

# KAPITALO PELNINGUMO RODIKLIŲ SKAIČIAVIMO IR ANALIZĖS TOBULINIMAS

**Jonas Mackevičius**

Profesorius socialinių mokslų habilituotas daktaras  
Vilniaus universiteto Buhalterinės apskaitos katedra  
Saulėtekio al. 9, 2040 Vilnius, tel. (370 2) 76 89 96,  
Faks. (370 2) 76 93 98

**Dalia Poškaitė**

Docentė socialinių mokslų daktarė  
Vilniaus universiteto Buhalterinės apskaitos katedra  
Saulėtekio al. 9, 2040 Vilnius, tel. (370 2) 76 89 96,  
Faks. (370 2) 76 93 98

*Straipsnyje nagrinėjami kapitalo pelningumo rodiklių skaičiavimo ir analizės klausimai. Lietuvos įmonės dažniausiai skaičiuoja tik vieną kapitalo pelningumo rodiklį, kuris išreiškiamas grynojo pelno ir nuosavo kapitalo santykiu. Tačiau šis pelningumo rodiklis negali patenkinti daugelio analitinės informacijos vartotojų poreikių. Įvairūs informacijos vartotojai – investuotojai, tiekėjai, pirkėjai, bankai, teisės ir finansų institucijos pelningumą vertina ne abstrakčiai, o tam tikru aspektu, atsižvelgdami į savo tikslus ir poreikius. Straipsnyje yra siūlomi kapitalo pelningumo rodiklių skaičiavimo ir jų analizės metodai, kurie patenkintų įvairių informacijos vartotojų poreikius.*

## 1. Kapitalo pelningumo rodiklių skaičiavimo metodikų vertinimas

Daugelis šiuolaikinių įmonių neapsiriboja kuria nors viena veiklos sritimi ir dažniausiai vykdo gamybinę (komercinę), investicinę ir finansinę veiklą. Atsižvelgiant į tai, kurios veiklos sritys efektyvumą norima nustatyti, galima pasirinkti atitinkamą pelningumo rodiklių skaičiavimo metodiką. Gamybinės ir investicinės veiklos efektyvumą objektyviausiai rodo turto pelningumas, o finansinės – kapitalo pelningumas.

Nustatant kapitalo efektyvumą dažniausiai skaičiuojami nuosavo, akcinio ir pastovaus kapitalo pelningumo rodikliai. Šių rodiklių skaičiavimo metodikos išnagrinėtos daugelio šalies autorių [7, 8, 10, 11, 12]. Šie rodikliai

skaičiuojami grynąjį pelną dalijant iš to kapitalo rodiklio, kurio panaudojimo efektyvumą norima nustatyti. Tačiau tokių rodiklių nepakanka, norint tiksliau apibūdinti įmonės veiklos finansavimo procesą. Šiam tikslui būtina skaičiuoti modifikuotus kapitalo pelningumo rodiklius. Galimi įvairūs šių rodiklių skaičiavimo variantai: svarbu, kad jie turėtų ekonominę prasmę ir tenkintų informacijos vartotojų poreikius. Kai kurie autoriai kapitalo sąvokos griežtai neatskiria nuo jo materialiosios formos ir vadindami kapitalo pelningumu skaičiuoja rodiklį, kurio vardiklyje parodo finansavimo objektą, t. y. turta, o ne jo finansavimo šaltinį. Pavyzdžiui, L. Bernsteinas [2, p. 656] teigia, kad investicijos yra daromos į turta, todėl investicijų pelningumą reikia skaičiuoti pelną dalijant iš turto.

R. Antoni [1, p. 255] tą patį rodiklį vadina kapitalo pelningumu, nors formulės vardiklyje taip pat rašo turto sumą. Tačiau L. Bernsteinas, turtą vertindamas kaip investicijų rezultata, taip pat siūlo skaičiuoti modifikuotą investicijų pelningumą, t. y. pelno santykį su nuosavu kapitalu ir ilgalaikiais išpareigojimais. Aiškindamas šią formulę, jis teigia, kad nuosavo kapitalo ir ilgalaikių išpareigojimų panaudojimas investicijoms išreikšti skiriasi nuo visos turto sumos tik trumpalaikiais išpareigojimais, reikalingais apyvartiniam ka-

pitalui finansuoti ir ūkinei-gamybinei veiklai garantuoti. Jis atkreipia dėmesį į du pagrindinius ilgalaikio finansavimo šaltinius – ilgalaikius kreditorius ir akcininkus.

