

NUOSAVYBĖS STRUKTŪROS POVEIKIS LIETUVOS LISTINGUOJAMŲ ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪRAI

Rimantė Vaičekauskaitė, Rasa Norvaišienė

Kauno technologijos universitetas, Lietuva

Anotacija

Verslo įmonėse priimamus finansavimo sprendimus nemaža dalimi lemia tai, kokio požiūrio laikosi jos savininkai, kokią įmonės ateities viziją jie mato, o tai, savo ruožtu, priklauso nuo to, kokie savininkai valdo įmonę. Šio tyrimo tikslas – palyginti kapitalo struktūrą ir jos kitimo tendencijas skirtingos nuosavybės struktūros įmonių grupėse, ištirti nuosavybės struktūros poveikį Lietuvos listinguojamų įmonių kapitalo struktūrai.

Šiam tyrimui atlikti yra pasirinktas dešimties metų laikotarpis nuo 2009 iki 2018 metų. Į tyrimą įtrauktos nefinansinės įmonės, listinguojamos Nasdaq Vilnius vertybinių popierių biržoje. Nuosavybės struktūra vertinta pagal nuosavybės koncentraciją ir pagal savininko identitetą. Pirmoje tyrimo dalyje atlikta skirtingos nuosavybės struktūros įmonių kapitalo struktūros palyginamoji analizė. Antrame tyrimo etape, siekiant nustatyti listinguojamų įmonių nuosavybės struktūros poveikį kapitalo struktūrai, atlikta regresinė analizė.

Atliktas tyrimas parodė nemenkus kapitalo struktūros skirtumus Lietuvos listinguojamų įmonių skirtingos nuosavybės koncentracijos įmonių grupėse ir skirtingas kapitalo struktūros kitimo tendencijas atskirose įmonių grupėse: vidutinės nuosavybės koncentracijos įmonės stengiasi naudoti vis mažiau finansinių skolų, o taip pat mažinti skolinto kapitalo dalį kapitalo struktūroje, o mažos ir didelės nuosavybės koncentracijos įmonės linkusios vis daugiau skolintis. Apibendrinus palyginamosios analizės rezultatus padaryta prielaida, kad Lietuvos listinguojamų įmonių įsiskolinimo lygio priklausomybė nuo nuosavybės koncentracijos yra U (parabolės) formos, t. y., kai įmonių nuosavybės koncentracija yra maža (mažesnė nei 25 %) arba didelė (didesnė nei 50 %), įmonės linkusios naudoti daugiau skolintų lėšų, o esant vidutinei nuosavybės koncentracijai (kai pirmas didžiausias akcininkas valdo nuo 25 % iki 50 % akcijų), stengiamasi mažinti įsiskolinimo lygį, o taip pat finansinių skolų lygį. Atliktos regresinės analizės rezultatai šią prielaidą paneigė ir leido padaryti išvadą, kad tarp nuosavybės koncentracijos ir įmonių įsiskolinimo yra statistiškai reikšmingas neigiamas tiesinis ryšys, t. y. didėjanti Lietuvos listinguojamų įmonių nuosavybės koncentracija turi statistiškai reikšmingą neigiamą poveikį tiek bendrai skolinto kapitalo daliai kapitalo struktūroje, tiek finansinių skolų daliai kapitalo struktūroje. Nepaisant to, statistiškai reikšmingos savininko identiteto įtakos Lietuvos listinguojamų įmonių įsiskolinimo lygiui, o taip pat finansinio įsiskolinimo lygiui regresinės analizės rezultatai neparodė.

Reikšminiai žodžiai: nuosavybės struktūra, kapitalo struktūra, nuosavybės koncentracija, savininko identitetas, finansinis svetas.

JEL kodai: G32.

Įvadas

Efektyvus kapitalo struktūros valdymas yra viena iš svarbiausių verslo įmonės finansų valdymo sričių, siekiant pagrindinio bet kurios verslo įmonės tikslo – jos vertės didinimo. Tuo pačiu tai itin sudėtinga finansų valdymo sritis, reikalaujanti įvertinti daugybę nuolat kintančios išorinės ir vidinės aplinkos veiksnių. Daugelio tyrimų rezultatai įrodė, kad kapitalo struktūros sprendimai priklauso nuo įmonės dydžio, jos turto materialumo, pelningumo, augimo ir investavimo galimybių, likvidumo, mokesčių tarifo ir kitų nesunkiai kiekybiškai išmatuojamų veiksnių. Visgi praktikoje kapitalo struktūrą veikia ir visa eilė veiksnių, kurių įtaką daugeliu atvejų sudėtinga įvertinti kiekybiniu požiūriu. Tarp tokių veiksnių galima išskirti šiuos: skirtingas atskirų finansavimo šaltinių patrauklumas vadovams, įmonės gyvavimo ciklo stadija, būtinybė išlaikyti finansinį lankstumą, įmonės kontrolės klausimai, atskirų interesų grupių siekiai ir t. t.

Įvairūs tyrėjai atkreipia dėmesį į vieną iš labiausiai išsiskiriančių šiuolaikinių verslo bruožų – atskirtį tarp nuosavybės ir įmonės kontrolės, kuri daro įtaką ne tik bendrovės veiklos rezultatams, tačiau ir jos veiklos plėtojimui. Atskirtis atsiranda, kai įmonės savininkai (akcininkai) pasamdo vadovą tam, kad jis vykdytų vadovaujamąją funkciją ir atstovautų savininkus jų vardu. Pirmoji iš to kylanti problema yra tai, kad delegavus sprendimų priėmimą vadovui, yra sudėtinga nustatyti, kiek optimalūs yra vadovo priimami sprendimai, kadangi savininkai patys tiesiogiai nedalyvauja jų priėmimo procese (Liu, 2016). Kita su tuo susijusi problema kyla dėl to, kad vadovybė yra tiesiogiai atsakinga už priimamus sprendimus, tačiau uždirba tik dalį pelno. Vadovai galimai deda mažesnes pastangas, valdydami bendrovės turimus išteklius, ir gali juos panaudoti savo asmeninės naudos siekimui, o ne įmonės gerovės užtikrinimui. Dėl tos priežasties sprendimai, nukreipti į asmeninės naudos siekimą, gali pakenkti įmonei. Dėl interesų konflikto tarp šių dviejų šalių susidaro vadinamosios agentavimo išlaidos. Pasak Sheikh ir Wang (2011), kuo didesnę dalį įmonės nuosavo kapitalo valdo vadovai, tuo agentavimo išlaidos mažėja. Lappalainen ir Niskanen (2012) pažymi, kad jeigu įmonėje padidėja „vidinių“ asmenų nuosavybė, kuri reiškia, kad įmonės akcininkai tuo pačiu yra ir įmonės vadovai, arba įmonės nuosavybė yra labiau centruota (bendrovės akcijos priklauso keletui stambių akcininkų) gali būti išvengiama agentavimo problemų (informacijos asimetrijos) tarp savininkų ir vadovų.

Koncentruotos nuosavybės atveju įmonėje priimami sprendimai gali būti paveikiami labiau, nei išskaidytos nuosavybės atveju, nes tuomet, kai įmonę valdo keletas stambių akcininkų, jie yra linkę labiau įsitraukti į įmonės veiklą, daugiau kontroliuoti vadovybę, labiau domėtis įmonės veiklos perspektyvomis. Stambiųjų savininkų interesai yra daug labiau suderinti tarpusavyje, siekiant pagrindinių tikslų, todėl jie verčia vadovybę priimti tokius sprendimus, kad jų interesai liktų nepažeisti. Dėl tos priežasties yra realu, kad stambieji akcininkai koncentruotos nuosavybės atveju

bus suinteresuoti palaikyti tokią kapitalo struktūrą, kuri užtikrintų jų vadovavimo pranašumą prieš įmonės vadovybę, t. y. naudoti daugiau nuosavo kapitalo. Savo ruožtu, vadovybė yra linkusi skolintis daugiau, nes tokiu atveju gali padidinti savo įtaką įmonėje ir sumažinti savininkų galimybes perimti sprendimų priėmimą. Taigi, autoriai daro išvadą, kad nuosavybės koncentracijai augant, finansinis svertas mažėja (Boateng ir kt., 2017). Ganguli (2013), Mishra ir Kapil (2017), Aluchna ir Kaminski (2017) nuosavybės struktūros poveikį įmonei sieja su kompromisu tarp bendros naudos įmonei padidėjimo ir privačios naudos siekimo. Vis dėlto, Murtaza ir Azam (2019) atlikę tyrimą nustatė, jog didėjant nuosavybės koncentracijai, auga ir finansinis svertas ir tai susiję su tuo, kad stambieji akcininkai turi didesnes galimybes sumažinti agentavimo išlaidas, efektyviau stebėti vadovybės sprendimus.

Farooq (2015) išryškino dar vieną problemą, susijusią su didele nuosavybės koncentracija – savininkai, siekiantys tik asmeninės naudos, stengiasi sumažinti informacijos pateikimą viešai (didina informacijos asimetriją), tokiu būdu yra tik keletas akcininkų, kurie žino realią situaciją ir stengiasi ją panaudoti asmeniniais tikslais. Tokie akcininkai sieks kuo mažiau skolintis, nes nenorės išorinių institucijų (kreditorių) įsikišimo ir kontrolės. Anot minėto autoriaus, mažesnė kontrolė iš išorės padidina galimybes savininkams spekuliuoti. Šis neigiamas ryšys tarp nuosavybės koncentracijos ir kapitalo struktūros trukdo įmonėms pritraukti kapitalą, plėsti veiklą.

