



KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS

EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS

IEVA MAČYTĖ

**ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪRĄ LEMIANČIŲ VEIKSNIŲ VERTINIMAS BALTIJOS
VALSTYBĖSE**

MAGISTRO DARBAS

Darbo vadovė: prof. dr. Irena Pekarskienė

KAUNAS, 2016

KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO FAKULTETAS

ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪRĄ LEMENČIŲ VEIKSNIŲ VERTINIMAS
BALTIJOS VALSTYBĖSE

VERSLO EKONOMIKA M7156N21

MAGISTRO DARBAS

Studentė
(parašas)

Ieva Mačytė VMGMVE-5

2016 m. gruodžio 16 d.

Vadovė
(parašas)

Prof. dr. Irena Pekarskienė

2016 m. gruodžio 16 d.

Recenzentė
(parašas)

.....
(pedag. vardas, moksl. laipsnis, vardas,
pavardė)

2016 m.
(mėnuo, diena)

KAUNAS, 2016



KAUNO TECHNOLOGIJOS UNIVERSITETAS

Ekonomikos ir verslo fakultetas

(Fakultetas)

Ieva Mačytė

(Studento vardas, pavardė)

Verslo ekonomika, M7156N21

(Studijų programos pavadinimas, kodas)

Baigiamojo magistro darbo „Įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių vertinimas Baltijos valstybėse“

AKADEMINIO SAŽININGUMO DEKLARACIJA

2016 m. gruodžio 19 d.
Kaunas

Patvirtinu, kad mano **Ievos Mačytės** baigiamasis magistro darbas tema „Įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių vertinimas Baltijos valstybėse“ yra parašytas visiškai savarankiškai, o visi pateikti duomenys ar tyrimų rezultatai yra teisingi ir gauti sąžiningai. Šiame darbe nei viena dalis nėra plagijuota nuo jokių spausdintinių ar internetinių šaltinių, visos kitų šaltinių tiesioginės ir netiesioginės citatos nurodytos literatūros nuorodose. Įstatymų nenumatytų piniginių sumų už šį darbą niekam nesu mokėjęs.

Aš suprantu, kad išaiškėjus nesąžiningumo faktui, man bus taikomos nuobaudos, remiantis Kauno technologijos universitete galiojančia tvarka.

(vardą ir pavardę įrašyti ranka)

(parašas)

Mačytė I. (2016). Evaluation of the Company's Capital Structure Determining Factors in Baltic States. Study Programme M7156N21. Supervisor lect. Irena Pekarskienė. Kaunas: School of Economics and Business, Kaunas University of Technology.

Research area and field:

Key words: capital, structure.

Marijampolė, 2016. 93 p.

SUMMARY

The capital structure formation decisions are actual and important question, gaining lots of attention from the researchers. Many researchers tried to evaluate. The aim of this research is after analyzing the capital structure formation theories and excluding the factors, determining companies' capital structure formation decisions, to evaluate their influence on companies' capital structure in Baltic states.

Object of the Issue: the capital structure and factors determining it.

Aim of Research: to evaluate capital structure determining factors' influence to Baltic States companies capital structure formation, after analysis of companies capital structure formation theories and distinguishing factors, which determine company's capital structure formation decisions.

Task of the Issue:

- to analyze company's capital structure formation theoretical aspects;
- to distinguish factors which determine company's capital structure formation;
- to create research methodology of factors which determine Baltic States company's capital structure;
- On the basis of created research methodology, to study Baltic States company's capital structure and determining factors.;
- to submit study of Baltic States company's capital structure and determining factors results and connections with examined capital structure formation theoretical aspects.

Results: The research implemented in Lithuanian, Latvian and Estonian companies in 2011-2015 has revealed that the most important factors, determining company's capital structure, are its materiality and size (internal factors) and GDP, inflation, The economic sentiment indicator, long-term and short-term interest rates (external factors).

TURINYS

ĮVADAS	10
1. ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO PROBLEMATIKA	12
1.1. Įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijos	12
1.2. Mokslininkų atlikti įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimai	16
2. ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪROS IR JOS FORMAVIMO TEORINIAI ASPEKTAI ..	19
2.1. Įmonių kapitalo ir kapitalo struktūros samprata	19
2.2. Įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijos	23
2.3. Įmonių kapitalo struktūros vertinimo metodai	34
2.4. Veiksniai, darantys įtaką įmonių kapitalo struktūros formavimui	39
3. TYRIMO METODOLOGIJA	44
3.1. Tyrimo nuoseklumas	44
3.2. Tyrimo metodai	47
4. ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪRAI ĮTAKĄ DARANČIŲ VEIKSNIŲ TYRIMAS.....	50
4.1. Baltijos šalių tiriamų įmonių rodiklių kitimo tendencijos	50
4.2. Baltijos šalių pasirinktų makroekonominių rodiklių kitimo tendencijos.....	64
4.3. Įmonių kapitalo struktūros tyrime naudojamų rodiklių pagrindinės statistinės charakteristikos	67
4.4. Baltijos valstybių įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai	69
4.5. Baltijos valstybių įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių regresinės analizės rezultatai	77
4.6. Tyrimo rezultatų apibendrinimas.....	84
IŠVADOS	87
LITERATŪROS SĄRAŠAS	89
PRIEDAI	94

Paveikslų sąrašas

1 pav. Įmonės turto ir įsipareigojimų struktūra.....	20
2 pav. Įmonių kapitalo finansavimo šaltiniai	23
3 pav. Įmonių kapitalo kaina pagal pirmąją Modiglianio ir Millerio teoriją	24
4 pav. Įmonių kapitalo kaina pagal antrąją Modiglianio ir Millerio teoriją.....	25
5 pav. Optimalios įmonių kapitalo struktūros pasirinkimas pagal kompromisinių modelių teoriją.....	28
6 pav. Racionalus įmonės kapitalo struktūros pasirinkimas pagal kompromisinių modelių teoriją.....	29
7 pav. Svertinių kapitalo kaštų pokytis pagal skolos lygį įmonėje pagal kompromisinių modelių teoriją.	29
8 pav. Įmonių kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai	40
9 pav. Tyrimo eiga	44
10 pav. Lietuvos įmonių turto materialumo rodilio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	50
11 pav. Latvijos įmonių turto materialumo rodilio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	51
12 pav. Estijos įmonių turto materialumo rodilio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	51
13 pav. Lietuvos įmonių turto pelningumo rodilio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	52
14 pav. Latvijos įmonių turto pelningumo rodilio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	53
15 pav. Estijos įmonių turto pelningumo rodilio kitimo tendencijos 2011–2015 m.....	53
16 pav. Lietuvos įmonių augimo veiksnio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	54
17 pav. Latvijos įmonių augimo veiksnio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	54
18 pav. Estijos įmonių augimo veiksnio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	55
19 pav. Lietuvos įmonių neskolinio mokesčių skydo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.....	56
20 pav. Latvijos įmonių neskolinio mokesčių skydo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	56
21 pav. Estijos įmonių neskolinio mokesčių skydo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.....	57
22 pav. Lietuvos įmonių dydžio pagal turtą rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	57
23 pav. Latvijos įmonių dydžio pagal turtą rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	58
24 pav. Estijos įmonių dydžio pagal turtą rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	58
25 pav. Lietuvos įmonių finansinio svėro lygio (LR1) kitimo tendencijos 2011–2015 m.....	59
26 pav. Latvijos įmonių finansinio svėro lygio (LR1) kitimo tendencijos 2011–2015 m.....	60
27 pav. Estijos įmonių finansinio svėro lygio (LR1) kitimo tendencijos 2011–2015 m.	60
28 pav. Lietuvos įmonių skolinto kapitalo kvotos (LR2) kitimo tendencijos 2011–2015 m.....	61
29 pav. Latvijos įmonių skolinto kapitalo kvotos (LR2) kitimo tendencijos 2011–2015 m.	62
30 pav. Estijos įmonių skolinto kapitalo kvotos (LR2) kitimo tendencijos 2011–2015 m.....	62
31 pav. Lietuvos įmonių skolos – nuosavybės koeficiento (LR3) kitimo tendencijos 2011–2015 m.	63

32 pav. Latvijos įmonių skolos – nuosavybės koeficiento (LR3) kitimo tendencijos 2011–2015 m.	63
33 pav. Estijos įmonių skolos – nuosavybės koeficiento (LR3) kitimo tendencijos 2011–2015 m.	64
34 pav. Baltijos valstybių BVP augimo (proc.) kitimo tendencijos 2011–2015 m.	65
35 pav. Baltijos valstybių infliacijos pokyčio (proc.) kitimo tendencijos 2011–2015 m.	65
36 pav. Baltijos valstybių ekonominių vertinimų rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.	66
37 pav. Baltijos valstybių ilgalaikės palūkanų normos (proc.) kitimo tendencijos 2011–2015 m.	66
38 pav. Baltijos valstybių trumpalaikės palūkanų normos (proc.) kitimo tendencijos 2011–2015 m.	67

Lentelių sąrašas

1 lentelė. Įmonės skolinto kapitalo apibrėžimai.....	21
2 lentelė. Įmonės nuosavo ir skolinto kapitalo sandara	22
3 lentelė. Įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijų teiginiai	32
4 lentelė. Įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijų kriterijai, privalumai ir limitai	33
5 lentelė. Įmonių kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai pagal moderniąsias teorijas.....	34
6 lentelė. Kitų autorių atliktų įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimo būdai	35
7 lentelė. Kapitalo struktūrai įvertinti tyrimuose naudoti priklausomi kintamieji.....	37
8 lentelė. Finansinių svertų privalumai ir trūkumai	38
9 lentelė Išoriniai ir vidiniai kapitalo struktūros veiksniai.....	40
10 lentelė. Pagrindiniai autorių tyrimuose kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai	42
11 lentelė. Pagrindinių veiksnių autorių tyrimuose lemiančių įmonių kapitalo struktūros formavimą kryptingumas.....	43
12 lentelė. Pasirinktų kapitalo finansinio svorto rodiklių apibūdinimas.....	45
13 lentelė. Pasirinktų vidinių veiksnių rodiklių apibūdinimas.....	46
14 lentelė. Koreliacijos koeficiento vertinimas.....	47
15 lentelė. Regresinio modelio tinkamumo tikrinimo veiksniai ir reikšmės	48
16 lentelė. Baltijos valstybių įmonių finansinių rodiklių apžvalgapagrindinės statistinės charakteristikos 2011-2015 m.	68
17 lentelė. Baltijos valstybių makroekonominių rodiklių pagrindinės statistinės charakteristikos 2011-2015 m.....	69
18 lentelė. Finansinio svorto LR1 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse 2011-2015 m.....	70
19 lentelė. Finansinio svorto LR2 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse 2011-2015 m.....	71
20 lentelė. Finansinio svorto LR3 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse 2011-2015 m.....	72
21 lentelė. Finansinio svorto LR1 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Latvijos įmonėse 2011-2015 m.....	73
22 lentelė. Finansinio svorto LR2 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Latvijos įmonėse 2011-2015 m.....	73
23 lentelė. Finansinio svorto LR3 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Latvijos įmonėse 2011-2015 m.....	74

24 lentelė. Finansinio svorto LR1 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Estijos įmonėse 2011-2015 m.....	74
25 lentelė. Finansinio svorto LR2 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Estijos įmonėse 2011-2015 m.....	75
26 lentelė. Finansinio svorto LR3 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Estijos įmonėse 2011-2015 m.....	76
27 lentelė. Finansinio svorto LR1 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse 2011-2015 m.....	77
28 lentelė. Finansinio svorto LR2 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse 2011-2015 m.....	79
29 lentelė. Finansinio svorto LR3 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse 2011-2015 m.....	79
30 lentelė. Finansinio svorto LR1 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Latvijos įmonėse 2011-2015 m.....	80
31 lentelė. Finansinio svorto LR2 ir LR3 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Latvijos įmonėse 2011-2015 m.....	81
32 lentelė. Finansinio svorto LR1 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Estijos įmonėse 2011-2015 m.....	81
33 lentelė. Finansinio svorto LR2 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Estijos įmonėse 2011-2015 m.....	82
34 lentelė. Finansinio svorto LR3 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Estijos įmonėse 2011-2015 m.....	83
35 lentelė. Baltijos valstybių įmonių finansiniams svertams įtaką darančių finansinių rodiklių rezultatai 2011-2015 m.....	84

IVADAS

Temos aktualumas. Įmonių finansiniams sprendimams daug dėmesio pradėta skirti, kai 1958 metais du amerikiečių mokslininkai Modiglianis ir Milleris pateikė įmonių kapitalo struktūros formavimo hipotezes. Autoriai teigė, kad finansinis svertas nėra susijęs su įmonės verte. Šis teiginys susilaukė kritikos ir atvėrė kelią tolimesniems tyrimams, siekiantiems išsiaiškinti kokie veiksniai lemia kapitalo struktūrą realiaame pasaulyje, o ne tobuloje kapitalo rinkoje. Taip išsivystė modernios kapitalo struktūros formavimo teorijos, bandančios paaiškinti kas nulemia vienokią ar kitokią kapitalo struktūrą. Ekonomistai atliko daug tyrimų, siekiant patvirtinti arba paneigti šias teorijas. Vis dėl to, šiandien dar nėra aiškaus atsakymo, kuri teorija atitinka tikrovę geriausiai. Atrodo, kad visos teorijos turi savo trūkumą ir gali tik iš dalies paaiškinti įmonių kapitalo struktūros sprendimus.

Kapitalo struktūros pasirinkimas yra vienas iš svarbesnių sprendimų su kuriais susiduria įmonės vadovai. Geriausio finansavimo sprendimo pasirinkimas yra neabejotinai svarbus įmonės finansinei gerovei. Teoriniai ir empiriniai tyrimai atskleidžia, kad pagrindiniai veiksniai, darantys įtaką įmonių kapitalo struktūrai yra turto materialumas, pelningumas, įmonės dydis, neskolinis mokesčių skydas, įmonės augimo galimybės, tačiau nėra visiškai sutariama dėl šių veiksnių. Šių kintamųjų įtaka kapitalo struktūrai gali būti tiek neigiama, tiek teigiama. Kadangi kitų autorių atliktuose kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimuose analizuota tik veiksnių koreliacinis ryšys, bei neatsižvelgiama į kapitalo struktūrą lemiančius išorinius veiksnius, todėl šiame darbe analizuojama Baltijos valstybių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai. Pasirinkta vertinti Lietuvos, Latvijos ir Estijos kapitalo struktūrą lemiančius įmonių vidinius ir išorinius veiksnius.

Darbo problema: atlikta daug tyrimų, siekiant nustatyti, kokie veiksniai lemia įmonių kapitalo struktūrą ir kaip šį poveikį įvertinti, tačiau autoriai nepriima vienos bendros išvados, kokie veiksniai daro įtaką įmonių kapitalo struktūros formavimui ir kaip juos vertinti.

Darbo objektas: įmonių kapitalo struktūra ir ją lemiantys veiksniai.

Darbo tikslas: išanalizavus įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijas ir išskyrus veiksnius, lemiančius įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimus, įvertinti šių veiksnių įtaką įmonių kapitalo struktūros formavimui Baltijos valstybėse.

Darbo uždaviniai:

- išanalizuoti įmonių kapitalo struktūros formavimo teorinius aspektus;
- išskirti įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiančius veiksnius;
- sudaryti Baltijos valstybių įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimo metodiką;

- remiantis sudaryta tyrimo metodika, atlikti Baltijos valstybių įmonių kapitalo struktūros ir ją lemiančių veiksnių tyrimą;
- pateikti Baltijos valstybių įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimo rezultatus ir sąsajas su nagrinėtomis kapitalo struktūros teorijomis.

Darbo metodai ir duomenų šaltiniai. Darbe atliekama mokslinės literatūros analizė ir sintezė, atliktų mokslinių tyrimų sisteminimas ir apibendrinimas. Tyrime naudojama statistinių duomenų analizė, koreliacinė analizė ir daugialypė tiesinė regresinė analizė, jų atlikimui taikoma – SPSS Statistics programa. Darbo pabaigoje pateikiamas gautų rezultatų vertinimas.

1. ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪROS FORMAVIMO PROBLEMATIKA

Vienas iš svarbiausių įmonių vadovų pasirinkimų, tai optimali kapitalo struktūra įmonėje. Kapitalo struktūros sprendimai neabejotinai daro didelę įtaką įmonių gerovei. Todėl įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių problematika, tai tikslingas skolinto ir nuosavo kapitalo pasirinkimas, lemiantis efektyvų ir nerizikingą įmonės vystymąsi. Wahabo, Amino ir Yusopo (2012) teigimu, šiais laikais firmos plečiasi ir vystosi daug greičiau nei prieš kelis dešimtmečius, o greitas ir efektyvus įmonių vystymasis yra stipriai veikiamas kapitalo struktūros pasirinkimo, t. y. išorinių ir vidinių lėšų derinio. Vidiniai šaltiniai – naujų akcijų išleidimas, o išoriniai – paskolos.

Įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiantys veiksniai tiriama jau daugelį metų, todėl yra gan plačiai išnagrinėti, tačiau autoriai nepriima vienos bendros išvados, kokia kapitalo struktūra įmonėms atneša didžiausią naudą ir mažiausią riziką. Įmonių stabilus augimas, bankroto rizika ir mokumo klausimai siejami su skolinto kapitalo dydžiu įmonių kapitalo struktūroje, todėl įmonėse daug dėmesio skiriama įmonių kapitalo struktūros formavimo klausimams. Įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimus lemiantys veiksniai nėra aiškiai įvardijami, tačiau yra aišku, kad kapitalo struktūros formavimui įtaką daro specifiniai įmonės veiksniai, ekonominė ir institucinė aplinka. Anot Norvaišienės ir Stankevičienės (2007), įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimai skiriasi ne tik tarp įmonių, bet ir tarp skirtingų pramonės šakų ar skirtingų šalių. Šiuos skirtumus lemia skirtingos ekonominės sąlygos, t. y. makroekonominiai veiksniai, šalies finansinė struktūra, rinkos sąlygos, taip pat ir pačios įmonės vidiniai veiksniai, o nestabiliomis ekonomikos sąlygomis šiuos skirtumus įvertinti yra labai svarbu. Taigi analizuotina problema „kokie veiksniai lemia įmonių kapitalo struktūros formavimą?“.

1.1. Įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijos

Daugelis mokslininkų analizavo įmonių kapitalo struktūros formavimo klausimus ir tiek teoriniais, tiek empiriniais tyrimais bandė atsakyti į klausimą, kokie veiksniai daro didžiausią įtaką įmonių kapitalo struktūros formavimui, tačiau iki šiol nėra prieita prie bendros išvados. Cibulskienė (2005), Aleknevičienės (2009), Wang (2011) ir kitų autorių teigimu įmonių finansiniai sprendimai pradėti analizuoti plačiau, kai 1958 metais „Journal of Finance“ žurnale buvo išspausdintas mokslininkų Modiglianio ir Millerio darbas, kuriame pateiktos įmonių kapitalo struktūros formavimo hipotezės. Autoriai teigė, kad kapitalo struktūros pasirinkimai nedaro jokios įtakos įmonės vertei, vėliau šis teiginys buvo stipriai kritikuojamas ir paskatino tolesnę įmonių kapitalo struktūros formavimo analizę,

siekiantiems iširti, kokie veiksniai lemia įmonių kapitalo struktūros formavimą realiose įmonėse, o ne tobuloje rinkoje. Vasiauliauskaitės ir Rumšaitės (2000) teigimu, Modiglianio ir Millerio 1958 metų įmonių kapitalo struktūros formavimo teorema (toliau MM teorema) davė pradžią kitų autorių tyrimams, tai yra primoji ir klasikinė teorija, kurios pagrindu yra paremtos visos kitos teorijos. Jomis siekiama patvirtinti arba paneigti klasikinės teorijos prielaidas. Tačiau su Vasiauliauskaitės ir Rumšaitės teiginiu galima nesutikti, nes MM teorema buvo iš esmės pakeista. Dauguma tolesnių tyrimų nesutiko su MM teorija, nes autoriai analizavo tobulą rinką, kurioje nėra jokių sandorių kaštų, investuotojai ir valdytojai turi tokią pat informaciją apie įmonę, o įmonės pasirinkimas tarp skolinto ir nuosavo kapitalo dalies yra visiškai neribojamas.

Vėliau ties patys autoriai Modiglianis ir Milleris pateikė antrąją įmonių kapitalo struktūros formavimo teoremą, kurioje tiriama nebe tobula rinką. Antroji MM teorija teigia, kad įmonės turėtų naudoti kuo didesnę skolinto kapitalo dalį, dėl sumokamų mokesčių. Pasak šios teorijos įmonės sukuria mokesčių skydą, kuris padidina įmonės vertę. Aleknevičienės (2009) teigimu, finansinio sverto dydis lemia bankroto riziką. Kuo didesnis įmonės finansinis svertas, tuo labiau didėja įmonės vertė, nes palūkanų mokesčiai yra neapmokestinami.

Trečioji Modiglianio ir Millerio teorema paremta bankroto rizika. Šioje teoremoje autoriai teigia, kad didelė bankroto rizika mažina mokesčių skydo naudą. „Jie teigė, kad didėjant skolų lygiui kapitalo struktūroje, didėja ne tik savininkų, bet ir kreditorių patiriama rizika. Taigi, didėja ir finansinio išsekimo tikimybė. Potencialus finansinis išsekimas kainuoja, ir kai įmonės skolinasi vis daugiau, jo išlaidos turi neigiamą poveikį įmonės vertei, panaikindamos teigiamą mokesčių sutaupymo efektą“ (Aleknevičienė, 2009).

Kaip vieną iš rečiau analizuojamų teorijų, galima išskirti finansininkų DeAngelo ir Masulio publikaciją, kuri priskiriama tradicinei įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijai. Šią teoriją Wang (2011) aprašo taip: finansininkai DeAngelo ir Masulio (1980) neišskiria tokios didelės paskolų mokesčių naudos kaip kiti neoklasikinių teorijų autoriai, pasak DeAngelo ir Masulis, įmonės turi pakankamai daug išlaidų tokioms reikmėms kaip nuvertėjimas, įvairūs mokesčiai. Nors skolos mokesčių skydas didina įmonių vertę ir skatina didesniąją dalį kapitalo dengti skolomis, tačiau taip pat atsiranda galimybė, kad pajamos gali nebepadengti išlaidų. Taigi, kartais paskolos nereikalingos tam, kad būtų padidintas mokesčių skydas. Šių autorių požiūris rodo, kad ne vien skolos mokesčių skydas didina įmonės vertę. DeAngelo ir Masulis savo teorijoje prieina išvadą, kad neskolinis mokesstinis skydas daro neigiamą įtaką finansiniam svertui. Tačiau nors šių autorių teorijos taip pat yra priskiriamos neoklasikinėms teorijoms, tačiau jos yra mažiau žinomos ir analizuojamos. Modiglianio ir Millerio teoremos yra laikomos pagrindinėmis neoklasikinėmis teorijomis apie įmonių kapitalo struktūros formavimąsi.

Neoklasikinės kapitalo struktūros formavimo teorijos yra stipriai kritikuojamos, kadangi analizavo tobuloje rinkoje esančias įmones. Nors ir turinčios trūkumų, šios teorijos yra labai svarbios, nes pirmosios pradėjo analizuoti įmonių kapitalo struktūros formavimąsi ir įrodė jo svarbą. Analizuojant neoklasikines kapitalo struktūros teorijas susiformavo naujos teorijos, kitaip vadinamos moderniosiomis kapitalo struktūros teorijomis ir paskatino kitų autorių nuodugnesnę analizę. Padgureckienės (2011) teigimu, modernios kapitalo struktūros formavimo teorijos išsiskiria nagrinėjamais kintamaisiais, taip pat aiškina kapitalo struktūros formavimo skirtumus tarp įmonių. Autoriai išskiria šia moderniąsias kapitalo struktūros formavimo teorijas:

- Kompromisinių modelių teorija (*The trade-off theory*) (Kraus, Litzenberger, 1973);
- Pasirinkimo eilės teorija (*The pecking order theory*) (Myers, Majluf, 1984);
- Agentavimo santykių teorija (*The agency cost theory*) (Jensen, Meckling, 1976; Jensen, 1986).

Kompromisinių modelių teorija teigia, kad įmonės turinčios didesnę mokesčių našta, savo kapitalo struktūroje gali turėti didesnę skolinto kapitalo dalį, nei tos įmonės, kurios moka mažesnius mokesčius. Šioje teorijoje aiškinama, kad įmonės, kurių pelnas prieš mokesčius itin svyruoja ir yra nepastovus, turėtų skolintis mažiau ir pasirinkti didesnę nuosavo kapitalo struktūroje dalį, o įmonės, kurių pelnas yra pastovus ir daug nekinta, gali rinktis didesnę skolinto kapitalo dalį. Taip įmonės sumažina mokestinę dalį ir gauna didesnę ekonomiją. Taip pat ši teorija pabrėžia, kad įmonių rizika ir finansinių sunkumų galimybė didėja santykinai didėjant skolinto kapitalo daliai. Lin (2014) teigia, kad pagal kompromisinių modelių teoriją, įmonės gali pasiekti optimalią kapitalo struktūrą, kai ribinė mokesčių skydo vertė yra lygi ribiniam finansiniam svertui, skaičiuojamam pagal skolintą kapitalo dalį. Autoriaus teigimu, augančios ir pelningos įmonės, kurių finansinio svarto rodiklis yra žemas, turėtų pasirinkti didesnę skolinto kapitalo dalį, o mažiau pelningos įmonės, turėtų nerizikuoti ir rinktis didesnę nuosavo kapitalo dalį. Tačiau ši teorija nepaaiškina, kodėl daug pelningų ir augančių įmonių stengiasi kapitalą finansuoti kuo mažesne skolos dalimi, taip pat neatsako, kodėl įmonės turinčios tokius pat mokesčių dydžius, renkasi skirtingas kapitalo formavimo struktūras.

Pasirinkimo eilės teorijos esminis teiginys, kad įmonės turi kapitalo struktūros pasirinkimo hierarchiją. Pirmiausiai renkasi vidinį finansavimą, kurio rizika ir išlaidos yra mažiausios, o tik jo nepakankant renkasi skolinimąsi. Ši teorija paneigia kompromisinių modelių teoriją, kad didelės ir pelningos įmonės renkasi kuo didesnę skolinto kapitalo dalį. Pasirinkimo eilės teorijoje pabrėžiama, kad didelės įmonės turi pakankamai vidinių šaltinių, todėl jos neteikia pirmenybės skolintam kapitalui ir nedidina įmonės bankroto rizikos. Lin (2014) teigimu, ši teorija apibūdina daugiau dideles ir pelningas įmones, nei smulkias. Tačiau pasak Norvaišienės ir Stankevičienės (2007), ši teorija taip pat paaiškina ir

smulkių firmų kapitalo struktūros pasirinkimą. Autorių teigimu, mažos įmonės renkasi didesnę skolinto kapitalo dalį, nes norėdamos būti konkurencingos ir neatsilikti nuo kitų rinkos dalyvių, įmonės investuoja į inovacijas, kurioms nuosavų lėšų nepakanka, todėl šioms įmonėms tenka skolintis. Norvaišienės ir Stankevičienės (2007) atlikta teorijos analizė parodė, kad kai kurie kompromisinių modelių teorijos ir pasirinkimo eilės teorijos teiginiai prieštarauja vieni kitiems, nes pagal šias teorijas tie patys veiksniai gali turėti visiškai skirtingą poveikį įmonių kapitalo struktūrai formuoti.

Agentavimo santykių teorijos esmė – tai skirtingi savininkų ir vadybininkų, bei vadybininkų ir kreditorių požiūriai. Wang (2011), teigimu šioj teorijoje pabrėžiami vadybininkų ir savininkų konfliktai kyla todėl, kad vadybininkams tenka mažiau nei 100 procentų atsakomybės dėl firmos sėkmingo vystymosi. Šiuo požiūriu vadybininkai nėra suinteresuoti siekti maksimalios įmonės naudos. Vadybininkai gali būti labiau suinteresuoti savo naudos, nei atstovaujamos įmonės naudos siekimu. Šis efektas gali būti sumažintas, kai bent dalis vadybininkų yra įmonės savininkai. Cibulskienė (2005) analizuodama agentavimo santykių teoriją išskiria, kad tarp vadybininkų ir savininkų konfliktai pasireiškia tik tada, kai informacija yra paskirstyta nevienodai arba už ją reikia mokėti. Jeigu vadybininkai ir savininkai turėtų vienodą informaciją, tai lemtų optimalios sutarties sudarymą, kuri sąlygotų naudingiausio sprendimo pasirinkimą, nes abi pusės žinodamos visą informaciją ir veiklos galimybes galėtų numatyti būsimą rezultatą. Tačiau kai savininkai ir vadybininkai turi asimetrišką informaciją, tai lemia agentavimo santykių konflikto atsiradimą. Šio konflikto esmė – tai vadybininkų ir savininkų interesų skirtumai, kai kiekvienas jų siekia naudos sau. Wang (2011), analizuodamas agentavimo santykių teoriją, pabrėžia, kad konfliktas tarp vadybininkų ir savininkų atsiranda tik tada, kai iškyla finansinių įsipareigojimų neįvykdymo pavojus. Atsiradus galimybei neišmokėti turimų įmonės įsipareigojimų, vadybininkai turi daug pasirinkimų, kaip toliau elgtis. Jie gali nuslėpti esamą situaciją ir išmokėti savininkams dividendus paimdami dar vieną paskolą, taip tik dar labiau pablogindami padėtį. Taip pat vadybininkai gali rizikuoti ir investuoti į greitai atsiperkančius, tačiau rizikingus fondus. Dar vienas vadybininkų pasirinkimas – tai atidėlioti bankrotą ar reorganizaciją slepiant informaciją nuo savininkų. Vienintelis savininkų būdas išvengti tokios situacijos, tai atidžiais stebėti įmonės veiklą ir turėti informaciją apie visus įmonės įsiskolinimus.

Pagal šią teoriją, kuo didesnė skolinto kapitalo dalis, tuo labiau didėja rizika dėl agentavimo santykių kaštų ir atvirksčiai, kuo mažesni įmonės įsiskolinimai, tuo mažesnė tikimybė kad atsiras agentavimo santykių kaštai. Apibendrinant agentavimo santykių teoriją, vertėtų išskirti, kad ši teorija analizuoja didesnes įmones, kurias kontroliuoti savininkams yra sunkiau. Pagal agentavimo santykių teoriją, didžiausia įmonių grėsmė iškyla dėl skirtingų savininkų ir vadybininkų tikslų.

Aptarus tiek neoklasikines, tiek ir moderniąsias įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijas, vertėtų paanalizuoti mokslininkų atliktus tyrimus ir jų rezultatus, kurie pateikiami sekančiam poskyryje.

1.2. Mokslininkų atlikti įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimai

Ventoura-Neokosmidi (2007) analizavo, kaip Graikijos įmonių finansiniai rodikliai veikia kapitalo struktūrą. Šiame tyrime autorius analizavo 129 Graikijos įmones 1997–2001 m., priklausomu kintamuoju pasirinko skolos ir turto santykį, kuris apima tiek ilgalaikius, tiek trumpalaikius įsipareigojimus. Pagal autorės atliktą tyrimą, gauti rezultatai rodo, kad skolos lygiui įmonių kapitalo struktūroje teigiamą įtaką daro įmonės dydis, kuris šiame tyrime analizuojamas pagal pardavimų apimtį, neigiamą įtaką daro kritinio likvidumo rodiklis, t. y. įmonės su aukštu likvidumo rodikliu renkasi mažesnę skolinto kapitalo dalį, šis rezultatas atitinka kompromisinių modelių teorijos hipotezę. Taip pat neigiamą įtaką skolos dydžiui daro veiklos pelningumo prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą rodiklis, bei įmonės augimo veiksnys. Taip pat tyrime naudojamas rodiklis, rodantis, ar įmonių pajamų ir skolos santykis didesnis nei 50 proc. ar mažesnis. Autorės teigimu šis rodiklis tyrime yra labai reikšmingas. Nors tyrime Ventoura-Neokosmidi pagrindė kai kuriuos teorijose nurodytus reikšmingus veiksnius, tačiau nepriėjo vienos teorijos pagrindimo.

Wang (2011) tyrė 160 Pakistano įmonių kapitalo struktūrą 2003–2007 m., priklausomu kintamuoju pasirinkdamas skolos ir turto santykio rodiklį, į kurį įeina tiek trumpalaikiai, tiek ilgalaikiai įsipareigojimai. Šio autoriaus atliktas tyrimas parodė, kad turto pelningumas ir kritinio likvidumo koeficientas daro neigiamą įtaką skolos ir turto santykiui, šis rezultatas atitinka pasirinkimo eilės teoriją. Taip pat skolos ir turto santykiui neigiamą įtaką daro veiklos pelningumo prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą rodiklis. Teigiamą įtaką skolos ir turto santykiui daro įmonės dydis, neskolinis mokestinis skydas bei ilgalaikio turto ir turto santykis. Apibendrinamas tyrimą autorius teigia, kad nors nebuvo prieita prie vienos teorijos hipotezių pagrindimo, tačiau moderniosios kapitalo struktūros teorijos padeda bent iš dalies paaiškinti Pakistano įmonių kapitalo struktūros pasirinkimus.

Lin (2014) atliktame tyrime analizavo 1481 Kinijos firmas. Autorius tyrime analizavo įmonių kapitalo struktūrą lemiančius veiksnius, pasirinkdamas net 4 priklausomus veiksnius: skolos ir turto santykis buhalterine verte, skolos ir turto santykis rinkos verte, ilgalaikės skolos ir turto santykis buhalterine verte, ilgalaikės skolos ir turto santykis rinkos verte. Pastebėtina, kad autorius tyrime pasirinko gan išskirtinius priklausomus kintamuosius, tačiau darbe jų skaičiavimo metodika nenurodoma. Atlikus tyrimą autorius daro šias išvadas:

- priklausomą kintamąjį teigiamai veikia įmonės dydis, tai pagrindžia kompromisinių modelių teoriją;
- turto pelningumas daro neigiamą įtaką priklausomam kintamajam, tai atitinka pasirinkimo eilės teoriją;
- įmonės augimo veiksnys daro teigiamą įtaką priklausomam kintamajam, t. y. įmonės, turinčios aukštą augimo galimybės koeficientą, renkasi mažesnę ilgalaikės skolos dalį kapitalo struktūroje;
- ilgalaikio turto ir turo santykis bei nuosavo kapitalo pelningumas daro teigiamą įtaką nepriklausomam kintamajam, mokestinis skydas daro silpną teigiamą įtaką nepriklausomam kintamajam.

Autorius, atlikęs tyrimą, teigia, kad Kinijoje įmonės yra stipriai reglamentuotos šalies įstatymų, todėl sunku pritaikyti kurią nors iš modernių teorijų. Pagrindinė priežastis, kodėl Kinijos įmonės netinka kapitalo struktūros formavimo teorijų hipotezės, tai mokestinio skydo panaudojimo ribojimai.

Tayloras (2008) analizavo Jordanijos įmonių kapitalo struktūrai įtaką darančius veiksniai. Tyrime autorius analizavo 86 įmones 1994–2003 m. Regresiniame tyrime priklausomu kintamuoju buvo pasirinktas skolos ir turto santykio rodiklis. Atlikus tyrimą gauta, kad teigiamą įtaką skolos ir turto santykiui daro ilgalaikio turto ir turto santykinis rodiklis, kritinio likvidumo koeficientas, įmonės augimo veiksnys ir įmonės dydis. Skolos ir turo santykiui įtakos nedarė akcijos kainos ir pelno santykinis rodiklis, o neigiamą įtaką daro nuosavo kapitalo pelningumas ir kapitalo pelningumas. Apibendrinamas tyrimą autorius teigia, kad taip ir lieka neaišku, kokių principu įmonės pasirenko kapitalo struktūros formavimą.

Aboras (2005) 1998–2002 metais atliko 22 Ganos įmonių kapitalo struktūros formavimą lemiančių veiksnių regresinę analizę. Autorius tyrime priklausomu kintamuoju pasirinko ROE rodiklį, t. y. nuosavo kapitalo pelningumo rodiklį. Atlikus tyrimą, gauti rezultatai rodo, kad trumpalaikės skolos koeficientas daro teigiamą, o ilgalaikės skolos koeficientas daro neigiamą įtaką priklausomam kintamajam. Skolos mokestinis skydas, įmonės dydis ir turto pelningumas daro teigiamą įtaką nuosavo kapitalo pelningumui. Bendra šio tyrimo išvada, kad įmonės dažniau renkasi trumpalaikes skolas, nei ilgalaikes, tačiau įmonės renkasi didelę skolos dalį kapitale.

Cibulskienė (2005) tyrė Lietuvos įmonių kapitalo struktūrai įtaką darančius veiksniai 1998–2003 m., tyrime analizuojamos 4177 įmonės, kurios yra skirstomos pagal pramonės šakas. Autorė tyrime atliko regresinę analizę, analizavo finansinių svertų įtaką EVA rodikliui. Regresinėje analizėje pasirinkti trys priklausomi kintamieji, tai finansinio svarto lygis, skolinto kapitalo kvota ir skolos nuosavybės koeficientas. Atlikus tyrimą gauta, kad nuosavo kapitalo pelningumas ir įmonės dydis daro teigiamą įtaką finansiniam svertui, įmonių veiklos augimo rodiklis daro neigiamą įtaką, o turto materialumo rodiklis

nėra statistiškai reikšmingas. Apie išorinių veiksnių įtaką įmonių kapitalo struktūros formavimui D. Cibulskienė (2005) teigia, kad makroekonominių veiksnių poveikis kapitalo struktūros formavimo sprendimams turi didelę įtaką.

Padgureckienė (2011) analizavo prekybos įmonės kapitalo struktūros formavimo sprendimams įtaką darančius veiksnius 2005–2009 m., atlikta koreliacinė analizė ir EVA bei WACC analizė. Tyrime priklausomais kintamaisiais pasirinkta finansinio sverto lygis, skolinto kapitalo kvota ir skolos nuosavybė koeficientas. Tyrimo rezultatai parodė, kad didžiausią įtaką finansiniams svertams daro pelningumo rodikliai, kiti tirti veiksniai daro labai silpną įtaką finansiniam svertui arba yra išvis nereikšmingi. Autorės tyrime atlikta EVA ir WACC analizė parodė, kad kapitalo kaštai daro įtaką įmonių vertei, t. y. mažėjant vidutiniams svertiniams kapitalo kaštams didėja įmonės vertė.

Galime matyti, kad įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimai yra itin aktualūs visose šalyse. „Taigi, sprendimai susiję su kapitalo struktūra yra svarbūs kiekvienai įmonei. Netinkamas kapitalo struktūros derinys gali lemti finansinius sunkumus, o galiausiai ir įmonės bankrotą“ (Wahab, Amin & Yusop, 2012). Siekiant iširti kokia kapitalo struktūra yra tinkamiausia įmonei, labai svarbu išanalizuoti kokie veiksniai lemia įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimus. Šiame skyriuje aptarta tik dalis autorių atliktų tyrimų, bet apžvelgus šių mokslininkų darbus galima prieiti išvadą, kad įmonių kapitalo struktūros formavimo klausimas yra problematiškas ir plačiai tiriamas. Autoriai neprieina vieningos išvados. Siekiant išanalizuoti įmonių kapitalo struktūros formavimo problematiką ir įmonių kapitalo struktūrai įtaką darančius veiksnius, tolimesniame skyriuje bus aptariama įmonių kapitalo struktūros ir jos formavimo teoriniai aspektai.

2. ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪROS IR JOS FORMAVIMO TEORINIAI ASPEKTAI

Norint įvertinti įmonių kapitalo struktūrai įtaką darančius veiksnius, pirmiausia reikia išanalizuoti įmonių kapitalo struktūrą ir jos formavimo teorijas. Šioje darbo dalyje analizuojamas kapitalo struktūros pasirinkimas, naudojamas skolinto ir nuosavo kapitalo derinys, bei veiksniai, lemiantys kapitalo struktūrą.

2.1. Įmonių kapitalo ir kapitalo struktūros samprata

Gaminant prekes ar paslaugas reikalingi įvairūs ištekliai, iš kurių pagrindiniai yra žemė, darbas ir kapitalas. „Kapitalas tai:

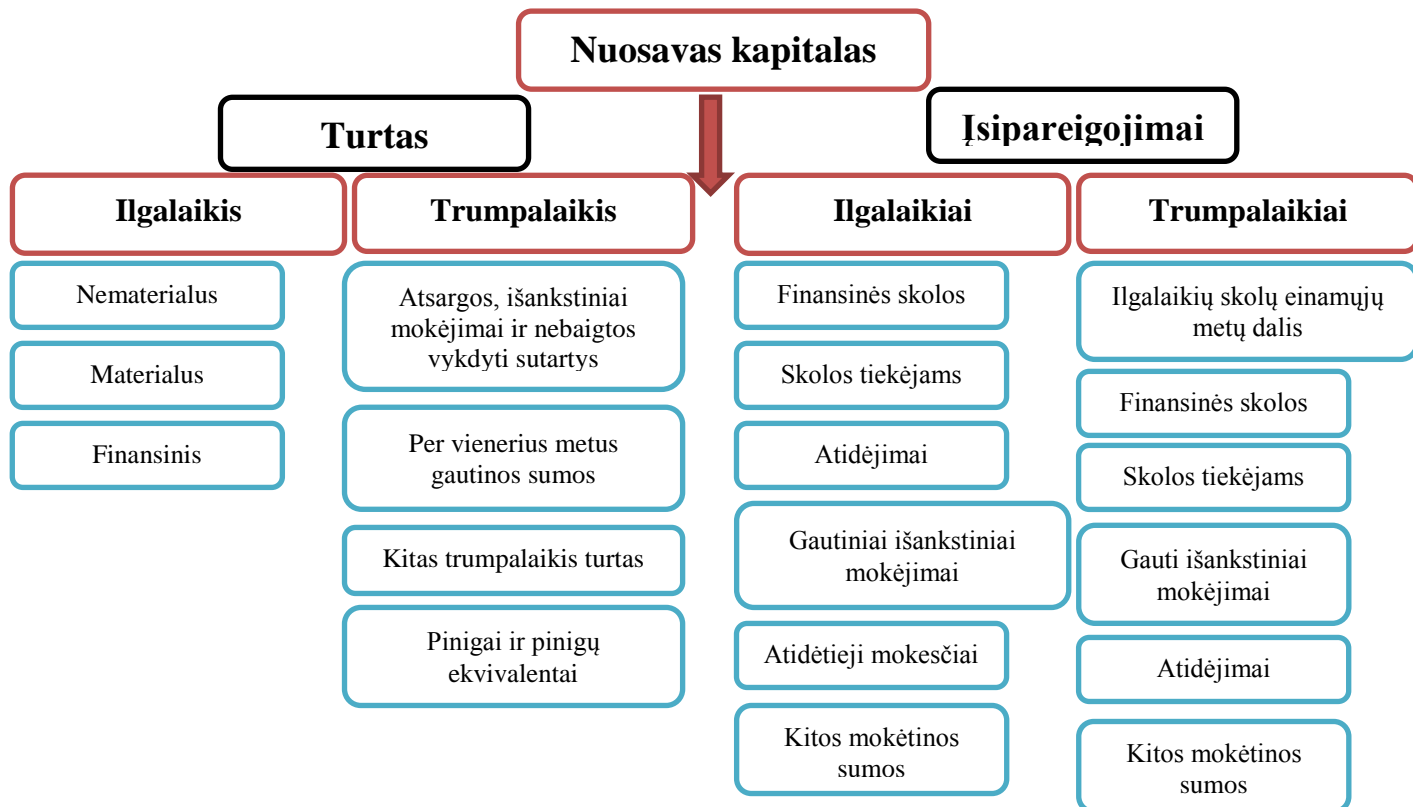
- kaip gamybos veiksnys reiškiantis priemonės, kurios sukurtos žmonių darbu ir naudojamos produktams bei paslaugoms kurti, pvz.: mašinos, įrengimai, gamybiniai pastatai ir pan.;
- kaip pinigai reiškia fondus, kurie skirti kapitalui, kaip gamybos veiksniumi pirkti;
- apskaitoje gali reikšti įmonės nuosavą kapitalą, grynąjį turtą arba akcininkui priklausančią bendrovės turto dalį“ (Ekonomikos terminų ir sąvokų žodynas, 1999).

