti periodinius palūkanų mokėjimus ir skolų grąžinimo terminus bei sumas. Įmonės finansininkas, tiksliai žinodamas būsimus pinigų srautus, galėtų skolų ir palūkanų mokėjimą išdėstyti pagal pinigų srautų grafiką. Tada pelnas būtų maksimizuotas, nes nereikėtų laikyti mažai pelningo likvidaus turto ir būtų galima turėti santykiškai daugiau trumpalaikių skolų, kadangi ilgalaikių skolų kaina paprastai yra didesnė. Kadangi praktiškai faktiniai pinigų srautai nukrypsta nuo numatomų, padėtis tampa rizikinga, ir kuo didesnė nukrypimo tikimybė, tuo įmonei reikia didesnės saugumo ribos. Ši saugumo riba gali būti sukurta didinant likvidų turtą arba ilginant skolų mokėjimo terminus, tokiu būdu sumažinant pelningumą ir potencialią finansinę įmonės riziką.

Finansų teorijoje ir praktikoje taikomas dar vienas finansinės rizikos indikatorius – finansinio sverto laipsnis (FSL). Tai rodiklis, įvertinantis akcijos pelningumo jautrumą pelno, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, kintamumui. Verslo rizika susijusi su pardavimo pajamų kintamumo įtaka pelnui, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, o finansinė rizika – su pastarojo rezultato kintamumo įtaka paprastųjų akcijų pelningumui. Naudodama finansinį svertą įmonė 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 santykiš-

kai aukštą finansinį svertą, net ir maži minėto pelno pasikeitimai lemia didelį akcijų pelningumo kintamumą.

$$FSL = \frac{\text{Akcijų pelningumo pasikeitimas, \%}}{\text{Pelno, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, pasikeitimas, \%}}$$

Grįžkime prie lentelės duomenų. Tarkime, kad A įmonėje yra 100 tūkst. paprastųjų akcijų, o B įmonėje – 50 tūkst. paprastųjų akcijų. Kai pelnas, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, yra 200 tūkst. litų, A ir B įmonių akcijos pelningumas bus atitinkamai 1,33 ir 1,66 lito. Tarkime, kad dėl nepalankių rinkos veiksnių sumažėjo pardavimo pajamos ir pelnas, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, sudarė 180 tūkst. Lt. Tuomet A ir B įmonių akcijos pelningumas bus atitinkamai 1,2 ir 1,4 Lt. Finansinio sverto dydis A įmonėje bus 0,98, o B įmonėje – 1,57. Gauti rezultatai rodo, kad pelnui, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, pasikeitus 1 proc. B įmonės akcijos pelningumas pasikeis 1,57 proc. Tačiau minėtam pelnui



2 pav. Finansinio indiferentiškumo ir finansinio lūžio taškų grafinis pavaizdavimas

pasikeitus 20 proc., akcijos pelningumas pasikeis 31,4 proc. ($1,57 \times 20\%$). Nesvertinėje A įmonėje finansinis svertas visuomet bus lygus vienetui (paklaida gauta dėl skaičių apvalinimo). Tai akivaizdžiai rodo, kad įmonės, kurios kapitalo struktūroje nėra skolų, akcijos pelningumo jautrumas minėto pelno pasikeitimams yra mažesnis, kadangi šios įmonės savininkai nepatiria finansinės rizikos. Pelno, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, ir akcijų pelningumo ryšys grafiškai parodytas 2 paveiksle.

Statesnis tiesės pasvirimas rodo aukštesnį finansinį svertą ir kartu didesnę B įmonės akcijos pelningumą. C taškas rodo pelno, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, lygį, kuriam esant akcijos pelningumas svertinės B ir nesvertinės A įmonės toks pat. Šis taškas vadinamas finansinio indiferentiškumo tašku (*financial indifference point*) ir rodo alternatyvias vienodo naudingumo dviejų kapitalo struktūrų naudojimo galimybes. Matematiškai finansinio indiferentiškumo taškas apskaičiuojamas šitaip:

$$\text{Finansinio indiferentiškumo taškas} = \frac{(1-T)(\text{EBIT}-I) - \text{PSD}_A}{\text{NS}_A} = \frac{(1-T)(\text{EBIT}-I) - \text{PSD}_B}{\text{NS}_B},$$

čia: T – pelno mokesčio tarifas,

EBIT – pelnas, neatskaičius palūkanų ir mokesčių,

I – palūkanų suma,

PSD – privilegijuotų akcijų dividendai,

NS – akcijų skaičius,

A ir B – įmonių žymėjimai.