Neigiamą ryšį tarp nuosavybės koncentracijos ir finansinio svorto įrodė Cespedes ir kt. (2010) Lotynų Amerikoje, Masood (2014) Pakistane, Farooq (2015) septyniose Vidurinių Rytų ir Šiaurės Afrikos šalyse. Tačiau Ganguli (2013), atlikęs tyrimą Indijoje, identifikavo teigiamą ryšį tarp nuosavybės koncentracijos ir finansinio svorto. Tokius rezultatus jis aiškina tuo, kad koncentruota nuosavybė leidžia labiau suderinti akcininkų interesus, todėl įmonės su didele nuosavybės koncentracija, siekdamos sumažinti agentavimo problemas, daugiau skolinasi. Tuo pačiu autorius nustatė, kad įmonėse su išskaidyta nuosavybe akcininkai mažiau kontroliuoja vadovų veiksmus ir sprendimus, todėl vadovai, siekdami ir toliau išlaikyti savo įtaką, vengia skolintis. Siekis naudoti mažiau finansinių skolų tokiose įmonėse sietinas ir su tuo, kad vengiama kreditorių priežiūros ir kontrolės. Bendruoju atžvilgiu, nors daugelis autorių nustatė neigiamą nuosavybės koncentracijos ir finansinio svorto ryšį, randama ir visiškai priešingų tyrimų išvadų, kuriomis pabrėžiamas teigiamas ryšys tarp nuosavybės koncentracijos ir finansinio svorto, o tai tik dar labiau įrodo šios tyrimų srities aktualumą ir poreikį atlikti tolimesnius tyrimus.

Svarbią reikšmę įmonėje priimamiems sprendimams turi ir tai, kokia yra jos savininkų struktūra pagal savininko identitetą. Remiantis Pöyry ir Maury (2010), Margaritis ir Psillaki (2010), Pindado ir De la Torre (2011), Sheikh ir Wang (2012), Zouari ir Taktak (2014), Salehi ir kt. (2017) tyrimais galima išskirti visą eilę savininko identitetų: valstybinė/vyriausybinių nuosavybė, šeimos nuosavybė, užsienio nuosavybė, institucinė nuosavybė, vadovų nuosavybė. Boateng ir kt. (2017), išanalizavę Kinijos listinguojamas įmones, nustatė, kad, kai didelė nuosavybės dalis priklauso valstybei, finansinis svertas yra nedidelis. Gottardo ir Moisello (2014), atlikę tyrimą, padarė išvadą, kad įmonės, kuriose vyrauja šeimos nuosavybė, vengia pritraukti kapitalą, leidžiant akcijų emisijas ar kitu būdu, kuris reikštų nuosavybės teisių dalinimąsi su ne šeimos nariais, todėl jos yra linkusios daugiau skolintis. Tokie šeimos nuosavybei priklausančių įmonių sprendimai, autorių nuomone, yra susiję su šeimos kontrolės, vertybių, tradicijų praradimo rizikos vengimu. Sheikh ir Wang (2012) savo tyrime analizavo vadovų nuosavybės poveikį įmonės kapitalo struktūrai ir nustatė, kad nuosavybės struktūroje padidėjus vadovų nuosavybės daliai yra geriau suderinami akcininkų ir vadovų tarpusavio interesai, todėl nebelieka vadinamųjų agentavimo išlaidų bei įmonės kapitalo struktūroje sumažėja skolinto kapitalo dalis. Kontraversišką nuomonę dėl vadovų nuosavybės poveikio skolos daliai bendroje kapitalo struktūroje pateikė Farhangdoust ir kt. (2020). Pastarųjų autorių atliktu tyrimu buvo nustatyta, kad nėra jokio reikšmingo ryšio tarp vadovų nuosavybės ir finansinio svorto. Tokie gautų rezultatų skirtumai gali būti paaiškinami skirtingais tyrimo atlikimo laikotarpiais, skirtingomis geografinėmis vietomis, rinkomis, lemiančiomis skirtingas pačių vadovų, akcininkų asmenines savybes, kurios daro skirtingą poveikį jų elgsenai ir priimamiems sprendimams. Ištyręs institucinės nuosavybės poveikį įmonės finansavimo sprendimams Masood (2014) nustatė, kad institucinė nuosavybė veikia kaip drausminanti skolinimąsi aplinkybė, todėl kuo didesnę dalį įmonės nuosavybės struktūroje sudaro institucinė nuosavybė, tuo finansinis svertas yra mažesnis. Remiantis Din ir kt. (2021) išvadomis, instituciniai investuotojai turi pakankamai išteklių, patirties ir galimybių aktyviai stebėti vadovų sprendimus. Dėl tos priežasties vadovai neturi galimybių veikti vedami savų interesų siekimo ir tokiu būdu įmonės finansinė veikla tampa efektyvesnė, skaidresnė, ištekliai tinkamai paskirstyti. Taigi, įvairių autorių tyrimuose minėti savininkai skiriasi pagal savo veiklos tikslus, lūkesčius, galimybes, veiklos organizavimo principus ir strategijas, todėl natūralu, kad sprendimai, susiję su finansavimo šaltinių pritraukimu, įmonėse, besiskiriančiose savininkų identitetu, gali būti labai skirtingi.

Apibendrinant įvairių mokslininkų atliktų tyrimų rezultatus neabejotinai galima teigti, jog nuosavybės struktūra turi reikšmingą poveikį finansavimo sprendimams ir kapitalo struktūrai, tačiau poveikis gali būti skirtingas, priklausomai nuo šalies, išorinių finansavimo šaltinių prieinamumo, vidinių įmonės veiksmų, įmonių savininkų siekių ir interesų. Šio tyrimo autoriams atlikus paiešką įvairiose duomenų bazėse nebuvo rasta panašių tyrimų Lietuvoje, kurie leistų atsakyti į klausimą – kokį poveikį Lietuvos įmonių kapitalo struktūrai daro nuosavybės struktūra, todėl šiuo tyrimu siekiama sumažinti minėtą spragą. Dėl riboto Lietuvos įmonių finansinių duomenų, o taip pat duomenų apie nuosavybės struktūrą prieinamumo tokį tyrimą atlikti galima tik su laisvai prieinamais listinguojamų įmonių duomenimis. Mūsų tyrimo tikslas – palyginti kapitalo struktūrą ir jos kitimo tendencijas skirtingos nuosavybės struktūros įmonių grupėse, o taip pat kompleksiskai ištirti nuosavybės struktūros poveikį Lietuvos listinguojamų įmonių kapitalo struktūrai.

Tyrimo metodika

Šiam tyrimui atlikti yra pasirinktas dešimties metų laikotarpis nuo 2009 iki 2018 metų. Tyrimui pasirinktas dešimties metų laikotarpis, nes tokia trukmė leidžia išvengti ilgo laikotarpio tendencijas ir formuluoti jomis grįstas išvadas. Į tyrimą įtrauktos įmonės, listinguojamos Nasdaq Vilnius vertybinių popierių biržoje. Siekiant išvengti imties ir rezultatų iškraipymo, iš jos pašalintos finansinės įmonės; pašalintos įmonės, kurių finansinės ataskaitos nepateikiamos už tyrimo analizuojamą laikotarpį; pašalintos įmonės, kurių finansinių metų pabaiga nesutampa su kalendorinių metų pabaiga (būtent tokius kriterijus naudojo šios srities tyrėjai Su ir kt. (2013), Cespedes ir kt. (2010), Sheikh ir Wang (2012), Masood (2014)).

Pirmoje tyrimo dalyje atlikta skirtingos nuosavybės struktūros įmonių kapitalo struktūros palyginamoji analizė. Mokslinėje literatūroje dažniausiai nuosavybės struktūra vertinama dvejopai. Pirmasis būdas, kai vertinama nuosavybės koncentracija, o antrasis būdas, kai nustatomi skirtingų akcininkų grupių tipai arba vadinamasis savininko identitetas (tokių kriterijų nuosavybės struktūros vertinimui savo tyrimuose naudojo Margaritis ir Psillaki (2010), Agyei ir Owusu (2014), Lappalainen ir Niskanen (2012), Mishra ir Kapil, (2017)). Taigi, atliekant tyrimą pasitelkti ir kitų tyrėjų naudojami nuosavybės struktūrą įvertinantys kriterijai – nuosavybės koncentracija ir savininko identitetas.

Nuosavybės koncentracija vertinama skaičiuojant, kiek konkretus įmonės savininkas valdo įmonės akcijų arba kokia dalis nuosavybės priklauso didžiausiems įmonės akcininkams (Salehi ir kt., 2017). Šiam tyrimui nuosavybės koncentracijos klasifikacija pasirinkta remiantis Margaritis ir Psillaki (2010) bei Wellalage ir Locke (2015) atliktuose tyrimuose naudotomis klasifikacijomis. Jose autoriai apskaičiavo didžiausio įmonės akcininko (dar kitaip tyrimuose vadinamo pirmojo didžiausio akcininko) valdomą akcijų dalį ir pagal tai priskyrė kiekvieną iš įmonių vienai iš minėtų nuosavybės koncentracijos grupių. Tokia pat klasifikacija naudojama, atliekant ir šį tyrimą bei visas įmones skirstant į tris grupes:

- *Mažos nuosavybės koncentracijos įmonės.* Šiai grupei priskirtos įmonės, kuriose pirmas didžiausias akcininkas valdo iki 24 % įmonės akcijų.
- *Vidutinės nuosavybės koncentracijos įmonės.* Šiai grupei priskirtos įmonės, kuriose pirmas didžiausias akcininkas valdo nuo 25 % iki 49 % įmonės akcijų.
- *Didelės nuosavybės koncentracijos įmonės.* Šiai grupei priskirtos įmonės, kuriose pirmas didžiausias akcininkas valdo daugiau nei 50 % įmonės akcijų.