Buckūnienė (2005) pastebi, kad kapitalas – tai lėšos, naudojamos įmonės turtui ir jos veiklai finansuoti. Ši autorė kapitalą apibrėžia tiesiog kaip turimą įmonės turtą skirtą prekių ar paslaugų gamybai. „Kapitalas – visos žmonių darbu sukurtos darbo priemonės, naudojamos ūkinėje veikloje. Tai finansinių ir fizinių fondų, kurie gali būti naudojami prekių gamybai ir paslaugoms kurti, vertė – tai turtas, vertybė“ (Martinkus ir Žilinskas, 2001). Bet kuris gamybos procesas gali vykti tik tada, kai žmonių darbas siejamas su gamybos priemonėmis. Martinkus ir Žilinskas (2001) kapitalą apibrėžia kur kas platesne prasme, ne tik kaip pinigus, bet žmogaus naudojamus pinigus skirtus sukurti didesnę įmonės vertę. Taigi kapitalas – tai žmogiškieji ir gamtiniai ištekliai, naudojami žmogaus sukurti didesnę vertę, gaminant prekes ar paslaugas. Toliau kapitalas skirstomas į dvi pagrindines dalis – nuosavą ir skolintą kapitalą. Tokią kapitalo skirstymo schema pasirenka Obis, (1998), Smalenskas (1999), Buckūnienė (2005), Mackevičius, Molienė ir Poškaitė (2007), Kiršienė ir Tikniūtė (2004).

LR buhalterinės apskaitos įstatyme ir finansų ministerijos terminų žodyne toks terminas kaip kapitalas atskirai neišskiriamas, nurodoma tik nuosavo kapitalo reikšmė, kuri taip pat apibūdinama tik turtinės vertės prasme. LR buhalterinės apskaitos įstatyme (2001) nuosavas kapitalas apibrėžiamas kaip turto dalis, kuri lieka iš bendro turto atėmus visus esamus įsipareigojimus. Finansų ministerijos apibrėžtų terminų žodyne (2003) nuosavas kapitalas arba kitaip vadinamas grynasis turtas apibrėžiamas – teisė į

turto dalį, likusią iš ūkio subjekto turto atėmus visus jo įsipareigojimus. Pagal šiuos apibrėžimus 1 pav. pateikiama įmonės turto ir įsipareigojimų dalys.

Analizuojant nuosavą kapitalą 1 pav. pateikiama turto ir įsipareigojimų schema, norint gauti nuosavą kapitalą, iš viso įmonės turto reikia atimti visus įsipareigojimus.



1 pav. Įmonės turto ir įsipareigojimų struktūra (sudaryta pagal Mackevičių J., Moliūnė O. ir Poškaitę D. (2007))

Buškevičiūtės ir Mačerinskienės (2007), Buckūnienės (2005), Juozaitienė (2007) teigimu nuosavas kapitalas yra naudingas įmonei, jis atlieka labai svarbias funkcijas, nes jo pagrindu įmonė netik pradeda bet ir plėtoja savo veiklą. Taip pat autorių teigimu nuosavo kapitalo dalis akcininkams ir investuotojams parodo įmonės būklę, pelno paskirstymo principus. Nuosavo kapitalo didinimas yra naudingas, nes tai teigiamai veikia mokumo rodiklius, įmonė tampa stabilesnė. Formuojant nuosavą įmonės kapitalą stiprinamas įmonės savarankiškumas, kreditingumas ir patikimumas, tačiau nuosavas kapitalas negarantuoja pelningos įmonės veiklos. Anot Schello (2004), nuosavas kapitalas yra iš esmės nuosavas investicinis fondas, kuriame investuotojas išlieka visišku padėties šeimininku. Autorius taip pat teigia, kad nuosavo ir skolinto kapitalo derinys taip pat geras pasirinkimas įmonei, nes pusiau nuosavo kapitalo atveju, investuotojas ar įmonės savininkas vis tiek valdo įmonės finansus, tiesiog gauna tam tikrus ekonominius terminus.

Įmonės skolintas kapitalas – tai įmonės įsipareigojimai, kuriais galima naudotis ribotą laiką. Skolintas kapitalas skirstomas pagal finansavimo šaltinį ir pagal ilgą ir trumpą terminą (žr. 1 lent.). Skolintas kapitalas apibrėžiamas LR Buhalterinės apskaitos įstatyme (2001), 2-ame verslo apskaitos standarte (2003) ir 18-ame verslo apskaitos standarte. Šie skolinto kapitalo apibrėžimai pateikiami 1 lentelėje. LR Buhalterinės apskaitos įstatyme ir 2-ame VAS skolinto kapitalo apibrėžimai pateikiami identiški, tačiau 2-ajame VAS išskiriamas ilgalaikio ir trumpalaikio turto apibrėžimas.

1 lentelė. Įmonės skolinto kapitalo apibrėžimai (sudaryta pagal LR Buhalterinės apskaitos įstatymą (2001), LR verslo apskaitos 2-ąjį ir 18-ąjį standartus)

LR Buhalterinės apskaitos įstatymas	2-ame VAS	18-ame VAS
Įsipareigojimas – prievolė, atsirandanti dėl atliktų ūkinių operacijų ir ūkinių įvykių, už kuriuos ūkio subjektas privalės ateityje atsiskaityti turtu ir kurių dydį galima objektyviai nustatyti.	Įsipareigojimas – prievolė, atsirandanti dėl atliktų ūkinių operacijų ir ūkinių įvykių, kuri turės būti įvykdyta ir kurios dydį galima objektyviai nustatyti. <ul style="list-style-type: none"> • Ilgalaikis įsipareigojimas – įsipareigojimas, už kurį įmonė privalės atsiskaityti vėliau nei per vienerius metus nuo balanso datos. • Trumpalaikis įsipareigojimas – įsipareigojimas, už kurį įmonė privalės atsiskaityti per vienerius metus nuo balanso datos arba per vieną įmonės veiklos ciklą. 	Finansinis įsipareigojimas – sutartinis įsipareigojimas: 1) perduoti pinigus ar kitą finansinį turtą kitai šaliai; 2) pasikeisti finansinėmis priemonėmis su kita šalimi galimai sau nepalankiomis sąlygomis.

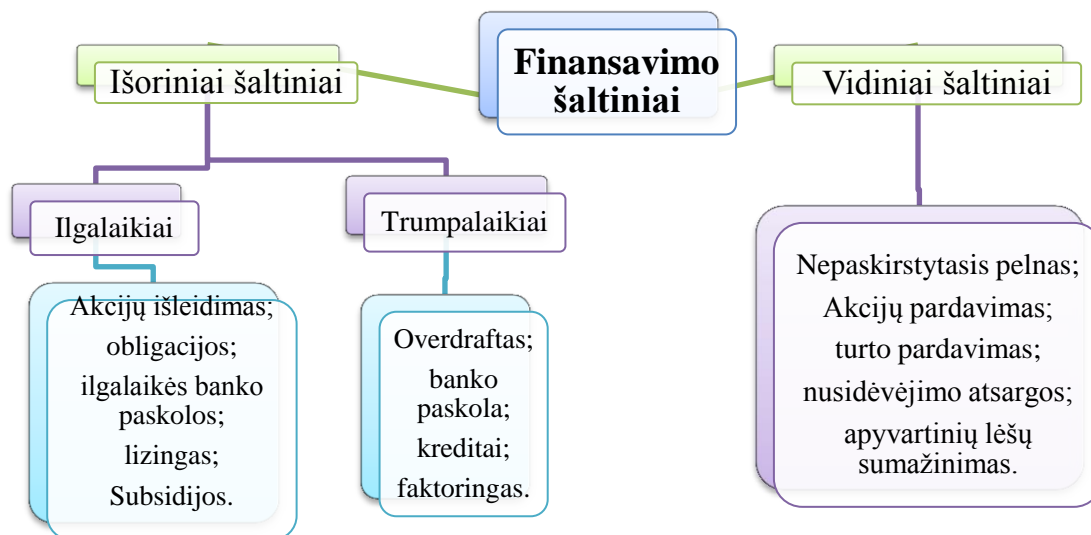
Mackevičius (1998) išskiria tokius teigiamus skolinto kapitalo naudojimo aspektus:

- skolinto kapitalo palūkanų išlaidos yra pastovios, todėl jos yra mažesnės už įmonės galimą uždirbti pelną naudojant skolintas lėšas. Šis skirtumas ir sudaro įmonės veiklos rezultatą;
- savininkams paskirstomas pelnas, liekantis įmonei, duoda pelną dėl didėjančių kainų, kurias lemia infliacija.

2 lentelė. Įmonės nuosavo ir skolinto kapitalo sandara (sudaryta pagal Mackevičių, Molienę ir Poškaitę (2007) bei NASDAQ OMX Vilnius „Įmonių finansinė analizė. Rodiklių skaičiavimo metodika“ (2010))

Nuosavas kapitalas	Mokėtinės sumos ir įsipareigojimai	
	Ilgalaikiai	Trumpalaikiai
<ul style="list-style-type: none"> • Apmokėta įstatinio kapitalo dalis; • Akcijų priedai; • Perkainojimo rezervai (rezultatas); • Rezervas savoms akcijoms įsigyti; • Kiti rezervai; • Nepaskirstytasis pelnas (nuostoliai). 	<ul style="list-style-type: none"> • Finansinės skolos (lizingo, kredito ir kt. įstaigoms); • Skolos tiekėjams; • Gauti išankstiniai apmokėjimai; • Atidėjiniai; • Atidėtojo mokesčio įsipareigojimai; • Kitos mokėtinės sumos ir ilgalaikiai įsipareigojimai. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ilgalaikių skolų einamųjų metų dalis; • Finansinės skolos (kredito ir kt. įstaigoms); • Skolos tiekėjams; • Gauti išankstiniai apmokėjimai; • Pelno mokesčio įsipareigojimai; • Su darbo santykiai susiję įsipareigojimai; • Atidėjiniai; • Kitos mokėtinės sumos ir trumpalaikiai įsipareigojimai.

Įmonių nuosavas kapitalas ir įsipareigojimai kartu sudaro bendrą įmonės kapitalą (žr. 2 lent.). Verslo finansavimo struktūrą, Kartenytė (2012) siūlo skirstyti pagal vidinius ir išorinius finansavimo sprendimus, o Paramasivas ir Subramanianas (2008) išorinius finansavimo sprendimus išskaido dar ir į trumpalaikius ir ilgalaikius (žr. 2 pav.). Pateiktuose aprašymuose autoriai sutinka tik dėl vieno iš vidinių finansavimo šaltinių, t. y., nepaskirstytojo pelno. Dėl išorinių finansavimo šaltinių autorių nuomonė panaši, Paramasivas ir Subramanianas pateikia keletu šaltinių daugiau. Pasak Buckūnienės (2005), įmonė uždirbanti pakankamai pajamų, kad galėtų padengti savo investicijas, gali įmonės kapitalą dengti vien iš vidinių šaltinių, tačiau jeigu įmonės finansiniams poreikiams savų pajamų nepakanka, įmonei tenka rinkti bent dalį kapitalo dengti skola.



2 pav. Įmonių kapitalo finansavimo šaltiniai (sudaryta pagal Kartentytę M. (2012), bei Paramasivan C. ir Subramanian T. (2008))

Įmonių kapitalo struktūra priklauso nuo to, kokie įmonei yra prieinami finansavimo šaltiniai. Mackevičius (2010) kapitalą ir kapitalo struktūros rodiklius nurodo kaip itin svarbius įmonei. Jų pokytis dažnai gali būti viena iš įmonės bankroto priežasčių. Taigi, įmonių kapitalo struktūros sprendimai jau ilgą laiką yra diskusijų ir tyrimų objektas. Per šį laiką skirtingi autoriai analizavo kapitalo struktūrą ir susiformavo daug kapitalo struktūros teorijų, kurios aptariamos kitame poskyryje.

2.2. Įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijos

Johnsonas (2011) išskiria, kad įmonių kapitalo struktūros formavimas pradėtas analizuoti atsiradus Modiglianio ir Millerio (1958m 1963) teorijoms. *Neoklasikinės kapitalo struktūros teorijos*, analizuotos Modiglianio ir Millerio (1958, 1963, 1963) nors ir neįtraukusios daug svarbių elementų, tačiau yra labai svarbios. Šios trys teorijos sukėlė itin daug diskusijų ir skatino mokslininkus analizuoti šią temą, bei nagrinėti finansavimo sprendimų reikšmingumą.

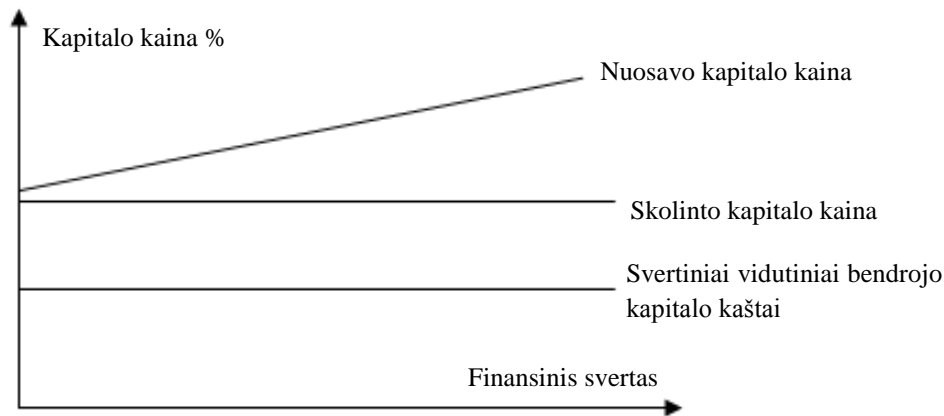
1958 m. du autoriai Modiglianis ir Milleris publikavo pirmąjį darbą, kuriame analizavo įmonių kapitalo struktūrą, tačiau tyrime neegzistavo mokesčiai. Cibulskienė (2005) išskiria, kad neoklasikinės kapitalo struktūros formavimo teorijos išsivystė tobuloje kapitalo rinkoje, kurioje egzistuoja neapibrėžtumai. Autorė išskiria tokiu tobulos rinkos požymius:

- 1) Visi rinkos dalyviai turi vienodą, nemokamą informaciją kuri paremta kainų pokyčiu, taip rinkos dalyviai gali numatyti homogeniškų dydžių pokytį ateityje;
- 2) Neegzistuoja įėjimo į rinką kliūtys;

- 3) Rinkos kainos nustatomos automatiškai;
- 4) Esant realiai palūkanų normai i ir vienodai rizikai, visi rinkos dalyviai turi galimybę investuoti norimas lėšas arba gauti reikiamas paskolas;
- 5) Neegzistuoja mokesčiai ir sandorių kaštai;
- 6) Neegzistuoja nemokumo atvejai arba jie lemia tiesioginius ir netiesioginius kaštus.

Robbas (2012) teigia, kad svarbiausias autorių Modiglianio ir Millerio klausimas buvo, kokią skolinto ir nuosavo kapitalo struktūrą įmonės turėtų pasirinkti, kad pasiekti optimalią kapitalo struktūrą. Aboro (2005) teigimu, Modiglianio ir Millerio teorijoje įmonė pasieks optimalią kapitalo struktūrą, kai įmonės vertė bus maksimizuota, o kapitalo kaštai minimalūs. Ryano (2007) teigimu, pagal Modiglianio ir Millerio (toliau – MM) teoremą, dvi įmonės turinčios identišką laukiamą pajamą, turi turėti ir identišką įmonės vertę, nepriklausomai nuo kapitalo struktūros. MM teigė, kad sėkmingų investicijų paieška turėtų užsiimti valdyba, o finansavimo klausimai, tai savininkų rūpestis.

Pasak Samuelso, Wilkenso ir Brayshawo (1994) Modiglianis ir Milleris moksliniame darbe teigė, jog, nustačius racionalias kainas kapitalo rinkoje, vienintelis būdas įmonei padidinti savo bendrąją rinkos vertę, tai skolintis pinigus (3 pav.). Autorių teigimu, konkreti įmonė, norinti padidinti savo pelningumą, tai turėtų atlikti nepriklausomai nuo kapitalo finansavimo būdo. Todėl, pasak Modiglianio ir Millerio, įmonių priimami investavimo sprendimai negali paveikti akcininkų turto didinimo.



3 pav. Įmonių kapitalo kaina pagal pirmąją Modiglianio ir Millerio teoriją (adaptuota pagal Samuels J. M., Wilkens F. M. & Brayshaw R. E. (1994))

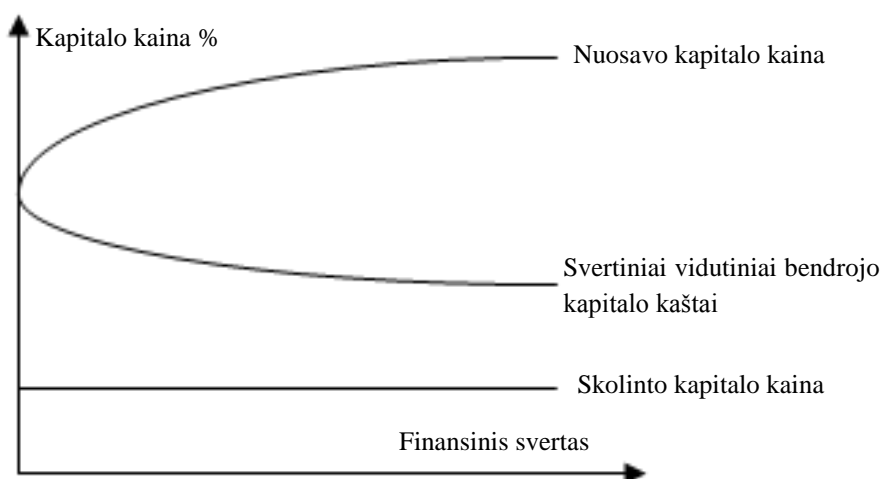
MM teoremoje autoriai priėjo išvados, jog esant tobulos rinkos sąlygoms ir nesant mokesčių, kapitalo struktūra visiškai nesusijusi su įmonės verte. Modiglianio ir Millerio (1958) moksliniame darbe iškeliamos dvi skolinto kapitalo įsigijimo naudojimo hipotezės:

- skolintas kapitalas gali būti naudojamas tais atvejais, kai jis padidina grynąjį pelną įmonei ar jos savininkams. Tačiau grynasis pelnas padidės tik tuo atveju, jeigu laukiama gražos norma bus didesnė už palūkanų normą;

- skolintą kapitalą verta įsigyti, jeigu jis didina įmonės vertę, daugiau nei, kad kainuoja šį kapitalą įsigyti.

Modiglianis ir Milleris 1963 m. analizavo kitą kapitalo struktūros atvejį (antroji MM teorema), kai mokesčiai yra mokami. Tyrime mokslininkai patvirtino, kad įmonės naudojančios skolintą kapitalą vertė yra daug didesnė, nei įmonės naudojančios nuosavą kapitalą. Laikui bėgant mokslininkai daug diskutavo ar ši teorija iš tiesų yra pagrįsta. McLaney (2009) teigimu, MM teorema teigia, kad kuo didesnis finansinis svetas, tuo didesnė įmonės vertė. Pasak autoriaus įmonės vertė yra didžiausia, kai visą įmonės kapitalą sudaro skolintas kapitalas. Tada įmonės vidutiniai svertiniai kaštai yra mažiausi.

Pasak Samuelso, Wilkenso ir Brayshawo (1994) Modiglianis ir Milleris antrojoje įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijoje teigė, kad įmonės pasirinkusios vien nuosavą kapitalą, vertė yra mažesnė, nei įmonės kurios kapitalo struktūroje yra bent dalis skolos (4 pav.). Kuo didesnis finansinis svetas, t. y. kuo didesnė įmonės skola, tuo mažesni svertiniai vidutiniai bendrieji kapitalo kaštai. Tai lemia skolos sukuriamas mokestinis skydas, kuris didina įmonės vertę, mažindamas įmonės mokesčius.



4 pav. Įmonių kapitalo kaina pagal antrąją Modiglianio ir Millerio teoriją (adaptuota pagal Samuels J. M., Wilkens F. M. & Brayshaw R. E. (1994))

Antroji MM teorema paremta skolinto kapitalo mokesčių sukuriamu mokestiniu skydu. Kai įmonės kapitalas susidaro vien iš skolintos dalys, įmonė moka didelius palūkanų mokesčius, kurie atskaičiuojami kaip išlaidos iš įmonės pelno. Taip susidaręs mokestinis skydas stipriai sumažina pelno mokestį ir taip didina įmonės vertę.

1963 m. Modiglianis ir Milleris pateikė trečiąją įmonių kapitalo struktūros formavimo teoriją, gresiant visiškam įmonės finansiniam išsekimui. Pasak Aleknevičienės (2009) teorijoje teigiama, esant dideliame skolos lygiui įmonės kapitalo struktūroje, stipriai išauga tiek savininkų, tiek kreditorių patiriama rizika. Esant didelei rizikai, padidėja ir finansinio išsekimo tikimybė. Galimas finansinis išsekimas ir

bankroto rizika kainuoja, todėl įmonė skolinasi vis daugiau, tai turi neigiamą poveikį įmonės vertei ir panaikina teigiamą mokesčių skydo efektą.

Visos Modiglianio ir Millerio teorijos skirtos optimalios kapitalo struktūros paieškoms. Pagrindinis teorijų klausimas, ar egzistuoja optimali kapitalo struktūra ir kokiam skolinto kapitalo dydžiui esant ji pasiekama. Tam nustatyti atliekama svertinių vidutinių bendrojo kapitalo kaštų analizė (1) (angl. *Weighted Average Cost of Capital*, wacc). Pasak Cibulskienės (2005) išskiriamos trys kapitalo kaštų rūšys: nuosavo kapitalo kaštai (r_E), skolinto kapitalo kaštai (r_D) ir bendrojo kapitalo kaštai (r_A).

$$wacc_A = \frac{E_m}{A_m} * r_E + \frac{D_m}{A_m} * r_D * (1 - T) \quad (1)$$

čia: wacc – svertiniai vidutiniai bendrojo kapitalo kaštai;

r_E – nuosavo kapitalo kaštai;

r_D – skolinto kapitalo kaštai;

A_m – bendrojo kapitalo rinkos vertė;

E_m – nuosavo kapitalo rinkos vertė;

D_m – skolinto kapitalo rinkos vertė;

T – pelno mokesčio tarifas.

Nuosavo kapitalo sąnaudos r_e apskaičiuojamos pagal:

$$r_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (2)$$

čia: r_e – nuosavo kapitalo sąnaudos;

R_f – nerizikinga palūkanų norma;

R_m – rizikinga palūkanų norma;

B – įmonės beta koeficientas.

„Įmonei didinant finansinį svertą gaunami du rezultatai, kurie vienas kitą panaikina: įmonėje sumažėja wacc, nes skolos yra pigesnės už nuosavą kapitalą. Antras rezultatas, kai įmonėje padidinamas wacc, nes pageidaujamas nuosavo kapitalo pelningumas didėja dėl to, kad finansinis svertas didina finansinę riziką, jai kompensuoti finansuotojai pageidauja didesnio pelningumo“ (Aleknevičienė, 2009). Kuo kapitalo kaštai mažesni, tuo kapitalo struktūra yra efektyvesnė. Tokiu būdu nustatoma, kokia būtų optimali įmonės kapitalo struktūra.

Taip pat išskiriama *tradicinė kapitalo struktūros teorija*, pagal kurią įmonės savininkai nekreipia daug dėmesio į skolos sukeltą riziką. Akcininkai pradės reikalauti didesnio pelningumo tik tada, kai bus peržengtas optimalus skolinimosi lygis. Khanas ir Jainas (1999) teigia, kad šios teorijos esmė apgalvotas skolos ir nuosavo kapitalo derinys, kai įmonė gali padidinti kapitalo vertę ir sumažinti kapitalo sąnaudas. Vis dėl to, didinant skolintą kapitalą, tam tikru momentu padidėtų rizika, dėl kurios padidėtų sąnaudos ir sumažėtų turo vertė. Solomonas (1963) išskėlė hipotezę, dėl finansinio sverto didinimo stadijų:

- Didinamas finansinis svertas, o dėl mokesčių skydo vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai mažėja;
- didėjant skolai, didėja, ir skolinto, ir nuosavo kapitalo kaina, tačiau vidutiniai svertiniai kaštai nekinta;
- dėl padidėjusios skolos, padidėja finansinė rizika. Reikšmingai padidėja nuosavo ir skolinto kapitalo kaina, wacc neišvengiamai padidėja.

Pasak Cibulskienės ir Padgureckienės (2011) tradicinė kapitalo struktūros formavimo teorija nebuvo daug analizuota ir nebuvo moksliskai įrodyta, tačiau yra tikima, kad egzistuoja tam tikras ryšys tarp finansinio svarto ir vidutinės svartinės kapitalo kainos.

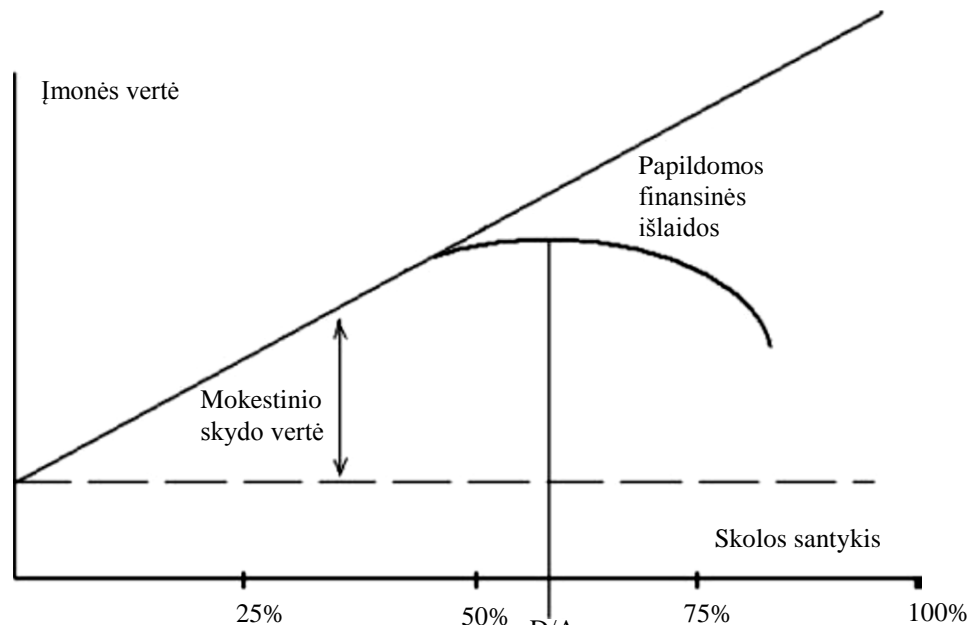
Vėliau susiformavo *modernios kapitalo struktūros teorijos*, kurios nagrinėjamos atsižvelgiant į skirtingus finansinius rodiklius. Modernioms kapitalo struktūros teorijoms priskiriama *kompromisinių modelių teorija, pasirinkimo eilės teorija* ir *agentavimo santykių teorija*.

Kompromisinių modelių teorija atsirado kaip Modiglianio ir Millerio teorijos kritika. Casey, Summeri ir Packerio (2006) teigimu, kompromisinių modelių teorijoje teigiama, kad įmonės mokančios didesnę pelno mokesį, gali rinktis didesnę skolos dalį kapitale, nei įmonės, turinčios mažus pelnus ir mokančios mažus mokesčius. Pasak Cibulskienės ir Padgureckienės (2011) esminis kompromisinių modelių teorijos prieštaravimas yra neigiamos koreliacijos tarp įmonės pelningumo ir įsiskolinimo empiriniai įrodymai. Anot Padgureckienės (2011), įmonės, turinčios stabilų kasmetinį pelną prieš palūkanas ir mokesčius, gali sau leisti didesnę dalį kapitalo dengti skola, nei įmonės kurių pelnas prieš palūkanas ir mokesčius kasmet stipriai kinta.

McLaney (2009) teigimu, kompromisinė teorija patvirtina Modiglianio ir Millerio teiginį, kad skolinto kapitalo nauda tik tokia, kad sumažėja mokesčiai. Dėl palūkanų išlaidų mažėja įmonės pelnas, todėl sumažėja pelno mokesčiai. Kompromisinių modelių teorijos išvada tokia, kad įmonė turėtų pasirinkti tam tikrą skolinto ir nuosavo kapitalo santykį, kuriam esant, bankroto išlaidos nenusveria mokesčių skydo naudos. Tai turėtų būti toks lygis kuriame wacc minimizuojamas, o įmonės vertė maksimali. Miclauso (2008) teigimu, pagrindiniai kompromisinių modelių teorijos elementai, tai dėl skolinto kapitalo sumokami mokesčiai ir dėl didelės skolos atsirandantys bankroto rizikos kaštai.

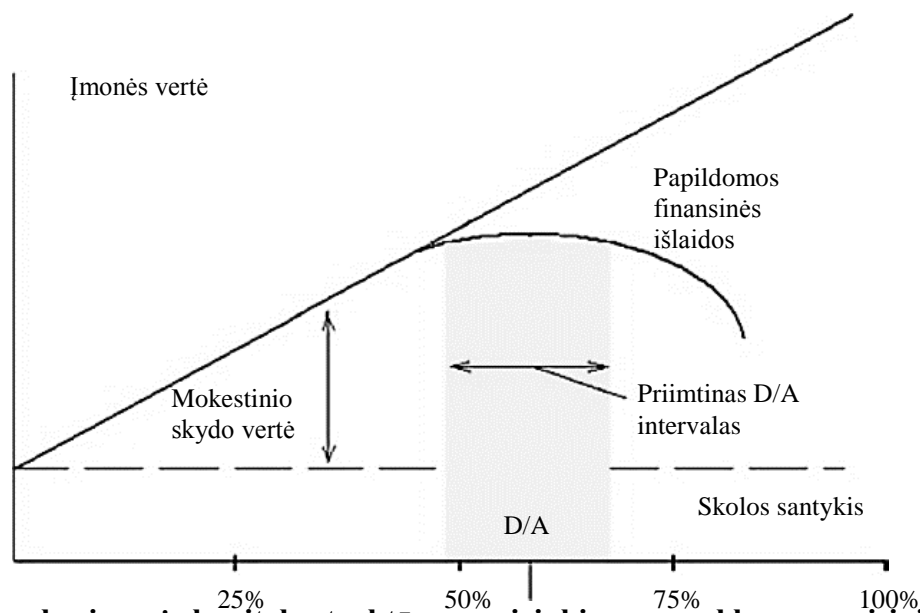
Johnsonas (2011) aiškina (žr. 5 pav.), kad pasak kompromisinių modelių teoriją, jeigu įmonė neturi finansinių skolų ir visas jos kapitalas sudarytas iš nuosavo kapitalo, tai firmos vertė išlieka tokia kokia yra. Tačiau pagal 5 paveikslą, kai didėja įmonės skolinto kapitalo dalis, proporcingai didėja ir įmonės vertė. Taip atsitinka dėl proporcingai didėjančio mokesčių skydo. Tačiau tai vyksta tik iki tam tikro taško, vėliau didinant įmonės skolintojo kapitalo dalį, stipriai didėja mokesčiai ir rizika. Didėjant ne tik palūkanoms, bet ir bankroto rizikos kaštams, mokesstinio skydo duodama nauda tam tikrame lygyje

nebeatsveria papildomų skolinto kapitalo kaštų ir teigiamas mokestinio skydo poveikis dingsta. Taigi autoriaus teigimu, egzistuoja tam tikras taškas (D/A) kuriame yra maksimizuojama įmonės vertė pasinaudojus mokestiniu skydu. Johnsono (2011) teigimu, kompromisinių modelių teorija nurodo, kad tai ir yra optimalus įmonės kapitalo struktūros formavimo būdas, kai nustatomas toks skolinto kapitalo lygis, kad įmonės vertė būtų maksimaliai didinama, tačiau nepatiriama papildomų kaštų.



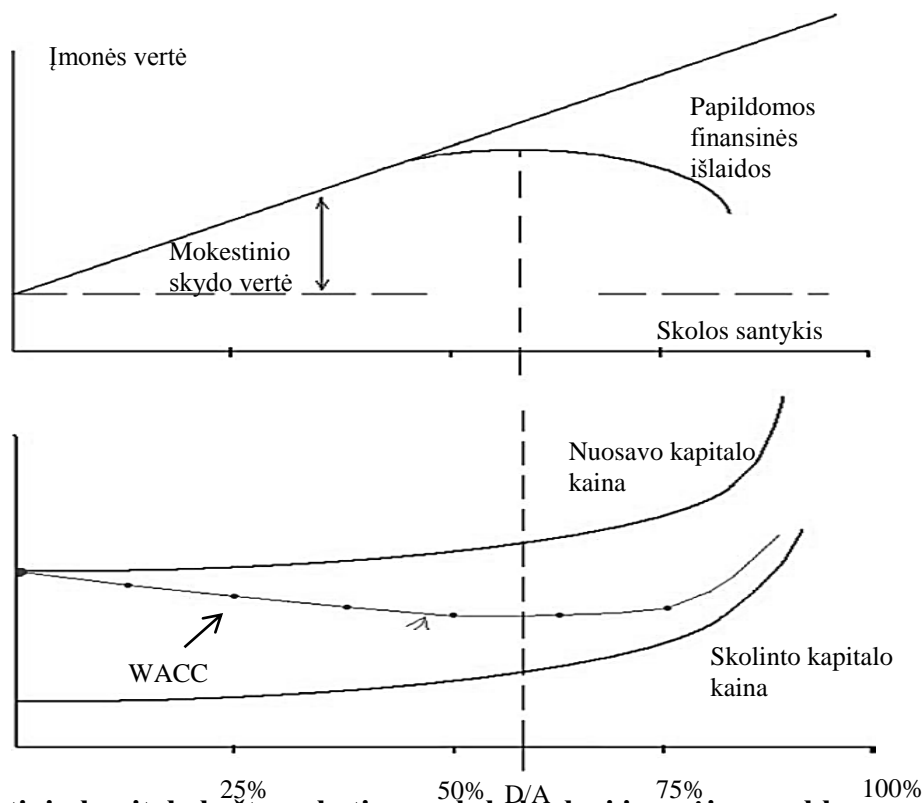
5 pav. Optimalios įmonių kapitalo struktūros pasirinkimas pagal kompromisinių modelių teoriją (adaptuota pagal Johnson S. (2011))

Pasak Johnsono (2011) nors įmonės vertė yra optimaliausia taške D/A, tačiau variacijos aplink šį tašką stipriai nepakeičia įmonės vertės (6 pav.). Šiame intervale pasirinktas skolos dydis bus ne visiškai optimalus, tačiau racionalus įmonės sprendimas. Įmonės vertės maksimizavimas taip pat gali būti apibrėžtas kaip wacc minimizavimas. Kompromisinių modelių teorijoje teigiama, kad investuotojai reikalaus mažesnės grąžos, kai skolos dalis mažesnė, nes įmonė yra mažiau rizikinga. Tačiau skolinto kapitalo kaštai įmonėms mažesni nei nuosavojo kapitalo, taigi keičiant įmonės kapitalo struktūrą ir pridėdant daugiau skolintojo kapitalo, wacc mažės. Tam tikru momentu wacc pradės kilti, nes kreditoriai ims reikalauti didesnės įmonės grąžos dėl augančios rizikos. Grafiškai šis reiškinys pavaizduotas 7 paveiksle.



6 pav. Racionalus įmonės kapitalo struktūros pasirinkimas pagal kompromisinių modelių teoriją (adaptuota pagal Johson S. (2011))

Galime matyti, kad kaip skolos lygis įmonėje lygus nuliui, tai wacc yra lygus nuosavo kapitalo kaštams. Kai įmonės skolos lygis 25 proc., wacc yra viena ketvirtąją žemiau nuosavo kapitalo kainos. Kai skolino kapitalo dalis įmonėje 50 proc. wacc yra per vidurį tarp skolino ir nuosavo kapitalo kainos. Kai skolino kapitalo dalis įmonėje 75 proc. wacc priartės prie skolino kapitalo kaštų. Pasak teorijos, įmonės kaštai minimizuojamo taške D/A, kai wacc yra mažiausias.



7 pav. Svertinių kapitalo kaštų pokytis pagal skolos lygį įmonėje pagal kompromisinių modelių teoriją (adaptuota pagal Johson S. (2011))

„Kompromisinių modelių teorija teigia, kad tarp pelningumo ir finansinio svarto egzistuoja teigiamas ryšys. Pelningos įmonės siekia išlaikyti kiek galima aukštesnį finansinio svarto lygį, norėdamos atsverti įmonės mokesčius. Tokiu būdu jos yra linkusios naudoti išorinį finansavimą“ (Cibulskienė ir Padgureckienė, 2011). „Racionali kapitalo struktūra, nustatoma ieškant kompromiso tarp maksimalios galimos mokesčių ekonomijos, pritraukus skolintas lėšas, ir finansinių sunkumų kaštų, kurių tikimybė auga kartu su skolinto kapitalo dalies didėjimu“ (Vasiliauskaitė ir Rumšaitė, 2000). Taigi apibendrinant kompromisinių modelių teoriją, galima teigti, kad pasak teorijos autorių, skolintas kapitalas didina įmonės vertę iki tam tikro taško, kai skolinto kapitalo nauda tampa lygi bankroto rizikos kaštams.

Pasirinkimo eilės teorijos pradininkas Myersas (1984) teigia, jog didelius pelnus turinčioms įmonėms nebūdinga skola kapitalo struktūroje, priešingai įmonėms kurių pelnas yra mažas. Tai paneigia kompromisinių modelio teorijos atstovų teiginį, jog didelius pelnus turinčios įmonės skolinasi daugiau, siekdamos gauti naudą iš skolos daromos mokestinio skydo naudos. Tačiau Jibranas, Wajidas, Waheedas ir Muhammadas (2012) analizavę kitų mokslininkų tyrimus, priėjo išvadą, kad realesnė yra kompromisinių modelių teorija, nei pasirinkimo eilės teorija.

„Pasirinkimo eilės teorija nagrinėja atvirkštinę priklausomybę tarp pelno ir finansavimosi skolintu kapitalu. Įmonės kapitalo struktūros formavimo sprendimų parinkimas priklauso nuo įmonės investavimo alternatyvų ir įmonių pelningumo lygio. Labai pelningos įmonės investicijas finansuoja nepaskirstytu pelnu, išlaikydamos pastovų skolos koeficientą. Tuo tarpu mažiau pelningos įmonės yra priverstos veiklą finansuoti skolintomis lėšomis. Tarp finansinio svarto ir pelningumo susiformuoja neigiamas ryšys“ (Cibulskienė ir Padgureckienė, 2011). Pasak McLaney (2009) pasirinkimo eilės teorijoje išskiriama tokia finansavimo šaltinių seka:

- nepaskirstytasis pelnas;
- terminuotos skolos iš bankų ar kitų institucijų;
- kapitalo akcijų emisija.

Pagal pateiktus finansavimo šaltinius ir jų eiliškumą galima teigti, kad įmonės vadovai nesiekia optimalios kapitalo struktūros, o renkasi mažesnę finansinę svartą ir sumažina finansinę riziką. Pasirinkimo eilės teorija paaiškina, kad didžiausius pelnus gaunančių įmonių skolinimosi lygis yra kur kas mažesnis todėl, kad joms nereikia išorinių lėšų, o mažus pelnus gaunančioms įmonėms atvirkščiai, reikalingas išorinis finansavimas, nes jos nesugeba vidiniais pinigų srautais užtikrinti įmonės finansavimo.

Agentavimo santykių teorijos pradininkai ir svarbiausi tyrėjai Jensenas ir Mecklingas (1976). Autoriai teigia, kad agentavimo santykiai atsiranda tarp savininkų ir kreditorių bei savininkų ir

vadybininkų. Kapitalo struktūros pasirinkimą gali paveikti nesutarimai tarp jų, o siekdami priversti vadybininkus stengtis maksimizuoti pelną savininkai patiria išlaidų. Pasak Vasiliauskaitės ir Rumšaitės (2000), savininkų turto didinimas nėra svarbiausias vadybininkų tikslas. Kai vadybininkų tikslas yra įmonės augimas, tai skolintas kapitalas jiems naudingas dėl investicijų galimybių, tada vadovų ir savininkų interesai sutampa. Tačiau kai įmonės neturi investicijų galimybių, skola yra ribojama.

Vasiliauskaitė ir Rumšaitė (2000) analizuodamos agentavimo santykių teoriją teigia, kad nesutarimai tarp savininkų ir vadybininkų gali stipriai paveikti įmonių kapitalo struktūros formavimą. Pasak autorių vadybininkų tikslas yra kuo labiau išplėsti įmonę, nes tik stipri ir didelė įmonių gali išlaikyti jų darbo vietas ir sumažinti akcinio paketo perpirkimo galimybes. Kai tuo tarpu savininkų pagrindinis tikslas yra kuo didesnis įmonės pelnas, kas lemtų didesnę savininkų naudą. Taip atsiranda agentavimo kaštai, siekiant priversti vadybininkus dirbti savininkų norima linkme, t. y. maksimizuojant įmonės pelną.

Apibendrinant, jeigu savininkai nesieks paveikti vadybininkų, bus išvengta agentavimo santykių kaštų, tačiau yra didelė tikimybė, kad savininkai patirs kaštus dėl savanaudiškų vadybininkų pasirinkimų. Kitas atvejis, kai savininkai stipriai kontroliuos vadybininkus ir agentavimo kaštai bus gana aukšti. Pasak Vasiliauskaitės ir Rumšaitės (2000) egzistuoja tam tikras optimalus pasirinkimas, kai agentavimo kaštai dvigubai atsveria akcininkų naudą.

Kipišas (2004) ir Myersas (2001) taip pat mini *laisvo pinigų srauto teoriją*, kuri buvo paskelbta Jenseno 1986 metais. Teorijoje teigiama, kad esant didelei skolai ir dideliems įsipareigojimams, įmonės vadovai yra priversti kuo efektyviau panaudoti turimas lėšas, todėl efektyviau valdo įmonę ir sparčiau didina įmonės vertę. Anot Myersas (2001), laisvo pinigų srauto teorija skirta daugiau subrendusioms įmonėms, kurios dažnai perinvestuoja turimą kapitalą. Įmonėms, kurių pelningumas yra didelis, nėra būtinybės skolintis lėšas, todėl jos investicijas finansuoja nuosavu kapitalu.

Palyginus įmonių kapitalo struktūros formavimą analizavusias teorijas (žr. 3 lent.) matyti, kad moderniosios įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijos daug plačiau analizavo kapitalo struktūros optimizavimo klausimą, nei klasikinės kapitalo struktūros teorijos. Taip pat matyt, kad pasirinkimo eilės ir kompromisinių modelių teorijos labiau atsižvelgia į įmonių vertės didinimą ir bankroto rizikos mažinimą, nei agentavimo santykių teorija. Agentavimo santykių teorijoje didžiausias dėmesys skiriamas kreditorių, savininkų ir vadybininkų tarpusavio konfliktams bei jų sukuriamiems kaštams. Nors tai daro didelę įtaką įmonių kapitalo struktūros formavimui, tačiau nevisiškai atspindi realią finansavimo pasirinkimo problemą.

3 lentelė. Įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijų teiginiai (sudaryta pagal Cibulskienę ir Padgureckienę (2011), bei Padgureckienę (2011))

Teorija	Pagrindiniai teiginiai
Neoklasikinė teorija	<ul style="list-style-type: none"> • kapitalo struktūra visiškai nesusijusi su jos verte, kai nėra mokesčių, tobuloje rinkoje; • įmonės naudojančios skolintą kapitalą vertė didesnė, kai mokami mokesčiai; • įmonė naudojanti skolintą kapitalą daugiau laimi, dėl mažesnės skolinto kapitalo kainos.
Tradicinė teorija	<ul style="list-style-type: none"> • skolinto ir nuosavo kapitalo derinys, kuriuo padidinama įmonės vertė ir sumažinamos kapitalo išlaidos; • tam tikram taške padidėjus rizikai sumažėtų įmonės vertė.
Kompromisinių modelių teorija	<ul style="list-style-type: none"> • įmonės kurių kapitalo pelningumas svyruoja turėtų naudoti mažiau skolinto kapitalo; • didesnius mokesčius mokančios įmonės gali turėti didesnę įsiskolinimą; • įmonės turinčios daugiau materialaus turo gali naudoti daugiau skolinto kapitalo.
Pasirinkimo eilės teorija	<ul style="list-style-type: none"> • įmonės pirmenybę teikia vidiniams finansavimo šaltiniams, jų pritrūkus pirmumą teikia skolinimuisi.
Agentavimo santykių teorija	<ul style="list-style-type: none"> • skirtingi savininkų ir vadybininkų interesai, todėl patiriamos kontrolės išlaidos.

Palyginus visas kapitalo struktūros teorijas galima teigti, kad nėra išskirtos vienos ir vieningai kapitalo struktūrą paaiškinančios teorijos. Visos pateiktos teorijos gali būti pritaikytos įmonei skirtingais atvejais. Egzistuoja gausybė veiksnių darančių įtaką įmonių kapitalo struktūrai, o teorijos remiasi skirtingais veiksniais. Sunku išskirti kuri įmonės kapitalo struktūros teorija atskleidžia tikrąją kapitalo struktūros ir jai įtaką darančių veiksnių priklausomybę. Teorijos dažnai susipina tarpusavyje, kadangi kiekviena teorija stengiasi įvertinti kuo daugiau veiksnių. Korzha (2015) išskiria pagrindinius įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijų kriterijus, privalumus ir trūkumus (žr. 4 lentelė). Peržvelgiant kapitalo struktūros teorijų raidą, galima pastebėti jog buvo prieita įvairių nuomonių apie įmonių kapitalo struktūros formavimą. Kapitalo struktūros pasirinkimas, tai itin komplikotas daugelio veiksnių įvertinimo procesas, tuo labiau, jog veiksniai įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijose persipina. Taigi prieinama išvada, kad visos teorijos pateikia savas kapitalo struktūros formavimo hipotezes, tačiau nėra prieita vieningos nuomonės kuri iš šių teorijų yra geriausia ir teisingiausia, todėl vis dar atliekama daug tyrimų analizuojant teorijas.