$$\frac{(1-0,333)(\text{EBIT}-0)-0}{100\,000} = \frac{(1-0,333)(\text{EBIT}-752\,000)-0}{50\,000},$$

$$\frac{0,667 \text{ EBIT}}{100\,000} = \frac{0,667 \text{ EBIT} - 50\,025}{50\,000},$$

$$50\,000 \times 0,667 \text{ EBIT} = 100\,000(0,667 \text{ EBIT} - 50\,025),$$

$$\text{EBIT} = 150\,000.$$

Įmonės vadovai tikėdamiesi, kad pelnas, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, bus 150 tūkst. Lt, turėtų vengti planuojamo finansinio svarto taip eliminuodami betikslę finansinę riziką (ji nebus kompensuojama didesniu akcijos pelningumu). Jeigu įmonė tikisi gauti didesnę pelną, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, nei esantis finansinio indiferentiškumo taške, ji gali naudoti aukštesnį finansinį svartą. Tačiau šį sprendimą reikia labai apgalvoti. Aukštesnis finansinis svartas didins akcijos pelningumo kintamumą ir todėl investuotojai reikalaus didesnio pelningumo, o kreditoriai, teikdami paskolas jau svertinei įmonei, – didesnės palūkanų normos. Tai sąlygos finansavimo kaštų padidėjimą ir akcijos pelningumo sumažėjimą.

D ir E taškai yra finansinio lūžio taškai (*financial break – even points*), rodantys pelno, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, lygį, kuriam esant akcijų pelningumas lygus nuliui. Savaime aišku, kad esant svertinei kapitalo struktūrai ir kartu didesnei finansinei rizikai, šis lūžio taškas bus didesnis. Finansinis lūžio taškas rodo minimalų pelno, neatskaičius palūkanų ir mokesčių, lygį, būtina, kad įmonės išvengtų nuostolių, tenkančių paprastųjų akcijų savininkams. Finansų vadovas gali palyginti šį minimalų lygį su prognozuojamais rezultatais ir jų tikimybėmis. Kuo aukštesnė tikimybė, kad įmonės veiklos rezultatai bus žemiau finansinio lūžio taško, esant turimai kapitalo struktūrai, tuo mažiau tokia kapitalo struktūra yra pageidautina. Finansinio lūžio taškas apskaičiuojamas šitaip:

$$\text{Finansinio lūžio taškas} = \text{Palūkanų suma} + \frac{\text{Privilegijuotų akcijų dividendai}^*}{1 - \text{mokesčio tarifas}}$$

Autorės nuomone, visi aptarti finansinės rizikos įvertinimo rodikliai ir metodai įgyja prasmę tik praėjusio laikotarpio duomenys palyginus su prognozuojamais rezultatais. Tačiau to nepakanka. Kapitalo struktūros teorija suteikia labai mažai nuorodų ir neatsako, ką reikėtų daryti. Taigi saugiausia yra daryti tai, ką daro kas nors kitas. Vadinasi, viena iš svar-

* Nesant kapitalo struktūroje privilegijuotų akcijų, finansinio lūžio taškas lygus palūkanų sumai.

biausių problemų, atsirandančių praktiškai sprendžiant kapitalo struktūros klausimus, yra statistinių duomenų ir jų patikimumo stoka. Kad galėtų įvertinti finansinę riziką, įmonės vadovai turėtų žinoti, koks yra vidutinis finansinis tos pramonės šakos svertas; vidutinis akcijų pelningumas; palūkanų padengimo koeficientas. Tokius duomenis sukaupti ir jų patikimumu turėtų būti suinteresuotos pačios įmonės, kadangi jų vadovai ir savininkai būtų pagrindiniai šios informacijos vartotojai, priimant finansinės rizikos valdymo sprendimus. Tai galėtų būti rinkos agentūros, kurios užsiimtų ne vien produkcijos pasiūlos ir paklausos tyrimu, bet ir minėtų duomenų rinkimu ir apdorojimu.

LITERATŪRA

1. Darškuvienė V. Įmonės finansų valdymas. Kaunas: Technologija, 1993.
2. Lawrence J., Gitman. Basic managerial finance. New York, Harper and Row Publishers, 1989.
3. Lumby St. Investment appraisal and financial decisions. London, Chapman and Hall, 1994.
4. Madura Jeff, Weit E. Introduction to financial management. USA, West Publishing Company, 1988.
5. Mc Laney E. J. Business finance for decision makers. London: Pitman publ., 1994.
6. Samuels J. M., Wilkes F. M., Brayshaw R. E. Management of Company Finance. London, Chapman and Hall, 1994.
7. Финансовый менеджмент. Москва: Перспектива, 1993.
8. Хелферт Э. Техника финансового анализа. Москва: Юнити, 1996.

**METHODICAL APPRAISAL ASPECTS
OF THE FINANCIAL RISK OF INVESTMENTS**

S u m m a r y

The determinants of financial risk are fixed and variable financing costs, so this type of risk bear only the equity holders of geared enterprise. There are a lot of appraisal techniques and measures of financial risk: financial gearing ratio, interest cover ratio, fixed costs cover ratio, effect of financial gearing, degree of financial gearing, and indifference analysis and financial indifference point. All their measures make no sense, if historical data are not compared with forecasting results. This, however, is not sufficient. The theory of capital structure gives very little guidance to managers, so the safest thing to do is to do what everybody else does; thus, one of the most important considerations in capital structure decisions in the real world will be what the average level of gearing, earnings per share, and interest cover ratio for the industrial group will be. Enterprises will tend to be rather cautious about moving their financial risk indicators too far away from their average levels of industry. Enterprises must be interested in gathering such information in order to more easily make financial risk management decisions.