Siekiant nustatyti, ar savininko identitetas daro įtaką Lietuvos listinguojamų įmonių kapitalo struktūrai, yra pasirinktas vienas savininko identitetas – institucinė nuosavybė, tokiu būdu visas įmones suskirstant į dvi grupes pagal tai, kokia dalis akcijų priklauso instituciniams vienetams. Šis pasirinkimas grindžiamas pačios imties, t. y. Lietuvos listinguojamų įmonių akcininkų struktūros specifika. Visų pirma, buvo sudaryta kiekvienos į imtį įtraukiamos įmonės nuosavybės struktūros matrica. Joje buvo išskiriama, kokie akcininkai valdo įmonę pagal kiekvienam iš jų priklausančią akcijų dalį. Tokiu būdu buvo nustatyta, kad tyrimui pakankama Lietuvos listinguojamų įmonių imtis atskirose įmonių grupėse susidaro tik tuo atveju, kai jos klasifikuojamos pagal tai, kokia dalis nuosavybės yra valdoma institucinių vienetų, o klasifikuojant listinguojamas įmones pagal kitus savininko identiteto požymius (valstybės/vyriausybės valdomą nuosavybės dalį, šeimos valdomą nuosavybės dalį, užsienio investuotojų valdomą nuosavybės dalį) dėl pernelyg mažo atskiroms nuosavybės struktūros grupėms priskiriamų įmonių kiekio gauti rezultatai būtų nereprezentatyvūs. Taigi, siekiant kuo reprezentatyviau atspindėti imtį bei jos specifika, buvo pasirinkta tirti šio savininko identiteto (institucinės nuosavybės) poveikį Lietuvos listinguojamų įmonių kapitalo struktūrai. Šioje tyrimo dalyje yra taikomas kombinuotas nuosavybės struktūros vertinimo būdas, kai visų pirma atsižvelgiama į akcininko identitetą, o vėliau į jo valdomą įmonės akcijų dalį.

Pagal šį kriterijų įmonės suskirstytos į dvi grupes:

- *Institucinei nuosavybei priskiriamos įmonės* – tai įmonės, kurių akcininkų, priskiriamų instituciniams vienetams, bendrai valdoma akcijų dalis sudaro daugiau nei 25 %.
- *Ne institucinei nuosavybei priskiriamos įmonės* – tai įmonės, kurių akcininkai yra ne instituciniai vienetai arba institucinių vienetų bendrai valdoma įmonės akcijų dalis sudaro mažiau nei 25 %.

Svarbu pastebėti, kad vertinant nuosavybės struktūrą pagal savininko identitetą ribinė 25 % institucinės nuosavybės dalis pasirinkta, remiantis kitų mokslininkų atliktais tyrimais ir darytomis prielaidomis. Agyei ir Owusu (2014) savo analizėje taip pat taikė kombinuotą nuosavybės struktūros vertinimo būdą atsižvelgdami, kad savininkų valdoma akcijų dalis būtų koncentruota. Savo ruožtu sąvoka koncentruota dalis reiškia, kad bendrai valdoma institucinė nuosavybė turi būti priskiriama vidutinei arba didelei nuosavybės koncentracijai, nes maža nuosavybės koncentracija reiškia išskaidytą nuosavybės struktūrą, kai įmonę valdo daug smulkių akcininkų.

Kapitalo struktūrą apibūdinančių rodiklių pasirinkimas grindžiamas tuo, kad analizuojant literatūrą, buvo nustatyta, jog kapitalo struktūrai įvertinti tyrėjai Masood (2014), Sheikh ir Wang (2012), Margaritis ir Psillaki (2010), Wellalage ir Locke (2015), Farooq (2015) bei kt. naudoja skirtingus rodiklius – vieni vertina visą įsipareigojimų sumą bendroje kapitalo struktūroje, kiti tik finansines skolas arba kapitalo struktūros įvertinimui naudoja finansinį svertą. Šiame tyrimo kapitalo struktūrai įvertinti buvo pasirinkti du pagrindiniai finansų analizėje naudojami rodikliai, kurie šio tyrimų autorių sprendimu, yra pakankami įvertinti įmonių kapitalo struktūrai:

- *Įsiskolinimo koeficientas*, parodantis, kokia dalis turto finansuojama skolintomis lėšomis (visi įsipareigojimai/visas turtas).

- *Finansinio įsiskolinimo koeficientas*, parodantis, kokia dalis turto finansuojama finansinėmis skolomis (ilgalaikės ir trumpalaikės finansinės skolos/visas turtas).

Antrame tyrimo etape, siekiant tyrimo rezultatų patikimumo, o taip pat norint kompleksiskai įvertinti tiek nuosavybės koncentracijos, tiek savininko identiteto poveikį Lietuvos listinguojamų įmonių kapitalo struktūrai, buvo nuspręsta pasitelkti regresinę analizę. Šia analize siekta nustatyti nuosavybės struktūros poveikį Lietuvos listinguojamų įmonių kapitalo struktūrai, nuosavybės struktūrą įvertinant tiek pagal savininko identitetą, tiek pagal nuosavybės koncentraciją bei gautais rezultatais iš regresinės analizės pagrįsti atliktos palyginamosios analizės rezultatus. Sheikh ir Wang (2012), Farooq (2015), Agyei ir Owusu (2014) bei kt., taip pat naudojo regresinę analizę ir beveik visų autorių tyrimuose buvo pasirinkta įtraukti pirmojo didžiausio bei antrojo didžiausio akcininkų nuosavybės koncentracijas. Tokiu būdu yra įvertinama didžiausių akcininkų įtaka įmonių kapitalo struktūrai bei su ja susijusiems sprendimams. Taip pat į regresines lygtis paprastai įtraukiama ir visa eilė kontrolinių kintamųjų, padedančių įvertinti įmonių vidines charakteristikas. Apibendrinus įvairių autorių (Sheikh ir Wang, 2012; Farooq, 2015; Agyei ir Owusu, 2014) atliktus tyrimus į regresines lygtis įtraukti šie kontroliniai kintamieji: įmonės dydis (turto logaritmas), pelningumas (pelno prieš palūkanas ir mokesčius (EBIT) ir viso įmonės turto santykis), augimas (procentinis įmonės turto vertės pasikeitimas), turto materialumas (materialaus turto ir viso įmonės turto santykis), likvidumas (trumpalaikio turto ir trumpalaikių įsipareigojimų santykis). Taigi, šiose lygtyse priklausomas kintamasis yra vienas iš kapitalo struktūrą apibūdinančių rodiklių (įsiskolinimo koeficientas KS1; finansinio įsiskolinimo koeficientas KS2), o nepriklausomi kintamieji yra nuosavybės struktūrą apibūdinantys rodikliai bei kontroliniai kintamieji. Svarbu aptarti nuosavybės struktūrą apibūdinančių rodiklių reikšmes: pirmasis didžiausias akcininkas yra įmonės savininkas, kuris valdo didžiausią įmonės akcijų dalį, o antrasis didžiausias akcininkas yra antras pagal valdomą įmonės akcijų dalies dydį įmonės savininkas. Tiek pirmojo, tiek antrojo didžiausių akcininkų valdoma akcijų dalis įvertinama procentiniu dydžiu arba koeficientu, skaičiuojant santykį tarp konkrečiam akcininkui priklausančių akcijų bei visų įmonės akcijų skaičiaus. Analizėje naudoti tik pirmasis ir antrasis didžiausi akcininkai, kadangi pagal jų valdomą akcijų dalį yra įvertinama ar įmonės nuosavybės struktūra yra koncentruota ar išskaidyta. Svarbu priminti, kad koncentruota įmonės nuosavybės struktūra yra tada, kai įmonę valdo keli stambūs akcininkai, o išskaidyta įmonės struktūra yra tuomet, kai įmonė priklauso daugybei smulkių akcininkų.

Žemiau pateiktos lygtys, kurios naudotos atliekant regresinę analizę. Kintamieji regresiniuose modeliuose matuojami koeficientais.

$$KS1_{it} = \alpha + \beta_1 IN_{it} + \beta_2 NS1_{it} + \beta_3 NS2_{it} + \beta_4 ID_{it} + \beta_5 PEL_{it} + \beta_6 AUG_{it} + \beta_7 TM_{it} + \beta_8 LIK_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

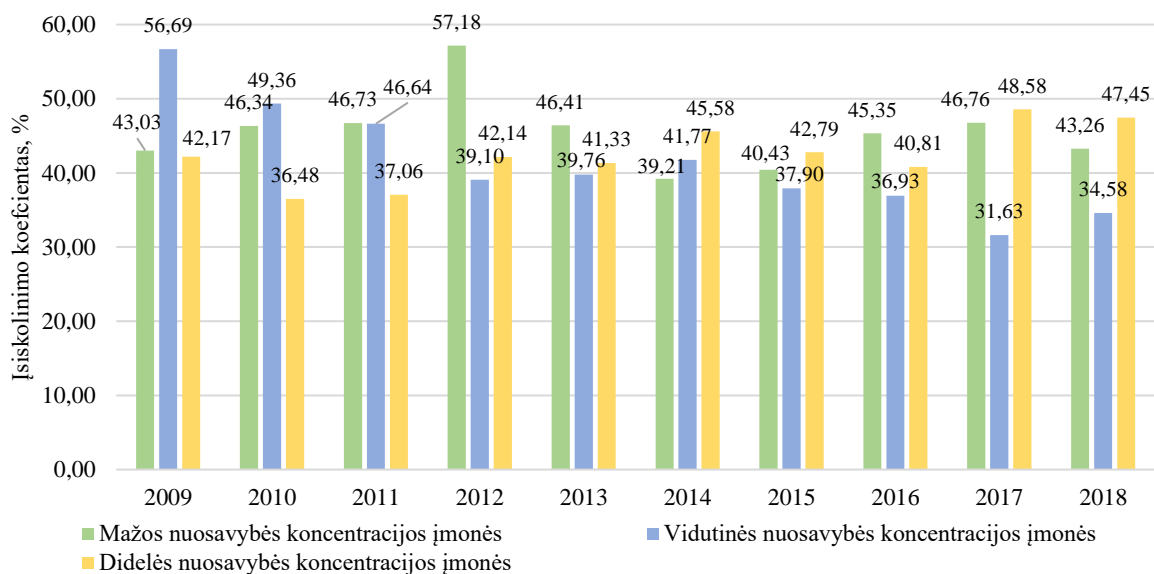
$$KS2_{it} = \alpha + \beta_1 IN_{it} + \beta_2 NS1_{it} + \beta_3 NS2_{it} + \beta_4 ID_{it} + \beta_5 PEL_{it} + \beta_6 AUG_{it} + \beta_7 TM_{it} + \beta_8 LIK_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

čia KS1 – įsiskolinimo koeficientas;
 KS2 – finansinio įsiskolinimo koeficientas;
 IN – institucinės nuosavybės koncentracija;
 NS1 – pirmojo didžiausio akcininko nuosavybės koncentracija;
 NS2 – antrojo didžiausio akcininko nuosavybės koncentracija;
 ID – įmonės dydis;
 PEL – pelningumas;
 AUG – augimas;
 TM – turto materialumas;
 LIK – likvidumas.