4 lentelė. Įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijų kriterijai, privalumai ir limitai
(sudaryta pagal Korzhą (2015))

Teorija	Optimalūs kriterijai	Privalumai ir naudojimo ypatumai	Minusai ir limitai
Klasikinė kapitalo teorija	Kapitalo struktūros optimizavimas nedaro jokios įtakos įmonės vertei. Įmonės vertė priklauso nuo turto vertės.	1) nustatoma optimali kapitalo struktūra remiantis būsi pinigų srautu; 2) atsižvelgiama į mokesčių skydą.	1) naudojama tobuloje rinkoje; 2) skolintas kapitalas nėra susietas su pajamų mokesčiais; 3) neatsižvelgiama į kapitalo įsigijimo ir pardavimo išlaidas; 4) neatsižvelgiama į bankroto riziką.
Kompromisinių modelių teorija	Optimali kapitalo struktūra yra pasiekiami taške, kai svartinė kapitalo vertė yra minimali.	1) atsižvelgiama į skolinto kapitalo mokesčių naudą ir papildomas išlaidas; 2) kiekviena įmonė nepriklausomai gali pasirinkti jai prienamą pelningumo ir rizikos santykį.	1) nepaaiškina vadybininkų veiksmų kapitalo struktūros keitimo laikotarpiu; 2) sunku nustatyti bankroto rizikos išlaidas; 3) sunku nustatyti kada įmonei gresia bankrotas; 4) pervertinama skolinto kapitalo nauda dėl mokestinio skydo; 5) neatsižvelgia į kapitalo struktūros keitimo kaštus.
Pasirinkimo eilės teorija	Skolinto kapitalo ir rizikos minimizavimo pirmumas.	1) teorijoje atsižvelgiama į bankroto riziką; 2) finansavimo pasirinkime labai svarbus įmonės stabilumo išsaugojimas; 3) teorija parodo ryšį tarp kapitalo struktūros ir įmonės pelningumo.	1) teorija efektyvesnė didelėms kompanijoms turinčioms galimybes investicijas padengti nuosavomis lėšomis; 2) numatoma rizika, kad mokestinis skydas suteikia tik trumpalaikį pelningumą; 3) naudojama ne kiekybinė, o kokybinė analizė.
Agentavimo santykių teorija	Specifinio skolinto kapitalo didėjimas lemia papildomus kaštus, o tai nulemia įmonės vertės mažėjimą.	1) analizuoja sistemos būseną, kuri susideda iš dviprasmiškumų, rizikos ir dirgiklių; 2) atsižvelgiama į papildomas išlaidas kurias sukelia vadybininkų, kreditorių ir savininkų interesų nesutapimai; 3) vadybininkų kaštų sumažinimas.	1) suvaržoma didelių agentavo kaštų; 2) sunku nustatyti visus agentavimo kaštus kurie daro įtaką kapitalo struktūrai; 3) painiava tarp vadybininkų, savininkų ir kreditorių interesų.

Autorių išskiriami veiksniai lemiantys įmonių kapitalo struktūrą pagal moderniąsias kapitalo struktūros analizuoti Cibulskienės (2005), Kipišo (2004) ir Lino (2014) (žr. 5 lentelė). Pagal lentelėje pateiktus duomenis matyti, kad kompromisinių modelių ir pasirinkimo eilės teorijose įmonių kapitalo struktūrai įtaką daro tie patys veiksniai, tačiau skirtingą poveikį. Kompromisinių modelių teorijoje teigiamą įtaką finansiniam svertui daro turto materialumas, nuosavo kapitalo pelningumas, turto pelningumas ir įmonės dydis pagal turtą. Neigiamą įtaką finansiniam svertui daro įmonės augimo veiksnys ir neskolinis mokesčių dydis.

Pasirinkimo eilės teorijoje nurodoma, kad teigiamą įtaką finansiniam svertui daro turto materialumas ir įmonės augimo veiksnys, neigiamą įtaką daro pelningumo rodikliai ir įmonės dydis pagal turtą rodiklis.

5 lentelė. Įmonių kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai pagal moderniąsias teorijas (sudaryta pagal Cibulskienę (2005), Kipišą (2004), Liną (2014))

Rodiklis	Turto materialumas	Nuosavo kapitalo pelningumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolimis mokesčių skvdas	Įmonės dydis pagal turą
Teorija						
Kompromisinių modelių teorija	+	+	+	-	-	+
Pasirinkimo eilės teorija	+	-	-	+		-
Agentavimo santykių teorija				+		

Pagal Cibulskienę (2005) ir Kipišą (2004) agentavimo santykių teorijoje finansiniam svertui įtaką daro tik įmonės augimo veiksnys, veiksnio poveikis finansiniam svertui yra teigiamas. Išanalizavus lentelėje pateiktus veiksnius matyti, kad skirtingos teorijos nurodo skirtingą veiksnių poveikį, todėl yra itin svarbu iširti kokie veiksniai ir kokį poveikį daro įmonių kapitalo struktūrai.

„Kapitalo struktūros klausimas yra tradicinis, probleminis ir labai aktualus įmonei, kadangi nuo šios struktūros politikos priklauso rizikos ir pelningumo alternatyvos pasirinkimas. Įmonės finansinio stabilumo ir nemokumo rizikos problemos pirmiausia siejamos su kapitalo struktūra, t. y. su skolinto kapitalo dydžiu kapitalo struktūroje“ (Kuizinaitė ir Paliulytė, 2008). Todėl kitam poskyryje aptariama įmonių kapitalo struktūros vertinimo metodai.

2.3. Įmonių kapitalo struktūros vertinimo metodai

Tam, kad įvertinti įmonių kapitalo struktūros formavimui įtaką darančius veiksniumi, pirmiausiai reikia pasirinkti tinkamą tyrimo būdą. 6 lentelėje pateikiami apibendrinti autorių naudojami tyrimo būdai siekiant nustatyti įmonių kapitalo struktūrą lemiančius veiksnius. Autorių tyrimų analizė parodė, kad dažniausiai buvo pasirinkti regresinės analizės tyrimas, regresinė analizė atlikta Kipišo (2004), Cibulskienės (2005), Cibulskienės ir Grigaliūnienės (2008), Kuizinaitės ir Paliulytės (2008), Ventoura-Neokosmidi (2007), Wango (2011), Tayloro (2008), Lino (2014) tyrimuose. Taip pat dalis autorių – Cibulskienė ir Padgureckienė (2011), Padgureckienė (2011), Norvaišienė ir Stankevičienė (2007), Vasiliauskienė ir Rumšaitė (2000) tyrimuose atliko koreliacinę analizę. Čekanavičius (2011) teigia, kad koreliacinė analizė, tai kintamųjų tiesinės priklausomybės matas. Tyrimuose koreliacinė analizė skirta išmatuoti dviejų kintamųjų priklausomybei. Koreliacijos koeficientas gali įgyti reikšmes nuo -1 iki 1, kuo koeficiento reikšmė toliau nuo nulio, tuo veiksnių priklausomybė yra stipresnė. Koreliacijos koeficiento

ženklas rodo ar priklausomybės teigiamos ar neigiamos. Tačiau autorius pabrėžia, kad koreliacinė analizė neparodo reikšmių priežastingumo.

Dauguma autorių įmonių kapitalo struktūrą lemiančius veiksnius nustatinėjo pasitelkdami regresinę analizę. Čekanavičius (2001) teigia, kad regresinė analizė naudojama kokybinių ir kiekybinių kintamųjų priklausomybių analizei. Rodiklių koeficientų ženklai parodo kaip kis priklausomas kintamasis, didėjant ar mažėjant nepriklausomam kintamajam.

Analizuojant autorių atliktus tyrimus, galima matyti, kad dauguma autorių tirti pasirinko penkerių metų laikotarpį, dauguma atvejų pasirinkta tirti vienos šalies įmonės, kai kuriuose tyrimuose skirstant įmones pagal pramonės šakas. Taip pat autoriai atlikdami tyrimus analizavo įmonių rodiklius, tiek grafiškai, tiek palyginamąja analize.

6 lentelė. Kitų autorių atliktų įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrimo būdai
(sudaryta pagal apibendrintą autorių nuomonę)

Autorius	Tyrimo metodas	Tyrimo laikotarpis, įmonių skaičius
Cibulskienė, Padgureckienė (2011), Pagureckienė (2011)	Koreliacinė analizė, EVA rodiklio analizė, dinaminių rodiklių analizė.	2005–2009 m., 1 įmonė, Lietuva.
Norvaišienė, Stankevičienė (2007).	Statistinė duomenų analizė, palyginamoji analizė, daugiamatė koreliacinė analizė.	2000–2002 m., 2003–2005 m., Baltijos šalys.
Kipišas (2004).	Daugialypė regresija.	1999–2003 m., 67 Lietuvos įmonės.
Vasiliauskaitė ir D. Rumšaitė (2000),	Grafinė duomenų analizė, koreliacinė analizė.	1995–1999 m., maisto ir gėrimų, tekstilės, chemijos ir farmacijos pramonės šakos. Lietuva.
Cibulskienė (2005).	Regresinė analizė, EVA rodiklio analizė.	1998–2003 m. 4117 įmonės Lietuvoje skirstant pagal pramonės šakas.
Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2008).	Lyginamoji, loginė parametrų analizė, regresinė analizė.	1998–2004 m., Lietuvos apdirbamosios pramonės įmonės.
Kuizinaitytė, Paliulytė (2008).	Regresinė analizė.	2005–2007 m., 8 pramonės ir gamybos įmonės Lietuvoje.
Ventoura-Neokosmidi (2007).	Regresinė analizė.	1997–2001 m., 129 Graikijos įmonės.
Wangas (2011).	Regresinė analizė.	2003–2007 m., 160 Pakistano įmonių.
Tayloras (2008).	Regresinė analizė.	1994–2003 m., 86 Jordanijos įmonės.
Linus (2014).	Regresinė analizė.	2011 m., 1481 Kinijos įmonės.
Aboras (2005).	Regresinė analizė.	1998–2002 m., 22 Ganos įmonės.

Kapitalo struktūra formuojama pasirenkant tam tikrą nuosavo ir skolinto kapitalo derinį. Padgureckienė, Cibulskienė (2011) teigimu finansinis svertas apibrėžiamas kaip skolinto ir nuosavo kapitalo santykis, moksliniuose tyrimuose naudojamas įmonės kapitalo struktūrai atspindėti. Finansinis svertas – parodo kiek viename nuosavybės piniginiame vienetui tenka skolintų lėšų. Šis koeficientas atspindi įmonės priklausomybę nuo skolintojų. Kuo rodiklis didesnis tuo įmonės priklausomybė nuo skolintojų didesnė ir finansinė rizika didesnė. Pasak Cibulskienės (2007) dauguma įmonių savo veiklą

vertina remdamosi tradicinių finansinių santykinių rodiklių analize, tačiau pasaulio mokslinėje literatūroje siūlomas platus spektras įmonių vertės nustatymo modelių, suskirstytų pagal įvairius kriterijus, orientuotų į vertės maksimizavimą. Juose dažnai minima ekonominės pridėtinės vertės (EVA) sąvoka (3).

$$EVA = EBIT - A * wacc \quad (3)$$

Čia: A – visos įmonės turtas laikotarpio pabaigoje;

EBIT – pelnas prieš palūkanas ir mokesčius;

wacc – svertinės vidutinės kapitalo sąnaudos.

EVA metodas lygina veiklos pelną su versle "įdarbinto" kapitalo kaštais. Stewartas (2000) EVA rodiklį apibrėžia kaip grynąjį veiklos pelną po mokesčių atėmus kapitalo kaštus, tačiau šis rodiklis skirtas nustatyti įmonės sukuriamai vertei. Vertė sukuriama tik kai įmonė gauna didesnes pajamas nei kaštai, įtraukiant ir kapitalo kaštus. Vatinavičius (2003) išskiria EVA lemiančius veiksniais, teigdamas kad kompanijos vadovai turi suprasti, kas nulemia įmonės ekonominę vertę. Autorius išskiria keturis veiksniais, tai finansiniai veiksniai, kaip įmonę vertina akcininkai, kreditoriai ir potencialūs investitoriai; inovacijų veiksniai – kaip kuriama nauja vertė; pirkėjų veiksniai – kaip pirkėjai vertina kuriamą prekę ar paslaugą; vidaus veiksniai, tai ką kompanijoje reikia keisti ir modernizuoti. „Tikslinga empiriškai pagrįsti efektyvią kapitalo svertų reikšmių zoną, kurioje skatinamas EVA apimties augimas, nes EVA aiškiai atskleidžia pelningumo ir kapitalo panaudojimo tam pelnui uždirbti ryšį“ (Cibulskienė, 2005).

Cibulskienės (2007) ir Padgureckienės, Cibulskienės (2001) tyrimuose naudotas EVA rodiklis (3), autorių teigimu, šis metodas naudingas tiriant įmonių kapitalo struktūrą lemiančius veiksniais, nes tai puikiai padeda nagrinėti įmonės vertės maksimizavimą, kai įmonės sąnaudos yra minimizuojamos.

Cibulskienė (2007) įvardina tokius EVA rodiklio privalumus:

- 1) aiškiai apibrėžiamos įmonių kapitalo sąnaudos skatina efektyviai naudoti tiek skolintą, tiek nuosavą kapitalą;
- 2) EVA rodiklis aiškiai parodo įmonių pelningumą ir su tuo susijusias išlaidas, todėl padeda įvertinti investicijas;
- 3) EVA yra periodinis rodiklis todėl gali būti naudojamas rezultatams ištirti ir motyvuoti darbuotojus;
- 4) EVA reikšmė gali būti lengvai išvedama diskontuotų pinigų srautų metodu.

Cibulskienės (2005), Padgureckienės ir Cibulskienės (2011) tyrimuose EVA rodiklis analizuotas vienai įmonei, tačiau prieita išvada, kad įmonės rodiklius EVA ir wacc, skaičiuoti ir analizuoti yra tikslinga siekiant nustatyti įmonių kapitalo struktūros formavimo sprendimus.

Kaip jau minėta, dauguma autorių nagrinėjančių Lietuvos įmonių kapitalo struktūrą, tyrimui pasirenka kitokius įmonių kapitalo struktūrą atspindinčius rodiklius nei užsienio autoriai. Rumšaitės

(2001) teigimu, finansinis svetas parodo kokia yra skolinto kapitalo dalis visame įmonės kapitale. Taigi pirmiausia 7 lentelėje pateikiama autorių (Cibulskienės ir Padgureckienės (2011), Padgureckienės (2011), Norvaišienės ir Stankevičienės (2007), Kipišo (2004), Vasiliauskienės ir Rumšaitės (2000), Cibulskienės (2005), Cibulskienės ir Grigaliūnienės (2008), bei Kuizinaitės ir Paliulytės (2008), Ventoura-Neokosmidi (2007), Wango (2011), Taylora (2008), Lino (2014)) tyrimuose naudoti priklausomi kapitalo struktūros kintamieji.

Dauguma autorių tyrimuose naudojo tuos pačius finansinio sveto rodiklius, taip pat pastebima tendencija naudoti 3 arba daugiau finansinio sveto rodiklių. Pasak Cibulskienės (2005) trijų sveto lygių ir jų dinamikos analizė yra laikoma tiksliausiu kapitalo struktūros atspindžiu, ir yra praeityje priimtų finansavimo sprendimų rezultatas. Norvaišienės ir Stankevičienės (2007) tyrime naudojami netgi 7 finansiniai svetai, jie pasirinkti visiškai kitokie nei kitų autorių. Daugumą šių finansinių sveto galima rasti NASDAQ OMX VILNIUS¹

7 lentelė. Kapitalo struktūrai įvertinti tyrimuose naudoti priklausomi kintamieji (sudaryta pagal apibendrintą autorių nuomonę)

Autorius	Nepriklausomi kintamieji
Cibulskienė, Padgureckienė (2011), Padgureckienė (2011), Cibulskienė (2005).	<ul style="list-style-type: none"> • finansinio sveto lygis; • skolinto kapitalo kvota; • skolos nuosavybės koeficientas;
Norvaišienė, Stankevičienė (2007).	<ul style="list-style-type: none"> • skolų ir turto santykis; • ilgalaikių skolų ir turto santykis; • finansinių skolų ir turto santykis; • ilgalaikių finansinių skolų ir turto santykis; • finansinių skolų ir kapitalo santykis; • skolų ir turto rinkos vertės santykis • finansinių skolų ir turto rinkos vertės santykis;
Kipišas (2004)	<ul style="list-style-type: none"> • finansinis svetas;
Vasiliauskienė, Rumšaitė (2000).	<ul style="list-style-type: none"> • finansinis svetas; • skolos koeficientas; • ilgalaikės skolos koeficientas;
Cibulskienė, Grigaliūnienė (2008).	<ul style="list-style-type: none"> • finansinis svetas; • skolos koeficientas; • skolos – nuosavybės koeficientas;
Kuizinaitė, Paliulytė (2008).	<ul style="list-style-type: none"> • skolinto kapitalo dydis proc.
Ventoura-Neokosmidi (2007), Wangas (2011), Tayloras (2008).	<ul style="list-style-type: none"> • skolos ir turto santykis.
Linas (2014).	<ul style="list-style-type: none"> • skolos ir turto santykis buhalterine verte; • skolos ir turto santykis rinkos verte; • ilgalaikės skolos ir turto santykis buhalterine verte; • ilgalaikės skolos ir turto santykis rinkos verte.
Aboras (2005)	<ul style="list-style-type: none"> • ROE – nuosavo kapitalo pelningumas.

¹ NASDAQ OMX Vilnius leidinyje „Įmonių finansinė analizė. Rodiklių skaičiavimo metodika“.

Vasiliauskienė ir Rumšaitė (2000) be pateikto finansinio svėro, taip pat analizavo finansinį svėrą atspindinčių koeficientų (skolos koeficientas, ilgalaikės skolos koeficientas) pokytį. Cibulskienė (2005), Padgureckienė (2011), Cibulskienė, Padgureckienė (2011) tyrime pasirinko tris finansinius svėrus, tai finansinio svėro lygis, skolinto kapitalo kvota ir skolos – nuosavybės koeficientas. Skolos ir turto santykis taip pat buvo naudojamas trijų autorių tyrimuose. Kiti rodikliai nusakantys įmonės kapitalo struktūrą buvo naudojami rečiau. Autoriai nenurodė tikslaus finansinių svėrų pasirinkimo argumentavimo, tačiau Songas (2005) nurodė finansinių svėrų teigiamus ir neigiamus aspektus (8 lentelė).

8 lentelė. Finansinių svėrų privalumai ir trūkumai (sudaryta pagal Song (2005))

Finansinio svėro rodiklis	Privalumai (+) ir trūkumai (–)
1. Skolinto kapitalo kvota. <i>Įsipareigojimai/turtas</i>	+ Plačiausias finansinio svėro apibūdinimas. Parodo kas lieka akcininkams likvidacijos atveju; – Negalima nuspręsti ar artimiausiu metu įmonė gali susidurti su įsipareigojimų nevykdymo rizika. Galima pervertinti finansinį svėrą, nes į įsipareigojimus įtraukiamos mokėtinos sumos, neapmokestinamos atsargos ir kt.
2. Skolos ir turto santykis. <i>Įsiskolinimai/turtas</i>	+ neįtraukia tokių įsipareigojimų, kaip mokėtinos sumos; – įvertinama tokie veiksniai kaip prekybinis kreditas, pavyzdžiui, nesumokėtos sąskaitos.
3. Skolos ir grynojo turto santykis. <i>Įsiskolinimai/grynasis turtas</i>	+ neapima prekybinio kredito. (Grynasis turtas= visas turtas – mokėtinos sumos – kiti įsipareigojimai); – įtakojamas tokių veiksmų, kurie nėra susiję su finansavimo sprendimais (turtas laikomas dėl pensijinių įsipareigojimų).
4. Skolos ir kapitalo santykis. <i>Įsiskolinimai/kapitalas</i>	+ geriausiai atspindi finansavimo sprendimus (kapitalas= įsiskolinimas + nuosavybė).
5. EBIT ir palūkanų santykis. <i>EBIT/palūkanų išlaidos</i>	+ Akcininkai negali fiksuoti mokėjimų bei praranda kontrolę; – Remiasi prielaida, kad trumpo laikotarpio įsipareigojimai, tokie kaip fiksuoti mokėjimai ir trumpo laikotarpio įsiskolinimai bus perkelti. Labai jautrus pajamų svyravimams.

Analizuojant 7 ir 8 lentelių duomenis galima teigti, jog dauguma autorių naudojo skolinto kapitalo kvotos rodiklį kaip finansinio svėro rodiklį, kurį Songas (2005) aprašo kaip plačiausią finansinio svėro rodiklį. Cibulskienė ir Padgureckienė (2011), Padgureckienė (2011), Vasiliauskienė ir Rumšaitė (2000), Cibulskienė (2005), Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2008) analizavo įsipareigojimų ir turto santykį bei įsipareigojimų ir kapitalo santykį, kurie yra ganėtinai panašūs į skolos ir turto santykį bei skolos ir kapitalo santykį. Taigi galima teigti, kad dažniausiai naudojami finansinio svėro rodikliai tai:

- 1) skolinto kapitalo kvota;
- 2) skolos ir turto santykis;
- 3) skolos ir kapitalo santykis.

Kitame poskyryje analizuojama autorių tirti, finansiniam svertui įtaką darantys veiksniai.

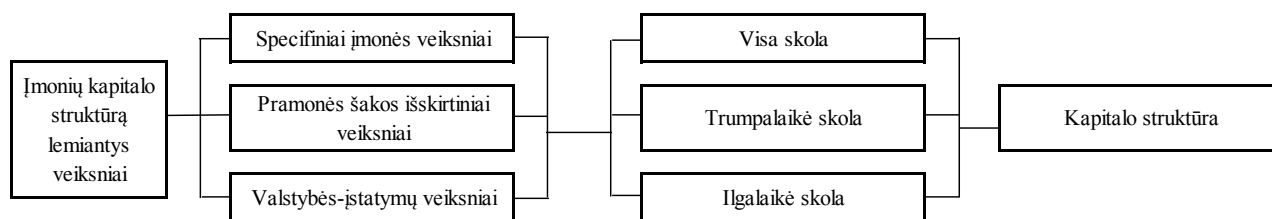
2.4. Veiksniai, darantys įtaką įmonių kapitalo struktūros formavimui

Kapitalo struktūros formavimą lemiančius vidinius ir išorinius veiksnius analizavo daug ekonomistų. Galima išskirti skirtingus užsienio mokslininkų ir Lietuvos mokslininkų tirtus veiksnius. Cibulskienė ir Padguresckienė (2011) analizavo tarptautiniu mastu tirtus kapitalo struktūros veiksnius. Tirti nuo 1974 metų iki 2008 metų atlikti mokslininkų (Toy, Stonehill, Remmers, Wright & Beekhuisen (1974); Aggrawal (1981); Collins & Šekely (1983); Kester (1986); Jorgensen & Terra (2003); Loderer & Wäber (2008)) darbai. Daugumos autorių tyrimuose, tiriant skirtingų valstybių įmonių kapitalo struktūrą, gauti skirtingi rezultatai. Taip pat skirtingi rezultatai gauti ir tiriant skirtingas pramonės šakas. Tyrimuose išskiriami toki įmonės kapitalo struktūrai įtaką darantys vidiniai veiksniai kaip įmonės dydis, pelningumas, rizika, įmonės augimas, mokesčių dydis, ir t.t. Daugumoje tyrimų prietos panašios išvados, kaip kad pelningumas turi neigiamą įtaką įsiskolinimo laipsniui, įmonės dydis turi teigiamą įtaką, augimas – teigiamą įtaką, o verslo rizika – neigiamą įtaką įsiskolinimo laipsniui.

Korzhos (2015) teigimu po ilgų diskusijų, autoriai įmonių kapitalo struktūrą lemiančius veiksnius sugrupavo į (žr. 8 pav.):

- specifinius įmonės veiksnius (turto materialumas, pelningumas, įmonės dydis, augimo galimybės, išorinio finansavimo svertinis vidurkis, bankroto galimybė, mokestinis skydas, kapitalo sudėtis);
- pramonės šakos veiksnius (pramonės dinamiškumas ir koncentracija);
- valstybės veiksnius (teisinė sistema, BVP vienam gyventojui, infliacija, palūkanų norma, mokesčių tarifas).

Autorės teigimu, nėra atliktų tyrimų kurie analizuotų visus šiuos nurodytus veiksnius, tačiau jos nuomone toks tyrimas nebūtų tinkamas, nes tyrime veiksniai turėtų būti sietini su įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijomis.



8 pav. Įmonių kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai (adaptuota pagal Korzhą (2015))

Sanderis (2003) kapitalo struktūrai įtaką darančius veiksnius skirsto į vidinius ir išorinius (9 lentelė). Pastebėtina, kad daugumos autoriaus pateikiamų išorinių veiksnių įtaką kapitalo struktūros pasirinkimui ganėtai sunku nustatyti, kadangi sunku matematiškai įvertinti tokius veiksnius kaip mokesčių įstatymai ir reglamentai. Didelę dalį pateikiamų vidinių veiksnių tyrė užsienio mokslininkai, analizuoti Cibulskienės ir Padguresckienės (2011). Galima teigti, kad dauguma šių veiksnių yra reikšmingi įmonės kapitalo struktūrai.

9 lentelė Išoriniai ir vidiniai kapitalo struktūros veiksniai (sudaryta pagal Sanderį (2003))

Išoriniai veiksniai	Vidiniai veiksniai
<ul style="list-style-type: none"> • mokesčių įstatymai ir reglamentai; • bankroto įstatymai ir reglamentai; • kapitalo rinkų reglamentai; • infliacija; • vyriausybės biudžeto deficitai; • akcijų rinkos ciklas. 	<ul style="list-style-type: none"> • įmonės dydis; • laukiamas augimas; • laukiamas pelningumas; • turto struktūra; • industrija; • verslo rizika; • nusidėvėjimas; • kreditingumo įvertinimas; • nuosavybės struktūra.

Jorgensenas ir Terra (2003) atliko itin platų kapitalo struktūros tyrimą. Autoriai tyrė 700 Lotynų Amerikos valstybių, jų kapitalo struktūrą analizavo pasirenkant 4 finansinio svorto rodiklius ir tyrė kokią įtaką jiems daro turto materialumas, pelningumas, įmonės dydis, augimo veiksnys, mokesčių norma ir verslo rizika, taip pat valstybės išskirtinumo veiksniai ir išskirtiniai valstybės makroekonominiai veiksniai. Tyrimo rezultatai atskleidė, kad valstybės makroekonominiai rodikliai daro įtakos finansiniam svortui, tačiau didžiausią įtaką jam daro įmonės pelningumas, augimas ir verslo rizika.

Apžvelgiant Cibulskienės (2005) atliktoje analizėje tiriamus JAV, Jungtinės Karalystės, Vokietijos mokslininkų tyrimus, galima teigti kad dauguma jų tyrimams pasirinko daugialypę regresiją, kurią naudojo tirti priklausomam kintamajam (finansiniam svortui) daromą įtaką nuo vidinių ar išorinių veiksnių. Autoriai pasirinko labai skirtingus vidinius ir išorinius rodiklius, bet labai dažnai tyrimuose buvo tiriama daroma įtaka įmonių kapitalo struktūrai skirtingose valstybėse, taip pat atsizvelgiama į

pelningumo rodiklius, įmonės dydį, riziką ir t.t. Visų autorių tyrimuose gauti rezultatai yra labai skirtingi. Remmerso, Stonehillo, Wrighto ir Beekhuiseno (1974) atliktame tyrime nematomas rezultatų skirtumas atskirose pramonės šakose, taip pat įmonės dydis nėra reikšmingas veiksnys. Tuo tarpu Aggrawalo (1981) ir Collinso ir Sekely (1983) tyrime, skirtingose pramonės šakose veiksniai daro skirtingą įtaką finansiniam svertui.

Autoriai tyrę įmonių kapitalo struktūros formavimą, naudojo vidinius (1 priedas), o Vasiliauskienė, Rumšaitė (2000), Cibulskienė (2005), Cibulskienė, Grigaliūnienė (2008) ir išorinius kapitalo struktūros veiksnius. Nors autorių tyrusių išorinius veiksnius tyrimuose visi išoriniai veiksniai buvo statistiškai reikšmingi, tačiau Vasiliauskienės ir Rumšaitės (2000) jie labai priklausė nuo rinkos situacijos.

Dauguma įmonių kapitalo struktūrą tyrusių mokslininkų priklausomu kintamuoju pasirinko finansinius svetus, daugumoje tyrimų buvo naudojami panašūs vidiniai veiksniai. Analizuojant atliktus tyrimus, galima teigti, kad visi autoriai įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių tyrime pasirinko tirti bent po vieną pelningumo rodiklį, o dalis analizavo vien tik pelningumo rodiklius. Taip pat svarbus buvo įmonės dydžio veiksnys, kurį tyrė 10 iš 13 autorių. Taip pat dauguma autorių atsižvelgė ir į augimo galimybes, šį veiksnių tyrė 7 autoriai iš 13 analizuojamų.

Padgureckienės (2011) tyrime taip pat buvo analizuojama kokią įtaką įmonių kapitalo struktūrai daro turto materialumas, EBT pelningumas, mokesčių skydas ir bankroto tikimybė, tačiau šie veiksniai buvo analizuojami tik grafiškai ir nebuvo labai reikšmingi tyrime.

Cibulskienės (2005) ir Cibulskienės ir Grigaliūnienės (2008) tyrimuose taip pat kaip nepriklausomi veiksniai naudojami globalizacijos veiksniai. Pasak Cibulskienės, Grigaliūnienės (2008) finansų rinkos globalizacijos veiksnių įtaka kapitalo struktūrai pasaulio ir Lietuvos mokslininkų darbuose ar empirinėse studijose nėra išskirta. Galima teigti jog jie nėra labai aktualūs, taip pat jie neišskiriami kapitalo struktūros teorijose. Kuizinaitės ir Paliulytės (2008) tyrimas labai skyrėsi nuo kitų autorių tyrimų, nes nebuvo naudojama regresija ir grafinis vaizdavimas. Autorės skirstė įmones pagal skolinto kapitalo dydį procentais, pelningumo rodiklius, trumpalaikio mokumo ir ilgalaikio mokumo rodiklius, o tada įmones vertino balais. Autorės rinkosi gamybos ir paslaugų įmones. Vasiliauskaitė ir Rumšaitė (2000) tiriamas įmones skirstė į maisto ir gėrimų pramonės, tekstilės, chemijos ir farmacijos pramonės. Norvaišienė ir Stankevičienė (2007) įmones tyrė skirstant į Lietuvos, Latvijos ir Estijos įmones. Kiti autoriai įmonių neskirstė rinkomis arba tyrė tik vieną įmonę. Apibendrinant galima teigti, jog beveik visi autoriai savo tyrimuose naudojo daugialypę regresiją ir analizavo grafiškai.

Išanalizavus kitų autorių atliktus tyrimus, vertėtų susisteminti jų gautus rezultatus (10 lentelė, plačiau 1 priedas). 10 lentelėje išskiriami pagrindiniai, 7 lentelėje analizuotų autorių tyrimuose įmonių kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai. Galima pastebėti, autorių gautus skirtingus rezultatus. Pelningumo

rodikliai daro teigiamą įtaką finansiniam svertui Cibulskienės ir Padgureckienės (2011), Pagureckienės (2011), Cibulskienės (2005) bei Cibulskienės ir Grigaliūnienės (2008), Aboro (2005) tyrimuose, kai tuo tarpu Kipišo (2004), Vasiliauskaitės ir Rumšaitės (2000), Kuizinaitės, Paliulytės (2008) Ventoura-Neokosmidi (2007), Wango (2011), Tayloro (2008), Lino (2014) tyrimuose pelningumo rodikliai daro neigiamą įtaką finansiniam svertui.

Įmonės dydis visų autorių tyrimuose daro teigiamą įtaką finansiniam svertui išskyrus Vasiliauskaitės ir Rumšaitės (2000) tyrimą. Įmonės augimo galimybės daro teigiamą įtaką finansiniam svertui Norvaišienės ir Stankevičienės (2007), Tayloro (2008), Lino (2014) tyrimuose, o neigiamą įtaką Cibulskienės (2005), Cibulskienės ir Grigaliūnienės (2008) bei Ventoura-Neokosmidi (2007). Turto materialumas visų autorių tyrimuose daro teigiamą įtaką finansiniam svertui. BVP rodantys rodikliai daro teigiamą įtaką finansiniam svertui Cibulskienės (2005), Cibulskienės ir Grigaliūnienės (2008) tyrimuose ir neigiamą įtaką Vasiliauskaitės ir Rumšaitės (2000) tyrime.

Vasiliauskaitės ir Rumšaitės (2000) tyrime, išoriniai veiksniai labai skyrėsi pramonės šakose, tačiau autorių teigimu išoriniai veiksniai daro įtakoją finansiniam svertui. Cibulskienės (2005) bei Cibulskienės ir Grigaliūnienės (2008) tyrimuose išoriniai veiksniai taip pat buvo reikšmingi finansiniam svertui.

10 lentelė. Pagrindiniai autorių tyrimuose kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai (sudaryta pagal apibendrintą autorių nuomonę)

Veiksny	Tyrę autoriai
Pelningumas	Cibulskienė ir Padgureckienė (2011), Pagureckienė (2011), Kipišas (2004), Vasiliauskaitė ir Rumšaitė (2000), Cibulskienė (2005), Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2008), Kuizinaitė, Paliulytė (2008), Ventoura-Neokosmidi (2007), Wangas (2011), Tayloras (2008), Linas (2014), Aboras (2005).
Įmonės dydis	Norvaišienė, Stankevičienė (2007), Kipišas (2004), Vasiliauskaitė ir Rumšaitė (2000), Cibulskienė (2005), Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2008), Ventoura-Neokosmidi (2007), Wangas (2011), Tayloras (2008), Linas (2014), Abors (2005).
Įmonės augimo galimybės	Norvaišienė, Stankevičienė (2007), Cibulskienė (2005), Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2008), Ventoura-Neokosmidi (2007), Wangas (2011), Tayloras (2008), Linas (2014).
Turto materialumas	Norvaišienė, Stankevičienė (2007), Kipišas (2004), Cibulskienė (2005), Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2008).
BVP	Vasiliauskaitė ir Rumšaitė (2000), Cibulskienė (2005), Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2008).

Analizuoti autorių kapitalo struktūros vidinių veiksnių reikšmingumo rezultatus ganėtinai sudėtinga, nes skiriasi autorių tyrimo pobūdis. Taip pat veiksniai daro teigiamą ir neigiamą įtaką finansinio svarto rodikliams skirtingais metais, tai įrodo 11 lentelėje susisteminti autoriai (Cibulskienės ir Padgureckienės (2011), Padgureckienės (2011), Norvaišienės ir Stankevičienės (2007), Kipišo (2004),

Vasiliauskienės ir Rumšaitės (2000), Cibulskienės (2005), Cibulskienės ir Grigaliūnienės (2008), bei Kuizinaitės ir Paliulytės (2008), Ventoura-Neokosmidi (2007), Wango (2011), Taylora (2008), Lino (2014)) tyrimų duomenys. Galima matyti, kad pelningumo rodikliai dauguma atvejų darė neigiamą įtaką finansiniams svertams, tačiau buvo nemažai tyrimų kuriuose daroma įtaka buvo teigiama. Įmonės dydis darė teigiamą įtaką išskyrus vieną tyrimą. Įmonės augimo veiksnys daugumoje tyrimų darė teigiamą įtaką, tačiau keliuose tyrimuose įtaka buvo neigiama, o viename tyrime rodiklis buvo statistiškai nereikšmingas. Turto materialumas visų tyrusių autorių darbuose daro teigiamą įtaką. BVP rodiklis nors tirtas ir ne itin palčiai taip pat viename tyrime daro neigiamą įtaką, o dvejuose teigiamą įtaką.

11 lentelė. Pagrindinių veiksnių autorių tyrimuose lemiančių įmonių kapitalo struktūros formavimą kryptingumas (sudaryta pagal apibendrintą autorių nuomonę)

Veiksny ————— Autorius	Pelningumas	Įmonės dydis	Įmonės augimo galimybės	Turto materialumas	BVP
Cibulskienė ir Padgureckienė (2011)	+				
Pagureckienė (2011)	+				
Norvaišienė ir Stankevičienė (2007).	–	+	+	+	
Kipišas (2004).	–	+		+	
Vasiliauskaitė ir Rumšaitė (2000),	–	–			–
Cibulskienė (2005).	+	+	–	+	+
Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2008).	+	+	–	+	+
Kuizinaitė ir Paliulytė (2008).	–				
Ventoura-Neokosmidi (2007).	–	+	–		
Wango (2011).	–	+	N		
Taylora (2008).	–	+	+		
Lino (2014).	–	+	+		
Aboro (2005).	+	+			
+ – teigiamas ryšys su finansiniu svertu; – – neigiamas ryšys su finansiniu svertu; N – veiksnys statistiškai nereikšmingas.					

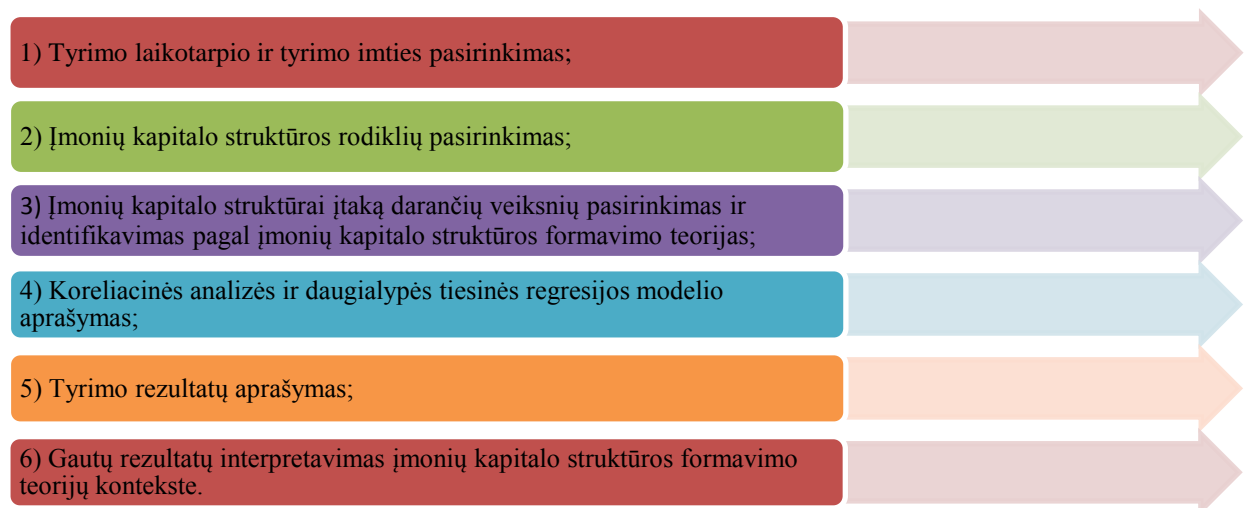
Kipišo (2004) teigimu, mokslininkai atliekantys tiek teorinę, tiek empirinę įmonių kapitalo struktūrai įtaką darančių veiksnių analizę dažniausiai sutaria, kokie veiksniai daro įtaką įmonių kapitalo struktūros sprendimams, tačiau nesutaria koks tų veiksnių poveikis. Išanalizavus mokslininkų tyrimus galima sutikti su šia išvada, daug ekonomistų tyrė vienodus kapitalo struktūros veiksnius, tačiau dažniais atvejais buvo gaunami skirtingi rezultatai. Tas pats pastebėtina ir kapitalo struktūros formavimo teorijose, moderniosios teorijos analizuoja daugumą pateiktų veiksnių, tačiau jų poveikis kapitalo struktūrai nurodomas skirtingas. Kiekvienai įmonei itin aktuali kapitalo struktūra, todėl svarbu ištirti kokie vidiniai ir išoriniai veiksniai lemia kapitalo struktūrą.

3. TYRIMO METODOLOGIJA

„Kapitalo struktūros valdymo problemą analizuoja kapitalo struktūros teorija, kuri yra viena iš naujausių finansų valdymo teorijos sričių, pradėta nagrinėti tik XX a. šeštojo dešimtmečio viduryje. Mokslinėje literatūroje diskutuojama, nuo ko priklauso įmonių pasirenkamas įsiskolinimo lygis ir kokius kapitalo valdymo sprendimus reiktų priimti, siekiant kuo efektyviau subalansuoti skolintas ir nuosavas lėšas kapitalo struktūroje“ (Cibulskienė, 2005). Daugelis tiek teorinių, tiek empirinių tyrimų bando atsakyti į klausimą, kokie veiksniai daro didžiausią įtaką įmonių kapitalo struktūros formavimui, tačiau iki šiol nėra prieita bendros išvados. Taip pat nėra pilnai iširta, kokie veiksniai daro įtaką Baltijos valstybių įmonių kapitalo struktūrai. Kapitalo struktūrą lemiančius veiksnius tyrusios Norvaišienė ir Stankevičienė (2007), analizavo tik veiksnių koreliacinį ryšį, tačiau neanalizavo kokį poveikį kapitalo struktūrai daro atskiri veiksniai. Taip pat tyrime neatsižvelgiama į įmonių kapitalo struktūrą lemiančius išorinius veiksnius ir tai, kad tiek vidiniai tiek išoriniai veiksniai kapitalo struktūrą gali paveikti tik po tam tikro laikotarpio. Dėl minėtų priežasčių yra tikslinga atlikti Lietuvos, Latvijos ir Estijos įmonių, listinguojamų Nasdaq OMX Baltic, kapitalo struktūros ir ją lemiančių veiksnių tyrimą, įvertinant, įmonių vidinių ir išorinių veiksnių daromą įtaką kapitalo struktūrai.

3.1. Tyrimo nuoseklumas

Šiame poskyryje pateikia įmonių kapitalo struktūrai įtaką darančių veiksnių vertinimo nuoseklumas (žr. 9 pav.).



9 pav. Tyrimo eiga

Pirmajame tyrimo etape pasirenkamos tyrime analizuojamos Nasdaq OMX Baltic listinguojamos įmonės. Įmonės skirstomos pagal valstybes, taip pat pasirenkamas tiriamasis laikotarpis.

Antrajame tyrimo etape pagal anksčiau analizuotus kapitalo struktūros tyrimus pasirenkami finansiniai rodikliai, kurie atspindintys įmonių kapitalo struktūrą.

Trečiajame tyrimo etape pasirenkami tiriamųjų įmonių vidiniai ir išoriniai veiksniai, kurių įtaka įmonių kapitalo struktūrai bus analizuojama.

Ketvirtajame tyrimo etape aprašoma koreliacinė analizės ir daugialypės regresijos modelis.

Paskutiniuosiuose dviejuose etapuose pateikiami atlikto tyrimo rezultatai ir jų interpretacijos.

Atsižvelgiant į Norvaišienės ir Stankevičienės (2007) tyrime gautus rezultatus, kuriuose kapitalo struktūrai daroma įtaka buvo skirtinga atskirose valstybėse, taip pat norint įvertinti išorinius kapitalo struktūrą lemiančius veiksnius, tyrime pasirinkta analizuoti Baltijos valstybių kapitalo struktūrą. 2 priede pateikiamos tyrimui pasirinktos Lietuvos, Latvijos ir Estijos įmonės (duomenys gauti iš Nasdaq OMX Baltic). Iš Baltijos Oficialaus prekybos sąrašo dėl trumpo listingavimo laikotarpio atmetamos keturios įmonės: „Energijos skirstymo operatorius“, „Hansa Matrix“ ir „LHV Group“. Šiaulių bankas – dėl kitokios nei pasirinktų įmonių ataskaitų struktūros, kuriose trūksta tyrimui reikalingų duomenų. Iš viso tiriamos 28 įmonės, iš kurių Lietuvos – 11, Latvijos – 4, Estijos – 13. Tyrimo, atsižvelgiant į Nasdaq OMX Baltic tinklapyje pateikiamus duomenis ir kitų autorių analizę, pasirinktas 2011–2015 m. laikotarpis, duomenis analizuojant kas ketvirtį.

Įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijose nenurodomas tikslus naudojamas įmonių kapitalo struktūros vertinimo rodiklis, todėl, atsižvelgiant į analizuotus Cibulskienės, Padgureckienės (2011), Padgureckienės (2011) ir Cibulskienės (2005) tyrimų rezultatus ir Song (2005) pateikiamus finansinių svertų privalumus, darbe vertinant įmonių kapitalo struktūrą naudojami trys įmonių kapitalo struktūros rodikliai (12 lentelė).