Todėl šalia bendro nuosavo kapitalo pelningumo skaičiuojamas ir pastovaus kapitalo pelningumo rodiklis. Vakarų šalyse nuosavą kapitalą su ilgalaikiais išpareigojimais įprasta vadinti pastoviu kapitalu. Tik šiuo atveju, norint suderinti santykinio rodiklio skaitiklį ir vardiklį, į šio rodiklio skaitiklį įtraukiamos ir palūkanos už ilgalaikes skolas:

*Pastovaus  
kapitalo pelningumas*

$$\frac{\text{Grynasis pelnas} + \text{Palūkanos už banko paskolas ir ilgalaikes skolas}}{\text{Nuosavas kapitalas} + \text{Ilgalaikės paskolos ir kitos skolos}}$$

Šis rodiklis parodo įmonės finansavimo galimybes, jos potencialą, taip pat, kaip vadovai sugeba panaudoti nuosavą kapitalą ir ilgalaikes skolas. Daugelis autorių šį rodiklį vertina labai palankiai. Manoma, kad jis yra objektyviausias finansinės būklės matas, todėl jį visada nagrinėja ne tik įmonės vadovai, bet ir akcininkai, kreditoriai, įvairios finansų institucijos.

*Materialios  
grynosios vertės  
pelningumas*

$$\frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Grynosios vertės vidurkis} - \text{Vidutinė metinė nematerialiojo turto suma}}$$

Čia aprašyti pelningumo rodikliai, plačiai naudojami išplėtos rinkos šalių teorijoje ir praktikoje, turi ir trūkumų. Pagrindinis trūkumas tas, kad jiems skaičiuoti naudojamas grynasis pelnas, kuris investuojamas ir parodomas ataskaitose siekiant apibūdinti įmonės veiklos efektyvumą. O įmonėje gali būti tokia situacija, kada ji gali negauti įplaukų už parduotą produkciją ir dėl tos priežasties

Ekonominėje literatūroje galima rasti ir kitokių kapitalo pelningumo rodiklių modifikacijų. Pavyzdžiui, akcinio kapitalo, dar vadinamo grynąja verte, pelningumo rodiklio vardiklį koreguojant nematerialiojo turto verte. D. Hawkinsas [4, p. 11] šį rodiklį vadina materialios grynosios vertės pelningumu ir skaičiuoja jį taip:

gali sutrikti finansiniai atsiskaitymai ir pasikeisti finansinė būklė. Tačiau aprašyti pelningumo rodikliai viso to neparodys. Todėl R. Figlewiczius ir T. Zelleris [3, p. 64–81] vietoje grynojo pelno rekomenduoja skaičiuoti pelningumo rodiklius naudojant pinigų srautų rodiklį. Jų nuomone, tikslinga skaičiuoti grynujų pinigų iš ūkinės-gamybinės veiklos ir nuosavo kapitalo santykį ir šį rodiklį va-

dinti pinigų gražos iš nuosavo kapitalo koeficientu. R. Figlewiczius ir T. Zelleris teigia, kad šio rodiklio skaičiavimo metodika neturi tradicinių apskaitos kaupimo metodo trūkumų. Jis parodo kapitalo pajamingumą grynųjų pinigų požiūriu ir yra svarbus esamiems ir būsimiems akcininkams, todėl šį rodiklį tiktų vadinti piniginių įplaukų gražos koeficientu.

Tačiau norint tiksliau apibūdinti finansavimo procesą iš savininkų pozicijų bendriausia kapitalo pelningumo rodiklio formulė (grynojo pelno ir nuosavo kapitalo santykis) gali būti modifikuojama ir apskaičiuojama, atsižvelgiant į pelną, tenkantį privilegijuotųjų akcijų savininkams, ir į jų suformuotą kapitalo dalį. Tada šis rodiklis vadinamas paprastųjų akcijų kapitalo pelningumu ir skaičiuojamas pagal formulę:

$$\text{Paprastųjų akcijų kapitalo pelningumas} = \frac{\text{Grynasis pelnas} - \text{Privilegijuotųjų akcijų dividendai}}{\text{Paprastųjų akcijų kapitalo vidurkis}}$$

Šio rodiklio skaitiklis parodo per atskaitinį laikotarpį uždirbtą pelną, kuris priklauso paprastųjų akcijų savininkams, atėmus tai, kas priklausė privilegijuotųjų akcijų savininkams. Be to, atimamos palūkanų išlaidos už skoliną kapitalą, kuris įtraukiamas į sąnaudas, apskaitant grynąjį pelną, tačiau jo nekoreguojant sumomis kreditorių pretenzijoms į uždirbtą pelną. Šis rodiklis koreguojamas atimant dividendus, priklausančius arba jau sumokėtus privilegijuotųjų akcijų savininkams. Tokiu būdu lieka grynasis pelnas, skirtas paprastųjų akcijų savininkams. Formulės vardiklis – vidutinė paprastųjų akcijų kapitalo suma – tai akcininkų, turinčių paprastąsias akcijas, nuosavybė. Ji apskaičiuojama iš ben-

dros acinio kapitalo sumos atėmus privilegijuotų akcininkų kapitalo nominalią vertę. Tačiau JAV patirtis rodo, kad įmonės retai išleidžia privilegijuotąsias akcijas, kurių vertė būtų aukštesnė už nominalią, todėl analitikas gali daryti prielaidą, kad akcijų priedai priklauso paprastosioms akcijoms.