Prieš atliekant regresinę analizę, buvo patikrinta, ar kintamieji, kurie įtraukiami į modelį, yra pasiskirstę pagal normalųjį skirstinį, o tie, kurie neatitiko šios sąlygos, buvo normalizuojami. Taip pat kiekvienam regresijos modeliui buvo sudaromos koreliacinės matricos, kurios padėjo identifikuoti daugiakolinearumą. Nepriklausomi kintamieji, kurie buvo susiję stipria tiesine priklausomybe, buvo netraukiami į sudaromus modelius. Pasirinkimas, kurį kintamąjį pašalinti iš modelio, buvo grindžiamas tuo, kad pašalinami yra tie kintamieji, kurie neįvertina nuosavybės struktūros, t. y. kontroliniai kintamieji, o kitu atveju buvo atsižvelgiama į kintamojo reikšmingumą priklausomam kintamajam.

Skirtingos nuosavybės koncentracijos įmonių kapitalo struktūros kitimo tendencijos

Lietuvos listinguojamų įmonių įsiskolinimo koeficiento analizė parodė, kad mažos nuosavybės koncentracijos įmonės 2009–2012 m. finansavimo šaltinių struktūroje padidinę skolinto kapitalo dalį nuo 43,03 % iki 57,18 %, 2013–2014 m. ją sumažino iki šiai įmonių grupei rekordiskai mažos dalies, siekiančios 39,21 %. Vėlesniais metais šios grupės įmonės palaikė gana stabilią skolinto kapitalo dalį, siekiančią vidutiniškai 44 % (žr. 1 pav.). Skirtingai, nei mažos nuosavybės koncentracijos įmonių grupėje, vidutinės nuosavybės koncentracijos įmonės laikotarpiu nuo 2009 iki 2012 m. sparčiai mažino skolintą kapitalą: 2009 m. jis sudarė 56,7 % viso kapitalo, o 2012 m. pabaigoje – jau tik 39,1 %. 2013–2016 m. šios grupės įmonės buvo linkę palaikyti gana nedaug besikeičiančią kapitalo struktūrą, 2017 m. dar labiau sumažino įsiskolinimo lygį ir skolintas kapitalas sudarė jau tik 31,6 % šių įmonių finansavimo šaltinių.

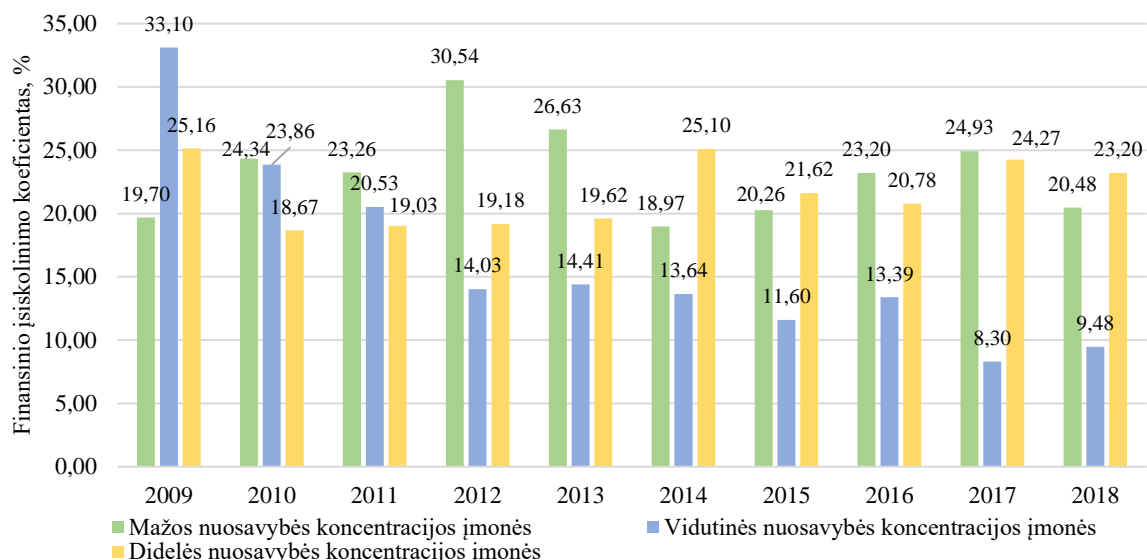


1 pav. Skirtingos nuosavybės koncentracijos Lietuvos listinguojamų įmonių vidutinis išiskolinimo koeficientas 2009–2018 m.

(Šaltinis: sudaryta autorių, remiantis įmonių finansinėmis ataskaitomis)

Kiek kitokios tendencijos pastebimos didelės nuosavybės koncentracijos įmonių grupėje, nes šiai grupei priskirtos įmonės 2010 m., lyginant su 2009 m., sumažinę skolinto kapitalo dalį kapitalo struktūroje nuo 42,17 % iki 36,48 %, kasmet iki 2014 m. naudojo vis daugiau skolinto kapitalo. 2017 m. didelės nuosavybės koncentracijos įmonių kapitalo struktūroje skolintos lėšos sudarė jau 48,58 %. Tokią kapitalo struktūros kaitą analizuojamose įmonių grupėse galima sieti su vidutinės nuosavybės koncentracijos pokyčiais kiekvienoje grupėje. Atlikus tyrimus nustatyta, kad mažos nuosavybės koncentracijos įmonėse vidutinė nuosavybės koncentracija analizuojamu laikotarpiu didėjo, t. y. didžiausi įmonių akcininkai valdė vis didesnę dalį įmonės akcijų. Tuo tarpu vidutinės nuosavybės koncentracijos įmonėse pirmo didžiausio akcininko valdoma akcijų dalis pasižymėjo mažėjimo tendencija, o didelės nuosavybės koncentracijos įmonėse ši dalis išliko gana stabili. Tokios kapitalo struktūros pokyčių tendencijos yra susijusios su tuo, kad įmonėse, kuriose pirmas didžiausias akcininkas valdo kontrolinį akcijų paketą, t. y. jam priklausanti įmonės akcijų dalis sudaro daugiau nei 50 proc., akcininkui siekiant išlaikyti kontrolę vengiama priimti sprendimus, susijusius su kapitalo pritraukimu leidžiant naujas akcijų emisijas ar parduodant savo akcijų dalį kitam investuotojui. Tuo tarpu smulkesni akcininkai (tai ypač aktualu akcininkams, kurie valdo vidutiniškai nuo 25 proc. iki 49 proc. įmonės akcijų) yra suinteresuoti savo kontrolės didinimu ir dažniau priima sprendimus, kurie leistų padidinti jų valdomą akcijų dalį įmonėje. Iš gautų rezultatų galima pastebėti, kad paskutiniaisiais dviem analizuojamo laikotarpio metais ypač išryškėjo skirtumai tarp vidutinės nuosavybės koncentracijos įmonių ir kitų grupių įmonių kapitalo struktūros: vidutinės nuosavybės koncentracijos įmonėse skolintas kapitalas sudarė vidutiniškai 33 % visų finansavimo šaltinių, tuo tarpu mažos nuosavybės koncentracijos įmonėse ši dalis siekė vidutiniškai 45 %, o didelės nuosavybės koncentracijos įmonėse beveik 48 %.