12 lentelė. Pasirinktų kapitalo finansinio sverto rodiklių apibūdinimas (sudaryta pagal Cibulskienę (2005))

Svarto žymėjimas	Pavadinimas	Apskaičiavimo formulė
LR1	Finansinio sverto lygis	$LR1 = \frac{\text{ilgalaikiai įsipareigojimai/nuosavas kapitalas ir rezervai}}{\text{turtas iš viso}}$
LR2	Skolinto kapitalo kvota	$LR2 = \frac{\text{ilgalaikiai įsipareigojimai}}{\text{turtas iš viso}}$
LR3	Skolos – nuosavybės koeficientas	$LR3 = \frac{\text{ilgalaikiai įsipareigojimai}}{\text{nuosavas kapitalas ir rezervai}}$

LR1 – finansinio sverto lygis, kuris atspindi įmonės ilgalaikio įsiskolinimo laipsnį. Kuo šis rodiklis aukštesnis, tuo ilgalaikė finansinė rizika didesnė.

LR2 – skolinto kapitalo kvota. „Atspindi, kokia įmonės turto dalis yra įsigyta už skolintas lėšas. Jis parodo, kiek apsaugotos lėšos, kuo didesnis rodiklis, tuo žemesnis saugumo lygis. Normalu, kai šis rodiklis sudaro nuo 0,4 iki 0,6. Kuo šis rodiklis aukštesnis, tuo labiau įmonių veikla finansuojama

skolintomis lėšomis, o ne akcininkų investicijomis, tuo didesnė ir finansinė rizika“ (NASDAQ OMX Vilnius leidinyje „Įmonių finansinė analizė. Rodiklių skaičiavimo metodika“).

LR3 – skolos nuosavybės koeficientas, pasak Cibulskienės (2005), atspindintis kiek skolinto kapitalo padengiama nuosavu kapitalu t. y. kiek skolinto kapitalo atitenka vienam nuosavo kapitalo eurui.

Vidiniai, finansiniam svertui įtakos turintys veiksniai, pasirinkti pagal tirtų autorių darbus (10 lent.) bei kapitalo struktūros formavimo teorijas (5 lent.). 13 lentelėje galima matyti kaip veiksniai turėtų veikti finansinį svertą pagal skirtingas teorijas. Darbe tiriama turto materialumo, turto pelningumo, įmonės augimo veiksnio, neskolinio mokesčių skydo ir įmonės dydžio pagal turta daromas poveikis įmonių kapitalo struktūrai. Analizuojant kitų autorių tyrimus, taip pat įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijas pastebima, kad ekonomistai sutinka dėl veiksnių darančių įtaką finansiniam svertui tačiau nesutaria dėl to, kokia įtaką jam yra daroma. Atliekant tyrimą bus siekiama nustatyti veiksnių įtaką analizuojamų įmonių finansiniam svertui.

13 lentelė. Pasirinktų vidinių veiksnių rodiklių apibūdinimas (sudaryta pagal Cibulskienę (2005), Kipišą (2004) ir NASDAQ OMX „Įmonių finansinė analizė. Rodiklių skaičiavimo metodika“).

Rodiklis	Apskaičiavimas	Kapitalo struktūros teorijos atitikimas
Turto materialumas	<i>ilgalaikis materialus turtas/visas turtas</i>	Pasirinkimo eilės teorija (+) Kompromisinių modelių teorija (+)
Turto pelningumas	<i>grynasis pelnas/vidutinis turtas</i>	Kompromisinių modelių teorija (+) Pasirinkimo eilės teorija (-)
Įmonės augimo veiksnys	<i>(pardavimų pajamos t - pardavimų pajamos t-1)/pardavimų pajamos t-1</i>	Pasirinkimo eilės teorija (+) Kompromisinių modelių teorija (-) Agentavimo teorija (+)
Neskolinis mokesčių skydas	<i>nusidėvėjimo sąnaudos/visas turtas</i>	Kompromisinių modelių teorija (-)
Įmonės dydis pagal turta	<i>ln (visas turtas)</i>	Pasirinkimo eilės teorija (-) Kompromisinių modelių teorija (+)
(+) – teigiamas ryšys su finansiniu svertu; (-) – neigiamas ryšys su finansiniu svertu.		

Atsižvelgiant į Cibulskienės (2005), Cibulskienės ir Grigaliūnienės (2008), bei Vasiliauskaitės ir Rumšaitės (2000) gautus tyrimų rezultatus, tirti pasirinkti tokie išoriniai kapitalo struktūrai įtaką darantys veiksniai:

- infliacijos pokytis, (proc.);
- BVP pokytis, (proc.);
- trumpalaikės palūkanų normos (proc.);

- ilgalaikės palūkanų normos (proc.);
- ekonominių vertinimų rodiklis.

Vasiliauskaitės ir Rumšaitės (2000) teigimu, infliacijos kitimo tempai, palūkanų normos svyravimai ir BVP pokytis daro didžiausią įtaką kapitalo struktūros formavimui. Pasak Oficialios statistikos partalo (2012) ekonominių vertinimų rodiklis, tai penkių dalių rodiklis. Šis rodiklis susideda iš vartotojų, pramonės, statybos, prekybos ir paslaugų sektorių. Todėl šis rodiklis tyrime naudojamas kaip valstybių verslo lūkesčių rodiklis.

3.2. Tyrimo metodai

Vertinant pasirinktų veiksnių įtaką kapitalo struktūrai bus atliekama koreliacinė analizė ir daugialypė regresinė analizė. Pirmiausia bus nustatoma, ar egzistuoja tarp nagrinėjamų kintamųjų reikšmingas koreliacinis ryšys ir tik tuomet išrinkus stiprų koreliacinį ryšį turinčius veiksnius, bus atliekam daugialypė regresinė analizė.

Vertinant koreliacinio ryšio stiprumą, bus naudojamas Čekanavičiaus (2011) koreliacijos koeficientų vertinimas (14 lentelė).

14 lentelė. Koreliacijos koeficiento vertinimas

Reikšmė	$ r < 0,3$	$0,3 < r < 0,5$	$0,5 < r < 0,7$	$0,7 < r < 0,9$	$0,9 < r < 1$
Vertinimas	Labai silpna koreliacija	Silpna koreliacija	Vidutinė koreliacija	Stipri koreliacija	Labai stipri koreliacija

Veiksnių įtaka įmonių kapitalo struktūrai vertinama naudojant daugialypę regresinę analizę. Račkausko (2003) teigimu, regresiniais modeliais aprašomas endogeninių kintamųjų, elgesys egzogeninių kintamųjų atžvilgiu. Pasak Bogulausko (2003) daugialypės regresijos modelis pranašus tuo, kad šiuo modeliu galima apskaičiuoti priklausomojo kintamojo priklausomybę nuo daugiau, nei vieno veiksnio.

Kadangi sunku nustatyti po kiek laiko veiksniai paveikia finansinį svertą, tyrime skaičiuojamas vienerių metų laiko atotrūkis (angl. lag). Laiko atotrūkis parodo, kaip veiksniai veikė finansinį svertą po vienerių metų. Pasak Bagdanavičiaus, Stankevičiaus ir Lukoševičiaus (1999) laiko atotrūkis, tai laiko intervalas tarp dviejų tarpusavyje susijusių ekonominių reiškinių. Tyrime pasirenka naudoti laiko atotrūki, nes dažnai atvejais priklausomas kintamasis sureagoja į nepriklausomą kintamąjį tik po kurio laiko.

Tyrime daugialypės regresijos modelis taikomas kiekvienai įmonei individualiai. Tyrimui atlikti naudojamas SPSS programinis paketas. Remiantis Cibulskiene (2005) veiksnių priklausomybei vertinti taikomas šis regresijos modelis:

$$LR_{it} = b_{0i} + \sum_{k=1}^K b_{1ik} X_{kt} + \sum_{j=1}^J b_{2ij} Y_{jt}, \quad (4)$$

čia:

- LR_{it} – daugybinis priklausomojo kintamojo vektorius (i – tiriamųjų finansinių svertų LR1, LR2, LR3 reikšmės tam tikru periodu t);
- b_{0i} – konstanta;
- X_{kt} – K įmonės vidinių veiksmų nepriklausomų kintamųjų matrica, t - uoju laikotarpiu;
- Y_{jt} – J įmonės išorinių veiksmų nepriklausomų kintamųjų matrica, t - uoju laikotarpiu;
- b_{1ik}, b_{2ij} – nežinomi modelio koeficientai, i – tojo finansinio svarto;

Regresiniame tyrime atliekama:

- 1) duomenų rinkimas ir sisteminsimas;
- 2) multikolinearumo tyrimas;
- 3) priklausomų kintamųjų atranka ir modelio tinkamumo tikrinimas;
- 4) koreguotojo determinacijos koeficiento skaičiavimas;
- 5) veiksmų redukcija;
- 6) b_j koeficientų nustatymas.

15 lentelė. Regresinio modelio tinkamumo tikrinimo veiksniai ir reikšmės (sudaryta pagal Bogulauską (2003), Čekanavičių (2011))

	Multikolinearumo tikrinimas	Modelio tinkamumas	Kriterijus tinkamumas	Koreguotas determinacijos koeficientas
Modeliui tinkama reikšmė	VIF<4	P<0,05	P<0,05	$R^2_{adj} > 0,2$
Modeliui netinkama reikšmė	VIF>4	p>0,05	P>0,05	$R^2_{adj} < 0,2$

Regresiniame tyrime pirmiausiai atrenkami koreliaciniam tyrimo stiprią įtaką kapitalo struktūros rodikliams darantys veiksniai. Atrinkus stiprią įtaką kapitalo struktūros rodikliams darančius veiksmus atliekama regresinė analizė. Pirmiausiai tikrinama ar regresijoje nėra multikolinearumo (15 lentelė). Tam skaičiuojamas VIF rodiklis. Pasak Čekanavičiaus (2011) dispersijos mažėjimo daugiklis (VIF) parodo ar regresoriai stipriai tarpusavyje koreliuoja, VIF skaičiuojamas kiekvienam regresoriui. Multikolinearumas yra, kai $VIF > 4$, jeigu $VIF < 4$, multikolinearumas regresijoje neegzistuoja.

Taikomi Anova p-reikšmės ir T (Stjudento) kriterijai. „Anova p-reikšmė parodo, ar modelyje yra su priklausomu kintamuoju susijusių regresorių. Jeigu p reikšmė didesnė už 0,05, tai regresijos modelio tinkamumas labai abejotinas. Jeigu p reikšmė mažesnė už 0,05, tai gavome patvirtinimą, jog modelis nėra netinkamas“ (Čekanavičius, 2011).

„T (Stjudento) testai atskiriems regresoriams, padeda nuspręsti ar kintamasis šalintinas iš modelio. Jeigu atitinkamo testo p reikšmė $< 0,05$, tai sakome, kad kintamasis yra statistiškai reikšmingas ir jį modelyje paliekame. Jeigu p reikšmė $\geq 0,05$, tai kintamasis yra statistiškai nereikšmingas ir modelyje jis paliekamas tik ypatingais atvejais“ (Čekanavičius, 2011).

Skaičiuojamas determinacijos koeficientas, kuriuo siekiama nustatyti, kiek informacijos apie priklausomą kintamąjį atskleidžia nepriklausomi kintamieji. „Determinacijos koeficientas parodo, kokią priklausomo kintamojo kitimo dalį nulemia nepriklausomojo kintamojo kitimas“ (Bogulauskas, 2003). Kuo determinacijos koeficientas arčiau vieneto, tuo didesnę įtaką priklausomam kintamajam turi nepriklausomas kintamasis.

Atsižvelgiant į gautas Anova p-reikšmes ir T (Stjudento) kriterijų rezultatus, bei determinacijos koeficiento rezultatus vykdoma kintamųjų redukcija t. y. netinkamų nepriklausomų kintamųjų šalinimas iš modelio. Iš modelio pašalinami multikolinearūs, statistiškai nereikšmingi kintamieji. Sudarius ekonometrinį modelį, siekiant nustatyti kokią įtaką finansiniam svertui daro įmonių vidiniai ir išoriniai veiksniai, skaičiuojami b_j koeficientai.

Tokia pat eiga atliekamas ir regresinis tyrimas, kuriame finansiniam svertui taikomas vienerių metų laiko atotrūkis, siekiant įvertinti, kokią įtaką finansiniam svertui veiksniai daro po vienerių metų.

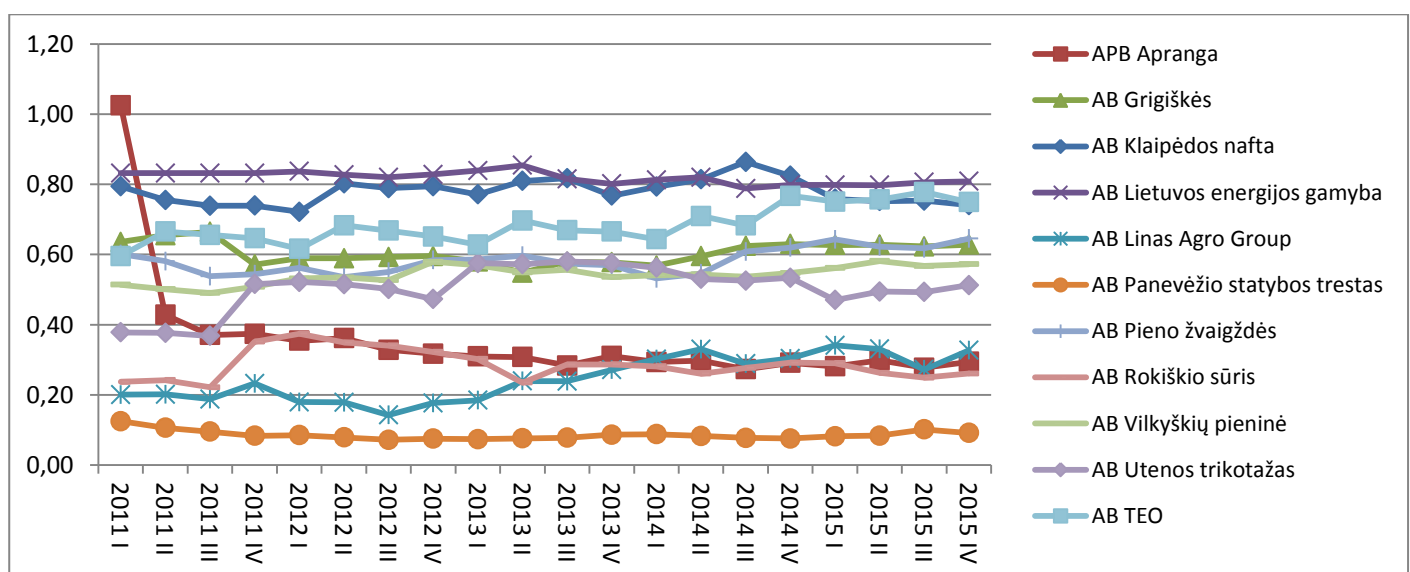
Šioje dalyje aprašyta tyrimo metodologija bus pritaikyta vertinant Baltijos šalių įmonių kapitalo struktūrą lemiančius veiksniai.

4. ĮMONIŲ KAPITALO STRUKTŪRAI ĮTAKĄ DARANČIŲ VEIKSNIŲ TYRIMAS

Surinkus 28 Baltijos valstybių įmonių duomenis, apskaičiuoti Lietuvos (žr. 3 priedą), Latvijos (žr. 4 priedą) ir Estijos (žr. 5 priedą) įmonių rodikliai, kurie toliau naudojami tyrime. Taip pat 6 ir 7 prieduose pateikiama Baltijos valstybių makroekonominiai rodikliai. Pagal šiuos rodiklius bus atliekamos koreliacinės ir regresinės analizės. Kitame poskyryje pateikiama Baltijos valstybių ir jų įmonių rodiklių kitimo tendencijos.

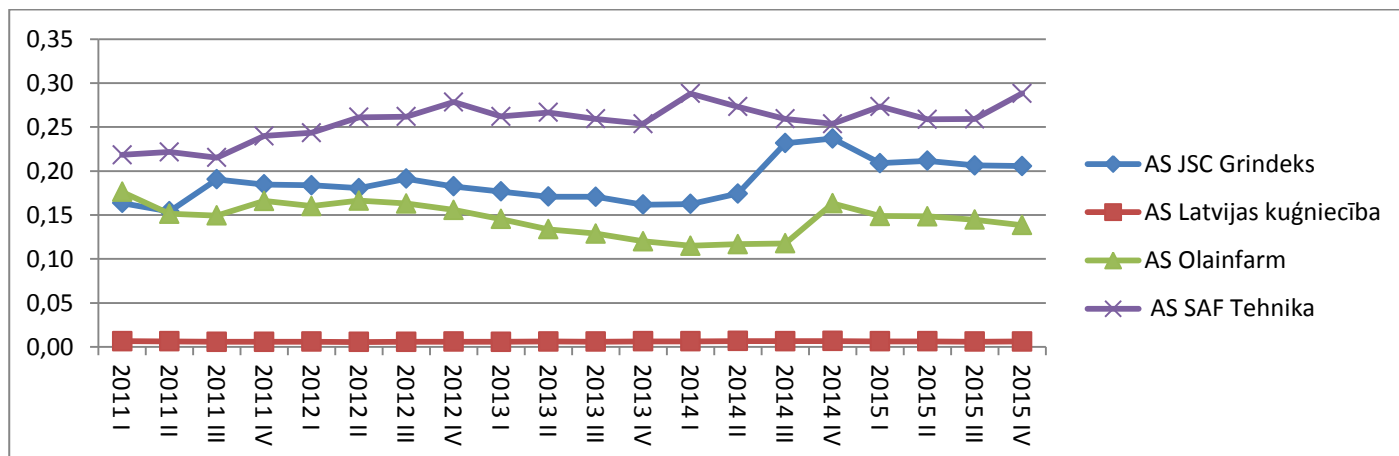
4.1. Baltijos šalių tiriamų įmonių rodiklių kitimo tendencijos

Šiame poskyryje analizuojama tiriamų įmonių ir šalių rodiklių kitimo tendencijos. 10 paveiksle pateikiama Lietuvos įmonių turto materialumo rodiklių kitimo tendencijos 2011–2015 m. Iš pateiktų duomenų galima matyti, kad aukščiausias turto materialumo rodiklis buvo APB „Apranga“ įmonės, tačiau tik 2011 m. pirmame ketvirtyje, vėliau šis rodiklis sumažėjo daugiau nei per pus ir nedidelėmis reikšmėmis pastoviai mažėjo. Pastovus aukščiausias turto materialumo rodiklis buvo AS „Lietuvos energijos gamyba“ įmonėje. Šis rodiklis nuolat laikėsi apie 0,80. Nedaug atsiliko ir AS „Klaipėdos nafta“ įmonės turto materialumas, kuris svyravo nedaug ir vidutiniškai siekė 0,78. Žemesnis turto materialumas buvo įmonių AB „TEO“, AB „Pieno žvaigždės“, AB „Utenos trikotažas“, AB „Vilkyškių pieninė“. Daugiausiai svyravo AB „TEO“ turto materialumas, nuo 0,60 iki 0,78. Kitų įmonių turto materialumas buvo pastovesnis. Žemiausias ir labiausiai pastovus turto materialumo rodiklis buvo AS „Panevėžio statybos trestas“ įmonėje, jo vidurkis 2011-2015 m. buvo 0,09.



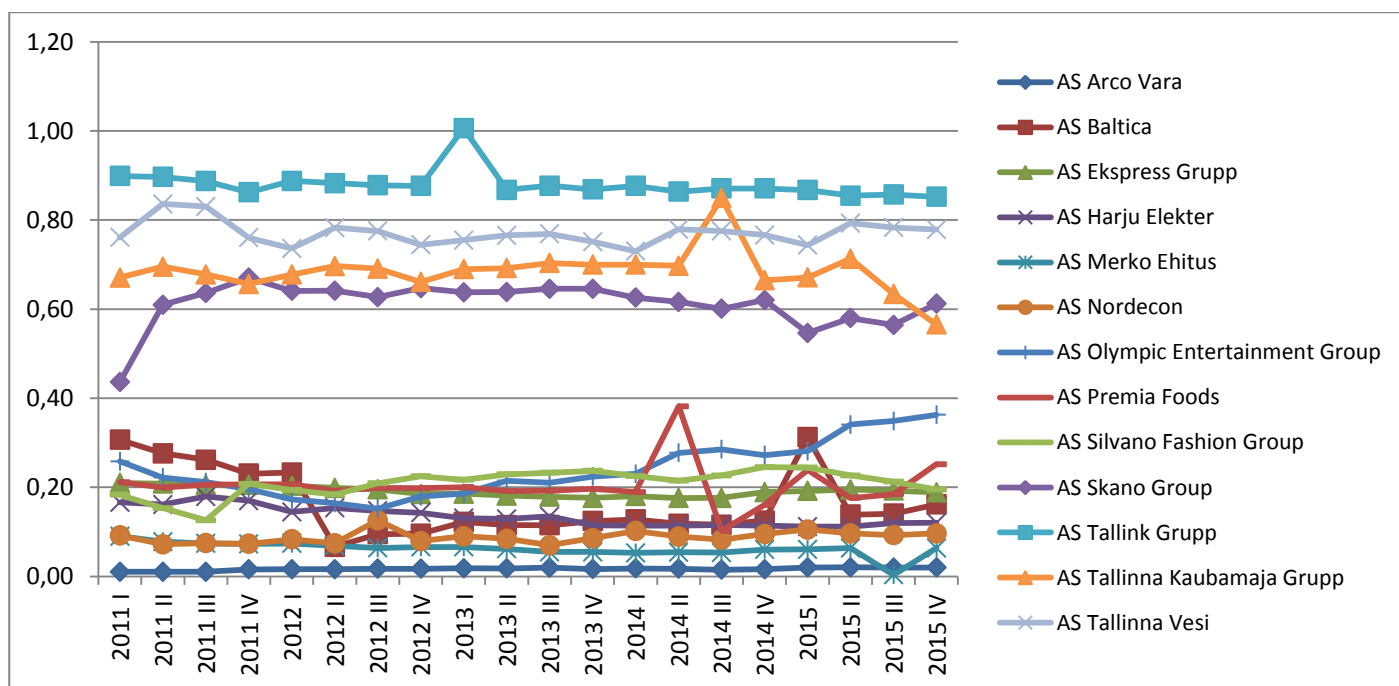
10 pav. Lietuvos įmonių turto materialumo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

11 paveiksle pateikiama Latvijos įmonių turto materialumo rodiklių apžvalga 2011–2015 m.



11 pav. Latvijos įmonių turto materialumo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

Iš pateiktų duomenų matyti, kad aukščiausias turto materialumo rodiklis AS „SAF Tehnika“ įmonėje ir tiriamaisiais metais augo nuo 0,22 iki 0,29. Įmonių AS „JSC Grindeks“ ir AS „Olainfarm“ turto materialumas 2011 m. pradžioje buvo panašiam lygyje, tačiau per tiriamąjį laikotarpį AS „JSC Grindeks“ turto materialumas stipriai išaugo, kai tuo tarpu AS „Olainfarm“ rodiklis sumažėjo. Žemiausias turto materialumo rodiklis buvo AS „Latvijas kuģniecība“ įmonėje ir visą tiriamąjį laikotarpį išliko 0,1.



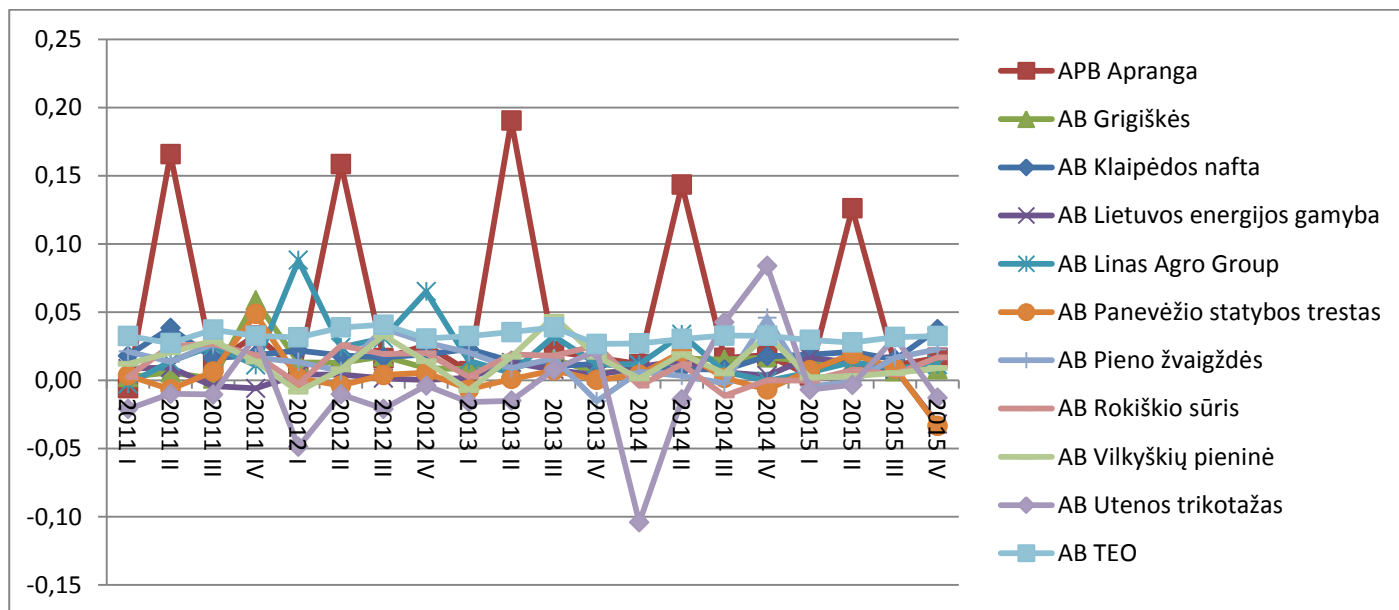
12 pav. Estijos įmonių turto materialumo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

12 paveiksle pateikiama Estijos įmonių turto materialumo rodiklio pokyčiai 2011–2015 m. Pateiktuose duomenyse matyti, kad aukščiausias turto materialumas buvo įmonėje AS „Tallink Group“. Įmonės turto materialumo rodiklis dauguma atvejų buvo pastovus ir stipriai nekito. Didžiausi pokyčiai matyti AS „Tallinna Kaubamaj Grupp“ įmonės turto materialumui. Iki 2014 m. rodiklis buvo gana

stabilus, tačiau vėliau stipriai kito, nors rodiklio vidurkis išliko 0,66. Tai pat aukštas turto materialumo rodiklis buvo įmonėse AS „Tallinna Vesi“ ir AS „Skano Group“, kurių turto materialumo rodiklis tiriamuoju laikotarpiu išaugo. Kitų įmonių turto materialumo rodiklis nebuvo aukštesnis nei 0,40, o žemiausias buvo įmonėje AS „Arco Vara“ ir vidutiniškai siekė tik 0,20.

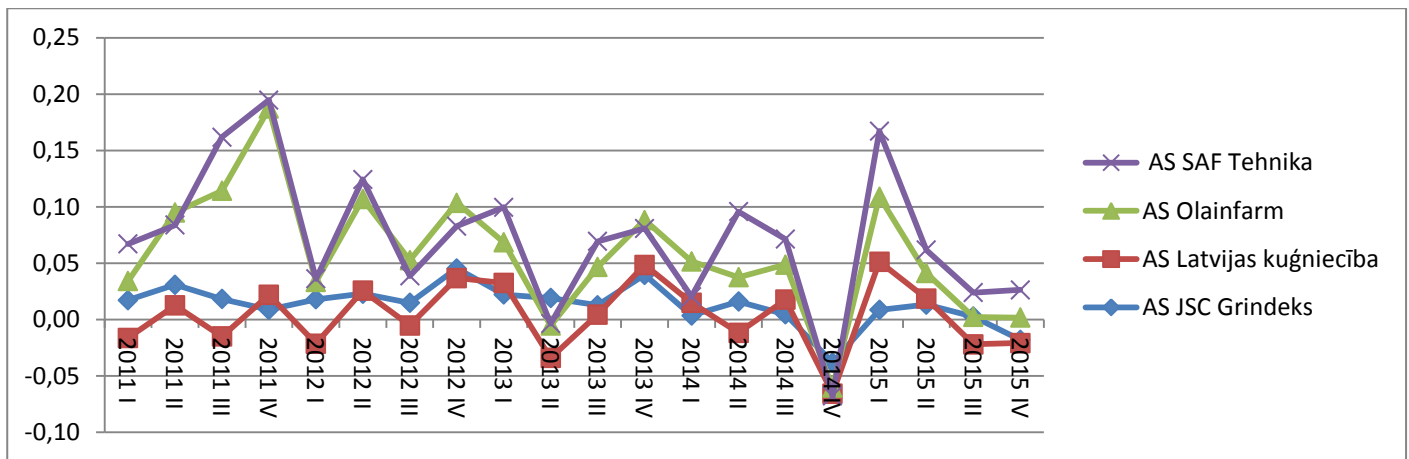
Apibendrinant Baltijos įmonių turto materialumo rodiklio pokyčius 2011–2015 m. galima sakyti, kad aukščiausias turto materialumo rodiklis nustatytas tarp Estijos įmonių. Taip pat pastebima, kad Latvijos ir Lietuvos įmonėse turto materialumas buvo stabilesnis, nei Estijos įmonėse.

13 paveiksle pateikiama Lietuvos įmonių turto pelningumo kitimo tendencijos 2011–2015 m. Galima matyti, kad daugumos įmonių turto pelningumas buvo gana mažas ir svyravo nuo -0,05 iki 0,05. Didžiausi pokyčiai matyti įmonėje APB „Apranga“, matoma, kad turto pelningumas buvo gana mažas, apie 0,01, tačiau kiekvienų metų antrame ketvirtyje turto pelningumas išaugdavo, tai galima aiškinti kaip sezoniškumą, nes kiekvienų metų antrame ketvirtyje įmonės grynasis pelnas stipriai išaugdavo. APB „Apranga“ vidutinis turto pelningumas tiriamaisiais metais buvo 0,05. Taip pat svyravo įmonės AB „Utenos trikotažas“ turto pelningumo rodiklis, kuris kito nuo -0,10 iki 0,08, kai vidutinė reikšmė buvo 0,00. AB „Linus Agro Group“ turto pelningumas kito nuo 0,00 iki 0,09, tačiau vidutinė reikšmė buvo 0,02.



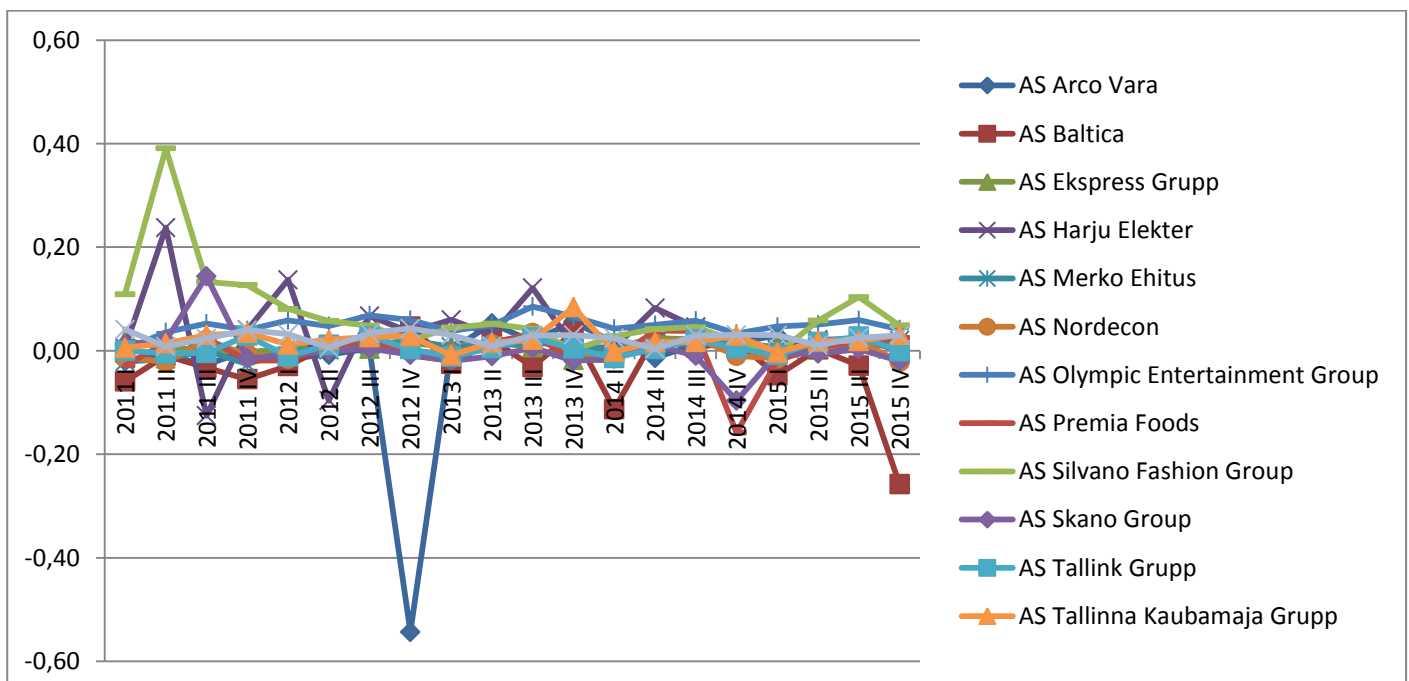
13 pav. Lietuvos įmonių turto pelningumo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

14 paveiksle pateikiama Latvijos įmonių turto pelningumo kitimo tendencijos 2011–2015 m. Galima matyti, kad aukščiausias turto pelningumas buvo įmonėse AS „SAF Tehnika“ ir AS „Olainfarm“. Visų keturių analizuojamų Latvijos įmonių turto pelningumas šiuo laikotarpiu labai stipriai svyravo, tačiau vidutiniškai išliko tarp -0,05 ir 0,05.



14 pav. Latvijas ģimonių turto pelningumo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

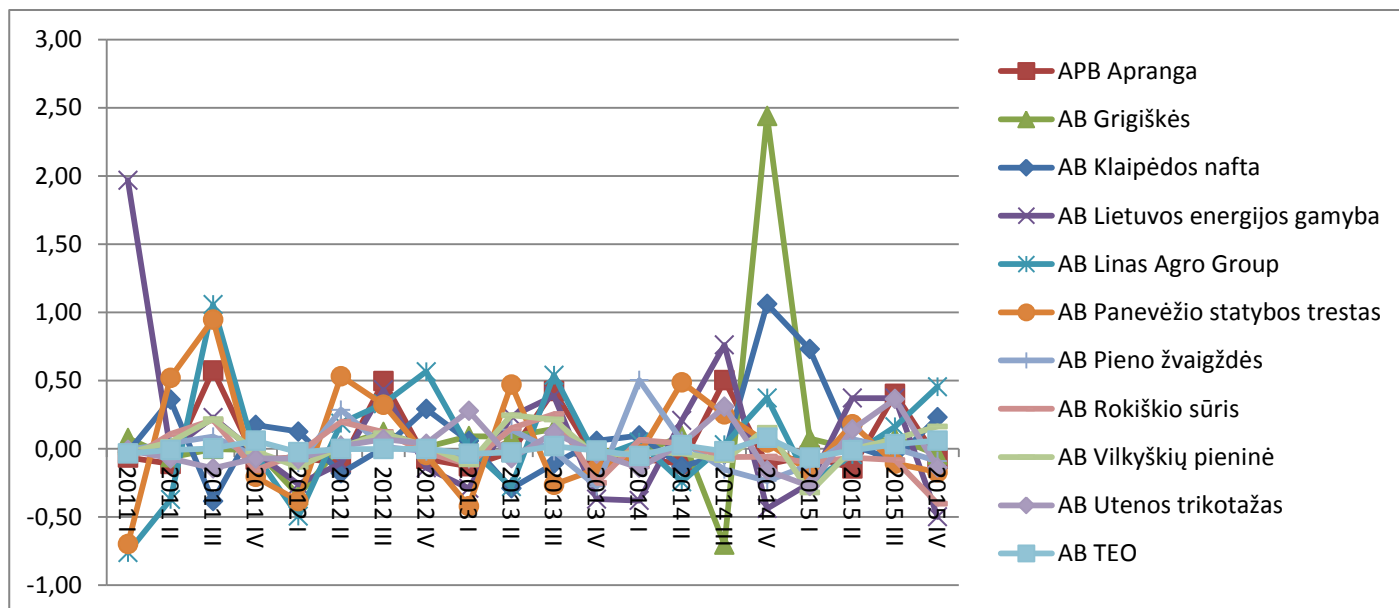
15 paveiksle pateikiama Estijos ģimonių turto pelningumo kitimas 2011–2015 m. Galime matyti, kad daugumos ģimonių turto pelningumas nors ir svyruojantis, tačiau išlieka intervale nuo -0,20 iki 0,20. Labiausiai svyruojantis turto pelningumo rodiklis buvo ģimonių AS „Silvano Fashion Group“, AS „Harju Elekter“ ir AS „Arco Vara“. ģmonės AS „Arco Vara“ turto pelningumas stipriai pakito 2014 m. ketvirtame ketvirtyje, sumažėjo nuo 0,00 iki -0,54, tačiau 2015 m. pirmame ketvirtyje vėl pakilo iki 0,00. AS „Silvano Fashion Group“ ir AS „Harju Elekter“ ģimonių turto pelningumas svyravo tik tiriamojo laikotarpio pradžioje, tačiau vėliau stabilizavosi. Vidutiniškai visos ģmonės pagal turto pelningumą patenka į ribas nuo -0,20 iki 0,20.



15 pav. Estijos ģimonių turto pelningumo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

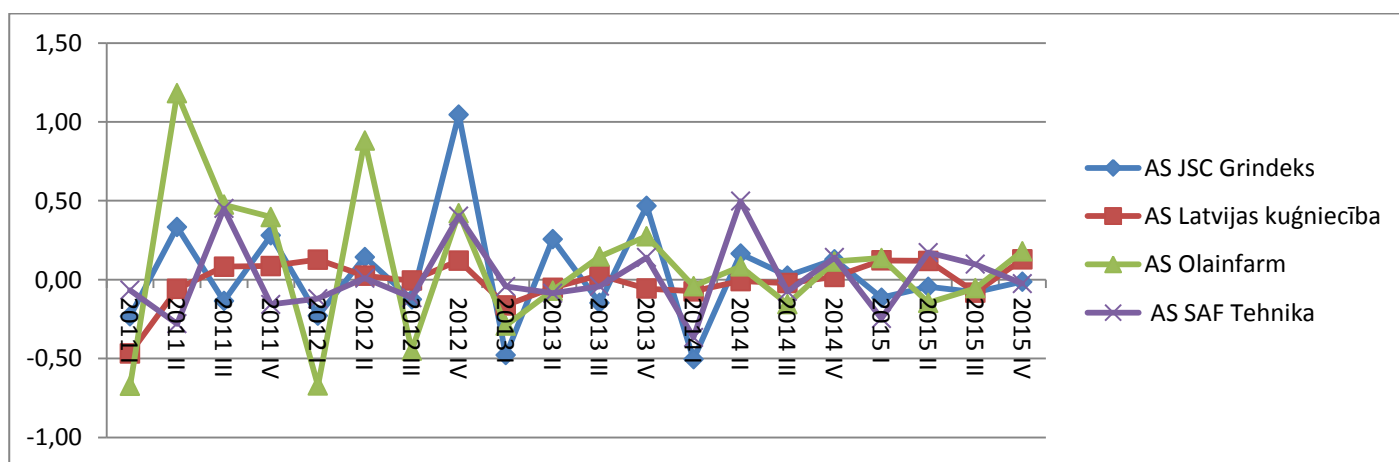
Apibendrinant Baltijos įmonių turto pelningumo rodiklius, galima teigti, kad daugumos įmonių turto pelningumas stipriai svyravo, tačiau vidutinis visų įmonių turto pelningumas pateko į ribas tarp -0,20 ir 0,20.

16 paveiksle pateikiama Lietuvos įmonių augimo veiksnio kitimas. Didžiausią reikšmę buvo pasiekusi įmonė AB „Grigiškės“, tačiau ši reikšmė išaugo tik 2014 m. ketvirtame ketvirtyje, o vėliau stipriai sumažėjo, vidutiniškai per tiriamąjį laikotarpį siekė 0,10. Galima matyti, kad visų įmonių augimo veiksnys buvo labai nestabilus ir dažnai kito. Dauguma atvejų augimo veiksnys buvo tarp -0,50 ir 0,50, retais atvejais augimo veiksnys įmonėse buvo didesnis nei 1, tačiau vėl sumažėdavo.



16 pav. Lietuvos įmonių augimo veiksnio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

17 paveiksle pateikiama Latvijos įmonių augimo veiksnio kitimo tendencijos.

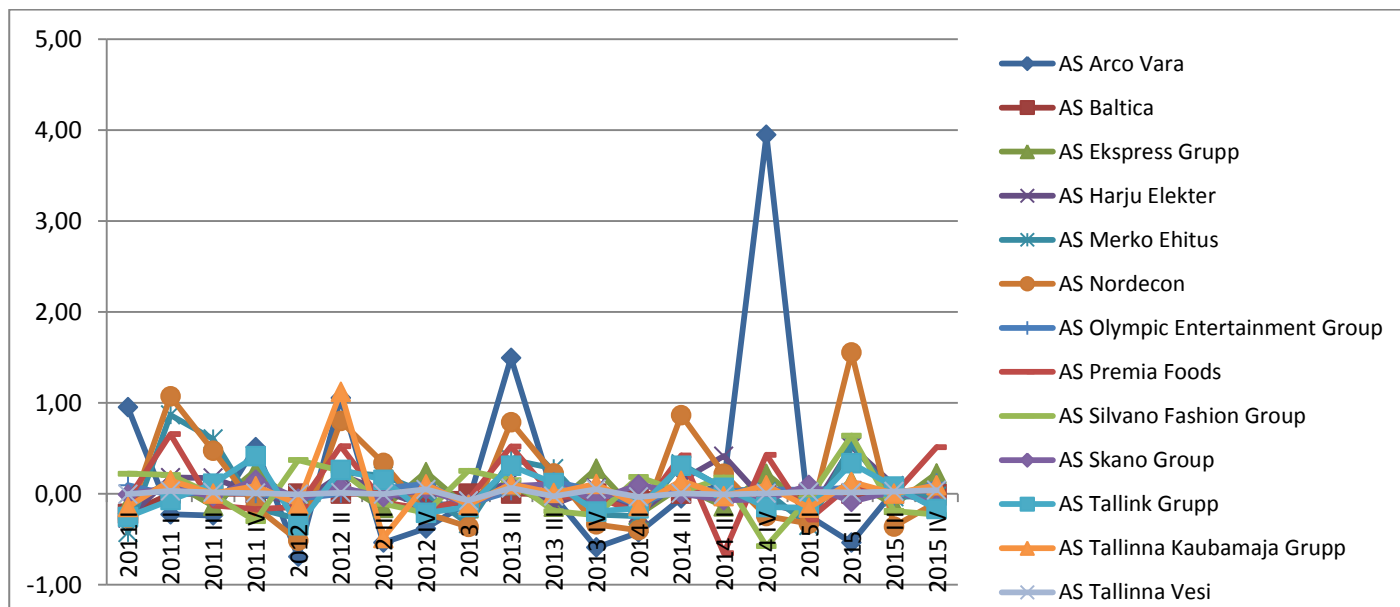


17 pav. Latvijos įmonių augimo veiksnio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

Galima matyti, kad visų įmonių augimo veiksniai svyravo tiriamuoju laikotarpiu, reikšmės dažnai kito iš neigiamų į teigiamas ir atvirkščiai. Stabiliausios įmonės augimo veiksnio reikšmės buvo įmonėje

AS „Latvijas Kugnicieba“. Didžiausios augimo veiksnio reikšmės buvo įmonėje AS „Olainfarm“, tačiau tiriamojo laikotarpio pabaigoje susilygino su kitų įmonių rodiklio reikšmėmis.