Kapitalo pelningumo rodikliai labiau domina investuotojus, nes atskleidžia jų investicijų pelningumą ir galimybę uždirbti dividendus. Investuotojai analizuoja pelningumą norėdami nuspręsti, pirkti ar parduoti vertybinius popierius. Todėl, be minėtų nuosavo, acinio ir pastovaus kapitalo pelningumo rodiklių ir jų modifikacijų, tikslinga dar skaičiuoti šiuos rodiklius:

$$\text{Skolinto kapitalo pelningumas} = \frac{\text{Finansinės ir investicinės veiklos pelnas}}{\text{Skolintas kapitalas}};$$

$$\text{Panaudoto kapitalo pelningumas} = \frac{\text{Veiklos pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas} + \text{Ilgalaikiai įsipareigojimai}};$$

Šie rodikliai padeda detaliau apibūdinti kapitalo pelningumo formavimosi procesą konkrečiose įmonės veiklos srityse.

## **2. Veiksnių, darančių įtaką kapitalo pelningumui, analizė**

Atliekant kapitalo pelningumo analizę, visi rodikliai tiriama dinamiškai, lyginami su vidutiniais šakiniais ir kitų įmonių rodikliais. Tačiau daugiausia informacijos apie pelningumo rodiklių kitimą galima gauti analizuojant veiksnius, darančius jiems įtaką. Veiksnų analizei atlikti yra naudojamos kelios metodikos.

Iš analizės teorijos žinoma, kad tais atvejais, kai veiksniai tarpusavyje susieti multiplikaciniu ryšiu, veiksnų įtakai nustatyti gali būti taikomas grandininis keitimų būdas. Kadangi kapitalo pelningumo rodikliai skaičiuojami dalijant pelną iš pasirinkto kapitalo rodiklio, todėl galima nustatyti skaitiklio ir vardiklio įtaką pelningumo pasikeitimui. Taip analizuoti turto pelningumą rekomendavo rusų autoriai. Tačiau iškilus problemai, kurį turto pelningumo skaičiuojamąjį elementą – veiksnį (skaitiklį ar vardiklį) laikyti kiekybiniu ar kokybiniu, A. Šeremetas [15, p. 4] ir V. Kopniajevas [9, p. 50] pasiūlė pertvarkyti pelningumo formulę ją dauginant iš pardavimų sumos ir taip apskaičiuoti naujus rodiklius – veiksnius: turto apyvartumą ir pardavimų pelningumą. Rusų autoriai V. Rybinas ir G. Edelgauzas [16, p. 15] tokiu būdu turto pelningumo formulę išskaidė net iki 16 veiksnų ir jiems skaičiuoti pritaikė grandininį kei-

timų būdą, o A. Šeremetas – integralinį būdą. Susipažinus su išplėtos rinkos ekonomikos šalių analizės specialistų darbais pastebėta, kad analizuojami pelningumo rodikliai taip pat išskaidomi į rodiklius – veiksnius. Tačiau šie veiksniai tolesnėje analizėje tik palyginami su ankstesnių laikotarpių atitinkamais rodikliais ir daromos išvados apie šių rodiklių – veiksnų nukrypimų priežastis, neapskaičiuojant jų dydžio.

Pirmą kartą taip išskaidytas buvo turto pelningumo rodiklis Du Pont de Nemour and Co kompanijoje [6, p. 586]. Šis turto pelningumo rodiklio analizavimo ir jo kitimo būdas, susiejimas su visa įmonės veikla per kitus ūkinės gamybinės veiklos rodiklius buvo toks efektyvus, kad net gavo Du Ponto modelio arba piramidinės analizės pavadinimą. Naudojant šį modelį vėliau pradėti skaidyti ir kapitalo pelningumo (tiek akcinio, tiek pastovaus) rodikliai (žr. 1 pav.). Toks rodiklių išskaidymas į kokybiškai naujus rodiklius – veiksnius, leidžia giliau pažvelgti į įmonės finansavimo proceso efektyvumą ir kartu įmonių finansininkams pasirinkti palankesnę, t. y. pelningesnę, verslo finansavimo strategiją.