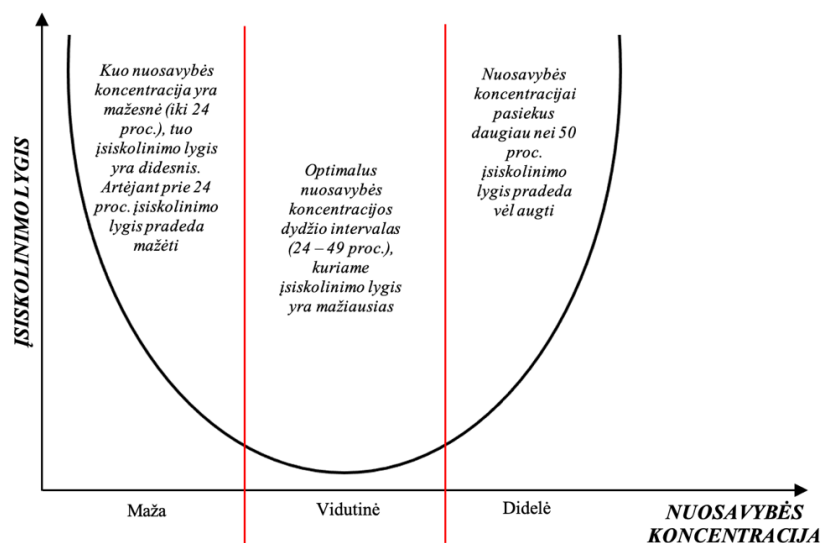
Finansinio išiskolinimo koeficiento kitimas visose trijose skirtingos nuosavybės koncentracijos įmonių grupėse pasižymėjo gana skirtingomis tendencijomis (žr. 2 pav.). 2009–2012 m. įmonės, kuriose pirmas didžiausias akcininkas valdo iki 24 % įmonės akcijų, savo einamosios veiklos finansavimui ir veiklos plėtojimui naudojo vis daugiau finansinių skolų, todėl finansinių skolų ir turto santykis nuo 0,2 išaugo iki 0,31. Iki 2014 m. pabaigos šios grupės įmonės sumažino finansinių skolų dalį kapitalo struktūroje iki beveik 19 %, vėliau 3 metus iš eilės vėl finansavimui pasitelkė vis daugiau finansinių išiskolinimo komponentų. Visu analizuojamu laikotarpiu įmonių grupėje, kurių nuosavybės koncentracija priskiriama vidutinei, finansinio išiskolinimo koeficientas mažėjo: 2009 m. šios įmonių grupės finansinės skolos sudarė daugiau nei 33 %, o 2018 m. tik 9,5 % visų finansavimo šaltinių. Akivaizdu, kad šių įmonių skolinto kapitalo struktūroje vis didesnę dalį sudarė nefinansiniai išpareigojimai. Didelės nuosavybės koncentracijos įmonėse finansinių skolų dalis kapitalo struktūroje per 2010 m. sumažėjusi nuo 25,2 % iki 18,7 %, labai panašaus lygio išliko ir 2011–2013 m. Žymesnis pasikeitimas šios grupės įmonių kapitalo struktūroje pastebimas 2014 m., kuomet finansinės skolos sudarė 25,1 % visų finansavimo šaltinių ir pasiekė 2009 m. lygį. Tuo tarpu 2015–2018 m. finansinių skolų dalis didelės nuosavybės koncentracijos įmonių kapitalo struktūroje siekė vidutiniškai 22,5 % ir buvo beveik tokia pati, kaip mažos nuosavybės koncentracijos įmonių. Galima pastebėti, kad gauti rezultatai kiekvienoje iš nuosavybės koncentracijos grupių yra labai panašūs į prieš tai aptartą išiskolinimo koeficiento kitimo tendencijas, o tai rodo, kad ryšys tarp nuosavybės koncentracijos ir Lietuvos listinguojamų įmonių finansinių skolų dalies kapitalo struktūroje gali būti labai panašus į ryšį tarp šių įmonių nuosavybės koncentracijos ir jų kapitalo struktūros.



2 pav. Skirtingos nuosavybės koncentracijos Lietuvos listinguojamų įmonių vidutinis finansinio išskolinimo koeficientas 2009–2018 m.

(Šaltinis: sudaryta autorių, remiantis įmonių finansinėmis ataskaitomis)

Atlikus tyrimus buvo pastebėta, kad įmonių, kurių pirmas didžiausias akcininkas valdo nuo 25 % iki 49 % įmonės akcijų, išskolinimo lygiai pasižymėjo mažėjimo tendencija visu analizuojamu laikotarpiu. Įmonių, kurių pirmas didžiausias akcininkas valdo iki 25 % įmonės akcijų, bei įmonių, kurių pirmas didžiausias akcininkas valdo daugiau nei 50 % įmonės akcijų, tiek išskolinimo lygis, tiek finansinio išskolinimo lygis tyrimo laikotarpiu buvo gana nestabilūs ir neturėjo aiškios kitimo tendencijos, tačiau akivaizdu, kad paskutiniaisiais tiriama laikotarpio metais ėmė vis labiau ryškėti kapitalo struktūros skirtumai tarp didelės bei mažos nuosavybės koncentracijos įmonių grupės ir vidutinės nuosavybės koncentracijos įmonių grupės. Paskutiniais dviem analizuojamo laikotarpio metais vidutinės nuosavybės koncentracijos įmonėse finansinės skolos sudarė vos 8,9 % šių įmonių kapitalo struktūroje, tuo tarpu mažos ir didelės nuosavybės koncentracijos įmonių finansinio išskolinimo lygis buvo beveik 2,6 karto didesnis, nes skolos finansų institucijoms sudarė beveik 23,2 % šių įmonių finansavimo šaltinių. Šią tendenciją, kaip minėta, lemia tai, kad įmonių grupėje, kurioje nuosavybės koncentracija yra maža, nuosavybės koncentracija analizuojamu laikotarpiu augo ir artėjo prie 25 % ribos, o didelės nuosavybės koncentracijos įmonių grupėje nuosavybės koncentracija 2009 – 2018 m. buvo stabili. Taigi, galima daryti prielaidą, kad Lietuvos listinguojamų įmonių išskolinimo lygio priklausomybė nuo nuosavybės koncentracijos yra U (parabolės) formos, t. y., kai įmonių nuosavybės koncentracija yra maža (mažesnė nei 25 %) arba didelė (didesnė nei 50 %), įmonės linkusios naudoti daugiau skolintų lėšų, o esant vidutinei nuosavybės koncentracijai (kai pirmas didžiausias akcininkas valdo nuo 25 % iki 50 % akcijų), stengiamasi mažinti išskolinimo lygį, o taip pat finansinių skolų lygį. Siekiant pavaizduoti šią priklausomybę, sudarytas nuosavybės koncentracijos poveikio Lietuvos listinguojamų įmonių kapitalo struktūrai grafikas (žr. 3 pav.).



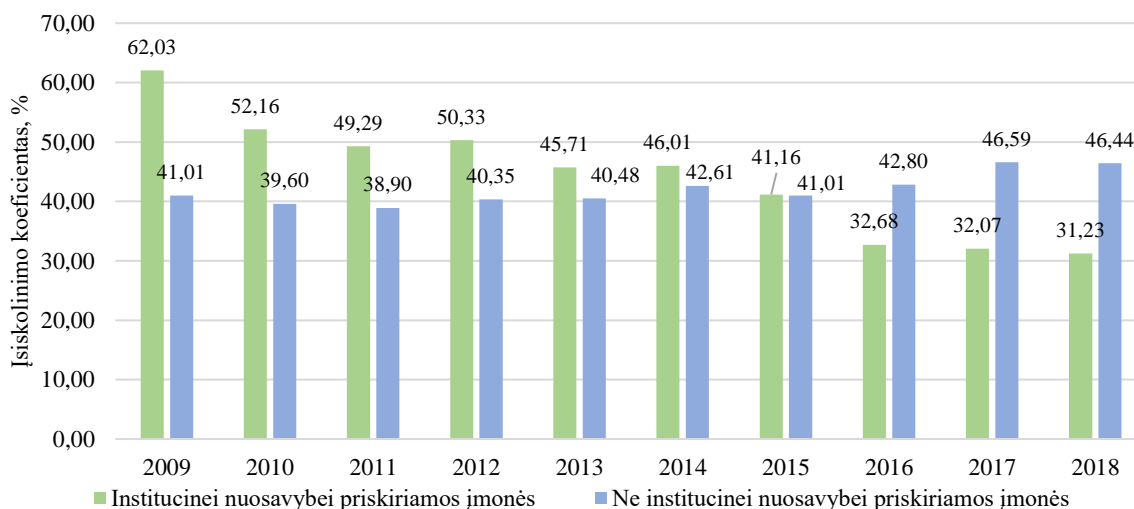
3 pav. Nuosavybės koncentracijos poveikio Lietuvos listinguojamų įmonių išskolinimo lygiui grafikas

Grafikas parodo, kad įmonėse su maža nuosavybės koncentracija galimai pasireiškia neigiamas ryšys tarp nuosavybės koncentracijos augimo ir išskolinimo lygio kitimo, o didelės koncentracijos įmonėse šis ryšys teigiamas (žr. 3 pav.). Tuo tarpu tuomet, kai nuosavybės koncentracija yra intervale nuo 25 % iki 49 %, išskolinimo lygis gali svyruoti – didėti arba mažėti, priklausomai nuo koncentracijos pasikeitimo tam tikru laiko momentu, tačiau šiame intervale esančių įmonių išskolinimo lygis dažniausiai yra daug mažesnis, nei kitų grupių įmonių.

Panašų ryšį tarp nuosavybės koncentracijos ir kapitalo struktūros identifiko Cespedes ir kt. (2010), Farooq (2015), Wellalage ir Locke (2015). Tokį ryšį galima paaiškinti tuo, kad, esant mažai nuosavybės koncentracijai, atskiri akcininkai turi nedidelę įtaką įmonės valdymui, jų interesai gali būti labai skirtingi, jie mažiau kontroliuoja įmonės veiklą. Tokių įmonių vadovai, siekdami išlaikyti ir stiprinti savo pozicijas sprendimų priėmimo srityje, linkę veiklos finansavimui pasitelkti daugiau skolintų finansavimo šaltinių. Didėjant nuosavybės koncentracijai, savininkai, iš vienos pusės, siekia didinti savo įtaką įmonės valdymui, todėl yra suinteresuoti didinti valdomą akcijų paketo dalį. Iš kitos pusės, kaip jau buvo minėta, gali pasireikšti oportunistinis elgesys, kuomet akcininkai vengia išskaidyti valdymo kontrolę, todėl vengia pritraukti papildomą nuosavą kapitalą ir labiau linkę naudoti vidinius finansavimo šaltinius. Toks asmeninės naudos siekimas gali trukdyti pritraukti papildomas įmonei reikalingas lėšas ir, savo ruožtu, stabdyti įmonės plėtrą. Tuo tarpu įmonėse, kuriose nuosavybės koncentracija didelė, stambiųjų akcininkų interesai gali būti lengviau suderinami, jie suinteresuoti mažinti agentavimo kaštus, užtikrinti vadovų priimamų sprendimų efektyvumą, todėl tokiose įmonėse pasitelkiama daugiau skolintų finansavimo šaltinių.