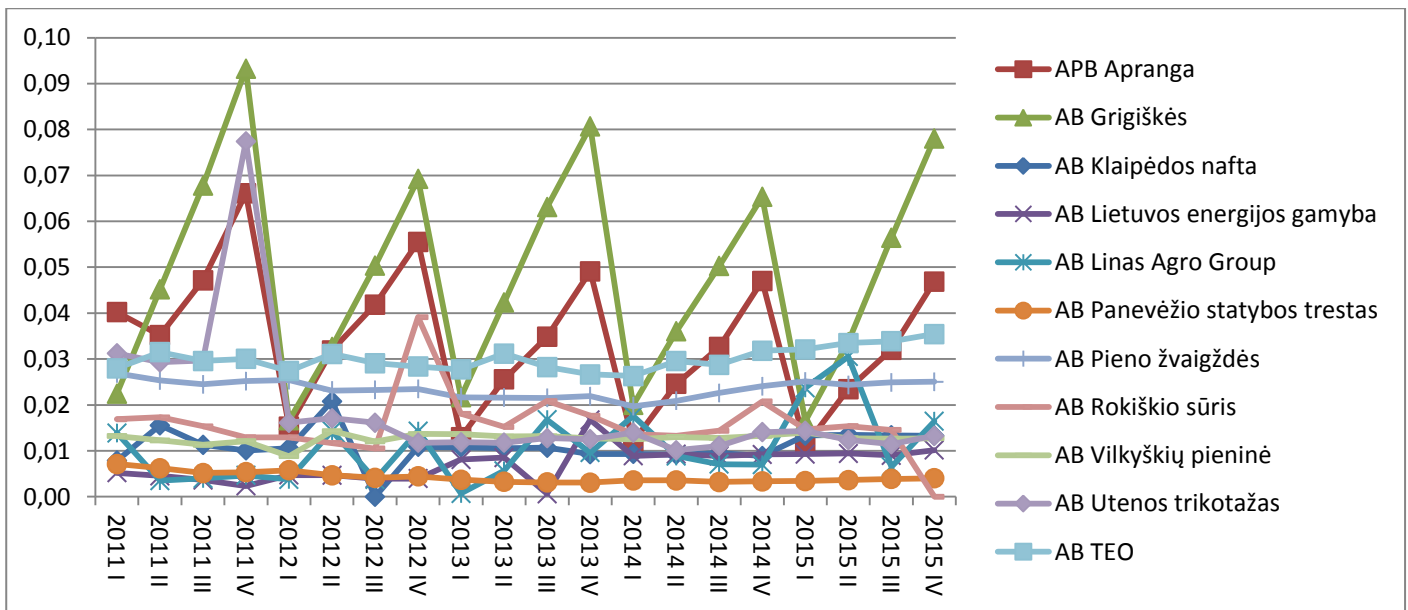
18 paveiksle pateikiama Estijos įmonių augimo veiksnio kitimo tendencijos 2011–2015 m. Didžiausias reikšmes tiriamuoju laikotarpiu pasiekė įmonės AS „Arco Vara“ ir AS „Nordecon“, tačiau visų įmonių augimo veiksnys stipriai svyravo ir vidutiniškai buvo žemas, apie 0,05. Aukščiausia vidutinė įmonės augimo veiksnio reikšmė buvo įmonėje AS „Arco Vara“ ir siekė 0,20.



18 pav. Estijos įmonių augimo veiksnio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

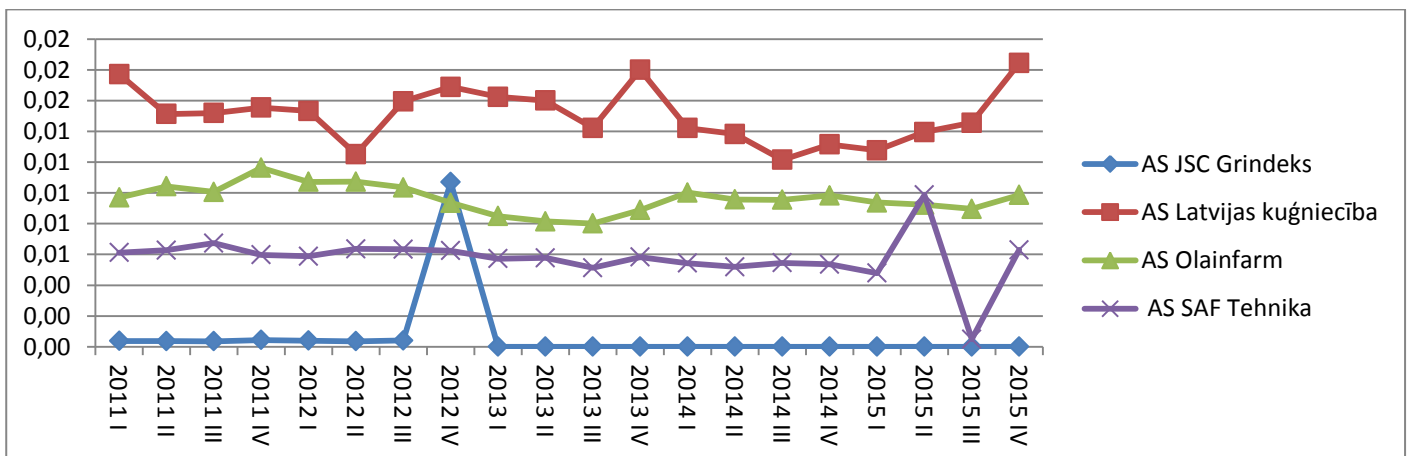
Apibendrinant Baltijos valstybių įmonių augimo veiksnio kitimo tendencijas, galima teigti, kad visų šalių įmonėse šis veiksnys buvo nestabilus ir dažnai keitė reikšmes iš teigiamos į neigiamą. Tačiau visų šalių įmonių augimo veiksnio vidutinė reikšmė buvo žema.

19 paveiksle pateikiama Lietuvos įmonių neskolinio mokesčių skydo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m. Aukščiausias neskolinis mokesčių skydas buvo įmonėje AB „Grigiškės“, tačiau tiriamuoju laikotarpiu stipriai svyravo, galima matyti, kad kiekvienais metais stipriai augdavo iki trečiojo ketvirčio, o tada sumažėdavo. Tokios pat tendencijos pastebimos ir APB „Apranga“ įmonėje. Kitų įmonių neskolinio mokesčio skydo rodiklis buvo žemesnis ir mažiau svyruojantis. Visų įmonių neskolinis mokesčių skydas buvo gana žemas ir neviršino 0,10.



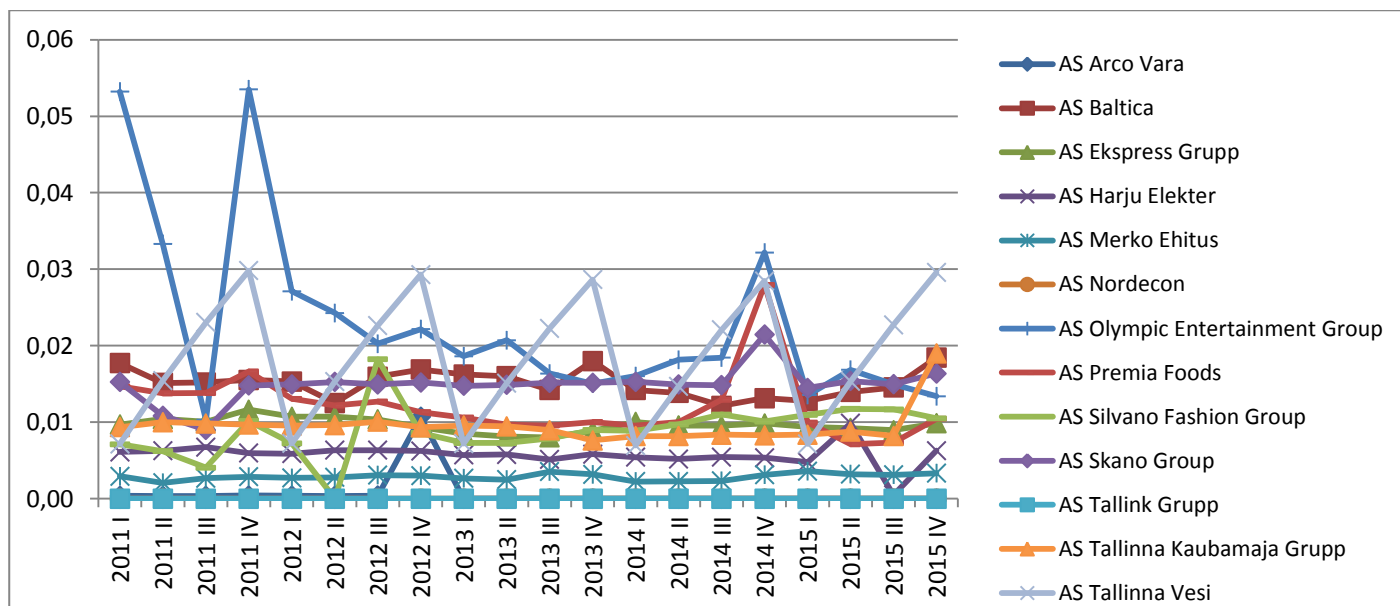
19 pav. Lietuvos įmonių neskolinio mokesčių skydo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

20 paveiksle pateikiama Latvijos įmonių neskolinio mokesčių skydo kitimo tendencijos 2011–2015 m. Iš pateiktų duomenų matyti, kad aukščiausias neskolinis mokesčių skydas buvo AS „Latvijas kuģniecība“. Tiriamuoju laikotarpiu įmonių neskolinio mokesčių skydo rodiklis svyravo nedaug, nei vienos įmonės rodiklis neviršino 0,02.



20 pav. Latvijos įmonių neskolinio mokesčių skydo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

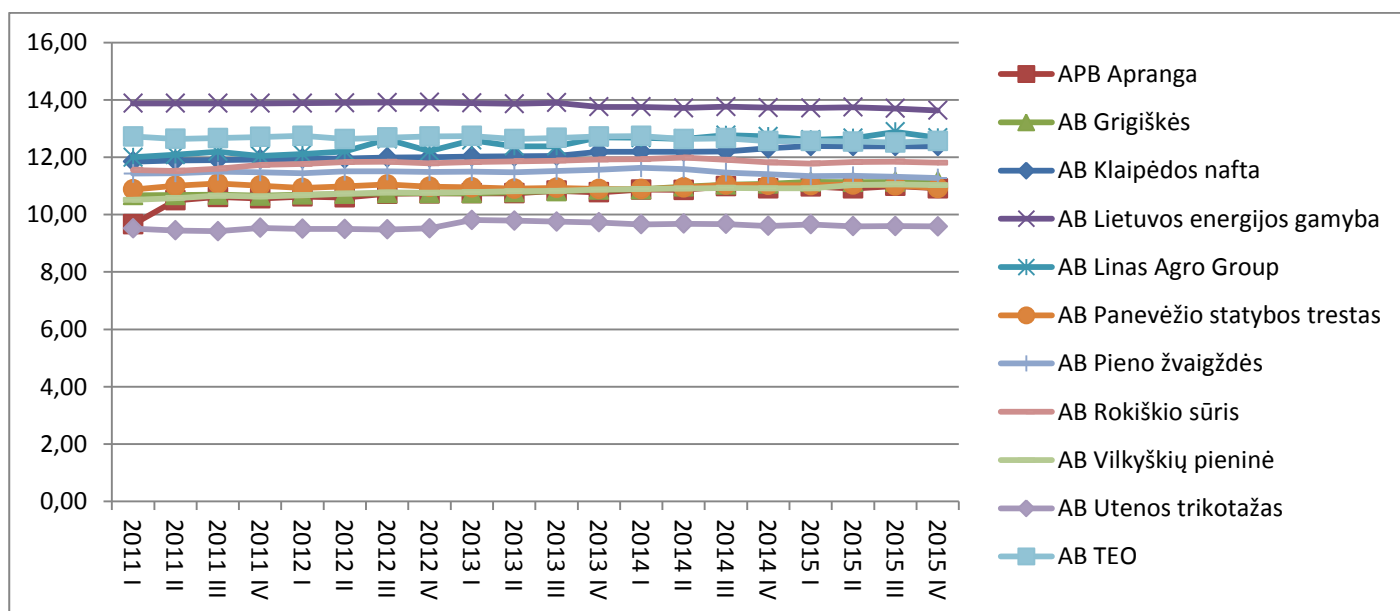
21 paveiksle pateikiama Estijos įmonių neskolinio mokesčių skydo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m. Galima matyti, kad didžiausias neskolinio mokesčių skydo rodiklis buvo įmonėje AS „Olympic Entertainment Group“, tiriamojo laikotarpio pradžioje siekęs 0,05, tačiau vėliau sumažėjęs. Kitų įmonių neskolinio mokesčių skydo rodiklis buvo žemesnis ir tiriamuoju laikotarpiu neviršino 0,03.



21 pav. Estijos įmonių neskolinio mokesčių skydo rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

Apibendrinant Baltijos valstybių įmonių neskolinio mokesčių skydo rodiklius, galima teigti, kad daugumoje įmonių rodiklis yra gana pastovus ir nedaug svyruoja. Taip pat Latvijos ir Estijos įmonėse rodiklis yra neaukštas ir retais atvejais viršino 0,02. Aukštesnės neskolinio mokesčių skydo rodiklio reikšmės pastebimos Lietuvos įmonėse, tačiau reikšmių vidurkis išlieka žemas.

22 paveiksle pateikiama Lietuvos įmonių dydžio pagal turta rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m. Galima matyti, kad įmonių dydis buvo stabilus ir didelių pokyčių nebuvo.

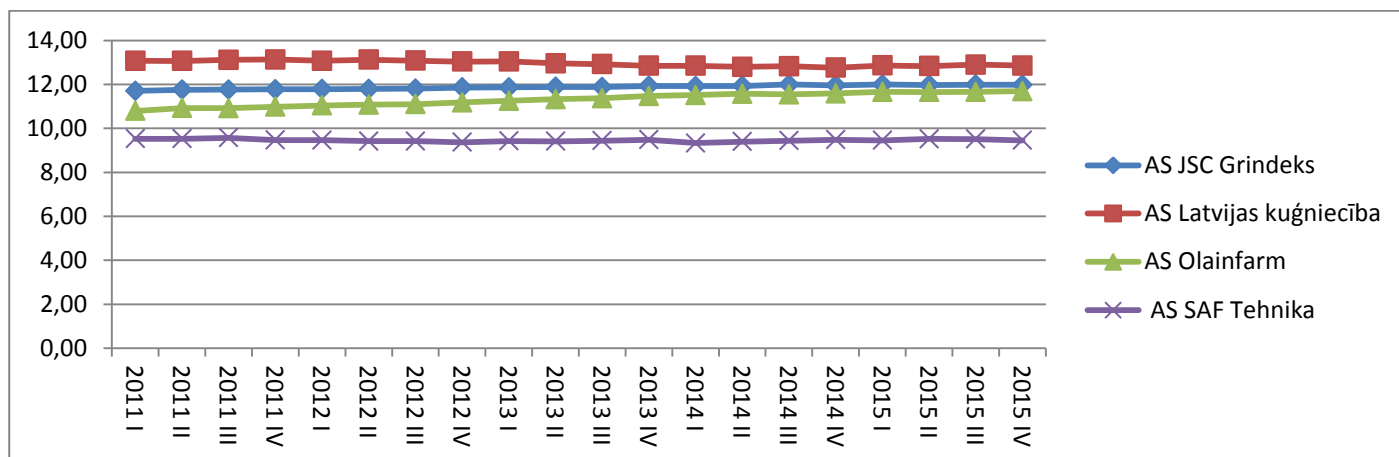


22 pav. Lietuvos įmonių dydžio pagal turta rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

Didžiausia įmonė pagal turta – AS „Lietuvos energijos gamyba“, kurios dydis pagal turta tiriamojo laikotarpio pradžioje buvo 13,88 vėliau šiek tiek sumažėjo iki 13,63. Stipriausiai kito įmonės AS „Linus

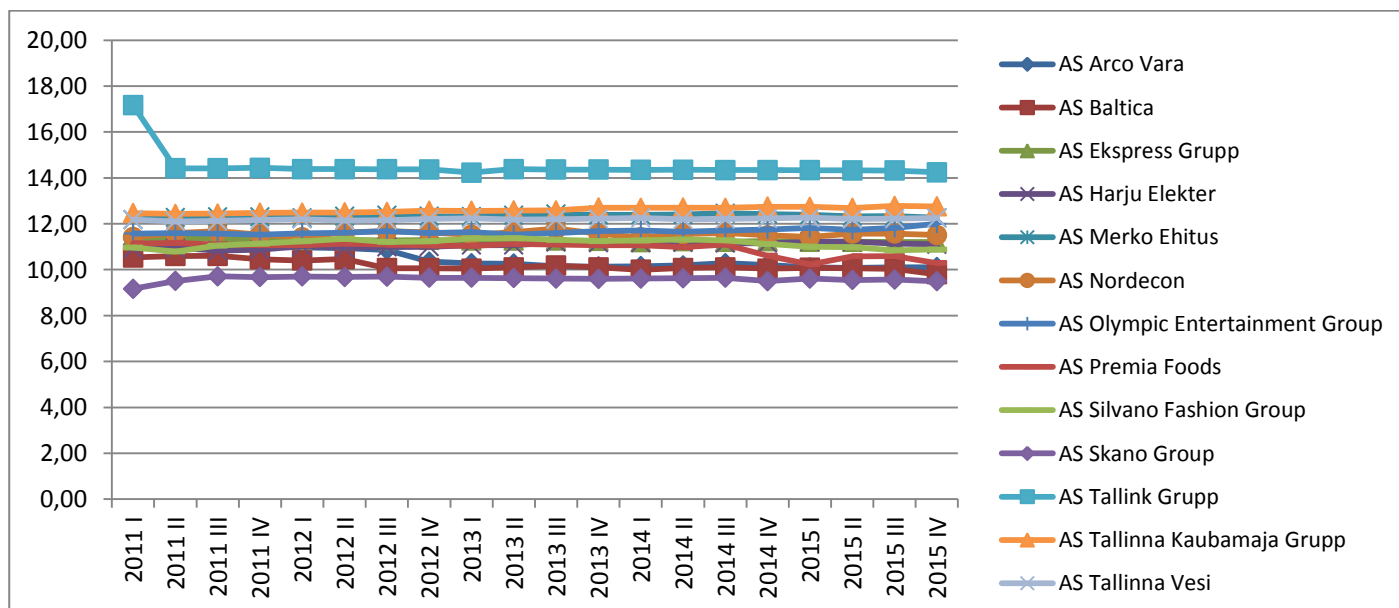
Agro Group“ dydis pagal turta, tačiau vidutiniškai visą tiriamąjį laikotarpį buvo apie 12,50. Mažiausia įmonė pagal turta, tai AS „Utenos trikotažas“, tiriamuoju laikotarpiu vidutinis įmonės dydis pagal turta buvo 9,60.

23 paveiksle pateikiama Latvijos įmonių dydžio pagal turta kitimo tendencijos 2011–2015 m. Tiriamuoju laikotarpiu įmonių dydis pagal turta stipriai nekito. Įmonių AS „JSC Grindeks“ ir AS „Olainfarm“ dydis pagal turta tiriamuoju laikotarpių padidėjo, o įmonių AS „Latvijas kuģniecība“ ir AS „SAF Tehnika“ dydis pagal turta sumažėjo.



23 pav. Latvijos įmonių dydžio pagal turta rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

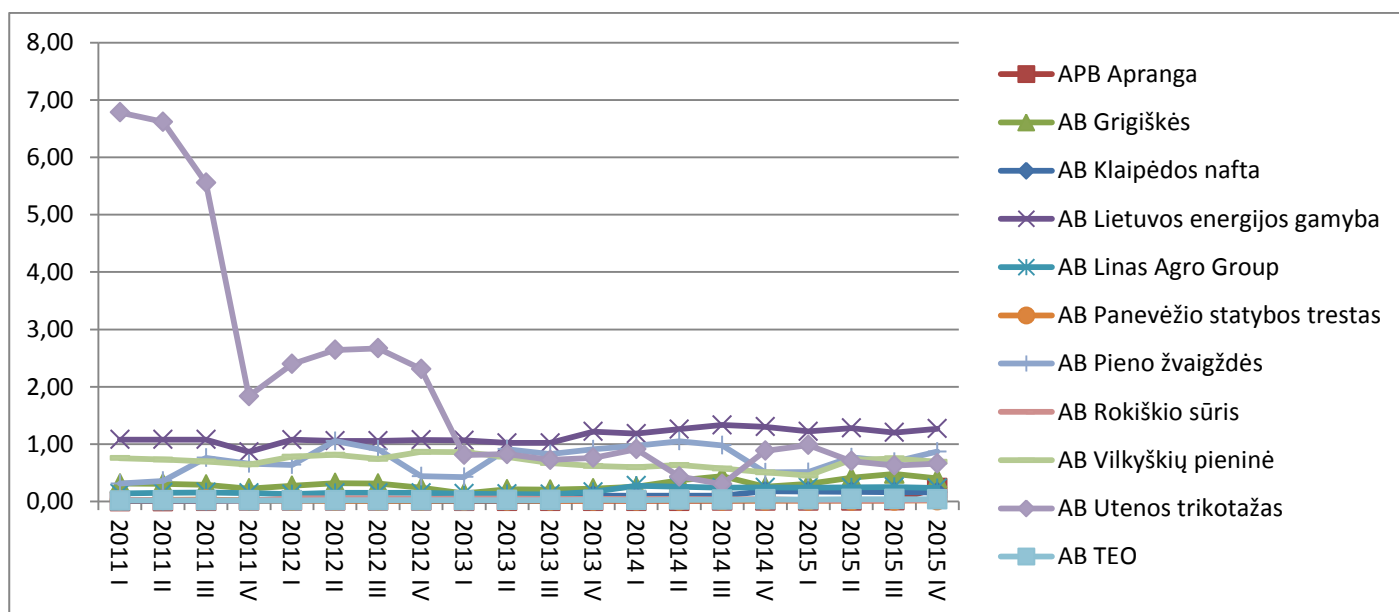
24 paveiksle pateikiama Estijos įmonių dydžio pagal turta kitimo tendencijos 2011–2015 m. Galima matyti, kad didžiausia įmonė pagal turta tiriamuoju laikotarpiu buvo AS „Tallink Grupp“, nors nuo 2011 m. pirmojo ketvirčio įmonės dydis mažėjo. AS „Tallinna Kaubamaja Grupp“ dydis pagal turta stipriai išaugo 2015 m. pirmame ketvirtyje, tačiau vėliau grįžo prie buvusio lygio. Įmonės dydis pagal turta visą tiriamąjį laikotarpį pastoviai augo. Kitų įmonių rodiklis neturėjo stiprių pokyčių ir buvo gana pastovus.



24 pav. Estijos įmonių dydžio pagal turta rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

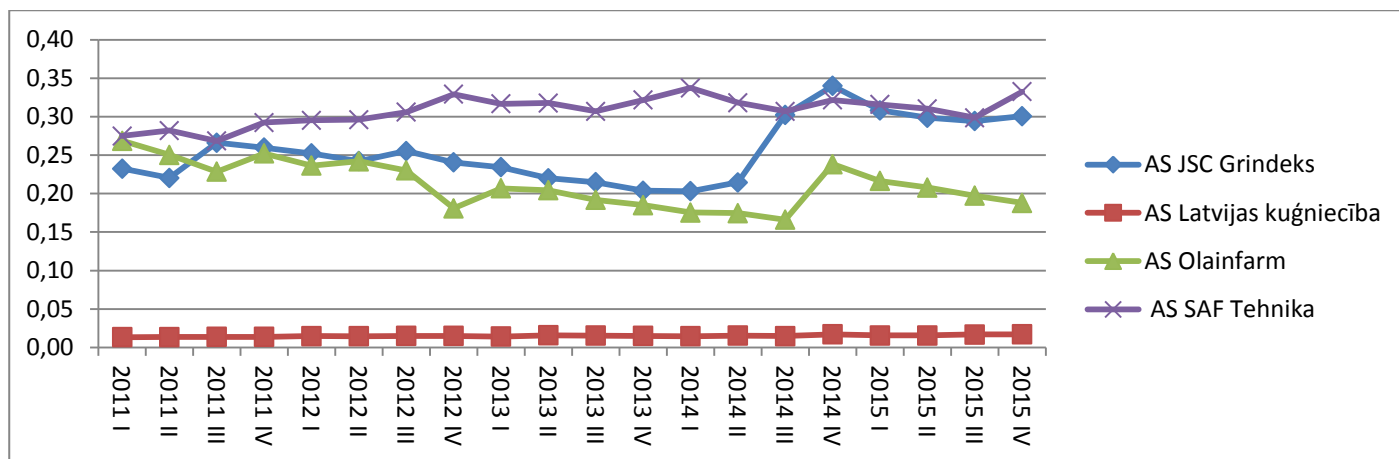
Apibendrinant Baltijos valstybių įmonių dydžio pagal turta rodiklio pokyčius 2011–2015 m., galima teigti, kad įmonių dydis buvo gana stabilus, didelių pokyčių nematyti. Visų trijų šalių įmonių vidutinis dydis pagal turta yra gana panašus, virš 11.

25 paveiksle pateikiama Lietuvos įmonių finansinio sveto lygio (LR1) kitimo tendencijos 2011–2015 m. Galima matyti, kad labiausiai kito įmonės AB „Utenos trikotažas“ finansinio sveto lygis. Tiriamojo laikotarpio pradžioje įmonės finansinio sveto lygis buvo labai aukštas ir siekė 6,78, tačiau vėliau stipriai mažėjo, tiriamuoju laikotarpiu vidutinis finansinio sveto lygis įmonėje AB „Utenos trikotažas“ buvo 1,97. Įmonės AB „Lietuvos energijos gamyba“ finansinio sveto lygis tiriamuoju laikotarpiu stabiliai augo ir lyginant su kitomis įmonėmis buvo gan aukštas – vidurkis 1,14. Taip pat dažnai kito AB „Pieno žvaigždės“ finansinio sveto lygis, tiriamojo laikotarpio pradžioje siekęs tik 0,31, keletą kartų per laikotarpį buvo pakilęs iki 1,05, tačiau vidutiniškai AB „Pieno žvaigždės“ finansinio sveto lygis buvo 0,73. Kitų įmonių finansinio sveto lygis buvo gana žemas ir pokyčiai nebuvo itin dideli.



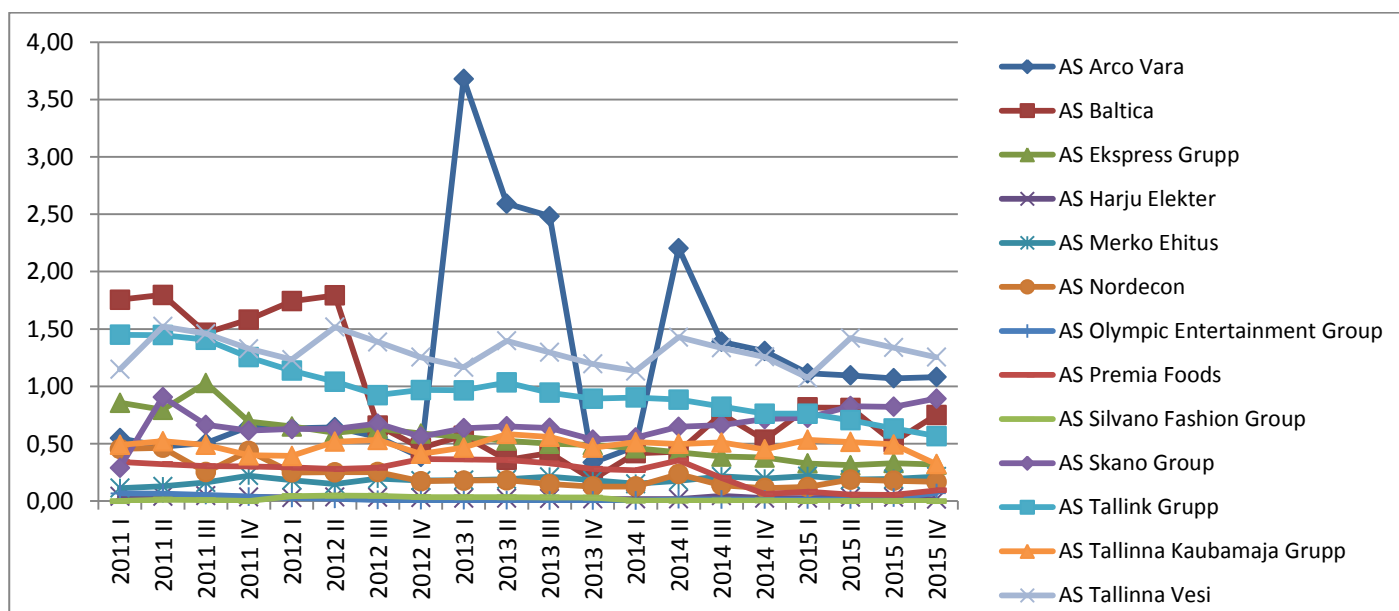
25 pav. Lietuvos įmonių finansinio sveto lygio (LR1) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

26 paveiksle pateikiama Latvijos įmonių finansinio sveto lygio (LR1) kitimo tendencijos 2011–2015 m. Didžiausias finansinio sveto lygis buvo įmonėje AS „SAF Tehnika“ ir tiriamojo laikotarpio pabaigoje dar labiau išaugo. Taip pat stipriai išaugo AS „JSC Grineks“ finansinio sveto lygis. AS „Olaifarm“ finansinio sveto lygis tiriamuoju laikotarpiu sumažėjo, o AS „SAF Tehnika“ buvo labai žemas ir beveik nekito.



26 pav. Latvijas ūmoniu finansinio svarto lygio (LR1) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

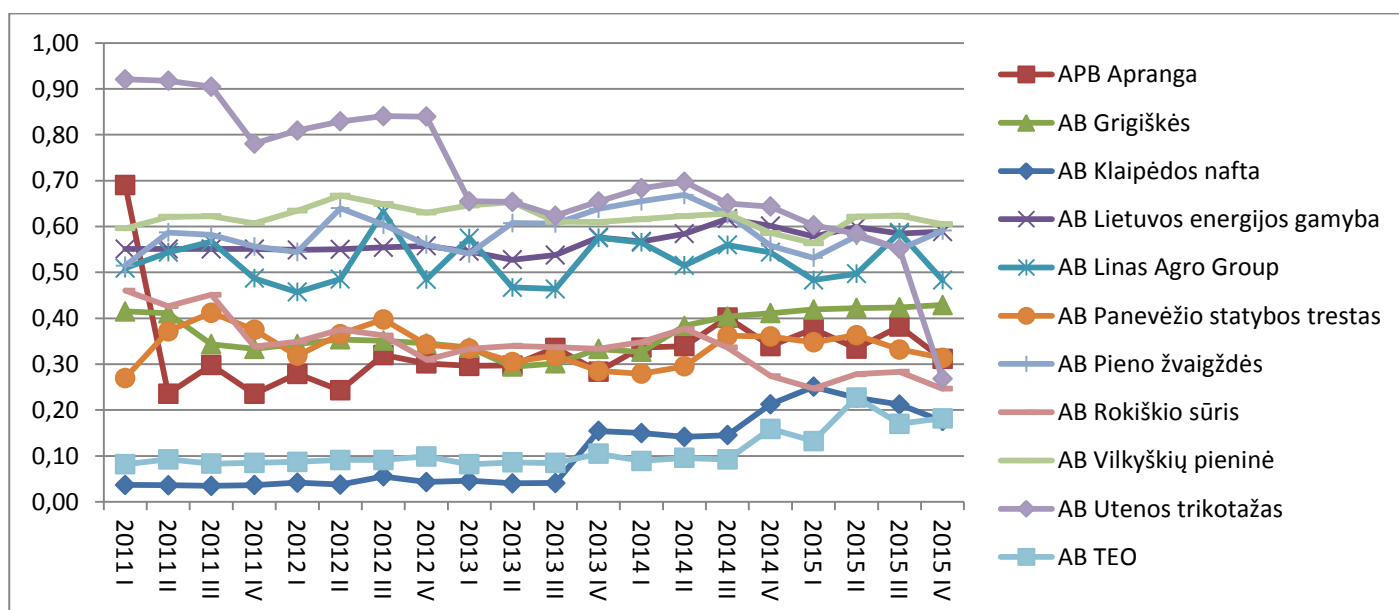
27 paveiksle pateikiama Estijos ūmoniu finansinio svarto lygio (LR1) kitimo tendencijos 2011–2015 m. Didžiausi pokyciai matomi ūmonėje AS „Tallink Grupp“, 2011–2012 m. finansinio svarto lygio rodiklis ūmonėje stipriai išaugo, tačiau vėliau mažėjo. Vidutinė AS „Tallink Grupp“ ūmonės finansinio svarto lygio reikšmė – 0,98. Taip pat per 2011–2015 m. stipriai sumažėjo ūmonės AS „Baltica“ finansinio svarto lygis. Stiprūs finansinio svarto lygio pokyciai matomi AS „Tallinna Vesi“ ūmonėje, matomas rodiklio padidėjimas kiekvienų metų antrame ketvirtyje. Kitų ūmonių finansinio svarto lygis buvo žemesnis ir stabilesnis, ūmonių AS „Silvano Fashion Group“, AS „Olympic Entertainment Group“ ir AS „Harju Elekter“ finansinio svarto lygis buvo labai žemas ir arti 0.



27 pav. Estijos ūmoniu finansinio svarto lygio (LR1) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

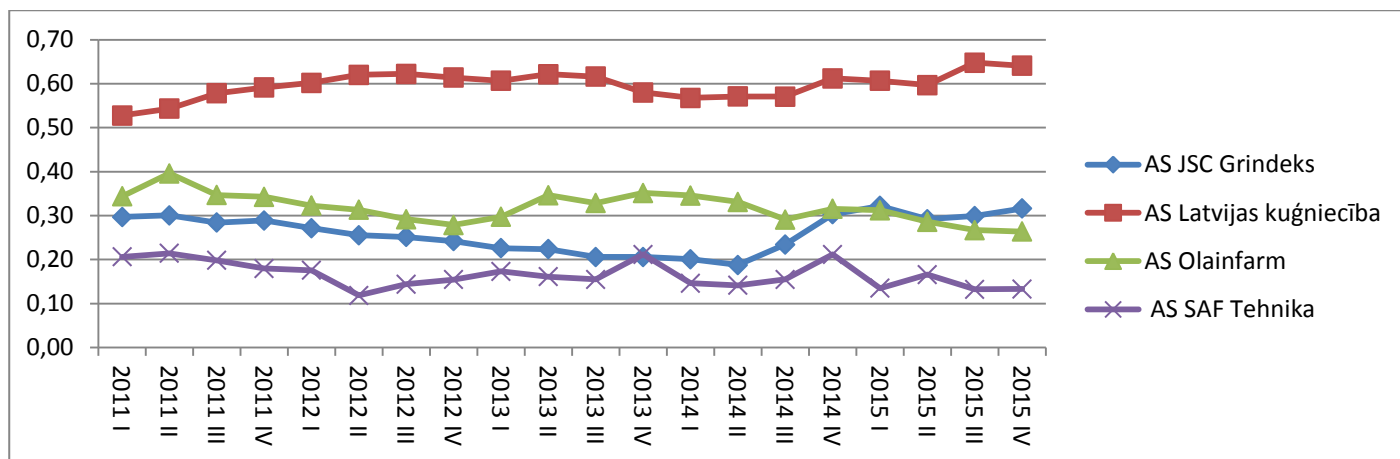
Apibendrinant Baltijos valstybių ūmonių finansinio svarto lygio (LR1) rodiklių pokycius, galima teigti, kad žemiausias rodiklis yra Latvijos ūmonėse. Lietuvos ir Estijos ūmonėse finansinio svarto lygis įgyja didesnes reikšmes, taip pat matomi didesni finansinio svarto lygio pokyciai tiriamuoju laikotarpiu.

28 paveiksle pateikiama Lietuvos įmonių skolinto kapitalo kvotos (LR2) kitimo tendencijos 2011–2015 m. Iš pateikiamų duomenų galima matyti, kad didžiausia rodiklio reikšmė buvo įmonėje AB „Utenos trikotažas“, tačiau tiriamuoju laikotarpiu stipriai mažėjo, nuo 0,92 iki 0,27. Įmonių AB „Klaipėdos nafta“ ir AB „TEO“ skolinto kapitalo kvota tiriamuoju laikotarpiu buvo mažiausia, nors ir didėjo. AB „Rokiškio sūris“ skolinto kapitalo kvota tiriamuoju laikotarpiu stipriai sumažėjo, nuo 0,46 iki 0,25. Įmonių AB „Vilkyškių pieninė“, AB „Pieno žvaigždės“, AB „Lietuvos energijos gamyba“ ir AB „Linus Agro Group“ skolinto kapitalo kvota buvo gana aukšta lyginant su kitomis įmonėmis, nors ir svyravo, tačiau išliko tokia pačia lygyje. Didelis skolintos kapitalo kvotos pokytis matyti APB „Apranga“ įmonėje, tiriamojo laikotarpio pradžioje rodiklis stipriai sumažėjo, vėliau taip pat dažnai kito, tačiau vidutiniškai buvo lygus 0,33.



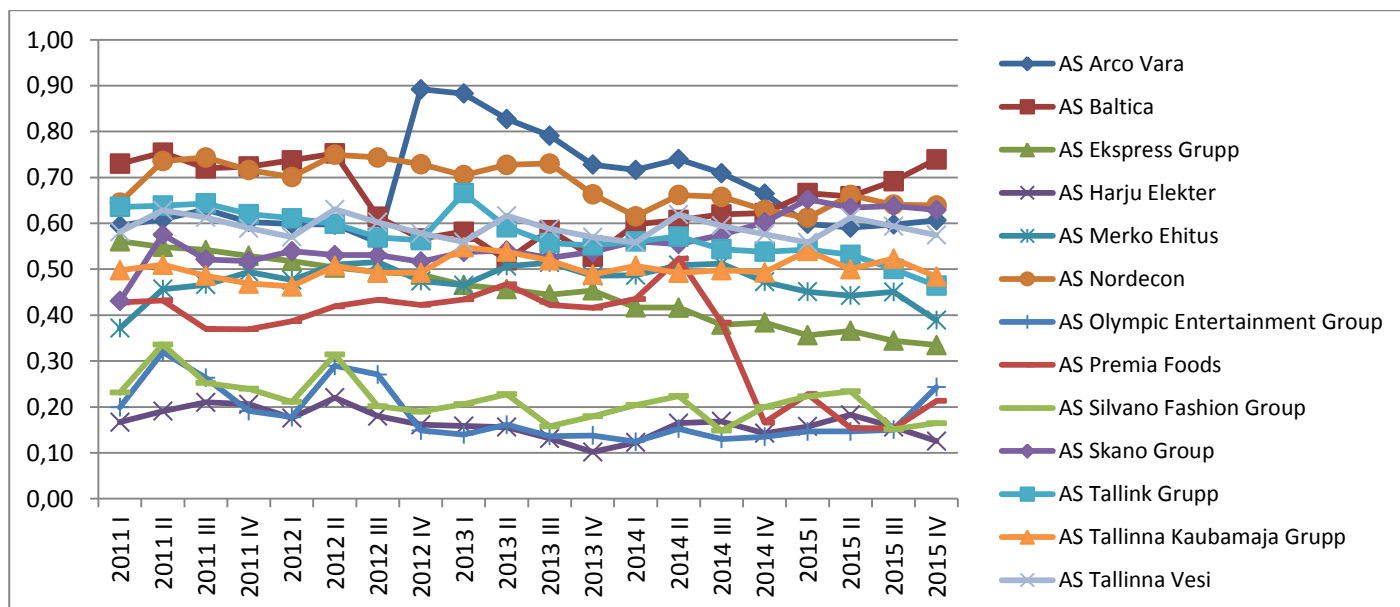
28 pav. Lietuvos įmonių skolinto kapitalo kvotos (LR2) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

29 paveiksle pateikiama Latvijos įmonių skolinto kapitalo kvotos (LR2) kitimo tendencijos 2011–2015 m. Didžiausias skolinto kapitalo kvotos lygis buvo įmonėje AS „Latvijas kuģniecība“ ir tiriamuoju laikotarpiu didėjo. Kitų įmonių skolinto kapitalo kvotos rodiklis buvo žemesnis, o stiprių pokyčių nebuvo.



29 pav. Latvijas ūmoniu skolinto kapitalo kvotos (LR2) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

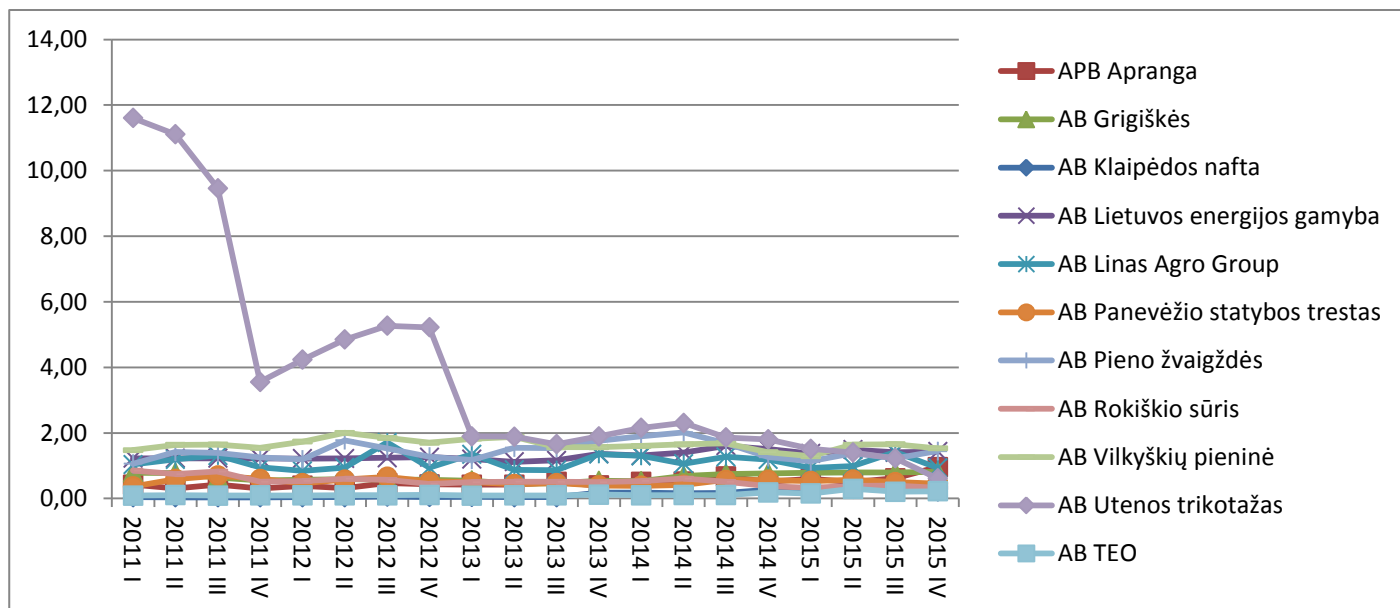
30 paveiksle pateikiama Estijos ūmoniu skolinto kapitalo kvotos (LR2) kitimo tendencijos 2011–2015 m. Iŝ pateiktŭ duomenŭ galima matyti, kad Estijos ūmonese skolino kapitalo kvota buvo labai nestabili ir daŝnai kito. Stabiliausios ir ŝemos rodiklio reikŝmės buvo ūmonese AS „Silvano Fashion Group“, AS „Merko Ehitus“ ir AS „Harju Elekter“. Didŝiausia skolinto kapitalo kvota buvo AS „Arco Vara“ ūmonėje, kito nuo 0,56 iki 0,89. Ūmonės AS „Baltika“ skolinto kapitalo kvota tiriamuoju laikotarpiu buvo stipriai sumaŝėjusi, tačiau vėliau sugrįŝo į buvusį lygį. AS „Arco Vara“ skolinto kapitalo kvota tiriamuoju laikotarpiu buvo stipriai padidėjusi, tačiau grįŝo į tą patį lygį. AS „Premia Foods“ skolinto kapitalo kvota nuo 2014 m. antrojo ketvirčio pradėjo stipriai maŝėti ir per tiriamąjį laikotarpį pakito nuo 0,43 iki 0,21. AS „Baltika“ skolino kapitalo kvota tiriamuoju laikotarpiu buvo stipriai sumaŝėjusi, tačiau sugrįŝo į pradinę padėtį.



30 pav. Estijos ūmoniu skolinto kapitalo kvotos (LR2) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

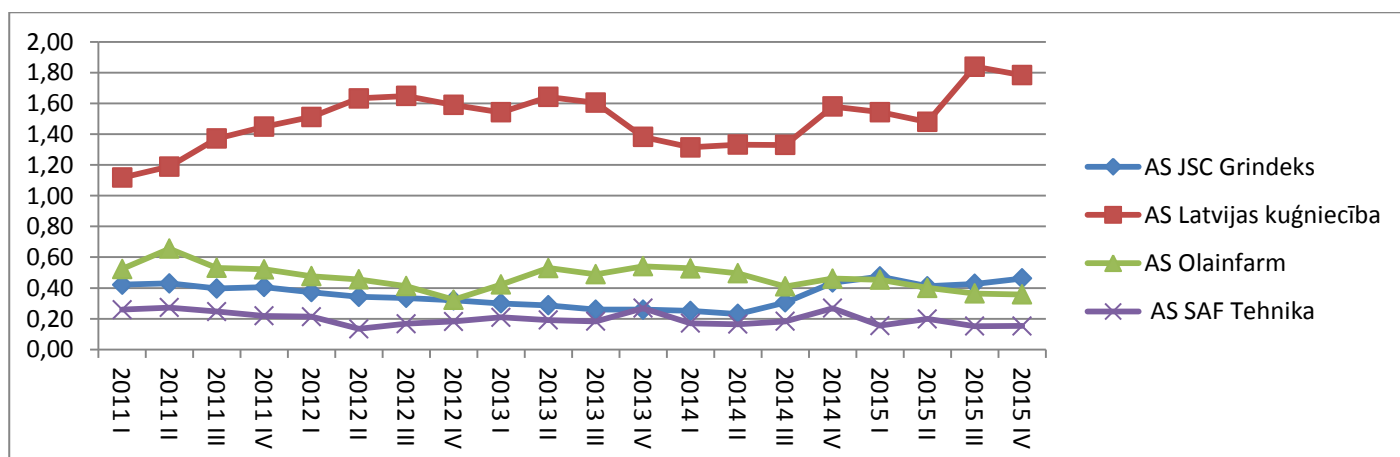
Apibendrinant Baltijos valstybių įmonių skolintos kapitalo kvotos (LR2) pokyčius, galima teigti, kad stabiliausi ir žemiausi rodikliai buvo Latvijos įmonėse, o Lietuvos ir Estijos įmonėse skolinto kapitalo kvota buvo didesnė ir įmonėse dažnai kito.