Siekiant nustatyti paprastojo akcinio kapitalo kitimo veiksnius, Vakarų šalyse dažniausiai naudojama G. White ir kt. [17, p. 668] šio rodiklio išskaidymo metodika. Šios metodikos logika pagrįsta paprasta jau minėta taisykle: dauginant trupmenos skaitiklį ir vardiklį iš to paties dydžio, trupmena nepakinta, bet gaunami nauji rodikliai – veiksniai. Naudojant šią taisyklę paprastojo akcinio kapita-

lo pelningumas išskaidomas į veiksnius, kurie parodo pagrindines paprastojo akcinio kapitalo pelningumo kitimo priežastis. Tai atliekama paprastojo akcinio kapitalo pelningumo formulės skaitiklį ir vardiklį dauginant

iš vidutinės metinės turto sumos ir iš grynojo pelno, koreguoto palūkanų išlaidomis, bei joms tenkančių mokesčių dalies. Tada paprastojo akcinio kapitalo pelningumo formulė įgauna tokią išraišką:

$$\frac{\text{Paprastojo akcinio kapitalo pelningumas}}{=} \frac{\text{Grynasis pelnas} - \text{Privilegijuotųjų akcijų dividendai}}{\text{Vidutinė metinė paprastojo akcinio kapitalo suma}} = \frac{\text{Grynasis pelnas} + \text{Palūkanų išlaidos, atėmus joms tenkančius mokesčius}}{\text{Vidutinė metinė viso turto suma}} \cdot \frac{\text{Grynasis pelnas, tenkantis paprastųjų akcijų savininkams}}{\text{Grynasis pelnas} + \text{Palūkanų išlaidos, atėmus joms tenkančius mokesčius}}$$

(a) (b)

$$\frac{\text{Vidutinė metinė turto suma}}{\text{Vidutinė metinė paprastojo akcinio kapitalo suma}} \cdot$$

(c)

Turto pelningumas (daugiklis a) parodo gamybinės-ūkinės veiklos pelningumą, arba gamybinį svertą, o kiti du komponentai (b ir c) – finansinio svėro efektą. Daugiklis b parodo paprastųjų akcijų savininkams tenkančio pelno dalį, sukurtą gamybinėje-ūkinėje veikloje iki mokesčių ir palūkanų sąnaudų įskaitymo, t. y. iki finansinės veiklos. Daugiklis c parodo kapitalo struktūros arba finansinio svėro koeficientą. Šis koeficientas rodo, kuri

turto dalis finansuojama iš paprastojo akcinio kapitalo. Pagal šią metodiką galima vertinti įmonės finansavimo politikos įtaką paprastojo akcinio kapitalo pelningumui.

1 lentelėje, kurioje pateikti 5 įmonių duomenys, parodoma, kaip galima nustatyti, kokią įtaką paprastojo akcinio kapitalo pelningumui daro kapitalo struktūra, ir pelno, tenkančio paprastųjų akcijų savininkams, dydis.

1 lentelė. Paprastojo akcinio kapitalo pelningumo veiksnių analizė

Įmonės	Paprastojo akcinio kapitalo pelningumas	Turto pelningumas	Koreguotas finansinis svertas	Pelno, tenkančio paprastosioms akcijoms, dydis	Kapitalo struktūros svertas
A	7,94	7,51	1,057	0,60	1,76
B	27,81	22,96	1,211	0,54	2,24
C	10,78	9,06	1,189	0,44	2,70
D	10,16	8,37	1,213	0,71	1,708
E	7,04	7,53	0,934	0,8	1,167

Pateiktame pavyzdyje palyginę B įmonę su A įmone matome, kad B įmonės kapitalo struktūroje yra didesnė skolinto kapitalo lyginamoji dalis, kas savo ruožtu užtikrina didesnes palūkanų išlaidas ir mažesnę grynąją pelną, tenkančią paprastųjų akcijų savininkams, bet didesnę paprastojo akcinio kapitalo pelningumą. C įmonę palyginę su B įmone, matome analogišką situaciją: C įmonės kapitalo struktūros svertas buvo 2,70, t. y. didesnis už B įmonės (2,24); taigi pelno, tenkančio paprastųjų akcijų savininkams, dydis C įmonėje sudaro mažesnę dalį (0,44), palyginant su B įmone (0,54), ir paprastojo akcinio kapitalo pelningumas tokioje įmonėje yra mažesnis.

Lygindami D ir C įmones matome priešingą situaciją. Kadangi D įmonės kapitalo struktūroje skolintas kapitalas sudaro mažesnę dalį, tai joje didesnė dalis pelno tenka paprastųjų akcijų savininkams (0,71), bet tada gaunamas mažesnis paprastojo akcinio kapitalo pelningumas – 10,16, o C įmonėje jis lygus 10,78.

E įmonės duomenys rodo, kad jos kapitalo struktūroje dar didesnis akcinio kapitalo lygis, kuris mažina kapitalo struktūros rodiklį iki 1,167 ir didina pelno, tenkančio paprastųjų akcijų savininkams, lygį (0,8). Taigi paprastojo akcinio kapitalo pelningumas E įmonėje net 3,12 punkto (7,04–10,16) mažesnis už D įmonės pelningumą.