Pagal savininko identitetą besiskiriančios nuosavybės struktūros įmonių kapitalo struktūros dinamika

Atlikus analizę nustatyta, kad tiriamu laikotarpiu didžioji dalis Lietuvos listinguojamų įmonių buvo valdoma ne institucinių investuotojų, nes instituciniams investuotojams jose priklausė mažiau nei 25 % akcijų. 2009 m. institucinei nuosavybei buvo priskirta 35,7 % visų į tyrimą įtrauktų įmonių, o iki 2018 m. pabaigos institucinei nuosavybei priskirtų įmonių dalis sumažėjo iki 21,4 %. Ištyrus šios grupės įmonių vidutinę nuosavybės koncentraciją pastebėtos šios koncentracijos didėjimo tendencijos: 2009 m. instituciniai vienetai valdė vidutiniškai 42,7 % šių įmonių nuosavybės, o 2018 m. institucinių vienetų valdoma nuosavybės dalis jau siekė 46,5 %. Kuo didesnę įmonės dalį valdo analizuojamo tipo savininkai, tuo didesnė yra jų įtaka įvairiems sprendimams, tame tarpe ir kapitalo struktūros formavimo sprendimams.



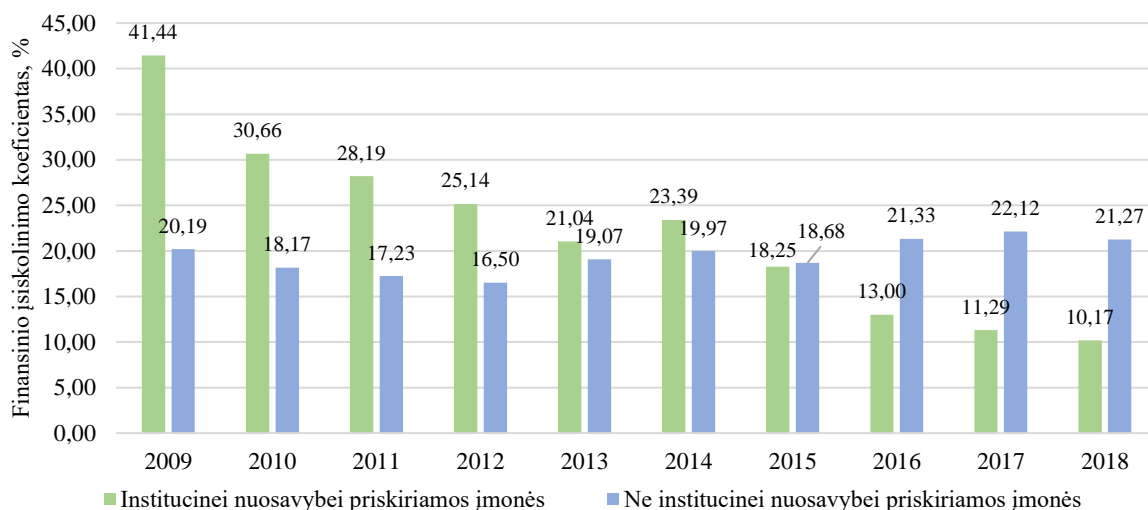
4 pav. Skirtingo savininko identiteto Lietuvos listinguojamų įmonių vidutinis išskolinimo koeficientas 2009–2018 m.

(Šaltinis: sudaryta autorių, remiantis įmonių finansinėmis ataskaitomis)

Atlikus tyrimą nustatyta, kad įmonių, kuriose instituciniai investuotojai valdo daugiau nei 25 % akcijų, skolinto kapitalo dalis viso kapitalo struktūroje tendencingai mažėjo: analizuojamo laikotarpio pradžioje šios grupės įmonių kapitalo struktūroje skolintas kapitalas sudarė daugiau nei 62 %, o laikotarpio pabaigoje – tik kiek daugiau nei 31 %. Kitokia situacija pastebima įmonių grupėje, kurioje instituciniams vienetais priklauso mažiau nei 25 % akcijų: šios grupės įmonių išskolinimo koeficientas 2009–2016 m. buvo gana stabilus ir vidutiniškai siekė 40,8 %, o 2017–2018 m. skolintų lėšų dalis šios grupės įmonių kapitalo struktūroje padidėjo iki vidutiniškai 46,5 % (žr. 4 pav.). Tokios pastaraisiais metais skirtingos kapitalo struktūros kitimo tendencijos lėmė vis didėjančius kapitalo struktūros skirtumus pagal savininko identitetą besiskiriančiose įmonių grupėse: institucinei nuosavybei priskiriamos įmonės naudojo vis mažiau skolintų finansavimo šaltinių, o ne institucinei nuosavybei priskiriamos įmonės vis daugiau skolinosi.

Tyrimo rezultatai parodė, kad įmonėse, kuriose instituciniai investuotojai bendrai valdo daugiau nei 25 % nuosavybės, finansinio išskolinimo koeficientas mažėjo visu analizuojamu laikotarpiu: 2009 m. finansinės skolos sudarė daugiau nei 41 %, o 2018 m. tik kiek daugiau nei 10 % visų finansavimo šaltinių. Kitoje įmonių grupėje, kur didesnę nuosavybės dalį priklauso ne instituciniams vienetais, finansinio išskolinimo koeficientas svyravo, tačiau bendruoju

atžvilgiu per analizuojamą laikotarpį nežymiai išaugo, nes 2009 m. siekė daugiau nei 20 %, o 2018 m. – daugiau nei 21 %. Viena iš tokio spartaus finansinio įsiskolinimo mažėjimo priežasčių galėjo būti tai, kad vis didesnę dalį minėtų įmonių nuosavo kapitalo valdė aktyvūs investuotojai, kurie linkę labiau įsitraukti į įmonės veiklą, buvo suinteresuoti didinti vadovų darbo kokybę, ieškojo optimalių finansavimo sprendimų, stengėsi mažinti agentavimo išlaidas. Anot Masood (2014), institucinė nuosavybė veikia įmonės kapitalo struktūrą kaip signalizuojanti ir ribojanti skolinimąsi aplinkybė. Dėl tos priežasties, kuo didesnė yra institucinė nuosavybė arba kuo aktyvesni yra instituciniai investuotojai, tuo mažiau įmonės naudoja finansinių skolų.



5 pav. Skirtingo savininko identiteto Lietuvos listinguojamų įmonių vidutinis finansinio įsiskolinimo koeficientas 2009–2018 m.

(Šaltinis: sudaryta autorių, remiantis įmonių finansinėmis ataskaitomis)

2009–2012 m. įmonės, kuriose instituciniai investuotojai valdo mažiau, kaip 25 % akcijų, savo veiklos finansavimui buvo linkę naudoti gerokai mažiau finansinių skolų, nei institucinei nuosavybei priskiriamos įmonės: laikotarpiu nuo 2009 iki 2012 m. finansinių skolų dalis šių įmonių kapitalo struktūroje sumažėjo nuo 20,2 % iki 16,5 %. 2013–2015 m. abiejų minėtų grupių įmonių kapitalo struktūros skirtumai pagal finansinio įsiskolinimo lygį buvo labai nežymūs, o nuo 2016 m. išryškėjo ne institucinei nuosavybei priskiriamų įmonių polinkis nevengti finansinės rizikos ir daugiau skolintis iš kredito įstaigų ar kapitalo rinkoje: 2016–2018 m. finansinės skolos sudarė 21,3–22,1 % šios grupės įmonių finansavimo šaltinių.

Nuosavybės struktūros poveikio Lietuvos listinguojamų įmonių kapitalo struktūrai vertinimo rezultatai

Atlikus regresinę analizę, buvo nustatytos trys statistiškai reikšmingos neigiamos priklausomybės, kurios parodė, kad Lietuvos listinguojamos įmonės skolinasi mažiau, kai nuosavybės koncentracija didėja, ir įmonės įsiskolina daugiau, kai nuosavybės koncentracija yra labiau išskaidyta. Svarbu paminėti, kad apibendrinant regresinės analizės metu sudarytų modelių rezultatus pateikiami tik tų nepriklausomų kintamųjų, kurie daro statistiškai reikšmingą poveikį įsiskolinimo koeficientui arba finansinio įsiskolinimo koeficientui, rezultatai. Analizės rezultatai neparodė statistiškai reikšmingo nepriklausomų kontrolinių kintamųjų (įmonės dydžio, pelningumo, augimo, turto materialumo, likvidumo) poveikio analizuotų įmonių kapitalo struktūrai, dėl tos priežasties informacija apie kontrolinių kintamųjų įverčius lentelėse nepateikiama.