31 paveiksle pateikiama Lietuvos įmonių skolos – nuosavybės koeficiento (LR3) kitimo tendencijos 2011–2015 m. Galima matyti, kad didžiausias pokytis buvo AB „Utenos trikotažas“ įmonėje, skolos – nuosavybės koeficientas tiriamuoju laikotarpiu labai stipriai mažėjo, nuo 11,61 iki 0,61. Kitų įmonių skolos – nuosavybės koeficientas taip stipriai nekito, tačiau galima sakyti, kad rodiklio reikšmės buvo gan aukštos.



31 pav. Lietuvos įmonių skolos – nuosavybės koeficiento (LR3) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

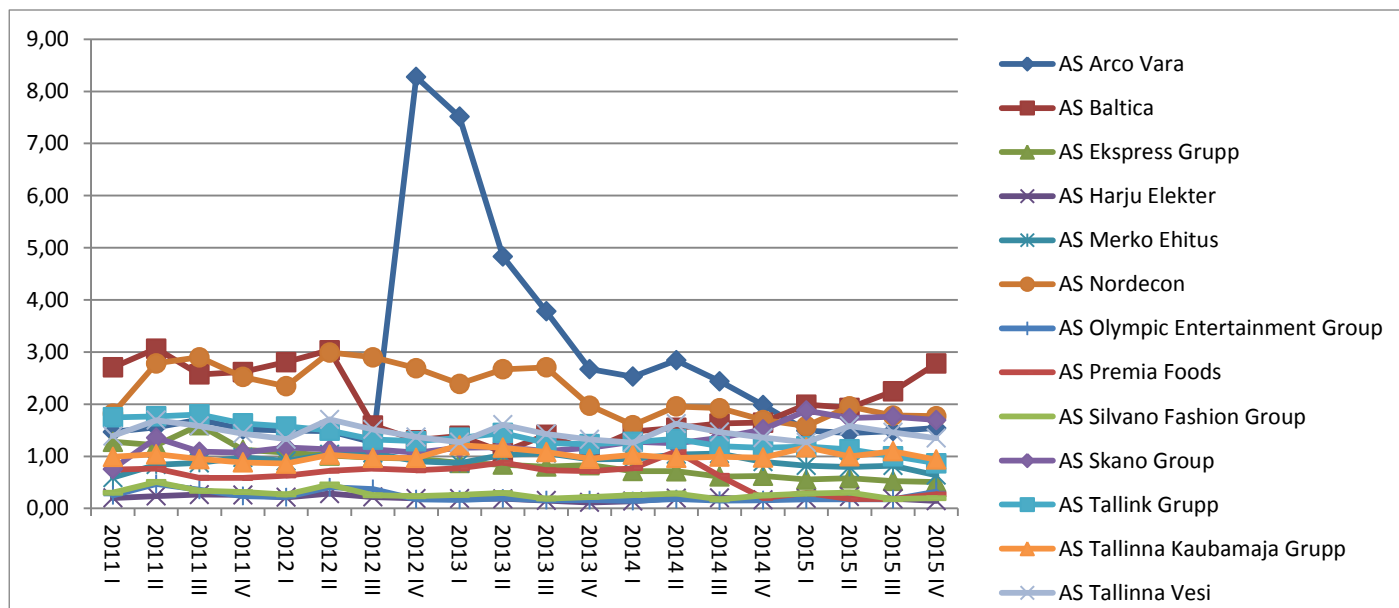
32 paveiksle pateikiama Latvijos įmonių skolos – nuosavybės koeficiento pokyčiai 2011–2015 m.



32 pav. Latvijos įmonių skolos – nuosavybės koeficiento (LR3) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

Aukščiausios rodiklio reikšmės matomos AS „Latvijas kuģniecība“ įmonėje, skolos – nuosavybės koeficientas visu tiriamuoju laikotarpiu augo. Kitų įmonių skolos – nuosavybės koeficientas buvo mažesnis ir išliko stabilus.

33 paveiksle pateikiama Estijos įmonių skolos – nuosavybės koeficiento kitimo tendencijos 2011–2015 m. Didžiausias rodiklio pokytis matomas AS „Arco Vara“ įmonėje. Skolos – nuosavybės koeficientas stipriai išaugo 2012 m. antrame ketvirtyje, tačiau vėliau mažėjo ir sugrįžo į buvusį lygį. Taip pat stipriai kito AS „Baltica“, AS „Nordecon“ ir AS „Premia Foods“ skolos – nuosavybės koeficientas. Kitų įmonių skolos – nuosavybės koeficiento reikšmės buvo žemesnės ir stipriai nekito.



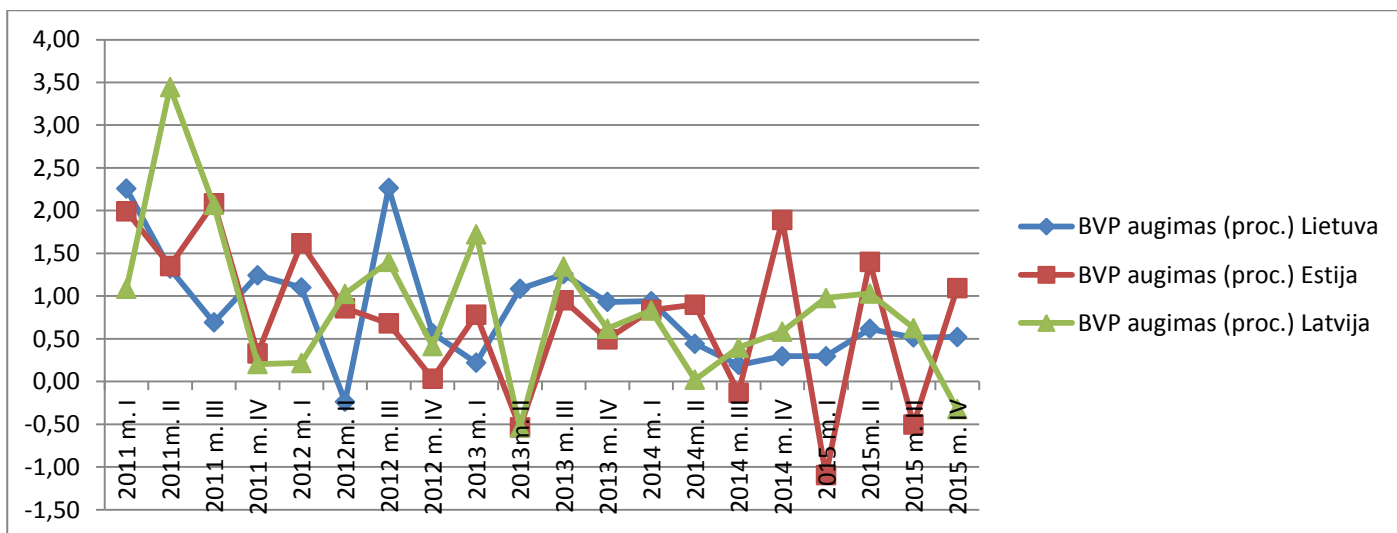
33 pav. Estijos įmonių skolos – nuosavybės koeficiento (LR3) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

Apibendrinant Baltijos įmonių skolos – nuosavybės koeficiento kitimo tendencijas 2011–2015 m. galima teigti, kad stabiliausias ir žemiausias rodiklio reikšmės buvo Latvijos įmonėse, o Lietuvos ir Estijos įmonėse rodiklio reikšmės buvo aukštesnės ir dažnai kito.

Apibendrinant poskyryje pateikiamus duomenis, galima teigti, kad įmonių rodikliai gana stipriai kito. Taip pat pastebima nevienodas įmonių lygis šalyse, t. y. įmonės išsiskiria pagal rodiklių dydį.

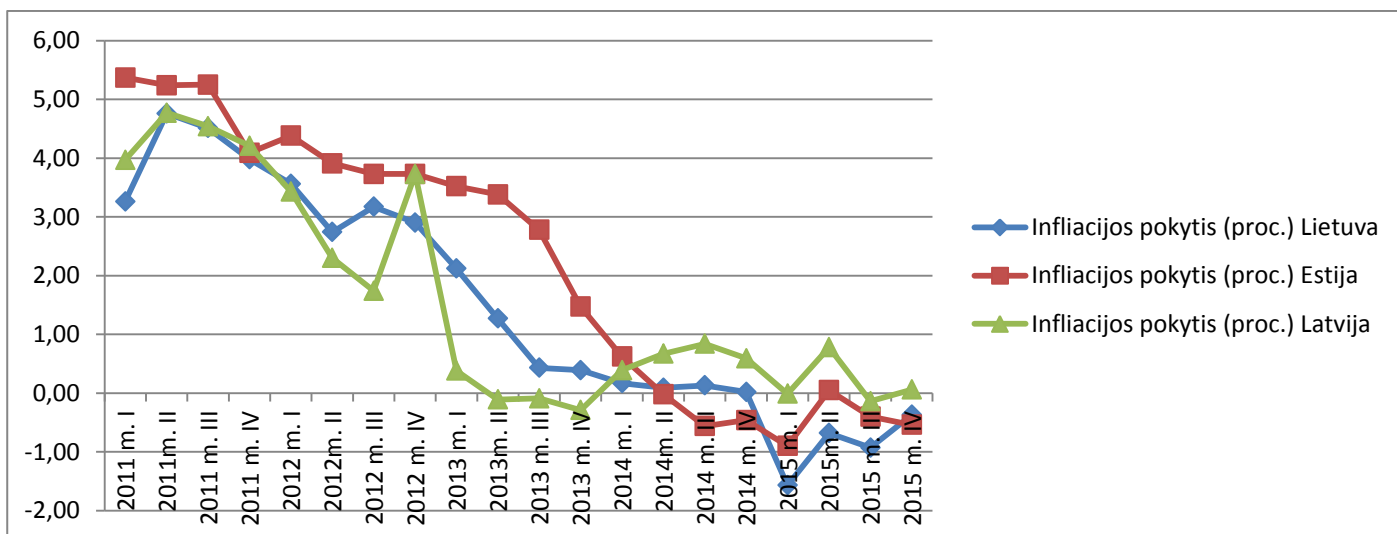
4.2. Baltijos šalių pasirinktų makroekonominių rodiklių kitimo tendencijos

34 paveiksle pateikiama Baltijos valstybių BVP augimas (proc.) 2011–2015 m. laikotarpiu. Iš pateiktų duomenų matyti, kad visų valstybių BVP augimas buvo labai nestabilus. Latvijos BVP augimo rodiklis tiriamojo laikotarpio pradžioje buvo didžiausias, tačiau vėliau stipriai sumažėjo. Lietuvos ir Estijos BVP augimo rodiklis tiriamojo laikotarpio pradžioje buvo žemesnis, tačiau vėliau taip pat sumažėjo, nors ir mažiau nei Latvijos.



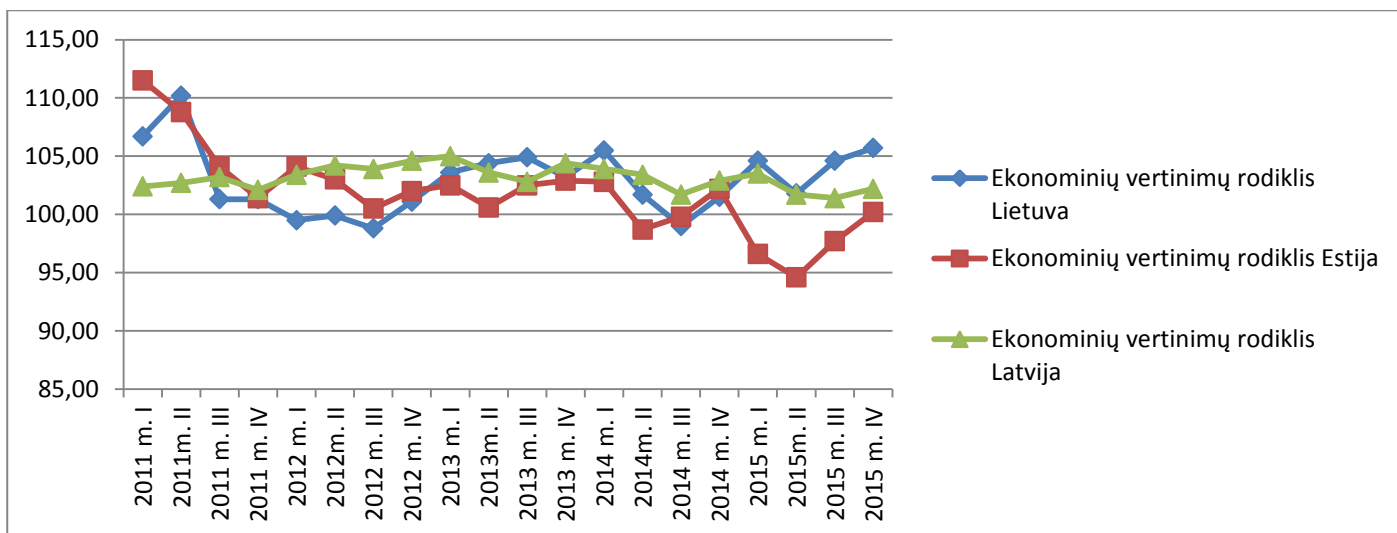
34 pav. Baltijos valstybių BVP augimo (proc.) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

Baltijos valstybių infliacijos rodiklis visu tiriamuoju laikotarpiu mažėjo. Lietuvos infliacijos rodiklis mažėjo nuo 3,26 iki -0,37, Estijos – nuo 5,37 iki -0,54, Latvijos – nuo 3,97 iki 0,06. Nestabiliausias infliacijos kitimas matyti Latvijoje, tiriamuoju laikotarpiu matomi dažni rodiklio didėjimai ir mažėjimai.



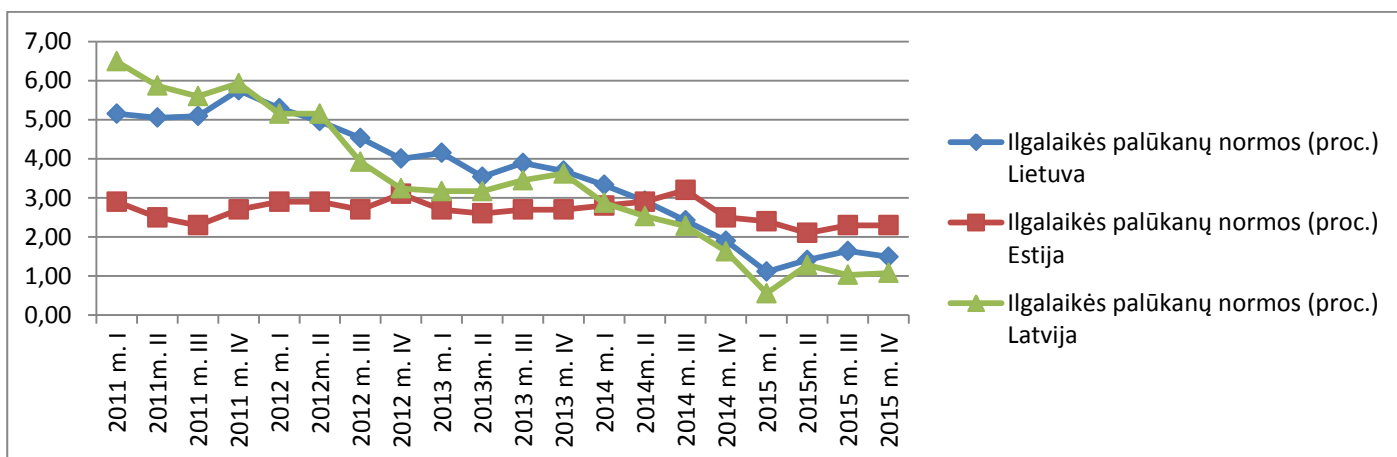
35 pav. Baltijos valstybių infliacijos pokyčio (proc.) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

36 paveiksle pateikiama Baltijos valstybių ekonominių vertinimų rodiklio pokytis 2011–2015 m. Galima matyti, kad Lietuvos ir Estijos ekonominių vertinimų rodiklis tiriamuoju laikotarpiu kito stipriau nei Latvijos ir sumažėjo. Latvijos ekonominių vertinimų rodiklis buvo stabilesnis ir daug nepakito. Latvijos ekonominių vertinimų rodiklis išliko vidutiniškai aukščiausias tarp Baltijos valstybių.



36 pav. Baltijos valstybių ekonominių vertinimų rodiklio kitimo tendencijos 2011–2015 m.

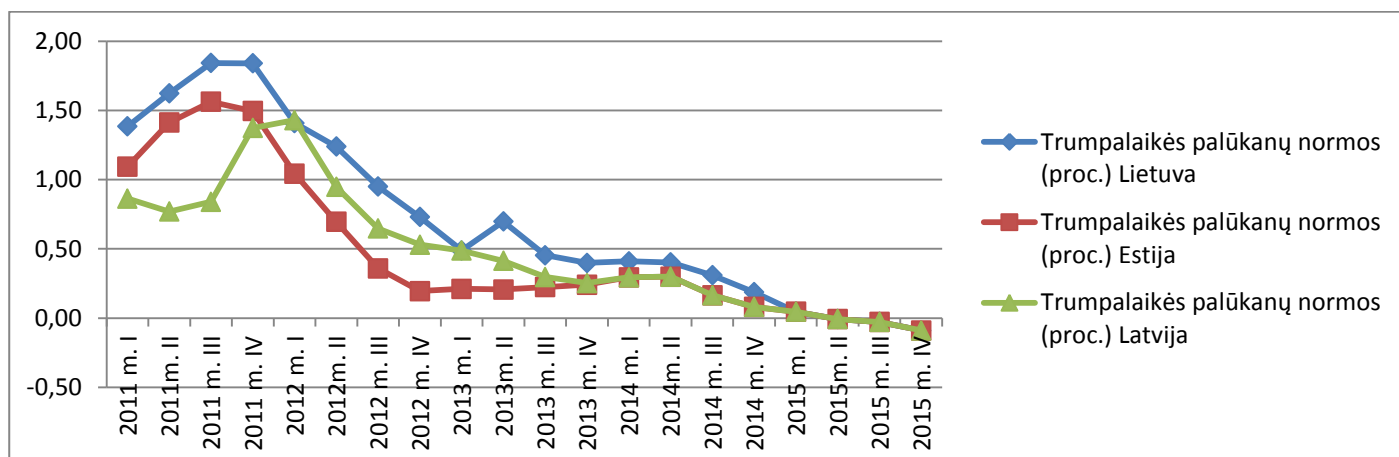
37 paveiksle pateikiama Baltijos valstybių ilgalaikės palūkanų normos kitimas 2011–2015 m. Galima matyti, kad laikotarpio pradžioje aukščiausia palūkanų norma buvo Latvijoje ir siekė 6,49, tačiau visu tiriamuoju laikotarpiu stipriai mažėjo, ir tiriamojo laikotarpio pabaigoj buvo tik 1,08. Taip pat stipriai mažėjo Lietuvos ilgalaikė palūkanų norma, laikotarpio pradžioje siekusi 5,15, laikotarpio pabaigoje sumažėjo iki 1,49. Mažiau kito Estijos ilgalaikė palūkanų norma, nes tiriamojo laikotarpio pradžioje buvo žemesnė nei kitose šalyse. Estijos ilgalaikė palūkanų norma tiriamuoju laikotarpiu sumažėjo nuo 2,90 iki 2,30.



37 pav. Baltijos valstybių ilgalaikės palūkanų normos (proc.) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

38 paveiksle pateikiama Baltijos valstybių trumpalaikės palūkanų normos kitimo tendencijos 2011–2015 m. Galime matyti, kad Lietuvoje ir Estijoje trumpalaikė palūkanų norma auga iki 2011 m. ketvirtojo ketvirčio, o Latvijoje iki 2012 m. pirmojo ketvirčio, o vėliau stipriai mažėjo. Lietuvos trumpalaikė

palūkanų norma per tiriamąjį laikotarpį kito nuo 1,39 iki -0,09, Latvijos – nuo 0,86 iki -0,09, Estijos – nuo 1,09 iki -0,09.



38 pav. Baltijos valstybių trumpalaikės palūkanų normos (proc.) kitimo tendencijos 2011–2015 m.

Šiame poskyryje pateikta Baltijos valstybių makroekonominiai rodikliai ir jų kitimo tendencijos 2011–2015 m. Iš pateikiamų duomenų galima matyti, kad visose šalyse rodikliai buvo nepastovūs, pastebimi dažni kitimai. Palūkanų normos, infliacijos pokytis ir BVP augimas visą laikotarpį stipriai mažėjo. Kitame poskyryje pateikiamos pagrindinės šių rodiklių statistinės charakteristikos.

4.3. Įmonių kapitalo struktūros tyrime naudojamų rodiklių pagrindinės statistinės charakteristikos

16 lentelėje pateikiama Lietuvos, Latvijos ir Estijos įmonių tiriamųjų rodiklių vidutinė reikšmė, mažiausia reikšmė ir didžiausia reikšmė. Lyginant Baltijos valstybių įmonių turto materialumo rodiklio vidurkį, galima pastebėti, kad vidutinis didžiausias įmonių turto materialumas yra Lietuvoje ir siekia 0,50, tuo tarpu Latvijoje tik 0,15, o Estijoje 0,33. Taip pat įmonių turto materialumo rodiklio minimali ir maksimali reikšmės taip pat didžiausios Lietuvos įmonėse.

Analizuojant Baltijos valstybių įmonių turto pelningumo rodiklius, matome, kad jie labai panašūs, Lietuvos ir Latvijos įmonių turto pelningumo rodiklio vidurkis yra 0,02, o Estijos 0,01. Didžiausia minimali įmonių turto pelningumo reikšmė nustatyta Estijos įmonėse (-0,54), mažiausia minimali reikšmė nustatyta Latvijos įmonėse (-0,05). Didžiausia maksimali turto pelningumo reikšmė nustatyta Estijos įmonėse (0,39), mažiausias Latvijos įmonėse (0,17). Rodiklis rodo, kad Baltijos valstybių įmonėse turto pelningumas nėra stipriai svyruojantis.

16 lentelė. Baltijos valstybių įmonių finansinių rodiklių apžvalga pagrindinės statistinės charakteristikos 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turtą	LR1	LR2	LR3
Lietuva								
Vidurkis	0,50	0,02	0,05	0,02	11,57	0,47	0,42	1,07
Minimumas	0,07	-0,10	-0,76	0,00	9,42	0,00	0,03	0,04
Maksimumas	1,02	0,19	2,44	0,09	13,91	6,78	0,92	11,61
Latvija								
Vidurkis	0,15	0,02	0,03	0,01	11,40	0,22	0,34	0,66
Minimumas	0,01	-0,05	-0,67	0,00	9,33	0,01	0,12	0,13
Maksimumas	0,29	0,17	1,18	0,02	13,13	0,34	0,65	3,00
Estija								
Vidurkis	0,33	0,01	0,05	0,01	11,51	0,52	0,47	1,16
Minimumas	0,00	-0,54	-0,69	0,00	9,17	0,00	0,10	0,11
Maksimumas	1,01	0,39	3,95	0,05	17,17	3,68	0,89	8,28

Baltijos valstybių įmonių augimo veiksnio vidurkis yra labai panašus, (Lietuvos, Estijos - 0,05, Latvijos - 0,03), taip pat ir minimali reikšmė šalių įmonėse yra panaši, o štai maksimali reikšmė Baltijos valstybių įmonėse labai skiriasi. Didžiausiai maksimali reikšmė yra Estijos įmonėse, o mažiausia Latvijos. Tai rodo, kad tam tikros Estijos įmonėse auga labai sparčiai, Lietuvos kiek lėčiau, o Latvijos ganėtinai lėtai lyginant su kitomis Baltijos valstybėmis.

Baltijos valstybių įmonių neskolinis mokesčių skydas yra labai žemas ir svyruoja nuo 0 iki 0,05. Tai rodo, kad įmonės sukuriama labai mažas neskolinis mokesčių skydas. Baltijos valstybių įmonių dydžio pagal turtą vidurkis yra apie 11,5, tai rodo, kad Baltijos valstybių įmonių turtas yra labai panašus.

Pagal Baltijos valstybių finansinių svertų LR1, LR2, LR3 rodiklius, galime matyti, kad Lietuvos įmonėse yra didžiausia skolinto kapitalo dalis, taip pat galime pastebėti, kad visos Baltijos valstybės pagal vidurkį renkasi daugiau trumpalaikių skolų, nei ilgalaikių. Mažiausiai skolintis yra linkusios Latvijos įmonės.

17 lentelėje pateikiama Baltijos valstybių makroekonominių rodiklių vidurkiai, minimalios ir maksimalios reikšmės tiriamaisiais metais. Galime matyti kad BVP pokyčio rodiklio vidurkis visose valstybėse buvo labai panašus. Tačiau rodiklio minimalios ir maksimalios reikšmės rodo, kad egzistavo stiprūs svyravimai, ypač Estijoje. Infliacijos pokyčio rodiklio vidurkis yra panašus Lietuvoje ir Latvijoje, tačiau daug aukštesnis Estijoje. Taip pat Estijos minimali ir maksimali infliacijos pokyčio reikšmė yra daug didesnė nei Lietuvos ir Latvijos. Tai rodo kad Estijos infliacijos lygis 2011-2015 m. stipriai kito ir

nebuvo stabilus. Ekonominių vertinimų rodiklis pagal vidurkį didžiausias Latvijoje, antrojoje vietoje būtų Lietuva, trečiojoje Estija. Tačiau pagal maksimalią ekonominių vertinimų rodiklio reikšmę, vertinimo tvarka priešinga: Estija, Lietuva, Latvija. Palūkanų normos Baltijos valstybėse pagal vidurkį aukščiausios buvo Lietuvoje, žemesnės Latvijoje, o žemiausios Estijoje.

17 lentelė. Baltijos valstybių makroekonominių rodiklių pagrindinės statistinės charakteristikos 2011–2015 m.

	BVP pokytis (proc.)	Inflacijos pokytis (proc.)	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikės palūkanų normos (proc.)	Trumpalaikės palūkanų normos (proc.)
Lietuva					
Vidurkis	0,83	1,50	102,97	3,57	0,71
Minimumas	-0,24	-1,57	98,80	1,11	-0,09
Maksimumas	2,27	4,76	110,20	5,75	1,84
Latvija					
Vidurkis	0,86	1,59	103,15	3,40	0,48
Minimumas	-0,32	-0,29	101,40	0,56	-0,09
Maksimumas	3,45	4,77	105,00	6,49	1,43
Estija					
Vidurkis	0,75	2,23	101,83	2,66	0,48
Minimumas	-1,10	-0,90	94,60	2,10	-0,09
Maksimumas	2,09	5,37	111,50	3,20	1,56

Taigi šiame poskyryje atlikta Baltijos valstybių makroekonominių rodiklių ir Baltijos valstybių įmonių rodiklių pagrindinė statistinė apžvalga 2011-2015 m. Pagal šiuos duomenis kitame poskyryje atliekama Baltijos valstybių įmonių koreliacinė analizė, siekiant nustatyti, kokią įtaką įmonių kapitalo struktūrai daro vidiniai ir išoriniai veiksniai.

4.4. Baltijos valstybių įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai

18 lentelėje pateikiami koreliacinės analizės rezultatai, tiriant Lietuvos įmonių finansinio sverto LR1 (finansinio sverto lygis) ir pasirinktų vidinių, bei išorinių veiksnių priklausomybes. Taip pat atliktas koreliacinis tyrimas taikant vienerių metų laiko atotrūkį (žr. 8 priedą), tačiau priklausomybėms nesant stipresnėms nei esamuoju laikotarpiu, toliau analizuojamas esamasis laikotarpis.

18 lentelė. Finansinio svėro LR1 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	BVP pokytis	Inflacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma
APB Apranga										
AB Grigeo Grigiškės	0,52				0,63				-0,53	
AB Klaipėdos nafta			0,48		0,95		-0,83		-0,92	-0,76
AB Lietuvos energijos gamyba	-0,80			0,65	-0,83	-0,45	-0,73		-0,81	-0,74
AB Linas Agro Group	0,84			0,57	0,74		-0,75		-0,80	-0,68
AB Panevėžio statybos trestas	0,50		0,58	0,58			0,55			0,55
AB AB Pieno žvaigždės				-0,48						
AB Rokiškio sūris	0,45									
AB Vilkyškių pieninė							0,52		0,49	
AB Utenos trikotažas						0,50	0,77		0,64	0,77
AB TEO	0,87				-0,79		-0,92		-0,95	-0,85

Pagal gautus koreliacijos duomenis, įmonei AB „Apranga“ statistiškai reikšmingą įtaką darančių veiksnių nenustatyta. Taip pat įmonių AB „Grigeo Grigiškės“, AB „Panevėžio statybos trestas“, AB „Pieno žvaigždės“, AB „Rokiškio sūris“ ir AB „Vilkyškių pieninė“ finansiniam svėrui stiprią įtaką darančių veiksnių nenustatyta. Tik penkių Lietuvos įmonių finansiniams svėrtams nustatyta stiprią įtaką darantys veiksniai.

Koreliacinėje analizėje finansiniam svėrui dažniausiai stiprią įtaką darę vidiniai veiksniai, tai turto materialumas ir įmonės dydis pagal turta. Tačiau veiksnių daroma įtaka yra skirtinga skirtingoms įmonėms. Tam tikrais atvejais tas pats veiksnys daro teigia arba neigiamą įtaką skirtingų įmonių finansiniams svėrtams. Dažniausiai Lietuvos įmonių finansiniam svėrui LR1 stiprią įtaką darę išoriniai veiksniai, tai infliacija, ilgalaikė ir trumpalaikė palūkanų normos. Visi išoriniai veiksniai dauguma atvejų darė neigiamą įtaką finansiniam svėrui.

Apibendrinant 18 lentelės duomenis, galima daryti išvadą, kad Lietuvos įmonių finansiniam svėrui LR1 stiprią įtaką daro šie veiksniai: įmonės dydis pagal turta, infliacija, ilgalaikė palūkanų norma ir trumpalaikė palūkanų norma.

19 lentelėje pateikiama finansinio svėro LR2 (skolinto kapitalo kvota) ir vidinių, bei išorinių tiriamųjų veiksnių koreliacijų rezultatai. Įmonių AB „Linas Agro Group“ ir AB „Vilkyškių pieninė“ finansiniam svėrui LR2 stiprią įtaką darančių veiksnių nenustatyta.

19 lentelė. Finansinio svėro LR2 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turą	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma
APB Apranga	0,76				-0,54					
AB Grigeo Grigiškės	0,77				0,64				-0,58	
AB Klaipėdos nafta			0,47		0,96		-0,87		-0,92	-0,81
AB Lietuvos energijos gamyba	-0,89			0,55	-0,79	-0,74	-0,67		-0,76	-0,66
AB Linas Agro Group					0,46					
AB Panevėžio statybos trestas			0,56		0,92					
AB AB Pieno žvaigždės				-0,51	0,61					
AB Rokiškio sūris			0,54		-0,52	0,46	0,74		0,78	0,79
AB Vilkyškių pieninė									0,45	
AB Utenos trikotažas	0,85	0,81		0,53	-0,93					
AB TEO	0,82				-0,80		-0,62		-0,78	-0,65

Dažniausiai Lietuvos įmonių finansiniam svėrui LR2 stiprią įtaką darė vidiniai veiksniai, tai turto materialumas ir įmonės dydis pagal turą. Įmonės AB „Utenos trikotažas“ finansiniam svėrui stiprią įtaką darė ir turto pelningumas. Dažniausiai finansiniams svėrams įtaką darė įmonės dydis pagal turą, darė ir teigiamą, ir neigiamą įtaką. Turto materialumas daugumos įmonių finansiniam svėrui darė teigiamą įtaką.

Dažniausiai įmonių finansiniam svėrui LR2 įtaką darė išoriniai veiksniai, tai trumpalaikės ir ilgalaikės palūkanų normos. Rečiau stiprią įtaką finansiniam svėrui darė infliacijos ir BVP pokytis. Visi išoriniai veiksniai dažniausiai darė neigiamą įtaką finansiniam svėrui.

Apibendrinant 19 lentelės duomenis, galima teigti, kad dažniausiai stiprią įtaką finansiniam svėrui LR2 darė turto materialumas, įmonės dydis pagal turą, ilgalaikė ir trumpalaikė palūkanų normos.

20 lentelėje pateikiama finansinio svėro rodiklio LR3 (skolos - nuosavybės koeficientas) ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse. Įmonių AB „Linas Agro Group“, AB „Pieno žvaigždės“ ir AB „Vilkyškių pieninė“ finansiniam svėrui LR3 stiprią įtaką darančių veiksnių nenustatyta.

Dažniausiai stiprią įtaką finansiniam svėrui LR3 darė turto materialumas ir įmonės dydis pagal turą. Tačiau kaip ir dauguma kitų atvejų, veiksnių daroma įtaka įvairi, skirtingų įmonių finansiniams svėrui ir teigiama, ir neigiama. Kiti vidiniai veiksniai nedarė stiprios įtakos nei vienos Lietuvos įmonės

finansiniam svvertui, o turto pelningumas nebuvo statistiškai reikšmingas nei vienos įmonės koreliaciniame tyrime.

20 lentelė. Finansinio sverto LR3 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma
APB Apranga					0,48		-0,67		-0,75	-0,70
AB Grigeo Grigiškės	0,83				0,61				-0,54	
AB Klaipėdos nafta			0,48		0,95		-0,85		-0,91	-0,79
AB Lietuvos energijos gamyba	-0,87			0,52	-0,79		-0,64		-0,75	-0,63
AB Linas Agro Group					0,46					
AB Panevėžio statybos trestas			0,57		0,92					
AB AB Pieno žvaigždės	-0,46			-0,49	0,64					
AB Rokiškio sūris			0,50		-0,59	0,47	0,73		0,74	0,77
AB Vilkyškių pieninė										
AB Utenos trikotažas						0,51	0,80		0,68	0,79
AB TEO	0,80				-0,77		-0,61		-0,76	-0,63

Dažniausiai stiprią įtaką finansiniam svvertui darė išoriniai veiksniai, tai ilgalaikės ir trumpalaikės palūkanų normos, rečiau infliacija. Visų išorinių veiksnių daroma įtaka dauguma atvejų buvo neigiama.

Ekonominių vertinimų rodiklis koreliaciniame tyrime nei karto nebuvo statistiškai reikšmingas, o BVP pokytis nors ir statistiškai reikšmingas, tačiau jo daroma įtaka tik vidutiniškai stipri.

Apibendrinant 20 lentelėje pateikiamus Lietuvos įmonių finansiniam svvertui LR3 įtaką darančius vidinius ir išorinius veiksnius, galima teigti, kad dažniausiai stiprią įtaką darė ilgalaikė ir trumpalaikė palūkanų norma, turto materialumas, bei įmonės dydis pagal turta.

21 lentelėje pateikia Latvijos įmonių kapitalo struktūros rodikliui LR1 (finansinio sverto lygis) įtaką darančių vidinių ir išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai. Taip pat buvo atliktos finansinių svvertų rodiklių ir pasirinktų veiksnių koreliacinės analizės taikant vienerių metų laiko atotrūkį (žr. 9 priedą), tačiau nepastebėjus stipresnių priklausomybių, pasirinkta analizuoti esamojo laikotarpio koreliacijų rezultatus.

Įmonės AS „Grindeks“ finansinio sverto rodikliui statistiškai reikšmingą įtaką darančių veiksnių nenustatyta. Įmonės AS „Latvijas kuģniecība“ finansiniam svvertui stiprią įtaką darė ilgalaikė ir trumpalaikė palūkanų normos, abu veiksniai darė neigiamą įtaką. Vidiniai veiksniai nedarė stiprios įtakos įmonės finansiniam svvertui.

21 lentelē. Finansinio svērtu LR1 ir vidiniū, bei išoriniū veiksnū koreliacinē analizē rezultati Latvijas ūmonēsē 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Ūmonēs augimo veiksnys	Neskolinis mokesēiū skydas	Ūmonēs dydis pagal turta	BVP pokytis	Inflacija	Ekonominiū vertinimū rodiklis	Ilgalaikē palūkanū norma	Trumpalaikē palūkanū norma
AS Grindeks										
AS Latvijas kuģniecība					-0,67		-0,60		-0,70	-0,70
AS Olainfarm	0,83				-0,68		0,63		0,62	0,63
AS SAF Tehnika	0,92				-0,77	-0,51	-0,72		-0,71	-0,58

Ūmonēs AS „Olainfarm“ finansiniam svērtui stipriā ūtakā darē tik turto materialumas, o kitū veiksnū daroma ūtaka buvo tik vidutinio stiprumo. Ūmonēs AS „SAF Tehnika“ finansiniam svērtui stipriā ūtakā darē turto materialumas, ūmonēs dydis pagal turta, inflacija ir ilgalaikē palūkanū norma. Turto materialumas darē teigiamā, o kiti veiksniai neigiamā ūtakā finansiniam svērtui.

22 lentelēje pateikiama Latvijas ūmoniū finansinio svērtu rodikliui LR2 (skolinto kapitalo kvota) ūtakā daranēiū vidiniū ir išoriniū veiksnū koreliacinē analizē rezultati. Ūmoniū AS „Grindeks“, AS „Latvijas kuģniecība“ ir AS „Olainfarm“ finansiniam svērtam stipriā ūtakā daranēiū veiksnū nenustatyta. Ūmonēs AS „SAF Tehnika“ finansiniam svērtui stipriā ūtakā darē tik turto materialumas.

22 lentelē. Finansinio svērtu LR2 ir vidiniū, bei išoriniū veiksnū koreliacinē analizē rezultati Latvijas ūmonēsē 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Ūmonēs augimo veiksnys	Neskolinis mokesēiū skydas	Ūmonēs dydis pagal turta	BVP pokytis	Inflacija	Ekonominiū vertinimū rodiklis	Ilgalaikē palūkanū norma	Trumpalaikē palūkanū norma
AS Grindeks								-0,50		
AS Latvijas kuģniecība			0,49				-0,50		-0,55	
AS Olainfarm					-0,48				0,61	
AS SAF Tehnika	-0,76				0,57				0,50	

Apibendrinant 22 lentelēs duomenis, galima teigti, kad Latvijas ūmoniū finansinio svērtu rodikliui LR2 stipriā ūtakā daranēiū veiksnū nustatyta labai mažai, statistiškai reikšmingas ir stipriā ūtakā darēs veiksnys buvo tik viename tyrime, tai turto materialumas.

23 lentelēje pateikiama Latvijas ūmoniū finansiniam svērtui LR3 (skolos - nuosavybēs koeficientas) ūtakā daranēiū vidiniū ir išoriniū veiksnū koreliacinē analizē rezultati.

23 lentelė. Finansinio svėro LR3 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Latvijos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	BVP pokytis	Inflacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma
AS Grindeks										
AS Latvijas kuģniecība			0,46				-0,46		-0,52	
AS Olainfarm					-0,45				0,60	
AS SAF Tehnika	-0,75				0,57				0,47	

Įmonių AS „Grindeks“, AS „Latvijas kuģniecība“ ir AS „Olainfarm“ finansiniams svėrtams stiprią įtaką darančių veiksnių nenustatyta. Įmonės AS „SAF Tehnika“ finansiniams svėrtui stiprią įtaką darė tik turto materialumas.

24 lentelėje pateikiama finansinio svėro rodiklio LR1 (finansinio svėro lygis) ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Estijos įmonėse. Taip pat buvo atliktos finansinių svėrų rodiklių ir pasirinktų veiksnių koreliacinės analizės taikant vienerių metų laiko atotrūkį (žr. 10 priedą), tačiau nepastebėjus stipresnių priklausomybių, pasirinkta analizuoti esamojo laikotarpio koreliacijų rezultatus.

24 lentelė. Finansinio svėro LR1 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Estijos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	BVP pokytis	Inflacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma
AS Arco Vara					-0,44					
AS Baltika	0,62				0,86		0,61	0,55		0,83
AS Ekspress Grupp	0,66				0,93	0,49	0,91	0,76		0,89
AS Harju Elekter	0,63				-0,61					0,62
AS Merko Ehitus					0,55	-0,51	-0,55	-0,75		
AS Nordecon							0,68	0,62		0,81
AS Olympic Entertainment Group		-0,53				0,45		0,57		0,59
AS Premia Foods					0,87		0,75	0,57	0,61	0,48
AS Silvano Fashion Group					0,56		0,52			
AS Skano Group								-0,49	-0,63	
AS Tallink Grupp					0,49		0,89	0,80		0,92
AS Tallinna Kaubamaja Grupp	0,89				-0,83					
AS Tallinna Vesi	0,80	-0,64			-0,78					

Īmonēs AS „Arco Vara“, AS „Harju Elekter“, AS „Olympic Entertainment Group“, AS „Silvano Fashion Group“ ir AS „Skano Group“ finansinio svērtu rodikliu stipriā ģtakā daranāi veiksniū nenustatyta. Analizuojanā vidinius veiksnius daranāi ģtakā Estijos ģmoniū finansiniam svērtui, galima teigti, kad dažniausiai ģtakā darē ģmonēs dydis pagal turā, reāiau turto materialumas. Išoriniai veiksniai darantys stipriā ģtakā finansiniam svērtui tai infliacija, ekonominiū vertinimū rodiklis ir trumpalaikē palūkanū norma. Visū išoriniū veiksniū daroma ģtaka dauguma atvejū buvo teigiama.

Apibendrinanā 24 lentelēs duomenis galima teigti, kad stipriā ģtakā finansiniam svērtui LR1 darē turto materialumas, ģmonēs dydis pagal turā, infliacija, ekonominiū vertinimū rodiklis ir trumpalaikē palūkanū norma.

25 lentelēje pateikiama Estijos ģmoniū finansinio svērtu rodikliu LR2 (skolinto kapitalo kvota) ģtakā daranāi vidiniū ir išoriniū veiksniū koreliacinēs analizēs rezultatai. Ģmoniū AS „Arco Vara“, AS „Baltika“, AS „Merko Ehitus“, AS „Olympic Entertainment Group“ ir AS „Silvano Fashion Group“ finansinio svērtu rodikliu stipriā ģtakā daranāi veiksniū nenustatyta. Dažniausiai finansinio svērtu rodikliu stipriā ģtakā darantys vidiniai veiksniai yra turto materialumas ir ģmonēs dydis pagal turā, taip pat vienos ģmonēs tyrime stipriā ģtakā darē turto pelningumas. Dažniausiai Estijos ģmoniū finansiniam svērtui stipriā ģtakā darē išoriniai veiksniai, tai infliacija, ekonominiū vertinimū rodiklis ir trumpalaikē palūkanū norma. Dauguma atvejū išoriniai veiksniai darē teigiamā ģtakā finansiniam svērtui.

25 lentelē. Finansinio svērtu LR2 ir vidiniū, bei išoriniū veiksniū koreliacinēs analizēs rezultatai Estijos ģmonēs 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Ģmonēs augimo veiksnys	Neskolinis mokesāiū skydas	Ģmonēs dydis pagal turā	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominiū vertinimū rodiklis	Igalaiikē palūkanū norma	Trumpalaikē palūkanū norma
AS Arco Vara				0,49						
AS Baltika	0,59				0,57					0,57
AS Ekspress Grupp	0,58				0,94		0,96	0,76		0,85
AS Harju Elekter	0,71				-0,71		0,52			0,65
AS Merko Ehitus					0,70					
AS Nordecon	-0,51				-0,69		0,79			0,51
AS Olympic Entertainment Group						0,34				0,58
AS Premia Foods					0,84		0,58	0,49	0,69	
AS Silvano Fashion Group	-0,60	0,65					0,56			0,65
AS Skano Group							-0,77	-0,70	-0,58	-0,55
AS Tallink Grupp	0,68						0,83	0,64		0,74
AS Tallinna Kaubamaja Grupp	0,92			0,67	-0,93					
AS Tallinna Vesi	0,74	-0,71			-0,78					

Apibendrinant 25 lentelės duomenis, galima teigti, kad dažniausiai stiprią įtaką finansiniam svertui darė turto materialumas, įmonės dydis pagal turtą, infliacija, ekonominių vertinimų rodiklis ir trumpalaikė palūkanų norma.