Iš pateiktų skaičiavimų išeina, kad paprastojo akcinio kapitalo pelningumui teigiamą poveikį daro tokia verslo finansavimo strategija, kuri grindžiama skolinto kapitalo lyginamojo svorio didinimu kapitalo struktūroje.

Tačiau negalima neįvertinti ir turto pelningumo įtakos, kuri daro didelį poveikį paprastojo akcinio kapitalo pelningumui. Galima padaryti išvadą, kad tarp paprastojo akcinio kapitalo pelningumo kintamų veiksnių: kapitalo struktūros, t. y. finansinio sverto ir pelno, tenkančio paprastųjų akcijų savininkams, lygio yra neigiama priklausomybė.

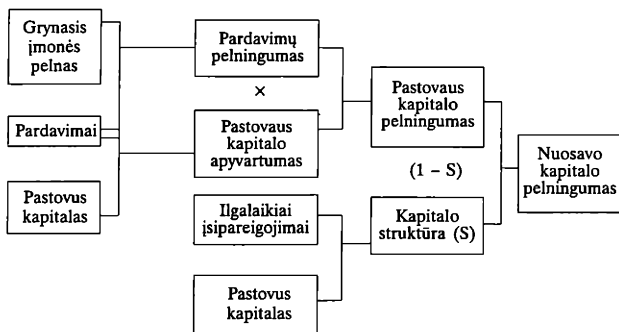
T. I. Selligo ir C. P. Stickney [13, p. 9–17] atlikti 22 pramonės įmonėse per 10 metų tyrimai parodė, kad šiose įmonėse didesnė dalis paprastojo akcinio kapitalo pelningumo metinių pokyčių yra sąlygojama turto pelningumo, t. y. gamybinės veiklos, bet ne finansinės veiklos, rezultatų. Įmonės per ataskaitinius metus nepadaro reikšmingų kapitalo struktūros pokyčių, kad kompensuotų turto pelningumo pasikeitimą. Tokiems pokyčiams reikia laiko ir pinigų. Tačiau autoriai, keldami įmonių skirtingo finansavimo klausimą, aiškina, kad įmonių kapitalo struktūros skirtumas susidaro dėl šių priežasčių: 1) kapitalo intensyvumo lygio, nes tos įmonės, kurioms būtinas didelis kapitalas įsigyti ilgalaikį turta, yra leistinas ir papildomas finansavimas iš skolinto kapitalo; 2) įmonės nesugebėjimo gauti grynujų pinigų iš savo veiklos; 3) įmonių veiklos kintamumo, pavyzdžiui, kompiuterių pramonėje, kur pelningumas greitai kinta dėl jų produktų trumpo gyvavimo ciklo, t. y. dėl didelės technologinės rizikos ir cikliškų jų klientų kapitalo išlaidų mėginama palaikyti nedidelį įsiskolinimo lygį.

Analizuojant nuosavo kapitalo pelningumą, taip pat taikoma ta pati formulės transformavimo į veiksnius metodika:

$$\frac{\text{Nuosavo kapitalo pelningumas}}{\text{Nuosavas kapitalas}} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Pastovus kapitalas}} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas} + \text{Ilgalaikiai įsipareigojimai}} \left( 1 - \frac{\text{Ilgalaikiai įsipareigojimai}}{\text{Nuosavas kapitalas} + \text{Ilgalaikiai įsipareigojimai}} \right).$$

Taip pertvarkyta nuosavo kapitalo formulė leidžia apskaičiuoti dviejų veiksnių – pastovaus kapitalo pelningumo ir kapitalo struktūros koeficiento įtaką.

Panaudojus Du Ponto piramidę ir šį pelningumo rodiklį galima schemiškai išskaidyti į jį formuojančius veiksnius ir ekonominius rodiklius (žr. 1 pav.).



1 pav. Du Ponto nuosavo kapitalo pelningumo piramidinė analizė

Kaip matyti iš 1 pav., nuosavo kapitalo pelningumas priklauso nuo pastovaus kapitalo struktūros kitimo. Nuosavo kapitalo pelningumas savo ruožtu yra veikiamas pardavimų pelningumo ir pastovaus kapitalo apyvartumo. Vadinasi, išskaidę rodiklius į sudedamuosius elementus – veiksnius, įmonių vadovai gali kontroliuoti finansinės veiklos įtaką pelningumui, stebėti kapitalo struktūros kitimą ir ją koreguoti siekdami norimo kapitalo pelningumo.