1 lentelė. Įsiskolinimo koeficiento regresijos modelio parametru rezultatai

Kintamieji	Įverčiai	t – kriterijaus statistika	Tikimybė
<i>Priklausomas kintamasis – įsiskolinimo koeficientas (KSI)</i>			
Ribinį poveikį apibūdinanti konstanta	2,202	21,634	0,000
NS2	-0,029	-5,434	0,001
Determinacijos koeficientas		0,765	
Apskaičiuota t-kriterijaus reikšmė ($t_{0,025;8}$)		2,306	

Regresijos modelis, kuriame priklausomas kintamasis buvo įsiskolinimo koeficientas, atskleidė, kad antrojo didžiausio akcininko nuosavybės koncentracija turi statistiškai reikšmingą neigiamą poveikį įsiskolinimo lygiui. Remiantis gautais rezultatais galima teigti, kad antrojo didžiausio akcininko nuosavybės koncentracijai išaugus vienu procentu, priklausomas kintamasis (įsiskolinimo koeficientas) sumažėja 2,9 % (žr. 1 lentelę). Kita informacija, gauta iš sudaryto ekonometrinio modelio, pagrindžia poveikio reikšmingumą: t-kriterijaus statistika yra didesnė nei apskaičiuota

t-kriterijaus reikšmė ($|-5,434| > 2,306$), o tikimybė yra mažesnė už reikšmingumo lygmenį α (0,05). Taigi, pirmojo regresijos modelio rezultatai rodo, kad nuo antrojo didžiausio akcininko valdomos akcijų dalies įmonėje priklauso skolinto kapitalo dydis bendroje kapitalo struktūroje. Tačiau tiriamu laikotarpiu statistiškai reikšmingas ryšys tarp savininko identiteto ir įsiskolinimo lygio, o taip pat tarp pirmojo didžiausio akcininko valdomos akcijų dalies ir įsiskolinimo lygio nepasireiškė, o šios nuosavybės struktūros dedamosios neturėjo statistiškai reikšmingo poveikio skolinto kapitalo daliai kapitalo struktūroje.

Antrajame regresijos modelyje priklausomas kintamasis buvo finansinio įsiskolinimo koeficientas. Šiame regresijos modelyje nustatyti dar dvi statistiškai reikšmingos priklausomybės tarp pirmojo ir antrojo didžiausių akcininkų nuosavybės koncentracijų bei priklausomo kintamojo, kuris šiame modelyje yra finansinio įsiskolinimo koeficientas (žr. 2 lentelę).

2 lentelė. Finansinio įsiskolinimo koeficiento regresijos modelio parametrų rezultatai

Kintamieji	Įverčiai	t – kriterijaus statistika	Tikimybė
<i>Priklausomas kintamasis – finansinio įsiskolinimo koeficientas (KS2)</i>			
Ribinį poveikį apibūdinanti konstanta	2,490	12,139	0,000
NS1	-0,009	-4,433	0,003
NS2	-0,044	-4,147	0,004
Determinacijos koeficientas		0,787	
Apskaičiuota t-kriterijaus reikšmė ($t_{0,025;8}$)		2,306	

Remiantis ekonometriniame modelyje gautais įverčiais galima teigti, kad Lietuvos listinguojamose įmonėse pirmo ir antro didžiausių akcininkų nuosavybės koncentracijoms padidėjus vienu procentu finansinio įsiskolinimo koeficientas sumažėja atitinkamai 0,9 % bei 4,4 % Šio poveikio reikšmingumą įrodo t-kriterijaus statistika, kuri yra didesnė už apskaičiuotą t-kriterijaus reikšmę ($|-4,433| > 2,306$; $|-4,147| > 2,306$) bei kintamųjų tikimybės, kurios yra mažesnės už reikšmingumo lygmenį α ($0,003 < 0,05$; $0,004 < 0,05$). Tačiau, kaip ir pirmajame modelyje, reikšmingo institucinės nuosavybės poveikio finansinio įsiskolinimo lygiui nenustatyta. Bendruoju atžvilgiu interpretuojant gautus antrojo regresijos modelio rezultatus galima teigti, kad tiek pirmasis, tiek antrasis didžiausi akcininkai Lietuvos listinguojamose įmonėse daro didelę įtaką sprendimams, susijusiems su finansinėmis skolomis.

Atliktos regresinės analizės rezultatai, rodantys, kad tarp nuosavybės koncentracijos ir įmonių įsiskolinimo lygio yra statistiškai reikšmingas neigiamas ryšys, patvirtina ir kitų autorių įvairiose šalyse atliktų tyrimų rezultatus. Tokias pat išvadas pateikė ir daugelis analizuotų tyrėjų: Farooq (2015), Masood (2014), Boateng ir kt. (2017), Murtaza ir Azam (2019). Sudarytų regresijos modelių rezultatai leidžia daryti išvadą, jog Lietuvos listinguojamų įmonių atveju bendram skolos dydžiui bei finansiniam įsiskolinimui reikšmingą įtaką daro pirmasis ir antrasis didžiausi akcininkai įmonėje. Nustatyti statistiškai reikšmingi ryšiai parodė vienodus rezultatus, kurie reiškia, kad kuo didesnė yra įmonės nuosavybės koncentracija, tuo mažesnė skolinto kapitalo dalis kapitalo struktūroje, o taip pat mažesnis finansinio įsiskolinimo lygis.

Išvados ir diskusijos

Kapitalo struktūros valdymas – itin sudėtinga įmonės finansų valdymo sritis, kuriai daro įtaką tiek visos aibės nesunkiai išmatuojamų veiksnių: įmonės dydžio, jos turto materialumo, pelningumo, augimo ir investavimo galimybių, likvidumo, mokesčių tarifo, tiek visos eilės veiksnių, kurių įtaką daugeliu atvejų sudėtinga įvertinti kiekybiniais požiriais: skirtingų atskirų finansavimo šaltinių patrauklumo vadovams, įmonės gyvavimo ciklo stadijos, būtinybė išlaikyti finansinį lankstumą, įmonės kontrolės klausimų, atskirų interesų grupių siekių ir t.t.

Vienas iš labiausiai išsiskiriančių šiuolaikinių verslo bruožų – atskirtis tarp nuosavybės ir įmonės kontrolės – gali daryti įtaką interesų konfliktų susidarymui, o tai gali nulemti ne pačių naudingiausių įmonei finansavimo sprendimų priėmimą. Mokslininkai pabrėžia nuosavybės koncentracijos svarbą kapitalo struktūros formavimui, tačiau jų išvados apie tai, kaip konkrečiai nuosavybės koncentracija veikia kapitalo struktūrą, yra gana prieštaringos. Vieni tyrėjai įrodė neigiamą ryšį tarp nuosavybės koncentracijos ir finansinio sverto, ir tokį ryšį pagrindė didele savininkų kontrole, jų siekiais išlaikyti valdymo pranašumus prieš įmonės vadovus, savininkų norais vengti išorės kontrolės. Kiti mokslininkai identifikavo teigiamą ryšį tarp nuosavybės koncentracijos ir skolinimosi ir tokį ryšį aiškino didesniu savininkų tarpusavio interesų suderinamumu didelės koncentracijos įmonėse bei jų siekiu skolinantis mažinti agentavimo problemas.

Atlikus mokslinės literatūros analizę nustatyta, kad svarbią reikšmę įmonėje priimamiems finansavimo sprendimams turi ir tai, kokia yra jos savininkų struktūra pagal savininko identitetą, t. y. finansavimo sprendimai gali skirtis priklausomai nuo to, ar įmonės pagrindiniai savininkai yra valstybė/vyriausybė, ar šeima, ar užsienio investuotojai, ar įmonė yra valdoma institucinių vienetų, o taip pat nuo to, kokią dalį visos nuosavybės valdo vadovai.

Apibendrinus įvairių mokslininkų atliktų tyrimų rezultatus padarytos išvados, jog nuosavybės struktūra turi reikšmingą poveikį finansavimo sprendimams ir kapitalo struktūrai, tačiau poveikis gali būti skirtingas, priklausomai nuo šalies, vidinių įmonės veiksnių, įmonių savininkų siekių ir interesų. Šio tyrimo autoriams atlikus paiešką įvairiose duomenų bazėse nebuvo rasta panašių tyrimų Lietuvoje, kurie leistų atsakyti į klausimą – kokią poveikį Lietuvos įmonių kapitalo struktūrai daro nuosavybės struktūra, o tai suponavo tokio tyrimo poreikį.

Atliktas tyrimas parodė nemenkus kapitalo struktūros skirtumus Lietuvos listinguojamų įmonių skirtingos nuosavybės koncentracijos įmonių grupėse: tiriamo laikotarpio pradžioje vidutinės nuosavybės koncentracijos įmonės naudojo santykinai daugiau skolino kapitalo, negu kitų nuosavybės koncentracijos grupių įmonės, tačiau dėl ilgą laiką besitęsiančio skolino kapitalo dalies kapitalo struktūroje mažinimo paskutiniaisiais tyrimo laikotarpio metais šios grupės įmonių įsiskolinimo lygis buvo stipriai mažesnis, nei kitų įmonių grupių. Lietuvos vidutinės nuosavybės koncentracijos įmonės iš kitų įmonių grupių išsiskiria ir tuo, kad naudoja santykinai nedaug finansinių skolų. Tuo pačiu laikotarpiu mažos nuosavybės koncentracijos ir didelės nuosavybės koncentracijos listinguojamos įmonės buvo linkusios pasitelkti vis daugiau skolinų finansavimo šaltinių ir šių grupių įmonių kapitalo struktūra pastaraisiais metais labai supanašėjo. Tokia kapitalo struktūros kaita siejama su nuosavybės koncentracijos pokyčiais kiekvienoje įmonių grupėje.

Apibendrinus skirtingos nuosavybės koncentracijos įmonių kapitalo struktūros palyginamosios analizės rezultatus padaryta prielaida, kad Lietuvos listinguojamų įmonių įsiskolinimo lygio priklausomybė nuo nuosavybės koncentracijos yra U (parabolės) formos, t. y., kai įmonių nuosavybės koncentracija yra maža (mažesnė nei 25 %) arba didelė (didesnė nei 50 %), įmonės linkusios naudoti daugiau skolinų lėšų, o esant vidutinei nuosavybės koncentracijai (kai pirmas didžiausias akcininkas valdo nuo 25 % iki 50 % akcijų), stengiamasi mažinti įsiskolinimo lygį, o taip pat finansinių skolų lygį. Panašų ryšį tarp nuosavybės koncentracijos ir kapitalo struktūros identifikavo Cespedes ir kt. (2010), Farooq (2015), Wellalage ir Locke (2015).