26 lentelėje pateikiama finansinio sverto rodiklio LR3 (skolos - nuosavybės koeficientas) ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinė analizė Estijos įmonėse. Įmonių AS „Arco Vara“, AS „Baltika“, AS „Harju Elekter“, AS „Olympic Entertainment Group“ ir AS „Silvano Fashion Group“ finansinio sverto rodikliui stiprią įtaką darančių veiksnių nenustatyta.

Dažniausiai Estijos įmonių finansiniam svertui LR3 stiprią įtaką daręs vidinis veiksnys – įmonės dydis pagal turtą, rečiau turto materialumas ir turto pelningumas. Dažniausiai Estijos įmonių finansiniams svertams stiprią įtaką daręs išorinis veiksnys – infliacija, rečiau ekonominių vertinimų rodiklis ir trumpalaikė palūkanų norma.

26 lentelė. Finansinio sverto LR3 ir vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinės analizės rezultatai Estijos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turtą	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma
AS Arco Vara		-0,60		0,66						
AS Baltika	0,57				0,63					0,63
AS Ekspress Grupp	0,67				0,93	0,49	0,91	0,72		0,90
AS Harju Elekter	0,70				-0,70		0,51			0,66
AS Merko Ehitus					0,71					
AS Nordecon	-0,46				0,70		0,77			0,49
AS Olympic Entertainment Group						0,35				0,59
AS Premia Foods					0,80		0,51		0,66	
AS Silvano Fashion Group	-0,62	0,67					0,53			0,63
AS Skano Group							-0,78	-0,69	-0,63	-0,55
AS Tallink Grupp							0,86	0,71		0,92
AS Tallinna Kaubamaja Grupp	0,87			0,62	-0,87					
AS Tallinna Vesi	0,76	-0,71			-0,78					

Apibendrinant 26 lentelėje pateikiamus duomenis, pastebima, kad dažniausiai Estijos įmonių finansinio svertui rodikliui LR3 stiprią įtaką darė įmonės dydis pagal turtą ir infliacija, rečiau turto materialumas, turto pelningumas, ekonominių vertinimų rodiklis ir trumpalaikė palūkanų norma.

Apibendrinant šiame poskyryje pateikiamus Baltijos valstybių finansinių svertų rodiklių (LR1, LR2, LR3) ir tiriamųjų vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacijų rezultatus, pastebima, kad:

- Lietuvos įmonių finansiniams svertams dažniausiai stiprią įtaką darantys išoriniai veiksniai, tai infliacija, trumpalaikės ir ilgalaikės palūkanų normos;

- Lietuvos įmonių finansiniams svertams dažniausiai stiprią įtaką darantys vidiniai veiksniai, tai turto materialumas, ir įmonės dydis pagal turtą;
- Latvijos įmonių finansiniams svertams stiprią įtaką darančių veiksnių nustatyta nedaug, tačiau iš jų dažniausiai įtaką darė turto materialumas, ir ilgalaikė palūkanų norma;
- Estijos įmonių finansiniams svertams dažniausiai stiprią įtaką darantys išoriniai veiksniai, tai infliacija, ekonominių vertinimų rodiklis ir trumpalaikė palūkanų norma;
- Estijos įmonių finansiniams svertams dažniausiai stiprią įtaką darantys vidiniai veiksniai, tai turto materialumas ir įmonės dydis pagal turtą.

Kitame poskyryje pateikiama Baltijos valstybių finansinių svertų ir tiriamųjų vidinių, bei išorinių veiksnių regresinė analizės rezultatai, atsižvelgiant į koreliacinės analizės rezultatus.

4.5. Baltijos valstybių įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių regresinės analizės rezultatai

Regresinė analizė atliekama tik tiems veiksniams, kurie koreliacinėje analizėje finansiniams svertams darė stiprią įtaką.

27 lentelėje pateikiama Lietuvos įmonių finansiniam svertui LR1 įtaką darančių vidinių ir išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai. Kadangi įmonėms AB „Apranga“, AB „Grigeo Grigiškės“, AB „Panevėžio statybos trestas“, AB „Pieno žvaigždės“, AB „Rokiškio sūris“ ir AB „Vilkyškių pieninė“ stiprią įtaką darančių veiksnių koreliaciniame tyrime nenustatyta, tai regresiniame tyrime šios įmonės netiriamos.

27 lentelė. Finansinio sverto LR1 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turtą	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma	Determinacijos koef.
AB Klaipėdos nafta					0,50				0,05		0,95
AB Lietuvos energijos gamyba	-2,95				-0,72						0,76
AB Linas Agro Group	0,53				0,07						0,78
AB Utenos trikotažas							0,80				0,60
AB TEO	0,07						0,00				0,94

Įmonės AB „Klaipėdos nafta“ finansiniam svertui LR1 statistiškai reikšmingą įtaką darė įmonės dydis pagal turtą ir ilgalaikė palūkanų norma. Nors abiejų veiksnių daroma įtaka buvo teigiama, tačiau

pastebima, kad ilgalaikė palūkanų norma darė labai silpną įtaką finansiniam svertui. Šios regresijos determinacijos koeficientas buvo aukštas, tai rodo, kad šie veiksniai tinkamai atspindi finansinio svarto pokyčius.

Įmonės AB „Lietuvos energija“ finansiniam svertui įtaką darė turto materialumas ir įmonės dydis pagal turtą. Abiejų veiksnių daroma įtaka buvo neigiama. Šios įmonės regresijos determinacijos koeficientas buvo gan aukštas, 0,76, t. y. turto materialumas ir įmonės dydis pagal turtą atspindi finansinio svarto pokyčius. AB „Linas Agro Group“ įmonės finansiniam svertui statistiškai reikšmingą įtaką darė turto materialumas ir įmonės dydis pagal turtą, abiejų veiksnių daroma įtaka buvo teigiama, determinacijos koeficientas – 0,78. AB „Utenos trikotažas“ finansiniam svertui LR1 statistiškai reikšmingą įtaką darė infliacija, tačiau determinacijos koeficientas tik 0,60, t. y. modelis nėra labai gerai atspindintis finansinio svarto pokyčius. Įmonės AB „TEO“ finansiniam svertui statistiškai reikšmingą įtaką daro turto materialumas ir infliacijos rodiklis, tačiau nors šios regresijos determinacijos koeficientas labai aukštas (0,94), tačiau turto materialumas ir infliacija daro labai silpną įtaką finansiniams svertui.

Apibendrinat 27 lentelėje pateikiamus regresinės analizės rezultatus, galima teigti kad Lietuvos įmonių finansiniam svertui LR1 dažniausiai įtaką darė turto materialumas ir įmonės dydis pagal turtą, rečiau infliacija ir ilgalaikė palūkanų norma.

28 lentelėje pateikiama Lietuvos įmonių finansiniam svertui LR2 įtaką darančių vidinių ir išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai. Kadangi įmonėms AB „Linas Agro Group“ ir AB „Vilkyškių pieninė“ stiprią įtaką darančių veiksnių koreliaciniame tyrime nenustatyta, tai regresiniame tyrime šios dvi įmonės netiriamos.

Analizuojant vidinių veiksnių ir finansinio svarto LR2 regresinės analizės rezultatus, galima pastebėti, kad dažniausiai įtaką darantys veiksniai, tai įmonės dydis pagal turtą ir turto materialumas. Pagal determinacijos koeficientą, geriausiai finansinio svarto pokyčius atspindi įmonės AB „Klaipėdos nafta“ regresiniame tyrime analizuojami veiksniai. Šiame tyrime statistiškai reikšmingi buvo įmonės dydis pagal turtą ir trumpalaikė palūkanų norma, taip pat abu veiksniai darė teigiamą įtaką finansiniam svertui. Galima pastebėti, kad determinacijos koeficientas yra aukštesnis regresiniuose tyrimuose, kuriuose statistiškai reikšmingas įmonės dydis. Tačiau įmonės dydis pagal turtą skirtingų įmonių finansiniams svertams darė ir teigiamą, ir neigiamą įtaką.

28 lentelė. Finansinio svėro LR2 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	BVP pokytis	Inflacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma	Determinacijos koef.
APB Apranga	0,45										0,57
AB Grigeo Grigiškės	1,11										0,59
AB Klaipėdos nafta					0,53					0,04	0,94
AB Lietuvos energijos gamyba	-0,95				-0,08						0,83
AB Linas Agro Group											
AB Panevėžio statybos trestas					0,58						0,85
AB Rokiškio sūris										0,07	0,62
AB Utenos trikotažas					-1,18						0,87
AB TEO	0,66										0,68

Apibendrinant 28 lentelės duomenis, galima teigti, kad dažniausiai Lietuvos įmonių finansinio svėro rodikliui LR2 įtaką darė turto materialumas ir įmonės dydis pagal turta, rečiau trumpalaikė palūkanų norma.

29 lentelėje pateikiama Lietuvos įmonių finansiniam svėrui LR3 įtaką darančių vidinių ir išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai. Įmonėms AB „Linas Agro Group“, AB „Pieno žvaigždės“ ir AB „Vilkyškių pieninė“ stiprią įtaką darančių veiksnių koreliaciniame tyrime nenustatyta, todėl regresiniame tyrime šios įmonės netiriamos.

29 lentelė. Finansinio svėro LR3 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Lietuvos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	BVP pokytis	Inflacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma	Determinacijos koef.
APB Apranga									-0,08		0,57
AB Grigeo Grigiškės	3,41										0,69
AB Klaipėdos nafta					0,73					0,07	0,94
AB Lietuvos energijos gamyba	-6,93										0,76
AB Panevėžio statybos trestas					1,31						0,84
AB Rokiškio sūris										0,18	0,60
AB Utenos trikotažas							1,34				0,64
AB TEO	0,85										0,64

Didžiausias determinacijos koeficientas gautas AB „Klaipėdos nafta“ regresiniame tyrime, kuriame statistiškai reikšmingi ir finansiniam svertui įtaką darantys veiksniai, tai įmonės dydis pagal turtą ir trumpalaikė palūkanų norma. Abu veiksniai tyrime darė teigiamą įtaką finansiniam svertui.

Determinacijos koeficientas gan aukštas AB „Panevėžio statybos trestas“ regresiniame tyrime, kuriame finansiniam svertui įtaką daro įmonės dydis pagal turtą. AB „Lietuvos energijos gamyba“ regresiniame tyrime turto materialumas darė stiprią įtaką finansiniam svertui, o determinacijos koeficientas siekė 0,76.

Apibendrinant 29 lentelėje pateikiamus duomenis, galima teigti, kad dažniausiai finansiniam svertui įtaką darė turto materialumas, įmonės dydis pagal turtą ir trumpalaikė palūkanų norma, rečiau infliacija ir ilgalaikė palūkanų norma.

30 lentelėje pateikiama Latvijos įmonių finansiniam svertui LR1 įtaką darančių vidinių ir išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai. Kadangi atliekant koreliacinę analizę įmonei AS „Grindeks“ stiprią įtaką darančių veiksnių nenustatyta, ši įmonė į regresinę analizę neįtraukiama.

30 lentelė. Finansinio sverto LR1 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Latvijos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turtą	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma	Determinacijos koef.
AS Latvijas kuģniecība									0,00		0,49
AS Olainfarm	1,28										0,70
AS SAF Tehnika					-0,21				-0,01		0,89

Aukščiausias determinacijos koeficientas gautas AS „SAF Tehnika“ įmonės regresiniame tyrime, kuriame statistiškai reikšmingais veiksniais nustatyta įmonės dydis pagal turtą ir ilgalaikė palūkanų norma. Įmonės AS „Olainfarm“ finansiniam svertui įtaką darė tik turto materialumas, nors regresinio tyrimo determinacijos koeficientas buvo gan aukštas ir siekė 0,70. AS „Latvijas kuģniecība“ regresinio tyrimo determinacijos koeficientas tik 0,49, tyrime statistiškai reikšmingas tik ilgalaikės palūkanų normos veiksnys, tačiau jo daroma įtaka itin silpna.

31 lentelėje pateikiama Latvijos įmonių finansiniam svertui LR2 ir LR3 įtaką darančių vidinių ir išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai. Kadangi atliekant koreliacines analizes įmonėms AS „Grindeks“, AS „Latvijas kuģniecība“ ir AS „Olainfarm“ stiprią įtaką darančių veiksnių nenustatyta, šios įmonės regresiniame tyrime netiriamos.

31 lentelė. Finansinio svarto LR2 ir LR3 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Latvijos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma	Determinacijos koef.
LR1											
AS SAF Tehnika	-1,11										0,57
LR2											
AS SAF Tehnika	-1,61										0,56

Įmonės AS „SAF Tehnika“ finansiniams svartams LR1 ir LR2 įtaką darė tik turto materialumas. Abiem finansiniams svartams veiksnio daroma įtaka buvo neigiamas, abiejų regresinių tyrimų determinacijos koeficientas nebuvo itin aukštas.

32 lentelėje pateikiama Estijos įmonių finansiniam svartui LR1 įtaką darančių vidinių ir išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai.

32 lentelė. Finansinio svarto LR1 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Estijos įmonėse 2011-2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma	Determinacijos koef.
AS Baltika					2,11						0,74
AS Ekspress Grupp							0,05			0,17	0,91
AS Merko Ehitus								-0,01			0,56
AS Nordecon										0,17	0,66
AS Premia Foods					0,34						0,75
AS Tallink Grupp							0,03	0,02		0,25	0,94
AS Tallinna Kaubamaja Grupp	0,76										0,79
AS Tallinna Vesi	2,34				-1,23						0,72

Kadangi atliekant koreliacinę analizę įmonėms AS „Aco Vara“, AS „Harju Elekter“, AS „Olympic Entertainment Group“, AS „Silvano Fashion Group“ ir AS „Skano Group“ stiprią įtaką darančių veiksnių nenustatyta, šios įmonės regresiniame tyrime neanalizuojamos. Analizuojant Estijos įmonių finansiniam svartui LR1 įtaką darančius vidinius veiksnus, galima teigti, kad dažniausiai įtaką darė vidiniai veiksniai, tai įmonės dydis pagal turta ir turto materialumas. Dažniausiai finansinio svarto rodikliui LR1 įtaką darantys išoriniai veiksniai, tai infliacija ir trumpalaikė palūkanų norma, abu šie rodikliai darė teigiamą įtaką finansiniam svartui LR1. Taip pat keletą kartų regresiniame tyrime reikšmingas buvo ekonominių vertinimų rodiklis, tačiau jo daroma įtaka labai silpna.

Regresinės analizės rezultatai geriausi pagal determinacijos koeficientą įmonės AS „Tallink Grupp“, šiame tyrime determinacijos koeficientas siekė 0,94, reikšmingais veiksniais nustatyta infliacija, ekonominių vertinimų rodiklis ir trumpalaikė palūkanų norma. Taip pat aukštas determinacijos koeficientas gautas įmonės AS „Ekspress Grupp“ regresiniame tyrime, kuriame reikšmingais veiksniais nustatyta infliacija ir trumpalaikė palūkanų norma. Kitų įmonių tyrimuose determinacijos koeficientas buvo žemesnis, tačiau nurodantis pakankamai gerus rezultatus.

Apibendrinant 32 lentelėje pateikiamus duomenis, galima teigti kad Estijos įmonių finansiniam svertui LR1 dažniausiai įtaką daro įmonės dydis pagal turta, turto materialumas, infliacija, ekonominių vertinimų rodiklis ir trumpalaikė palūkanų norma.

33 lentelėje pateikiama Estijos įmonių finansiniam svertui LR2 įtaką darančių vidinių ir išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai. Kadangi atliekant koreliacinę analizę įmonių AS „Arco Vara“, AS „Baltika“, AS „Merko Ehitus“, AS „Olympic Entertainment Group“ ir AS „Silvano Fashion Group“ finansiniam svertui LR2 stiprią įtaką darančių veiksnių nenustatyta, šios įmonės regresiniame tyrime neanalizuojama.

33 lentelė. Finansinio sverto LR2 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Estijos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma	Determinacijos koef.
AS Ekspress Grupp							0,02			0,03	0,95
AS Harju Elekter	0,94										0,50
AS Nordecon							0,02				0,62
AS Premia Foods					0,33						0,71
AS Skano Group							-0,02				0,60
AS Tallink Grupp							0,19				0,71
AS Tallinna Kaubamaja Grupp	0,29				-0,12						0,90
AS Tallinna Vesi		-1,03			-0,34						0,85

Dažniausiai Estijos įmonių finansinio sverto rodikliui LR2 įtaką darantys vidiniai veiksniai, tai turto materialumas ir įmonės dydis pagal turta. Turto pelningumas buvo statistiškai reikšmingas tik vienos įmonės regresiniame tyrime ir darė neigiamą įtaką finansiniams svertui. Analizuojant Estijos įmonių finansiniam svertui LR2 įtaką darančius išorinius veiksnius, galima pastebėti, kad dažniausiai įtaką darė infliacija, o vienos įmonės regresiniame tyrime statistiškai reikšminga buvo ir trumpalaikė palūkanų norma.

Aukščiausias determinacijos koeficientas gautas įmonės AS „Ekspress Grupp“ regresiniame tyrime, jame finansiniams svertui įtaką darančiais veiksniais nustatyta infliacija ir trumpalaikė palūkanų norma.

AS „Tallinna Kaubamaja Grupp“ regresiniame tyrime determinacijos koeficientas siekė 0,90, tyrime įtaką finansiniam svertui darė turto materialumas ir įmonės dydis pagal turta.

Apibendrinant 33 lentelėje pateikiamus duomenis, galima matyti, kad dažniausiai Estijos įmonių finansinio sverto rodikliui LR2 įtaką daro turto materialumas, įmonės dydis pagal turta ir infliacija.

34 lentelėje pateikiama Estijos įmonių finansiniam svertui LR3 įtaką darančių vidinių ir išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai. Įmonių AS „Arco Vara“, AS „Baltika“, AS „Harju Elekter“, AS „Olympic Entertainment Group“ ir AS „Silvano Fashion Group“ finansiniam svertui stiprią įtaką darančių veiksnių koreliaciniame tyrime nenustatyta, todėl, jos regresiniame tyrime neanalizuojamos.

34 lentelė. Finansinio sverto LR3 ir vidinių, bei išorinių veiksnių regresinės analizės rezultatai Estijos įmonėse 2011–2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma	Determinacijos koef.
AS Ekspress Grupp							0,07			0,26	0,92
AS Merko Ehitus					1,38						0,50
AS Nordecon							0,16				0,59
AS Premia Foods					0,70						0,64
AS Skano Group							-0,10				0,61
AS Tallink Grupp							0,10				0,74
AS Tallinna Kaubamaja Grupp					-0,46						0,76
AS Tallinna Vesi		-6,39			-2,06						0,84

Dažniausiai Estijos įmonių finansiniam svertui LR3 įtaką daręs vidinis veiksnys, tai įmonės dydis pagal turta. Vienos Estijos įmonės regresiniame tyrime reikšmingas buvo turto pelningumas. Dažniausiai Estijos įmonių finansiniam svertui LR3 įtaką daręs išorinis veiksnys, tai infliacija. Vienos įmonės regresiniame tyrime reikšminga buvo trumpalaikė palūkanų norma.

Atlikus Estijos įmonių regresinius tyrimus, aukščiausias determinacijos koeficientas gautas įmonės AS „Ekspress Grupp“ tyrime, kuriame statistiškai reikšmingais veiksniais nustatyta infliacija ir trumpalaikė palūkanų norma.

Apibendrinant 34 lentelėje pateikiamus duomenis, galime matyti, kad dažniausiai Estijos įmonių finansiniam svertui LR3 įtaką daro įmonės dydis pagal turta ir infliacija.

Apibendrinant šiame skyriuje pateikiamus Baltijos valstybių finansinių svertų rodiklių (LR1, LR2, LR3) ir tiriamųjų vidinių, bei išorinių veiksnių regresijų rezultatus, galima pastebėti, kad:

- Lietuvos įmonių finansiniams svertams dažniausiai teigiamą įtaką darę vidiniai veiksniai, tai turto materialumas ir įmonės dydis pagal turta;

- Lietuvos įmonių finansiniams svertam įtaką rečiau darė išoriniai veiksniai, tačiau keletą kartų nustatyta infliacijos ir trumpalaikės palūkanų normos daroma įtaka;
- Latvijos įmonių finansiniams svertams dažniausiai įtaką darė turto materialumas ir ilgalaikė palūkanų norma, tačiau statistiškai reikšmingą įtaką darančių veiksnių Latvijos įmonių finansiniams svertams nustatyta itin mažai;
- Estijos įmonių finansiniams svertams dažniausiai įtaką darė vidiniai veiksniai, tai turto materialumas ir įmonės dydis pagal turtą;
- Estijos įmonių finansiniams svertams dažniausiai įtaką darė išoriniai veiksniai - trumpalaikė palūkanų norma ir infliacija.

Šiame poskyryje išanalizuota Baltijos valstybių įmonių kapitalo struktūrą lemiančių veiksnių regresinė analizė. Kitame poskyryje pateikiama susisteminti koreliacinės ir regresinės analizės rezultatai, taip pat gautos tyrimo išvados.

4.6. Tyrimo rezultatų apibendrinimas

Praeituose poskyriuose pateikiama Baltijos valstybių koreliacinė ir regresinė analizė. Šiame poskyryje palyginama dviejų tyrimo būdų rezultatai (35 lentelė) ir aptariama bendra išvada.

35 lentelė. Baltijos valstybių įmonių finansiniams svertams įtaką darančių finansinių rodiklių rezultatai 2011-2015 m.

	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turtą	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma
Lietuva	+	n	n	n	+	+	+	n	+/-	+
Latvija	-	n	n	n	-	n	n	n	+/-	n
Estija	+	-	n	n	+/-	n	+	+/-	n	+

Dažniausiai Baltijos valstybių įmonių finansiniams svertam įtaką darė vidiniai veiksniai, tai turto materialumas ir įmonės dydis pagal turtą.

Turto materialumo daroma įtaka Lietuvos, Latvijos ir Estijos įmonių finansiniams svertams dauguma atvejų buvo teigiama, tai pagrindžia tiek kompromisinių modelių, tiek pasirinkimo eilės teorijas. Vertėtų pastebėti, kad turto materialumas darė teigiamą įtaką visų Lietuvos įmonių regresiniuose tyrimuose, išskyrus AB „Lietuvos energijos gamyba“. Nors AB „Lietuvos energijos gamyba“ neišsiskiria, nei aukščiausiais finansinio svorto, nei turto materialumo rodikliais.

Teigiamas turto materialumo poveikis įmonių finansinio svėro rodikliams rodo, kad įmonės turinčios daugiau ilgalaikio materialaus turto yra labiau linkusios naudotis ilgalaikėmis paskolomis, taip mažindamos pelno mokesťį.

Įmonės dydis pagal turtą Lietuvos įmonių finansiniams svėrtams darė teigiamą įtaką, Latvijos neigiamą, o Estijos ir neigiamą ir teigiamą. Teigiamas įmonės dydžio pagal turtą veiksnio poveikis finansiniams svėrtams pagrindžia kompromisinių modelių teorija. Pagal kompromisinę teoriją, didesnės įmonės mažiau linkusios bankrutuoti, todėl gali turėti didesnę finansinį svėrą, todėl matoma teigiama priklausomybė. Anot Norvaišienės ir Stankevičienės (2007), pagal kompromisinę teoriją, didesnės įmonės naudoja daugiau skolinto kapitalo, nes didesnę turtą turinčio įmonės patiria mažiau finansinių sunkumų, kadangi turi didesnę investicijų padengimo pasirinkimą.

Neigiama įmonės dydžio pagal turtą daroma įtaka finansiniam svėrtui pagrindžia pasirinkimo eilės teoriją. Pasak šios teorijos, kuo įmonė didesnė, tuo daugiau lėšų ji turi, ir išorinis finansavimas jai yra nebūtinus.

Vidinis veiksnys turto pelningumas tyrime retai darė įtaką įmonių finansiniams svėrtams, įmonės augimo galimybė ir neskolinis mokesčių skydas regresiniame tyrime buvo statistiškai nereikšmingi. Nors ir retai reikšmingas, turto pelningumo veiksnys darė neigiamą įtaką Estijos įmonių finansiniams svėrtams. Pasak pasirinkimo eilės teorijos, pelningumas daro neigiamą įtaką finansiniam svėrtui, nes kuo įmonė pelningesnė, tuo didesnė tikimybė, kad kapitalas bus padengiamas nepaskirstytu pelnu.

Apžvelgiant išorinius veiksnius darančius įtaką Baltijos įmonių finansiniams svėrtams, galima teigti, kad dažniausiai reikšmingi veiksniai, tai infliacija ir ilgalaikė, bei trumpalaikė palūkanų normos. Infliacija darė įtaką Lietuvos ir Estijos įmonių finansiniams svėrtams. Lietuvos ir Estijos įmonių finansiniams svėrtam infliacijos daroma įtaka buvo teigiama, tai ganėtinai netikėtas rezultatas, nes dauguma atvejų infliacija daro neigiamą įtaką skolinimuisi, kadangi rinkos dalyviai nėra linkę kaupti pinigų esant jų nuvertėjimui.

Ilgalaikė palūkanų norma gana retai darė įtaką Baltijos valstybių įmonių finansiniams svėrtams, Estijos įmonių regresiniuose tyrimuose statistiškai reikšminga nebuvo, taip pat skirtingos įmonėms daroma įtaka buvo ir teigiama, ir neigiama. Neigiama ilgalaikių palūkanų normos daroma įtaka finansiniam svėrtui atspindi pagrindines ekonomikos taisykles, kuo labiau mažėja palūkanų normos rodiklis, tuo daugiau rinkos dalyviai yra linkę skolintis, nes gaunamos paskolos yra pigios. Trumpalaikės palūkanų normos darė įtaką Lietuvos ir Estijos įmonių finansiniams svėrtams, daroma įtaka buvo teigiama, tačiau pagal regresinės analizės koeficientus, įtaka labai silpna, kaip ir ilgalaikės palūkanų normos daroma įtaka.

BVP pokyčio ir ekonominių vertinimų rodikliai labai retai darė įtaką finansiniams svertams ir dauguma atvejų labai silpną.

Atsižvelgiant į Baltijos įmonių regresinę analizę, galima teigti, kad vidiniai veiksniai daro daug stipresnę įtaką finansiniams svertams nei išoriniai. Tačiau išoriniai veiksniai taip yra labai svarbūs įmonių kapitalo struktūros pasirinkimas, nors jų daroma įtaka ir silpnesnė. Dažniausiai įmonių kapitalo struktūros pasirinkimui įtaką darantys vidiniai veiksniai, tai įmonės dydis ir įmonės materialaus turto dydis, o dažniausiai įmonių kapitalo struktūros pasirinkimui įtaką darantys išoriniai veiksniai, tai infliacija ir palūkanų normos. Atlikus analizę pastebima, kad neįmanoma paaiškinti vieningo įmonių kapitalo struktūros pasirinkimo. Vienoms įmonėms galima pritaikyti kompromisinių modelių teoriją, kitoms pasirinkimo eilės. Tačiau aišku, kad iš tiriamųjų veiksnių stipriausią įtaką daro įmonės dydis pagal turtą. Nors įmonės dydis pagal turtą daroma įtaka taip pat gali būti ir teigiama, ir neigiama, priklausomai nuo įmonės. Taip pat gan stiprią įtaką daro turto materialumas. Infliacija ir palūkanų normos daro silpną, tačiau reikšmingą įtaką įmonių kapitalo struktūros formavimui.

IŠVADOS

1. Įmonių kapitalo struktūra, tai skolinto ir nuosavo kapitalo derinys. Įmonių kapitalo struktūra priklauso nuo to, kaip yra finansuojama. Pagrindinis nuosavo kapitalo finansavimo šaltinis – nepaskirstytasis pelnas, skolinto kapitalo – ilgalaikiai ir trumpalaikiai įsipareigojimai. Atlikus įmonių kapitalo struktūros teorinę analizę, galima teigti, kad tiek skolintas kapitalas, tie nuosavas kapitalas turi savų privalumų. Nuosavas kapitalas daro įmonę stabilesnę, teigiamai veikia mokumo rodiklius. Skolintas kapitalas sumažina įmonių pelno mokesčių, dėl mokamų palūkanų.

2. Atlikus įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijų ir modelių raidos analizę, galima daryti išvadą, kad Modiglianio ir Millerio (1958) prielaidomis abejoję autoriai kritikavo kapitalo struktūros nesant mokesčių hipotezę, tačiau būtent ji davė pradžią tolimesniems moksliniams tyrimams. Tradicinės ir modernios kapitalo struktūros formavimo teorijos skiriasi prielaidomis bei veiksniais, lemiančiais finansavimo sprendimus įmonėse. Kompromisinių modelių teorija teigia, kad didesnius mokesčius mokančios įmonės gali turėti didesnę įsiskolinimo lygį, nei įmonės mokančios mažesnius mokesčius. Pasirinkimo eilės hipotezė teigia, kad pirmenybė finansuojant investicijas, teikiama nepaskirstytajam pelnui.

3. Išanalizavus ir susisteminius mokslinėje literatūroje nagrinėjamus kapitalo struktūros formavimui įtaką darančius veiksnius, nustatyta, kad mokslininkai neišskiria vieno ar kelių veiksnių, kurie lemtų visų įmonių kapitalo struktūros formavimą. Ekonomistai identifikuoja daug kapitalo struktūros veiksnių, kurie tiriami naudojant skirtingus ekonometrinius modelius skirtingose valstybėse.

4. Įmonių kapitalo struktūrą lemiančius veiksnius galima skirti į dvi dideles grupes: išoriniai veiksniai, atspindintys valstybės ekonomines sąlygas, ir vidiniai veiksniai, būdingi konkrečiai įmonei. Tyrimuose daugiausiai dėmesio skiriama įmonės specifinių veiksnių (įmonės dydžio, pelningumo, turto materialumo, likvidumo, mokesčių, augimo galimybių) įtakos įmonių kapitalo struktūros formavimui vertinimui.

5. Išnagrinėjus teorinius įmonių kapitalo struktūros formavimo aspektus ir atsižvelgiant į išsikeltą darbo tikslą, sudaryta tyrimo metodika. Išanalizavus kitų autorių tyrimus, nustatyta, kad dažniausiai kapitalo struktūrą vertinama naudojant finansinio svarto rodiklius, todėl kapitalo struktūros vertinimui pasirinkti trys finansiniai svertai – finansinio svarto lygis, skolinto kapitalo kvota ir skolos – nuosavybės koeficientas.

- Pasirinktoms Lietuvos, Latvijos ir Estijos įmonėms atlikus koreliacinę ir daugialypės tiesinės regresijos analizę, nustatyta, kad statistiškai reikšmingi ir įtaką įmonių kapitalo struktūros

formavimui darantys veiksniai, tai: turto materialumas, turto pelningumas, įmonės dydis (pagal turtą), infliacija (proc.), BVP augimas (proc.), ekonominių vertinimų rodiklis, ilgalaikė ir trumpalaikė palūkanų norma. Tyrime naudojant vienerių metų laiko atotrūkį, veiksnių poveikis gautas silpnesnis, todėl prieita išvada, kad esamojo laiko koreliacijos ir regresijos geriau atspindi veiksnių daromą įtaką finansiniam svertui. Tyrime gautos tokios išvados:

- Lietuvos ir Estijos įmonėse nustatyta teigiama turto materialumo, įmonės dydžio pagal turtą, infliacijos ir trumpalaikės palūkanų normos daroma įtaka finansiniam svertui. Lietuvos įmonių finansiniam svertui įtaką taip pat daro BVP pokytis ir ilgalaikė palūkanų norma, Estijos – ekonominių vertinimų rodiklis. Išoriniai veiksniai, atspindintys valstybės makroekonominę situaciją, nors statistiškai reikšmingi, tačiau daro itin mažą įtaką finansiniam svertui.

- Latvijos įmonių regresiniame tyrime nustatyta, kad neigiamą įtaką finansiniam svertui turto materialumas, įmonės dydis pagal turtą, taip pat statistiškai reikšminga ir įtaką daro ilgalaikė palūkanų norma.

- Lietuvos ir Estijos įmonių tyrime turto materialumas pagrindžia kompromisinių modelių ir pasirinkimo eilės teoriją, įmonės dydžio pagal turtą rodiklis pagrindžia kompromisinių modelių teoriją. Latvijos įmonių tyrime įmonės dydis pagal turtą pagrindžia pasirinkimo eilės teoriją.

6. Penktame punkte pateikti apibendrinti rezultatai, tačiau žvelgiant į kiekvienos valstybės atskiros įmonės ir atskiro finansinio svarto gautus tyrimo rezultatus, prieinama išvada, kad neegzistuoja viena ir visoms įmonėms tinkama teorija. Tiriant kiekvienos įmonės regresinę analizę buvo gauti skirtingi rezultatai, su skirtingais reikšmingais veiksniais ir skirtingomis teorijų atitikmenimis. Taigi prieinama išvada, kaip ir analizuojant įmonių kapitalo struktūros formavimo teorijas, kad neegzistuoja vieninga, kapitalo struktūros formavimą paaiškinanti teorija ar hipotezė.

7. Šio tyrimo didžiausias ribotumas, tai trumpas tyrimo laikotarpis (2011-2015 m.), dėl trumpo NASDAQ OMX Baltic įmonių listingavimo laikotarpio. Taip pat tyrime vertinamas tik Baltijos šalių kapitalo struktūrai veiksnių daromas poveikis, kurį vertėtų palyginti su kitų šalių poveikiu.

8. Galimos šio tyrimo kryptys, tai kitų šalių listinguojamų įmonių tyrimas, norint gauti išsamesnius rezultatus apie tai, kokie veiksniai daro įtaką įmonių kapitalo struktūrai, tolimesniuose tyrimuose būtų naudinga ištirti ir kitų, šiame darbe nenagrinėtų, veiksnių įtaką bei tirti ilgesnį laikotarpį. Taip pat norint tiksliau nustatyti veiksnių poveikį finansiniam svertui, įmones vertėtų skirstyti pagal skolinto kapitalo dydį.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. 2-asis verslo apskaitos standartas „Balansas“. (2004). Nr. 2014-13267.
2. 18-asis verslo apskaitos standartas. „Finansinis turtas ir finansiniai įsipareigojimai“. (2004). Nr. 2014-13256.
3. Abor J. (2005). *The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana*. The Journal of Risk Finance, Vol. 6 Iss 5 pp. 438 – 445
4. Aleknevičienė, V. (2009). *Įmonės finansų valdymas*. Kaunas: Spalvų kraitė.
5. Bagdanavičius J., Stankevičius P. Ir Lukoševičius L. (1999). *Ekonomikos terminai ir sąvokos*. Vilnius: Vilniaus pedagoginis universitetas. [žiūrėta 2016.09.21]. Prieiga per internetą: <http://www.biblioteka.vpu.lt/elvpu/15260.pdf>
6. Bogulauskas V. (2003). *Ekonometrikos pagrindai*. Kaunas: technologija.
7. Buckūnienė O. (2005). *Ūkio subjektų finansai*. Vilnius: Vilniaus kolegija.
8. Buškevičiūtė E., ir Mačerinskienė I. (2007). *Finansų analizė*. Kaunas: Technologija.
9. Casey K. M., Summer G. & Packer J. (2006). *REIT capital structure: is it market impost?* Managiarrel Finance. Vol. 32 No. 12.
10. Cibulskienė D. (2007). *Įmonių kapitalo struktūros formavimas finansų rinkos globalizacijos procesuose*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla.
11. Cibulskienė D. (2005). *Įmonių kapitalo struktūros modeliavimas finansų rinkos globalizacijos sąlygomis*. Daktaro disertacija.
12. Cibulskienė D. ir Grigaliūnienė Ž. (2008). Lietuvos įmonių kapitalo struktūros tarptautinio kapitalo judėjimo aspektu. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*. Nr. 4 (3).
13. Cibulskienė D. ir Padgureckienė A. (2011). Prekybinės įmonės kapitalo struktūros, pagrįstos EVA maksimizavimu, formavimo sprendimai. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*. Nr. 2 (22).
14. Čekanavičius V. (2011). *Taikomoji regresinė analizė socialiniuose tyrimuose*. Kaunas.
15. Eesti Pank (2016). *Interest margins to 6-month Euribor for long-term Euro loans granted to non-financial corporations and housing loans*. [žiūrėta 2016.11.02]. Prieiga per internetą: <http://statistika.eestipank.ee/?lng=en#listMenu/1655/treeMenu/FINANTSSEKTOR/147/979>
16. European Central Bank (2016). *Long-term interest rate for convergence purposes - 10 years maturity, denominated in Euro – Latvia*. [žiūrėta 2016.11.02]. Prieiga per internetą: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=229.IRS.M.LV.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&periodSortOrder=ASC

17. European Central Bank (2016.) *Long-term interest rate for convergence purposes - 10 years maturity, denominated in Euro – Lithuania*. [žiūrėta 2016.11.02]. Prieiga per internetą: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=229.IRS.M.LT.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z#top
18. European Commission (2016). *Economic databases and indicators*. [žiūrėta 2016.11.02]. Prieiga per internetą: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys/time_series/index_en.htm
19. Finansų ministerijos terminų žodynas. (2001). *Nuo TVSAS 1 iki TVSAS 18 apibrėžimų terminų žodynėlis*. [žiūrėta 2016.09.23]. Prieiga per internetą: http://www.finmin.lt/finmin.lt/failai/apskaitos_reforma/TVSAS/Zodynas_abecelinis.pdf
20. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. [žiūrėta 2016.10.02]. Prieiga per internetą: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043
21. Jibrán S., Wajid S. A., Waheed I. & Muhammad T. M. (2012). *Pecking at Pecking Order Theory: Evidence from Pakistan's Non-financial Sector*. Journal of Competitiveness. Vol. 4, Issue 4, pp. 86-95.
22. Johnson R. S. S. (2011). *Capital structure: professional management guidance*. Managerial Finance, Vol. 37 Iss 8 pp. 788 – 804
23. Jorgensen J. J. & Terra P. R. S. (2003). *Determinants of capital structure in latin america: The role of firm-specific and macroeconomic factors: Working paper*. McGill University.
24. Juozaitienė L. (2007). *Įmonės finansai: analizė ir valdymas: vadovėlis*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla.
25. Kartenytė M. (2012). *Verslo finansavimo šaltiniai: Kapitalo valdymas*. [žiūrėta 2016.09.15]. Prieiga per internetą: <http://www.verslas.in/verslo-finansavimo-saltiniai/>
26. Khan M. Y. & Jain P. K. (1999). *Theory and problems in financial management*. [žiūrėta 2016.10.15]. Prieiga per internetą: https://books.google.lt/books?id=IuDixT4Ex-IC&pg=SA10-PA1&dq=capital+structure+theories&hl=lt&sa=X&ei=o8_YVNWcJsz_UrrDgfgI&sqi=2&ved=0CDgQ6AEwAw#v=onepage&q=funding%20&f=false
27. Kipišas T. (2004). *Kapitalo struktūros optimizavimo problema Lietuvos įmonės eurointegracinių procesų sąlygomis*. Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai. Nr. 31.
28. Kiršienė J. ir Tikniūtė A. (2004). *Kapitalo teorinė ir struktūrinė paradigma*. Teisiniai aspektai: Jurisprudencija. 57 (49).

29. Korzh N. (2015). *The evolution of capital structure theories and their classification*. Socio-Economic Problems and the State, Vol. 12, No. 1.
30. Kuizinaite, V. ir Paliulyte I. (2008). *Kapitalo struktūros įtakos įmonių veiklos finansiniams rodikliams analizė*. Jaunųjų mokslininkų darbai. Nr. 1 (17).
31. Lietuvos statistikos departamentas (2016). *Verslo tendencijų tyrimo rezultatai ir ekonominių vertinimų rodiklis*. [žiūrėta 2016.11.02]. Prieiga per internetą: <https://osp.stat.gov.lt/informaciniai-pranesimai?articleId=3343161>
32. Lin J. C. C. J. Y. (2014). *What determine firms' capital structure in China?* Managerial Finance, Vol. 40 Iss 10 pp. 1024 – 1039
33. LR buhalterinės apskaitos įstatymas. (2001). Nr. IX – 574. Vilnius. [žiūrėta 2016.09.24]. Prieiga per internetą: <http://www3.lrs.lt/pls/inter3/oldsearch.preps2?Condition1=154657&Condition2=>
34. Mackevičius J. (2010). *Integruota įmonių bankrotų prognozavimo metodika*. Current Issues of Business and Law, Vol. 5.
35. Mackevičius J., Moliene O. Ir Poškaitė D. (2007). *Nuosavo kapitalo kompleksinės teorijos analizės metodika*. Verslas: teorija ir praktika. Vol. 8. No. 2.
36. Martinkus B. ir Žilinskas V. (2001) *Ekonomikos pagrindai*. Kaunas: Technologija.
37. McLaney. E. (2009) *Business finance*. 8th ed. England.
38. Miclaus P. G. (2008). *The factors of the capital structure in Eastern Europe*. Bucuresti: Academia de Studi Economice. [žiūrėta 2016.10.04]. Prieiga per internetą: <http://feaa.ucv.ro/AUCSSE/0036v1-026.pdf>
39. Myers S. C. (1984). *The Capital Structure Puzzle*. Journal of Finance, Nr. 34 (3). [žiūrėta 2016.10.20]. Prieiga per internetą: http://ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314524/myers_-_cs_puzzle_1983.pdf
40. Modigliani F. & bNad Miller M. H. (1958). *The American economic review: the cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. Vol. 48 Nr. 3. [žiūrėta 2016.11.04]. Prieiga per internetą: <https://www.aeaweb.org/aer/top20/48.3.261-297.pdf>
41. Norvaišienė R. ir Stankevičienė J. (2007). *Vidinių veiksnų įtaka finansavimo sprendimams Baltijos šalių listinguojamoje įmonėse*. Economics and management. Nr. 12.
42. Obi C. P. (1998). *Verslo finansų pagrindai*. Kaunas: Technologija.
43. OECD (2016). *Inflation (CPI)*. [žiūrėta 2016.11.02]. Prieiga per internetą: <https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm#indicator-chart>
44. OECD (2016). *Short-term interest rates*. [žiūrėta 2016.11.02]. Prieiga per internetą: <https://data.oecd.org/interest/short-term-interest-rates.htm#indicator-chart>

45. OECD (2016). *Quarterly GDP*. [žiūrėta 2016.11.02]. Prieiga per internetą: <https://data.oecd.org/gdp/quarterly-gdp.htm#indicator-chart>
46. Padgureckienė A. (2011). *Prekybos įmonės kapitalo struktūros formavimo sprendimai krizės metu*. Profesinės studijos: teorija ir praktika. Nr. 8.
47. Paramasivan, C. & Subramanian, T. (2008). *Financial management*. [žiūrėta 2016.11.04]. Prieiga per internetą: [http://vcmdrp.tums.ac.ir/files/financial/istgahe_mali/moton_english/financial_management_\[www.acfile.com\].pdf](http://vcmdrp.tums.ac.ir/files/financial/istgahe_mali/moton_english/financial_management_[www.acfile.com].pdf)
48. Račkauskas A. (2003). *Ekonometrikos įvadas*. Vilnius.
49. Ryan R. (2007). *Corporate finance and valuation*. British library cataloguing.
50. Robb S. C. A. (2012). *Capital structure theory and new technology firms: is there a match?* Management Research Review, Vol. 35 Iss 2 pp. 106 – 120
51. Rumšaitė D. (2001) *Įmonės finansinių išteklių telkimo sprendimų formavimo modelis: daktaro disertacija*. Kaunas: Kauno technologinis universitetas.
52. Samuels J. M., Wilkens F. M. & Brayshaw R. E., (1994). *Management of Company Finance*. London: Samuels Chapman and Hall.
53. Sander P. (2003). *Capital structure choice in Estonian companies: a survey*. Organizacijų vadyba: sisteminiai tyrimai Nr. 27.
54. Schell. J. M. (2004). *Private equity funds. Business structure and operations*. Law journal press: New York. [žiūrėta 2016.10.25]. Prieiga per internetą: https://books.google.lt/books?id=9CXLWwVGDbQC&printsec=frontcover&dq=equity+structure&hl=lt&sa=X&ei=fbPYVKimDMGrUemcg_AL&ved=0CB4Q6AEwAA#v=onepage&q=capital%20structure&f=false
55. Song, H. (2005). *Capital Structure Determinants An Empirical Study of Swedish Companies*. International PhD Workshop at the Royal Institute of Technology (KTH) Stockholm. [žiūrėta 2016.10.30]. Prieiga per internetą: <http://www.infra.kth.se/cesis/documents/WP25.pdf>
56. Smalenskas G. (1999) *Įmonių kapitalo ir kredito padengimo skaičiavimai*. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla.
57. Solomon E. (1963). *Leverage and the cost of capital*. The journal of finance. Vol. 18. Nr. 2.
58. Stewart S. (2000). *EVA % Strategy*. The Americas.
59. Taylor B. A. P. (2008). *The relationship between capital structure and ownership structure*. Managerial Finance, Vol. 34 Iss 12 pp. 919 – 933

60. Vasiliauskaitė, A. ir Rumšaitė, D. (2000). *Įmonės finansinio svėro sprendimams įtaką darančių veiksnių tyrimas*. *Ekonomika*, Nr. 4 (25).
61. Ventoura-Neokosmidi N. E. D. V. Z (2007). *How firm characteristics affect capital structure: an empirical study*. *Managerial Finance*, Vol. 33 Iss 5 pp. 321 – 331
62. Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Baltic. (2015). *Finansinės ataskaitos*. [žiūrėta 2016.11.22]. Prieiga per internetą: [http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=reports&list\[\]=BAFU](http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=reports&list[]=BAFU)
63. Vertybinių popierių birža NASDAQ OMX Vilnius. *Įmonių finansinė analizė, rodiklių skaičiavimo metodika*. (2010). [žiūrėta 2016.11.22]. Prieiga per internetą: http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/leidiniai/Rodikliu_skaiciavimo_metodika-final.pdf
64. Wahab R. A., Amin M. S. M. & Yusop K. (2012). *Determinants of Capital Structure of Malaysian Property Developers*. *Middle-East Journal of Scientific Research* 11 (8). [žiūrėta 2016.10.02]. Prieiga per internetą: <http://www.idosi.org/mejsr/mejsr11%288%2912/4.pdf>
65. Wang N. A. S. Z. (2011). *Determinants of capital structure*. *Managerial Finance*. Vol. 37 Iss 2 pp. 117 – 133

PRIEDAI

Kitų autorių atliktų kapitalo struktūrą lemiančių finansinių rodiklių tyrimų apžvalga (sudaryta pagal Cibulskienę ir Padgureckienę (2011), Padgureckienę (2011), Norvaišienę ir Stankevičienę (2007), Kipišą (2004), Vasiliauskienę ir Rumšaitę (2000), Cibulskienę (2005), Cibulskienę ir Grigaliūnienę (2008) Kuizinaitę ir Paliulytę (2008) Ventoura-Neokosmidi (2007), Wangą (2011), Taylorą (2008), Liną (2014), Aborą (2005))

Autorius	Tirti kapitalo struktūrą lemiantys veiksniai	Tyrimų rezultatai
Cibulskienė ir Padgureckienė (2011), Padgureckienė (2011)	<ul style="list-style-type: none"> • bendrasis pardavimo pelningumas; • grynasis pardavimo pelningumas; • turto pelningumas; • veiklos pelningumas; • nuosavo kapitalo pelningumas, ROE. 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • bendrasis pardavimo pelningumas (+); • grynasis pardavimo pelningumas (-); • turto pelningumas (+); • veiklos pelningumas(+); • nuosavo kapitalo pelningumas, ROE (+).
Norvaišienė ir Stankevičienė (2007).	<ul style="list-style-type: none"> • turto pelningumas, ROA; • įmonės pagrindinės veiklos pelningumas; • turto materialumas; • įmonės dydis pagal turta; • įmonės dydis pagal pardavimų pajamas; • įmonės augimo galimybės; • laisvieji pinigų srautai. 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • turto materialumas (+); • įmonės dydis pagal turta (+); • įmonės dydis pagal pardavimų pajamas (+); • įmonės augimo galimybės (+).
Kipišas (2004).	<ul style="list-style-type: none"> • turto apyvartumas; • turto pelningumas; • neskolinis mokesčių skydas; • turto materialumas; • veiklos pelno svyravimai; • įmonės dydis; • investicijų galimybės. 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • turto apyvartumas (+); • turto pelningumas (-); • neskolinis mokesčių skydas (-); • turto materialumas (+); • veiklos pelno svyravimai (+); • įmonės dydis (+); • investicijų galimybės (-).
Vasiliauskaitė ir Rumšaitė (2000),	Vidiniai veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • įmonės dydis; • įmonės turto pelningumas, ROA; • akcijai tenkančios pajamos, EPS. Išoriniai veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • palūkanos, proc.; • infliacija, proc.; • BVP pokytis, proc.. 	Reikšmingi vidiniai veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • įmonės dydis (-); • įmonės turto pelningumas, ROA (-); • akcijai tenkančios pajamos, EPS (-). Reikšmingi išoriniai veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • palūkanos, proc. (-); • infliacija, proc. (-); • BVP pokytis, proc. (-).
Cibulskienė (2005), Cibulskienė ir Grigaliūnienė (2008).	Vidiniai veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • turto materialumas; • įmonės dydis; • nuosavo kapitalo pelningumas; • įmonių augimo – plėtros veiksnys; • finansinis deficitas; • bankroto rizika. Išoriniai veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • šalies BVP augimo tempas; • pramonėje sukurto BVP augimo tempas; • pramonės parduotų produktų kainų indeksas; • parduotų pramonės produktų apimtys; • palūkanų normų už depozitus ir paskolos lygio pokytis; • valiutų kurso pokytis. 	Reikšmingi vidiniai veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • turto materialumas (+); • įmonės dydis (+); • nuosavo kapitalo pelningumas (+); • įmonių augimo – plėtros veiksnys (-). Išoriniai veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • šalies BVP augimo tempas (+); • pramonėje sukurto BVP augimo tempas (+); • pramonės parduotų produktų kainų indeksas (+); • parduotų pramonės produktų apimtys (-); • palūkanų normų už depozitus ir paskolos lygio pokytis (-); • valiutų kurso pokytis(+).