Tačiau gali būti naudojami ir kiti nuosavo kapitalo pelningumo išskaidymo modeliai pasitelkiant Du Ponto piramidę. Pavyzdžiui, R. Antoni, G. White ir kiti autoriai [1, p. 255; 16, p. 668], nagrinėdami veiksnius, darančius

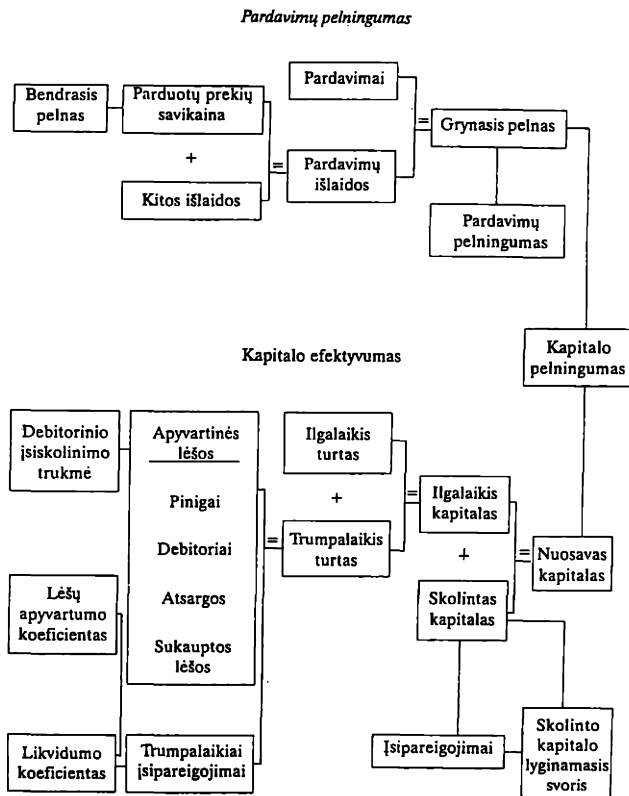
įtaką kapitalo pelningumui, mėgina turto ir kapitalo panaudojimo efektyvumo veiksnius susieti vienoje piramidinėje schemeje.

Grynojo pelno veiksnių šaka R. Antoni schemeje (žr. 2 pav.) detalizavimo laipsniu beveik nesiskiria nuo prieš tai minėtos kapitalo pelningumo schemas. Tačiau kapitalas detalizuojamas tokiu nuoseklumu, kad nuo kapitalo rodiklių būtų galima pereiti prie turto rodiklių. Tuo tikslu R. Antoni iš ilgalaikio kapitalo atima skolintą kapitalą. Ši schema originali tuo, kad pateikia ne tik absoliučius rodiklius, kuriais remiantis apskaičiuojami santykiniai rodikliai, bet ir papildomus rodiklius, kurių apskaičiavimas nesusietas su esančiais schemeje rodikliais (žr. 2 pav.).

### 3. Kapitalo pelningumo ir turto pelningumo ryšio analizė

Kapitalo pelningumas ir turto pelningumas yra glaudžiai susieti, panašiai kaip turtas ir kapitalas. Tai to paties reiškinio dvi išraiškos formos. Todėl norint išaiškinti, kaip tos formos tarpusavyje susietos, reikia jas nuosek-

liai analizuoti. Šių pelningumo rodiklių tarpusavio ryšio analizė svarbi todėl, kad turtas yra finansuojamas iš nuosavo ir skolinto kapitalo, vadinasi, kiekvienam vadovui svarbu žinoti, kuri finansavimo rūšis yra pelningesnė, kaip ji lemia turto pelningumą.



2 pav. Kapitalo pelningumo piramidinė analizė



Kapitalo ir turto pelningumo ryšys gali būti išreiškiamas tokia formule [14, p. 125]:

$$\begin{aligned} \text{Turto pelningumas} &= \frac{\text{Kreditoriams tenkančių palūkanų lygis}}{\text{Grynasis pelnas, palūkanų išlaidos, sumažintos joms tenkančio pelno mokesčių dalimi}} + \frac{\text{Privilegijuotųjų akcijų savininkams tenkančio pelno dydis}}{\text{Privilegijuotųjų akcijų savininkams tenkantys dividendai}} + \frac{\text{Paprastojo akcinio kapitalo pelningumas}}{\text{Grynasis pelnas, tenkantis paprastųjų akcijų savininkams}} \\ \text{Vidutinė metinė turto vertė} &= \frac{\text{Vidutinė metinė įsipareigojimų suma}}{\text{Privilegijuotojo akcinio kapitalo vidutinė metinė suma}} + \frac{\text{Paprastojo akcinio kapitalo vidutinė metinė suma}}{\text{Paprastojo akcinio kapitalo vidutinė metinė suma}} \end{aligned}$$

Ši turto pelningumo išskaidymo formulė pagrįsta pelno paskirstymo principu. Iš jos matome pelną, paskirstytą tiems, kurie finansuoja turtą, dalyvaujantį pelno kūrimo procese. Formulėje atsižvelgta į tai, kad kreditoriai gauna savo pelno dalį palūkanomis, bet tuo pat metu ši suma koreguojama jai tenkančio pelno mokesčiu. Buhalteris paskirsto pelną tiems, kurie finansuoja turtą, sukuriantį pelną. Pelnas iš ūkinių operacijų (turto pelningumo skaitiklis), kuris nepriskirtas kreditoriams ar privilegijuotiems akcininkams, priklauso paprastųjų akcijų savininkams kaip likutis, likęs jau pareiškusiems pretenzijas į pelno dalį. Taigi dalis įmonės turto yra finansuojama ne tik kreditorių ir privilegijuotųjų

akcijų savininkų, bet ir paprastųjų akcijų savininkų.