Atlikto tyrimo rezultatai parodė vis didėjančius kapitalo struktūros skirtumus pagal savininko identitetą besiskiriančiose įmonių grupėse: institucinei nuosavybei priskiriamos įmonės naudojo vis mažiau skolinų finansavimo šaltinių, o ne institucinei nuosavybei priskiriamos įmonės vis daugiau skolinosi. Tai patvirtino Masood (2014) išvadą, kad institucinė nuosavybė veikia įmonės kapitalo struktūrą kaip ribojanti skolinimą aplinkybė.

Atliktos regresinės analizės rezultatai paneigė prielaidą, kad tarp Lietuvos listinguojamų įmonių įsiskolinimo lygio ir nuosavybės koncentracijos pasireiškia U (parabolės) formos ryšys ir leido padaryti išvadą, kad tarp nuosavybės koncentracijos ir įmonių įsiskolinimo yra statistiškai reikšmingas neigiamas tiesinis ryšys, t. y., kuo didesnė yra įmonės nuosavybės koncentracija, tuo mažesnę dalį kapitalo struktūroje sudaro skolintas kapitalas, o taip pat tuo mažesnis yra finansinio įsiskolinimo lygis, o tai patvirtino ir kitų autorių įvairiose šalyse atliktų tyrimų rezultatus. Tokias pat išvadas pateikė ir daugelis analizuotų tyrėjų: Farooq (2015), Masood (2014), Boateng ir kt. (2017), Murtaza ir Azam (2019). Nepaisant to, regresinės analizės rezultatai statistiškai reikšmingos savininko identiteto, nustatomo pagal tai, ar įmonė priklauso institucinei nuosavybei, ar ne institucinei nuosavybei, įtakos Lietuvos listinguojamų įmonių įsiskolinimo lygiui, o taip pat finansinio įsiskolinimo lygiui, neparodė.

Tyrimo imtį, o tuo pačiu ir gautus tyrimo rezultatus lėmė ribotas Lietuvos įmonių finansinių duomenų, o taip pat duomenų, leidžiančių įvertinti nuosavybės struktūrą, prieinamumas. Siekiant gauti tikslesnius nuosavybės struktūros poveikio Lietuvos įmonių kapitalo struktūrai rezultatus, būtų tikslinga pasitelkti ir kitus statistinius metodus, pailginti tyrimo laikotarpį, o atsiradus nelistinguojamų įmonių finansinių duomenų ir duomenų apie nuosavybės struktūrą prieinamumui, padidinti tyrimo imtį, į tyrimą įtraukiant ne tik listinguojamas įmones.

Literatūra

- AGYEI, A.; OWUSU, A. R. 2014. The Effect of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Ghanaian Listed Manufacturing Companies. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, vol. 4, no 1, 109–118.
- ALUCHNA, M.; KAMINSKI, B. 2017. Ownership Structure and Company Performance: A Panel Study from Poland. *Baltic Journal of Management*, vol. 12, no. 4, 485–502.
- BOATENG A.; CAI, H.; BORGIA, D.; BI, X. G.; NGWU, F. N. 2017. The Influence of Internal Corporate Governance Mechanisms on Capital Structure Decisions of Chinese Listed Firms. *Review of Accounting and Finance*, vol. 16, no. 4, 444–461.
- CESPEDES, J.; GONZALEZ, M.; MOLINA, C. A. 2010. Ownership and Capital Structure in Latin America. *Journal of Business Research*, no. 63, 248–254.
- DIN, S. U.; KHAN, M. A.; KHAN, M. J.; KHAN, M. Y. 2021. Ownership Structure and Corporate Financial Performance in an Emerging Market: A Dynamic Panel Data Analysis. *International Journal of Emerging Markets*, vol. ahead-of-print, no. ahead-of-print. Prieiga per <<https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2019-0220>>.
- FARHANGDOUST, S.; SALEHI, M.; MOLAVI, H. 2020. Management Stock Ownership and Corporate Debt: Evidence from an Emerging Market. *Management Research Review*, vol. 43, no. 10, 1221–1239.
- FAROOQ, O. 2015. Effect of Ownership Concentration on Capital Structure: Evidence from the MENA Region. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, vol. 8, no. 1, 99–113.
- GANGULI, K. 2013. Capital Structure – Does Ownership Structure Matter? Theory and Indian Evidence. *Studies in Economics and Finance*, vol. 30, no. 1, 56–72.
- GOTTARDO, P.; MOISELLO, A. M. 2014. The Capital Structure Choices of Family Firms: Evidence from Italian Medium – Large Unlisted Firms. *Managerial Finance*, vol. 40, no. 3, 254–275.
- LAPPALAINEN, J.; NISKANEN, M. 2012. Financial Performance of SMEs: Impact of Ownership Structure and Board Composition. *Management Research Review*, vol. 35, no. 11, 1088–1108.
- LIU, S. 2016. Ownership Structure and Analysts' Forecast Properties: A Study of Chinese Listed Firms. *Corporate Governance*, vol. 16, no. 1, 54–78.
- MARGARITIS, D.; PSILLAKI, M. 2010. Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance. *Journal of Banking & Finance*, no. 34, 621–632.
- MASOOD, A. 2014. Relationship between Ownership Structure and Capital Structure: A Case of Manufacturing Sector of Pakistan. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, vol. 4, no. 2, 180–188.
- MISHRA, R.; KAPIL, S. 2017. Effect of Ownership Structure and Board Structure on Firm Value: Evidence from India. *Corporate Governance*, vol. 17, no. 4, 700–726.
- MURTAZA, S.; AZAM, I. 2019. The Relationship between Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from Chemical Sector of Pakistan. *SEISENSE Journal of Management*, vol. 2, no. 4, 51–64.

- PINDADO, J.; DE LA TORRE, C. 2011. Capital Structure: New Evidence from the Ownership Structure. *International Review of Finance*, vol. 11, no. 2, 213–226.
- PÖYRY, S.; MAURY, B. 2010. Influential Ownership and Capital Structure. *Managerial and Decision Economics*, vol. 31, 311–324.
- SALEHI, M.; LOTFI, A.; FARHANGDOUST, S. 2017. The Effect of Financial Distress Cost on Ownership Structure and Debt Policy. *Journal of Management Development*, vol. 36, no. 10, 1216–1229.
- SU, K.; WAN, R.; LI, B. 2013. Ultimate Ownership, Institutionalization, and Capital Structure: Empirical Analyses of Chinese Data. *Chinese Management Studies*, vol. 7, no. 4, 557–571.
- SHEIKH, N. A.; WANG, Z. 2011. Determinants of Capital Structure an Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan. *Managerial Finance*, vol. 37, no. 2, 117–133.
- SHEIKH, N. A.; WANG, Z. 2012. Effects of Corporate Governance on Capital Structure: Empirical Evidence from Pakistan. *Corporate Governance*, vol. 12, no. 5, 629–641.
- WELLALAGE, N. H.; LOCKE, S. 2015. Impact of Ownership Structure on Capital Structure of New Zealand Unlisted Firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, vol. 22, no. 1, 127–142.
- ZOUARI, S. B. S.; TAKTAK, N. B. 2014. Ownership Structure and Financial Performance in Islamic Banks. Does Bank Ownership Matter? *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, vol. 7, no. 2, 146–160.

EFFECT OF OWNERSHIP STRUCTURE ON CAPITAL STRUCTURE OF LITHUANIAN LISTED COMPANIES

Rimantė Vaičekauskaitė, Rasa Norvaišienė
Kaunas University of Technology, Lithuania

Summary

The aim of this study is to investigate the impact of ownership structure on the capital structure of Lithuanian listed companies.

A ten-year period from 2009 to 2018 has been selected for this study. The study includes non-financial companies listed on the Nasdaq Vilnius Stock Exchange. The ownership structure was assessed according to the concentration of ownership and according to the identity of the owner. In the first part of the study, a comparative analysis of the capital structure of companies with different ownership structures was performed. In the second stage of the study, a regression analysis was performed to determine the impact of the ownership structure on capital structure of listed companies.

The research showed significant differences in the capital structure of Lithuanian listed companies in different groups of ownership concentrations and different trends in capital structure in individual groups of companies: medium-sized companies try to use less financial debt and also to reduce the share of borrowed capital in the capital structure, and small and large ownership concentration companies tend to borrow more. Summarizing the results of the comparative analysis, it is assumed that the dependence of the level of indebtedness of Lithuanian listed companies on the ownership concentration is in the form of U (parabola), i. e., when the ownership concentration in companies is low (less than 25%) or high (more than 50%), companies tend to use more borrowed funds, and in the case of medium ownership concentration (when the first largest shareholder holds between 25% and 50% of shares), efforts are being made to reduce the level of indebtedness as well as the level of financial debt. The results of the regression analysis refuted this assumption and led to the conclusion that there is a statistically significant negative linear relationship between ownership concentration and companies indebtedness, i. e. the increasing concentration of equity in Lithuanian listed companies has a statistically significant negative impact on both the total share of borrowed capital in the capital structure and the share of financial debt in the capital structure. Nevertheless, the results of the regression analysis didn't show a statistically significant influence of the ownership identity on the level of indebtedness of Lithuanian listed companies, as well as on the level of financial indebtedness.

Keywords: ownership structure, capital structure, ownership concentration, ownership identity, leverage ratio.

JEL codes: G32.

The article has been reviewed.

Received in February, 2021

Accepted in March, 2021

Contact person:

Rimantė Vaičekauskaitė, Kaunas University of Technology; Gedimino street 50, LT-44029, Kaunas, Lithuania; e-mail: rimante.vaicekauskaite@ktu.edu