Taigi reikia išsiaiškinti turto pelningumo ir paprastųjų akcijų kapitalo pelningumo ryšį, t. y. kokioms aplinkybėms esant paprastojo akcinio kapitalo pelningumas didesnis arba mažesnis už turto pelningumą. Paprastojo akcinio kapitalo pelningumas yra didesnis už turto pelningumą, kai pelningumas viršija kreditorių kapitalo išlaidas ir privilegijuotųjų akcininkų kapitalo išlaidas. Jeigu įmonė gali sukurti didesnę kreditorių kapitalo pelningumą ir privilegijuotųjų akcininkų kapitalo pelningumą negu tų kapitalų išlaidas, tai pelningumo pervertis atitenka paprastųjų akcijų savininkams. Imkime konkretų pavyzdį (žr. 2 ir 3 lenteles).

## 2 lentelė. Duomenys turto ir kapitalo tarpusavio ryšiui analizuoti

Rodikliai	I	II	III	IV	V
Grynasis pelnas	40,0	40,0	40,0	56	12
Palūkanų išlaidos	9,6	12	16	9,6	9,6
Privilegijuotųjų akcijų dividendai	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Grynasis pelnas, tenkantis paprastųjų akcijų savininkams	24	21,6	17,6	4,4	(4,0)
Vidutinė metinė turto suma	400	400	400	400	400
Vidutinė metinė įsiskolinimų suma	160	200	200	160	160
Vidutinė metinė privilegijuotojo akcinio kapitalo suma	80	80	80	80	80
Vidutinė metinė paprastojo akcinio kapitalo suma	160	120	120	160	160

Remdamiesi ryšiu, pateiktu formulėje ir 2 lentelės duomenimis apskaičiuosime turto pelningumo rodiklius bei skolinto kapitalo, privilegijuotojo ir paprastojo akcinio kapitalo išlaidų lygio rodiklius.

3 lentelė. Turto ir kapitalo pelningumo rodiklių ryšio analizė

Variantai	Turto pelningumas	Skolinto kapitalo išlaidų dydis	Privilegijuotojo akcinio kapitalo dividendų dydis	Paprastojo akcinio kapitalo pelningumas
I	40	9,6	6,4	24
	400	160	80	80
	10%	6%	8%	15%
II	40	12	6,4	21,6
	400	200	80	120
	10%	6%	8%	18%
III	40	16	6,4	17,4
	400	200	80	120
	10%	8%	8%	14,7%
IV	56	9,6	6,4	4,0
	400	200	80	120
	14%	6%	8%	25%
V	12	9,6	6,4	(4,0)
	400	160	80	160
	3%	6%	8%	(2,5)%

Paprastai akcinio kapitalo pelningumas gali gerokai padidėti, kai įmonė didina išsipareigojimų ir privilegijuotojo akcinio kapitalo lyginamąjį svorį kapitalo struktūroje.

Padidinus skolų lyginamąjį svorį kapitalo struktūroje nuo 40 proc. iki 50 proc. ir sumažinus paprastojo akcinio kapitalo lyginamąjį svorį nuo 40 proc. iki 30 proc., paprastojo akcinio kapitalo pelningumas padidės iki 18 proc.

Tačiau įmonė negali didinti finansavimo sverto iki begalybės, yra tam tikros ribos. Jei įmonė didina kapitalo struktūroje paskolų ar privilegijuotojo akcinio kapitalo dalį, tai didėja bendra rizika, nes padidėja rizika išmokėti dividendus ir palūkanas bei pagrindinės paskolos dalį. Įmonė pasieks tokį tašką, kai skolos išlaidos po mokesčių išskaitymo

arba privilegijuotojo akcinio kapitalo viršys pelną, gautą iš šio kapitalo.

Trečias variantas rodo, kad didinant skolos lyginamąjį svorį kapitalo struktūroje (lyginant su antru variantu) vidutinės skolos išlaidos po mokesčių išskaitymo padidės nuo 6 proc. iki 8 proc. Lyginant su pirmu variantu trečias variantas rodo, kad paprastojo akcinio kapitalo pelningumas sumažės nuo 15 proc. iki 14,7 proc. Tačiau finansinis svetas vis dar duos naudą paprastųjų akcijų savininkams, t. y. turto pelningumas (10 proc.) viršys skolų išlaidas (8 proc.) ir privilegijuotojo akcinio kapitalo išlaidas (8 proc.), bet jis nebus optimalus. Ši metodika finansininkų naudojama manipuliuojant kapitalo pelningumo rizika. Finansinis svetas rodo, kaip

vaizdžiai apibūdina C. Stickney, kardą su dviem asmenimis. Jo panaudojimas sėkmingo pelningumo metais gali duoti didelę naudą paprastųjų akcijų savininkams ir jų pelningumas gali sumažėti blogo pelningumo metais. Taigi didinant finansinį svertą didėja paprastų akcininkų pelningumo paslankumas.

## Išvados

Naudojami klasikiniai pelningumo rodikliai (nuosavo, akcinio ir pastovaus) apskaičiavimo būdai nepakankamai parodo kapitalo panaudojimo efektyvumą. Siekiant patenkinti analitinės informacijos vartotojų įvairius poreikius, siūloma modifikuoti klasikines kapitalo skaičiavimo formules. Jos padės detaliau apibūdinti kapitalo pelningumo forma-

vimosi procesą konkrečiose veiklos srityse, o vadovams priimti optimalius sprendimus finansuojant verslą ir kuriant jo strategiją.

Analizuojant kapitalo pelningumą paprastai apsiribojama tik dinamikos analize ir neskaičiuojami veiksniai, darantys jam įtaką. Veiksmų įtakai apskaičiuoti rekomenduojama naudoti įvairius Du Ponto piramidinės analizės variantus, atsižvelgiant į analizei keliamus tikslus. Naudojant Du Ponto piramidinę analizę galima apskaičiuoti įvairių lygių veiksmus pradedant pirmojo lygio veiksniais, formuojančiais kapitalo pelningumą.

Analizuojant kapitalo pelningumą būtina nustatyti jo ir turto pelningumo ryšius. Šių ryšių analizė padeda įmonių vadovams numatyti verslo finansavimo strategiją ir sumažinti finansinę riziką.

## Literatūra

1. Антони Р. Основы бухгалтерского учета. Москва: Трианда, НТТ, 1992.
2. Bernstein L. Financial Statement Analysis. Fifth Edition. Boston: Irwin, 1993.
3. Figlewicz R. E., Zeller T. I. Coverage and Capital Ratios from the Statement of Cash Flows // ABER. Vol. 22. M. 1. Spring 1991.
4. Hawkins D. E. Basic Ratio Analysis and Equity Valuation. Boston: HBS, 1985. P. 11.
5. Įmonės finansų valdymas / Parengė V. Daršukvienė pagal prof. E. Bubnio (JAV) 1990–1991 m. KTU paskaitas. Kaunas: Technologija, 1997.
6. Kaplan K. The Evolution of Management Accounting // Reading in Accounting for Management Control / Ed. by Clive Emmanuel. London: C Hall, 1992.
7. Kvedaraitė V. Finansinės būklės analizė. Vilnius: LII, 1996.
8. Kvedaraitė V. Pelningumo analizė ir prognozavimas. Vilnius: LII, 1995.
9. Копняев В. И. Методы анализа прибыли и рентабельности. Москва: Финансы, 1969.
10. Mackevičius J. Apskaita. Vilnius: Mintis, 1994.
11. Poškaitė D. Finansinės būklės analizė rinkos sąlygomis. Vilnius: VU, 1994.
12. Radavičius E. Įmonės finansai: analizė ir prognozė. Vilnius: Ekonomikos mokymo centras, 1997.
13. Selling T. I., Stickney C. P. Disaggregating the Rates of Return on Common Shareholders Equity: A New Approach // Accounting Horizons, December, 1990.
14. Stickney C. P. Financial Statement Analysis. A Strategic Perspective. Forth Worth Philadelphia and etc.: The Dryden Press Harcourt Brace College Publishers, 1993.
15. Шеремет А. Д. Метод цепных подстановок и совершенствование факторного анализа // Вестник статистики МГУ. 1971. № 4.
16. Эдельгауз Г., Рыбин В. Анализ факторов изменения рентабельности промышленного предприятия // Вестник статистики МГУ, 1967, № 2.
17. White G., Sondhi A., Fried D. The Analysis and Use of Financial Statement. New York: John Wiley and Sons, 1994.

## AN INDICATORS OF RETURN ON EQUITY AND DEVELOPMENT OF ITS ANALYSIS

### Summary

The basic concept of return on equity (ROE) is relatively simple to understand. However, care must be used in determining the elements entering its computation because there exists a variety of views, which reflect different objectives of how these elements should be used in computation of return on equity ratios.

The article aims to reveal the discussion of computation and to rise analytical problems of return on equity. The analysis of return on equity is complex process requiring thorough examining factors, which influence this ratio. The article also is devoted to development of methodical problems of return on equity.

Įteikta 1998 metų lapkričio mėn.