Kuizinaite ir Paliulyte (2008).	<ul style="list-style-type: none"> • pelningumo rodikliai; • trumpalaikio mokumo rodikliai; • ilgalaikio mokumo rodikliai. 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • pelningumo rodikliai (-); • trumpalaikio mokumo rodikliai (+); • ilgalaikio mokumo rodikliai.
Ventoura-Neokosmidi (2007).	<ul style="list-style-type: none"> • įmonės dydis; • kritinio likvidumo koef.; • veiklos pelningumas prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą; • įmonės augimo veiksnys; • skolinto kapitalo santykis. 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • įmonės dydis (+); • kritinio likvidumo koef.(-); • veiklos pelningumas prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą(-); • įmonės augimo veiksnys(-); • skolinto kapitalo santykis.
Wangas (2011).	<ul style="list-style-type: none"> • turto pelningumas; • įmonės dydis; • ne skolos mokestinis skydas; • ilgalaikio turto ir turto santykis; • įmonės augimo veiksnys; • veiklos pelningumas prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą; • kritinio likvidumo koef. 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • turto pelningumas (-); • įmonės dydis (+); • ne skolos mokestinis skydas (+); • ilgalaikio turto ir turto santykis (+); • veiklos pelningumas prieš palūkanas, mokesčius ir nusidėvėjimą (-); • kritinio likvidumo koef. (-).
Tayloras (2008).	<ul style="list-style-type: none"> • akcijos kainos ir pelno santykis; • nuosavo kapitalo pelningumas; • kapitalo pelningumas; • ilgalaikio turto ir turto santykis; • kritinio likvidumo koef.; • įmonės augimo veiksnys; • įmonės dydis. 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • nuosavo kapitalo pelningumas (-); • kapitalo pelningumas (-); • ilgalaikio turto ir turto santykis(+); • kritinio likvidumo koef.(+); • įmonės augimo veiksnys(+); • įmonės dydis(+).
Linas (2014).	<ul style="list-style-type: none"> • įmonės dydis; • įmonės augimo veiksnys; • turto pelningumas; • ilgalaikio turto ir turto santykis; • mokestinis skydas; • nuosavo kapitalo pelningumas. 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • įmonės dydis (+); • įmonės augimo veiksnys (+); • turto pelningumas (-); • ilgalaikio turto ir turto santykis (+); • mokestinis skydas (+); • nuosavo kapitalo pelningumas (+).
Aboras (2005).	<ul style="list-style-type: none"> • trumpalaikės skolos koef.; • ilgalaikės skolos koef.; • skolos mokestinis skydas; • įmonės dydis; • turto pelningumas. 	Reikšmingi veiksniai: <ul style="list-style-type: none"> • trumpalaikės skolos koef. (+); • ilgalaikės skolos koef. (-); • skolos mokestinis skydas (+); • įmonės dydis (+); • turto pelningumas (+).
(+)- teigiamas ryšys su finansiniu svėtu; (-)- neigiamas ryšys su finansiniu svėtu.		

Tiriamos Baltijos šalių įmonės 2011–2015 m. (sudaryta autorės pagal Nasdaq OMX Baltic „Baltijos oficialus prekybos sąrašas“)

	Šalis		
	Lietuva	Estija	Latvija
Įmonės	APB Apranga	AS Arco Vara	AS Grindeks
	AB Grigeo Grigiškės	AS Baltika	AS Latvijas kuģniecība
	AB Klaipėdos nafta	AS Ekspress Grupp	AS Olainfarm
	AB Lietuvos energijos gamyba	AS Harju Elekter	AS SAF Tehnika
	AB Linas Agro Group	AS Merko Ehitus	
	AB Panevėžio statybos trestas	AS Nordecon	
	AB Pieno žvaigždės	AS Olympic Entertainment Group	
	AB Rokiškio sūris	AS Premia Foods	
	AB TEO	AS Silvano Fashion Group	
	AB Utenos trikotažas	AS Skano Group	
	AB Vilkyškių pieninė	AS Tallink Grupp	
		AS Tallinna Kaubamaja Grupp	
		AS Tallinna Vesi	

Tiriamųjų Lietuvos įmonių 2011–2015 m. finansiniai rodikliai (sudaryta autorės pagal Nasdaq OMX Baltic „Baltijos oficialus prekybos sąrašas“)

Įmonė	Metai	Ketvirtis	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	LR1	LR2	LR3
APB Apranga	2011	I	1,02	-0,01	-0,06	0,04	9,66	0,00	0,69	0,42
	2011	II	0,43	0,17	-0,11	0,04	10,50	0,00	0,24	0,31
	2011	III	0,37	0,01	0,57	0,05	10,61	0,01	0,30	0,43
	2011	IV	0,37	0,03	-0,08	0,07	10,56	0,02	0,24	0,31
	2012	I	0,35	0,01	-0,07	0,02	10,63	0,02	0,28	0,39
	2012	II	0,36	0,16	-0,11	0,03	10,59	0,02	0,24	0,32
	2012	III	0,33	0,02	0,50	0,04	10,73	0,02	0,32	0,47
	2012	IV	0,32	0,03	-0,07	0,06	10,74	0,02	0,30	0,43
	2013	I	0,31	0,01	-0,13	0,01	10,74	0,01	0,30	0,42
	2013	II	0,31	0,19	-0,02	0,03	10,74	0,01	0,30	0,42
	2013	III	0,28	0,02	0,42	0,03	10,83	0,01	0,34	0,50
	2013	IV	0,31	0,02	-0,09	0,05	10,78	0,01	0,28	0,40
	2014	I	0,29	0,01	-0,07	0,01	10,87	0,01	0,34	0,51
	2014	II	0,30	0,14	-0,11	0,02	10,86	0,01	0,34	0,51
	2014	III	0,27	0,02	0,50	0,03	10,99	0,02	0,40	0,67
	2014	IV	0,29	0,02	-0,12	0,05	10,92	0,02	0,34	0,51
	2015	I	0,28	0,00	-0,05	0,01	10,98	0,02	0,38	0,60
	2015	II	0,30	0,13	-0,14	0,02	10,91	0,02	0,33	0,50
	2015	III	0,28	0,01	0,40	0,03	11,00	0,02	0,38	0,62
	2015	IV	0,29	0,02	-0,08	0,05	10,92	0,24	0,31	0,96
AB Grigiškės	2011	I	0,64	0,00	0,08	0,02	10,67	0,31	0,41	0,79
	2011	II	0,65	0,01	-0,06	0,05	10,68	0,31	0,41	0,78
	2011	III	0,66	0,00	0,00	0,07	10,69	0,29	0,34	0,64
	2011	IV	0,57	0,06	-0,01	0,09	10,66	0,23	0,33	0,55
	2012	I	0,59	0,01	-0,34	0,02	10,70	0,27	0,34	0,57
	2012	II	0,59	0,01	0,02	0,03	10,72	0,32	0,35	0,59
	2012	III	0,59	0,02	0,12	0,05	10,74	0,31	0,35	0,58
	2012	IV	0,60	0,01	0,01	0,07	10,75	0,24	0,35	0,57
	2013	I	0,58	0,01	0,09	0,02	10,74	0,14	0,34	0,55
	2013	II	0,55	0,01	0,09	0,04	10,78	0,21	0,29	0,45
	2013	III	0,58	0,02	0,15	0,06	10,81	0,21	0,30	0,47
	2013	IV	0,58	0,01	-0,01	0,08	10,86	0,23	0,33	0,54
	2014	I	0,57	0,01	-0,04	0,02	10,88	0,26	0,33	0,53
	2014	II	0,59	0,02	0,09	0,04	10,98	0,37	0,38	0,69
	2014	III	0,62	0,02	-0,70	0,05	11,04	0,44	0,40	0,75
	2014	IV	0,63	0,02	2,44	0,07	11,08	0,26	0,41	0,77

	2015	I	0,63	0,01	0,08	0,02	11,14	0,31	0,42	0,79
	2015	II	0,63	0,01	0,00	0,03	11,13	0,42	0,42	0,80
	2015	III	0,62	0,01	0,08	0,06	11,14	0,48	0,42	0,80
	2015	IV	0,63	0,01	-0,04	0,08	11,16	0,40	0,43	0,81
AB Klaipėdos nafta	2011	I	0,79	0,02	-0,03	0,01	11,85	0,02	0,04	0,04
	2011	II	0,76	0,04	0,36	0,02	11,89	0,02	0,04	0,04
	2011	III	0,74	0,02	-0,38	0,01	11,90	0,02	0,03	0,04
	2011	IV	0,74	0,02	0,17	0,01	11,92	0,02	0,04	0,04
	2012	I	0,72	0,02	0,13	0,01	11,95	0,02	0,04	0,04
	2012	II	0,80	0,02	-0,18	0,02	11,95	0,02	0,04	0,04
	2012	III	0,79	0,02	0,01	0,00	11,99	0,02	0,06	0,06
	2012	IV	0,79	0,02	0,29	0,01	12,00	0,01	0,04	0,04
	2013	I	0,77	0,02	0,06	0,01	12,02	0,01	0,05	0,05
	2013	II	0,81	0,01	-0,29	0,01	12,03	0,01	0,04	0,04
	2013	III	0,82	0,01	-0,11	0,01	12,04	0,01	0,04	0,04
	2013	IV	0,77	0,01	0,06	0,01	12,18	0,10	0,15	0,18
	2014	I	0,79	0,01	0,10	0,01	12,19	0,10	0,15	0,18
	2014	II	0,81	0,01	-0,13	0,01	12,19	0,10	0,14	0,16
	2014	III	0,86	0,01	-0,04	0,01	12,20	0,10	0,15	0,17
	2014	IV	0,82	0,02	1,06	0,01	12,31	0,18	0,21	0,27
	2015	I	0,76	0,02	0,73	0,01	12,39	0,17	0,25	0,33
	2015	II	0,75	0,02	0,02	0,01	12,38	0,17	0,23	0,29
	2015	III	0,75	0,02	-0,08	0,01	12,38	0,16	0,21	0,27
	2015	IV	0,74	0,04	0,23	0,01	12,38	0,16	0,18	0,21
AB Lietuvos energijos gamyba	2011	I	0,83	0,01	1,97	0,01	13,88	1,08	0,55	1,23
	2011	II	0,83	0,01	-0,01	0,00	13,88	1,08	0,55	1,23
	2011	III	0,83	0,00	0,23	0,00	13,88	1,08	0,55	1,23
	2011	IV	0,83	-0,01	-0,03	0,00	13,88	0,87	0,55	1,23
	2012	I	0,84	0,00	-0,26	0,00	13,88	1,08	0,55	1,22
	2012	II	0,83	0,00	-0,11	0,00	13,89	1,06	0,55	1,22
	2012	III	0,82	0,00	0,43	0,00	13,90	1,06	0,55	1,24
	2012	IV	0,83	0,00	-0,14	0,00	13,91	1,07	0,56	1,26
	2013	I	0,84	0,00	-0,29	0,01	13,89	1,07	0,55	1,20
	2013	II	0,85	0,01	0,24	0,01	13,86	1,02	0,53	1,12
	2013	III	0,82	0,01	0,39	0,00	13,90	1,02	0,54	1,16
	2013	IV	0,80	0,00	-0,37	0,02	13,75	1,22	0,58	1,36
	2014	I	0,81	0,01	-0,38	0,01	13,75	1,18	0,57	1,31
	2014	II	0,82	0,01	0,21	0,01	13,72	1,26	0,58	1,40
	2014	III	0,79	0,01	0,76	0,01	13,76	1,33	0,62	1,61
	2014	IV	0,80	0,00	-0,44	0,01	13,73	1,30	0,60	1,51
	2015	I	0,80	0,02	-0,25	0,01	13,72	1,22	0,58	1,37
	2015	II	0,80	0,01	0,37	0,01	13,75	1,28	0,60	1,49
	2015	III	0,81	0,01	0,37	0,01	13,70	1,20	0,58	1,41
	2015	IV	0,81	-0,03	-0,50	0,01	13,63	1,27	0,59	1,43
AB Linas Agro Group	2011	I	0,20	0,00	-0,76	0,01	12,00	0,14	0,51	1,04
	2011	II	0,20	0,01	-0,37	0,00	12,08	0,15	0,54	1,19
	2011	III	0,19	0,03	1,06	0,00	12,19	0,16	0,57	1,31
	2011	IV	0,23	0,01	-0,04	0,00	12,05	0,15	0,49	0,95
	2012	I	0,18	0,09	-0,49	0,00	12,11	0,13	0,46	0,84

	2012	II	0,18	0,02	0,19	0,01	12,21	0,15	0,49	0,94
	2012	III	0,14	0,03	0,33	0,00	12,63	0,15	0,63	1,71
	2012	IV	0,18	0,06	0,56	0,01	12,21	0,15	0,48	0,94
	2013	I	0,18	0,01	0,01	0,00	12,59	0,14	0,57	1,35
	2013	II	0,24	0,01	-0,28	0,01	12,38	0,13	0,47	0,88
	2013	III	0,24	0,03	0,54	0,02	12,38	0,13	0,46	0,86
	2013	IV	0,27	0,01	-0,07	0,01	12,70	0,17	0,58	1,35
	2014	I	0,30	0,01	0,05	0,02	12,68	0,28	0,57	1,30
	2014	II	0,33	0,03	-0,24	0,01	12,64	0,26	0,52	1,06
	2014	III	0,29	0,01	0,03	0,01	12,77	0,24	0,56	1,27
	2014	IV	0,30	0,00	0,37	0,01	12,72	0,25	0,54	1,19
	2015	I	0,34	0,01	-0,25	0,02	12,60	0,24	0,48	0,94
	2015	II	0,33	0,01	-0,04	0,03	12,66	0,25	0,50	0,99
	2015	III	0,27	0,01	0,16	0,01	12,88	0,25	0,59	1,42
	2015	IV	0,33	0,01	0,46	0,02	12,68	0,23	0,48	0,94
AB Panevėžio statybos trestas	2011	I	0,12	0,00	-0,70	0,01	10,88	0,02	0,27	0,37
	2011	II	0,11	-0,01	0,52	0,01	11,01	0,03	0,37	0,59
	2011	III	0,10	0,01	0,95	0,01	11,08	0,03	0,41	0,70
	2011	IV	0,08	0,05	-0,21	0,01	11,01	0,02	0,37	0,60
	2012	I	0,09	0,00	-0,38	0,01	10,92	0,02	0,32	0,47
	2012	II	0,08	0,00	0,53	0,00	10,99	0,02	0,37	0,58
	2012	III	0,07	0,00	0,32	0,00	11,05	0,02	0,40	0,66
	2012	IV	0,08	0,01	-0,05	0,00	10,97	0,02	0,34	0,52
	2013	I	0,07	-0,01	-0,42	0,00	10,95	0,02	0,33	0,50
	2013	II	0,08	0,00	0,47	0,00	10,90	0,02	0,30	0,44
	2013	III	0,08	0,01	-0,26	0,00	10,93	0,02	0,32	0,47
	2013	IV	0,09	0,00	-0,15	0,00	10,89	0,02	0,28	0,40
	2014	I	0,09	0,00	-0,04	0,00	10,89	0,02	0,28	0,39
	2014	II	0,08	0,02	0,49	0,00	10,94	0,02	0,30	0,42
	2014	III	0,08	0,00	0,25	0,00	11,04	0,02	0,36	0,57
	2014	IV	0,08	-0,01	0,04	0,00	11,03	0,02	0,36	0,56
	2015	I	0,08	0,01	-0,17	0,00	11,02	0,02	0,35	0,53
	2015	II	0,08	0,02	0,18	0,00	11,05	0,02	0,36	0,57
	2015	III	0,10	0,01	-0,11	0,00	11,02	0,02	0,33	0,50
	2015	IV	0,09	-0,03	-0,17	0,00	10,93	0,02	0,31	0,46
AB Pieno žvaigždės	2011	I	0,60	0,02	-0,01	0,03	11,43	0,31	0,51	1,06
	2011	II	0,58	0,01	0,04	0,03	11,44	0,36	0,59	1,42
	2011	III	0,54	0,03	0,09	0,02	11,50	0,76	0,58	1,39
	2011	IV	0,54	0,02	-0,06	0,03	11,48	0,66	0,56	1,26
	2012	I	0,56	0,01	-0,11	0,03	11,44	0,64	0,54	1,19
	2012	II	0,54	0,01	0,29	0,02	11,51	1,06	0,64	1,78
	2012	III	0,55	0,04	0,02	0,02	11,51	0,91	0,60	1,52
	2012	IV	0,58	0,03	-0,02	0,02	11,49	0,44	0,56	1,27
	2013	I	0,59	0,02	-0,08	0,02	11,49	0,43	0,54	1,18
	2013	II	0,60	0,01	0,14	0,02	11,48	0,91	0,61	1,55
	2013	III	0,57	0,02	-0,02	0,02	11,52	0,83	0,61	1,54
	2013	IV	0,57	-0,02	-0,28	0,02	11,57	0,91	0,64	1,77
	2014	I	0,53	0,01	0,50	0,02	11,63	0,97	0,65	1,90
	2014	II	0,55	0,00	0,06	0,02	11,59	1,05	0,67	2,02

	2014	III	0,61	0,00	-0,15	0,02	11,46	0,98	0,63	1,68
	2014	IV	0,62	0,05	-0,24	0,02	11,41	0,51	0,56	1,26
	2015	I	0,64	0,00	-0,12	0,03	11,34	0,51	0,53	1,14
	2015	II	0,62	0,00	0,07	0,02	11,35	0,77	0,58	1,38
	2015	III	0,62	0,02	0,00	0,02	11,32	0,69	0,55	1,23
	2015	IV	0,65	0,02	-0,09	0,03	11,27	0,87	0,59	1,44
AB Rokiškio sūros	2011	I	0,24	0,00	-0,08	0,02	11,56	0,03	0,46	0,85
	2011	II	0,24	0,03	0,11	0,02	11,52	0,03	0,43	0,74
	2011	III	0,22	0,03	0,21	0,02	11,60	0,02	0,45	0,82
	2011	IV	0,35	0,02	-0,16	0,01	11,73	0,01	0,34	0,51
	2012	I	0,37	0,00	-0,03	0,01	11,76	0,06	0,35	0,54
	2012	II	0,35	0,03	0,20	0,01	11,83	0,06	0,38	0,60
	2012	III	0,34	0,02	0,12	0,01	11,84	0,06	0,36	0,57
	2012	IV	0,32	0,02	-0,03	0,04	11,79	0,05	0,31	0,45
	2013	I	0,30	0,00	-0,12	0,02	11,83	0,05	0,33	0,50
	2013	II	0,23	0,02	0,15	0,02	11,86	0,05	0,34	0,51
	2013	III	0,29	0,02	0,25	0,02	11,88	0,05	0,34	0,51
	2013	IV	0,29	0,03	-0,25	0,02	11,92	0,05	0,33	0,50
	2014	I	0,28	0,00	0,06	0,01	11,93	0,05	0,35	0,53
	2014	II	0,26	0,01	0,04	0,01	11,99	0,04	0,38	0,61
	2014	III	0,28	-0,01	-0,06	0,01	11,91	0,04	0,34	0,51
	2014	IV	0,29	0,00	-0,06	0,02	11,82	0,04	0,27	0,38
	2015	I	0,29	0,00	-0,10	0,01	11,78	0,02	0,25	0,33
	2015	II	0,26	0,01	-0,07	0,02	11,83	0,02	0,28	0,39
	2015	III	0,25	0,00	-0,08	0,01	11,85	0,02	0,28	0,40
	2015	IV	0,26	0,02	-0,40	0,00	11,81	0,03	0,25	0,33
AB Vilkyškių pieninė	2011	I	0,51	0,01	-0,03	0,01	10,51	0,76	0,60	1,47
	2011	II	0,50	0,02	0,05	0,01	10,57	0,73	0,62	1,64
	2011	III	0,49	0,03	0,22	0,01	10,66	0,70	0,62	1,65
	2011	IV	0,51	0,01	-0,02	0,01	10,63	0,64	0,61	1,54
	2012	I	0,53	-0,01	-0,13	0,01	10,68	0,78	0,63	1,73
	2012	II	0,53	0,01	0,01	0,01	10,73	0,82	0,67	2,01
	2012	III	0,53	0,03	0,11	0,01	10,77	0,74	0,65	1,85
	2012	IV	0,58	0,01	0,02	0,01	10,76	0,86	0,63	1,70
	2013	I	0,57	-0,01	-0,11	0,01	10,78	0,86	0,65	1,82
	2013	II	0,55	0,02	0,25	0,01	10,82	0,78	0,65	1,88
	2013	III	0,56	0,05	0,21	0,01	10,83	0,67	0,61	1,57
	2013	IV	0,54	0,02	-0,06	0,01	10,87	0,62	0,61	1,56
	2014	I	0,54	0,00	-0,02	0,01	10,89	0,60	0,62	1,60
	2014	II	0,54	0,02	-0,03	0,01	10,91	0,64	0,62	1,65
	2014	III	0,54	0,01	-0,08	0,01	10,93	0,57	0,63	1,69
	2014	IV	0,55	0,03	0,15	0,01	10,91	0,51	0,59	1,41
	2015	I	0,56	0,00	-0,32	0,01	10,91	0,45	0,56	1,29
	2015	II	0,58	0,00	-0,01	0,01	11,03	0,73	0,62	1,64
	2015	III	0,57	0,01	0,07	0,01	11,05	0,75	0,62	1,66
	2015	IV	0,57	0,01	0,16	0,01	11,03	0,69	0,60	1,53
AB Utenos trikotažas	2011	I	0,38	-0,02	-0,01	0,03	9,52	6,78	0,92	11,61
	2011	II	0,38	-0,01	-0,07	0,03	9,45	6,62	0,92	11,11
	2011	III	0,37	-0,01	-0,14	0,03	9,42	5,55	0,90	9,46

	2011	IV	0,52	0,03	-0,07	0,08	9,54	1,84	0,78	3,56
	2012	I	0,52	-0,05	-0,07	0,02	9,50	2,40	0,81	4,23
	2012	II	0,52	-0,01	0,02	0,02	9,50	2,64	0,83	4,85
	2012	III	0,50	-0,02	0,07	0,02	9,48	2,67	0,84	5,27
	2012	IV	0,47	0,00	0,04	0,01	9,52	2,31	0,84	5,22
	2013	I	0,58	-0,02	0,28	0,01	9,81	0,81	0,65	1,90
	2013	II	0,57	-0,01	-0,07	0,01	9,79	0,83	0,65	1,88
	2013	III	0,58	0,01	0,12	0,01	9,75	0,72	0,62	1,65
	2013	IV	0,58	0,02	-0,04	0,01	9,73	0,76	0,65	1,90
	2014	I	0,56	-0,10	-0,14	0,01	9,66	0,91	0,68	2,16
	2014	II	0,53	-0,01	0,04	0,01	9,68	0,44	0,70	2,30
	2014	III	0,53	0,04	0,31	0,01	9,67	0,30	0,65	1,86
	2014	IV	0,53	0,08	-0,16	0,01	9,61	0,89	0,64	1,80
	2015	I	0,47	-0,01	-0,27	0,01	9,66	0,98	0,60	1,52
	2015	II	0,49	0,00	0,14	0,01	9,59	0,71	0,58	1,40
	2015	III	0,49	0,03	0,36	0,01	9,60	0,63	0,55	1,23
	2015	IV	0,51	-0,01	-0,14	0,01	9,59	0,66	0,27	0,61
AB TEO	2011	I	0,60	0,03	-0,04	0,03	12,72	0,02	0,08	0,09
	2011	II	0,67	0,03	-0,01	0,03	12,64	0,02	0,09	0,10
	2011	III	0,66	0,04	0,00	0,03	12,67	0,02	0,08	0,09
	2011	IV	0,65	0,03	0,06	0,03	12,71	0,02	0,08	0,09
	2012	I	0,62	0,03	-0,03	0,03	12,74	0,02	0,09	0,10
	2012	II	0,68	0,04	0,00	0,03	12,64	0,02	0,09	0,10
	2012	III	0,67	0,04	0,00	0,03	12,68	0,02	0,09	0,10
	2012	IV	0,65	0,03	0,00	0,03	12,72	0,02	0,10	0,11
	2013	I	0,63	0,03	-0,04	0,03	12,74	0,02	0,08	0,09
	2013	II	0,70	0,04	-0,03	0,03	12,63	0,03	0,09	0,09
	2013	III	0,67	0,04	0,02	0,03	12,67	0,03	0,08	0,09
	2013	IV	0,67	0,03	-0,01	0,03	12,73	0,03	0,10	0,12
	2014	I	0,64	0,03	-0,05	0,03	12,74	0,03	0,09	0,10
	2014	II	0,71	0,03	0,03	0,03	12,63	0,03	0,10	0,11
	2014	III	0,68	0,03	-0,02	0,03	12,66	0,03	0,09	0,10
	2014	IV	0,77	0,03	0,08	0,03	12,56	0,04	0,16	0,19
	2015	I	0,75	0,03	-0,07	0,03	12,56	0,04	0,13	0,15
2015	II	0,76	0,03	-0,01	0,03	12,54	0,04	0,23	0,29	
2015	III	0,78	0,03	0,03	0,03	12,51	0,04	0,17	0,20	
2015	IV	0,75	0,03	0,06	0,04	12,57	0,04	0,18	0,22	

Tiriamųjų Latvijos įmonių 2011–2015 m. finansiniai rodikliai (sudaryta autorės pagal Nasdaq OMX Baltic „Baltijos oficialus prekybos sąrašas“)

Įmonė	Metai	Ketvirtis	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	LR1	LR2	LR3
JSC Grindeks	2011	I	0,16	0,02	-0,23	0,00	11,71	0,23	0,30	0,42
	2011	II	0,15	0,03	0,33	0,00	11,76	0,22	0,30	0,43
	2011	III	0,19	0,02	-0,14	0,00	11,76	0,27	0,28	0,40
	2011	IV	0,18	0,01	0,28	0,00	11,78	0,26	0,29	0,41
	2012	I	0,18	0,02	-0,23	0,00	11,78	0,25	0,27	0,37
	2012	II	0,18	0,02	0,14	0,00	11,79	0,24	0,26	0,34
	2012	III	0,19	0,01	-0,13	0,00	11,80	0,26	0,25	0,34
	2012	IV	0,18	0,05	1,05	0,01	11,85	0,24	0,24	0,32
	2013	I	0,18	0,02	-0,48	0,00	11,86	0,34	0,23	3,00
	2013	II	0,17	0,02	0,26	0,00	11,88	0,22	0,22	0,29
	2013	III	0,17	0,01	-0,15	0,00	11,88	0,21	0,21	0,26
	2013	IV	0,16	0,04	0,47	0,00	11,93	0,20	0,21	0,26
	2014	I	0,16	0,00	-0,51	0,00	11,92	0,20	0,20	0,25
	2014	II	0,17	0,02	0,16	0,00	11,93	0,21	0,19	0,23
	2014	III	0,23	0,00	0,02	0,00	11,99	0,30	0,23	0,31
	2014	IV	0,24	-0,04	0,13	0,00	11,96	0,34	0,30	0,44
	2015	I	0,21	0,01	-0,11	0,00	11,99	0,31	0,32	0,48
	2015	II	0,21	0,01	-0,05	0,00	11,97	0,30	0,29	0,41
	2015	III	0,21	0,00	-0,08	0,00	11,98	0,29	0,30	0,43
	2015	IV	0,21	-0,02	-0,01	0,00	11,98	0,30	0,32	0,46
AS Latvijas Kugniecība	2011	I	0,01	-0,03	-0,47	0,02	13,07	0,01	0,53	1,12
	2011	II	0,01	-0,02	-0,06	0,02	13,06	0,01	0,54	1,19
	2011	III	0,01	-0,03	0,08	0,02	13,12	0,01	0,58	1,37
	2011	IV	0,01	0,01	0,09	0,02	13,13	0,01	0,59	1,45
	2012	I	0,01	-0,04	0,13	0,02	13,07	0,01	0,60	1,51
	2012	II	0,01	0,00	0,02	0,01	13,12	0,01	0,62	1,63
	2012	III	0,01	-0,02	-0,01	0,02	13,08	0,01	0,62	1,65
	2012	IV	0,01	-0,01	0,12	0,02	13,03	0,02	0,61	1,59
	2013	I	0,01	0,01	-0,16	0,02	13,05	0,01	0,61	1,54
	2013	II	0,01	-0,05	-0,05	0,02	12,95	0,02	0,62	1,64
	2013	III	0,01	-0,01	0,03	0,01	12,92	0,02	0,62	1,60
	2013	IV	0,01	0,01	-0,06	0,02	12,85	0,02	0,58	1,38
	2014	I	0,01	0,01	-0,07	0,01	12,85	0,01	0,57	1,31
	2014	II	0,01	-0,03	-0,01	0,01	12,79	0,02	0,57	1,33
	2014	III	0,01	0,01	-0,02	0,01	12,82	0,01	0,57	1,33
	2014	IV	0,01	-0,03	0,02	0,01	12,76	0,02	0,61	1,58

	2015	I	0,01	0,04	0,12	0,01	12,86	0,02	0,61	1,54
	2015	II	0,01	0,01	0,12	0,01	12,83	0,02	0,60	1,48
	2015	III	0,01	-0,02	-0,08	0,01	12,90	0,02	0,65	1,84
	2015	IV	0,01	0,00	0,13	0,02	12,86	0,02	0,64	1,78
AS Olainfarm	2011	I	0,18	0,05	-0,67	0,01	10,79	0,27	0,34	0,52
	2011	II	0,15	0,08	1,18	0,01	10,92	0,25	0,40	0,66
	2011	III	0,15	0,13	0,47	0,01	10,92	0,23	0,35	0,53
	2011	IV	0,17	0,17	0,40	0,01	10,98	0,25	0,34	0,52
	2012	I	0,16	0,05	-0,67	0,01	11,04	0,24	0,32	0,48
	2012	II	0,17	0,08	0,88	0,01	11,08	0,24	0,31	0,46
	2012	III	0,16	0,06	-0,45	0,01	11,10	0,23	0,29	0,41
	2012	IV	0,16	0,07	0,42	0,01	11,18	0,18	0,28	0,32
	2013	I	0,15	0,04	-0,29	0,01	11,25	0,21	0,30	0,42
	2013	II	0,13	0,03	-0,07	0,01	11,33	0,20	0,35	0,53
	2013	III	0,13	0,04	0,15	0,01	11,37	0,19	0,33	0,49
	2013	IV	0,12	0,04	0,27	0,01	11,47	0,19	0,35	0,54
	2014	I	0,11	0,04	-0,04	0,01	11,52	0,18	0,35	0,53
	2014	II	0,12	0,05	0,08	0,01	11,57	0,17	0,33	0,50
	2014	III	0,12	0,03	-0,16	0,01	11,54	0,17	0,29	0,41
	2014	IV	0,16	0,01	0,11	0,01	11,58	0,24	0,32	0,46
	2015	I	0,15	0,06	0,14	0,01	11,66	0,22	0,31	0,45
	2015	II	0,15	0,02	-0,15	0,01	11,66	0,21	0,29	0,40
	2015	III	0,14	0,02	-0,05	0,01	11,66	0,20	0,27	0,36
	2015	IV	0,14	0,02	0,18	0,01	11,69	0,19	0,26	0,36
SAF Tehnika	2011	I	0,22	0,03	-0,07	0,01	9,53	0,27	0,21	0,26
	2011	II	0,22	-0,01	-0,28	0,01	9,52	0,28	0,21	0,27
	2011	III	0,22	0,05	0,45	0,01	9,57	0,27	0,20	0,25
	2011	IV	0,24	0,01	-0,16	0,01	9,46	0,29	0,18	0,22
	2012	I	0,24	0,00	-0,12	0,01	9,46	0,30	0,18	0,21
	2012	II	0,26	0,02	0,01	0,01	9,42	0,30	0,12	0,13
	2012	III	0,26	-0,01	-0,11	0,01	9,41	0,31	0,14	0,17
	2012	IV	0,28	-0,02	0,40	0,01	9,36	0,33	0,15	0,18
	2013	I	0,26	0,03	-0,04	0,01	9,42	0,32	0,17	0,21
	2013	II	0,27	0,00	-0,09	0,01	9,41	0,32	0,16	0,19
	2013	III	0,26	0,02	-0,04	0,01	9,44	0,31	0,16	0,18
	2013	IV	0,25	-0,01	0,14	0,01	9,48	0,32	0,21	0,27
	2014	I	0,29	-0,03	-0,37	0,01	9,33	0,34	0,15	0,17
	2014	II	0,27	0,06	0,50	0,01	9,39	0,32	0,14	0,16
	2014	III	0,26	0,02	-0,08	0,01	9,44	0,31	0,16	0,18
	2014	IV	0,25	-0,01	0,14	0,01	9,48	0,32	0,21	0,27
	2015	I	0,27	0,06	-0,25	0,00	9,45	0,32	0,13	0,16
	2015	II	0,26	0,02	0,17	0,01	9,52	0,31	0,17	0,20
	2015	III	0,26	0,02	0,10	0,00	9,51	0,30	0,13	0,15
	2015	IV	0,29	0,02	-0,03	0,01	9,45	0,33	0,13	0,15

Tiriamųjų Estijos įmonių 2011–2015 m. finansiniai rodikliai (sudaryta autorės pagal Nasdaq OMX Baltic „Baltijos oficialus prekybos sąrašas“)

Įmonė	Metai	Ketvirtis	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	LR1	LR2	LR3
AS Arco Vara	2011	I	0,01	-0,02	0,95	0,00	11,09	0,55	0,60	1,47
	2011	II	0,01	-0,01	-0,23	0,00	11,08	0,47	0,61	1,56
	2011	III	0,01	-0,03	-0,24	0,00	11,07	0,51	0,63	1,71
	2011	IV	0,02	0,00	0,51	0,00	11,00	0,65	0,60	1,52
	2012	I	0,02	-0,01	-0,69	0,00	10,96	0,63	0,60	1,49
	2012	II	0,02	-0,01	1,05	0,00	10,94	0,64	0,60	1,48
	2012	III	0,02	0,00	-0,54	0,00	10,86	0,56	0,56	1,27
	2012	IV	0,02	-0,54	-0,38	0,01	10,35	0,38	0,89	8,28
	2013	I	0,02	0,00	-0,09	0,00	10,27	3,68	0,88	7,51
	2013	II	0,02	0,05	1,49	0,00	10,26	2,59	0,83	4,83
	2013	III	0,02	0,02	-0,02	0,00	10,15	2,48	0,79	3,78
	2013	IV	0,02	0,06	-0,59	0,00	10,13	0,34	0,73	2,67
	2014	I	0,02	0,02	-0,43	0,00	10,15	0,48	0,72	2,53
	2014	II	0,02	-0,01	-0,05	0,00	10,18	2,20	0,74	2,84
	2014	III	0,02	0,01	0,11	0,00	10,28	1,39	0,71	2,44
	2014	IV	0,02	0,02	3,95	0,00	10,20	1,31	0,66	1,98
	2015	I	0,02	0,03	-0,24	0,00	10,10	1,11	0,60	1,49
	2015	II	0,02	0,00	-0,54	0,00	10,07	1,10	0,59	1,44
	2015	III	0,02	0,01	0,03	0,00	10,11	1,07	0,60	1,48
	2015	IV	0,02	-0,02	0,00	0,00	10,11	1,08	0,61	1,54
AS Baltica	2011	I	0,31	-0,06	-0,22	0,02	10,54	1,75	0,73	2,71
	2011	II	0,28	-0,01	0,00	0,02	10,59	1,80	0,75	3,06
	2011	III	0,26	-0,03	0,00	0,02	10,60	1,47	0,72	2,57
	2011	IV	0,23	-0,05	0,00	0,02	10,46	1,58	0,72	2,62
	2012	I	0,23	-0,03	0,00	0,02	10,40	1,74	0,74	2,81
	2012	II	0,07	0,01	0,00	0,01	10,47	1,79	0,75	3,03
	2012	III	0,09	0,01	0,00	0,02	10,06	0,66	0,61	1,59
	2012	IV	0,10	0,05	0,00	0,02	10,07	0,46	0,57	1,31
	2013	I	0,12	-0,03	0,00	0,02	10,04	0,57	0,58	1,39
	2013	II	0,12	0,02	0,00	0,02	10,10	0,36	0,52	1,08
	2013	III	0,11	-0,03	0,00	0,01	10,17	0,42	0,59	1,41
	2013	IV	0,12	0,04	0,00	0,02	10,10	0,19	0,53	1,12
	2014	I	0,13	-0,11	0,00	0,01	10,00	0,42	0,60	1,48
	2014	II	0,12	0,03	0,00	0,01	10,07	0,43	0,61	1,54
	2014	III	0,12	0,01	0,00	0,01	10,10	0,76	0,62	1,63
	2014	IV	0,13	0,02	0,00	0,01	10,05	0,53	0,62	1,65

	2015	I	0,31	-0,05	0,00	0,01	10,08	0,82	0,67	1,99
	2015	II	0,14	0,00	0,00	0,01	10,07	0,81	0,66	1,93
	2015	III	0,14	-0,03	0,00	0,01	10,03	0,51	0,69	2,25
	2015	IV	0,16	-0,26	0,00	0,02	9,80	0,75	0,74	2,78
AS Ekspres Grupp	2011	I	0,21	0,02	-0,12	0,01	11,37	0,86	0,56	1,28
	2011	II	0,21	0,01	0,14	0,01	11,35	0,80	0,55	1,21
	2011	III	0,21	0,00	-0,13	0,01	11,34	1,03	0,54	1,60
	2011	IV	0,21	0,00	0,26	0,01	11,31	0,69	0,53	1,12
	2012	I	0,20	0,00	-0,13	0,01	11,29	0,65	0,52	1,07
	2012	II	0,20	0,01	0,11	0,01	11,29	0,60	0,50	1,01
	2012	III	0,20	0,00	-0,16	0,01	11,28	0,63	0,49	0,98
	2012	IV	0,18	0,01	0,24	0,01	11,29	0,59	0,49	0,95
	2013	I	0,19	0,01	-0,16	0,01	11,27	0,56	0,47	0,87
	2013	II	0,18	0,02	0,09	0,01	11,27	0,53	0,46	0,84
	2013	III	0,18	0,01	-0,14	0,01	11,26	0,50	0,44	0,80
	2013	IV	0,18	-0,02	0,27	0,01	11,26	0,49	0,45	0,83
	2014	I	0,18	0,01	-0,23	0,01	11,20	0,46	0,42	0,71
	2014	II	0,18	0,02	0,08	0,01	11,24	0,42	0,42	0,71
	2014	III	0,18	0,02	-0,14	0,01	11,21	0,39	0,38	0,61
	2014	IV	0,19	0,01	0,22	0,01	11,25	0,38	0,38	0,62
	2015	I	0,19	0,01	-0,16	0,01	11,21	0,33	0,36	0,55
	2015	II	0,20	0,01	0,14	0,01	11,21	0,31	0,37	0,58
	2015	III	0,19	0,02	-0,12	0,01	11,21	0,33	0,34	0,52
	2015	IV	0,19	0,01	0,22	0,01	11,20	0,32	0,33	0,50
AS Harju Elekter	2011	I	0,17	0,00	-0,27	0,01	10,92	0,04	0,17	0,20
	2011	II	0,16	0,24	0,18	0,01	10,95	0,04	0,19	0,24
	2011	III	0,18	-0,13	0,17	0,01	10,83	0,05	0,21	0,27
	2011	IV	0,17	0,04	0,01	0,01	10,88	0,04	0,21	0,26
	2012	I	0,14	0,14	-0,11	0,01	11,02	0,03	0,18	0,21
	2012	II	0,15	-0,10	0,21	0,01	10,95	0,04	0,22	0,28
	2012	III	0,15	0,07	0,03	0,01	10,99	0,03	0,18	0,22
	2012	IV	0,14	0,04	-0,13	0,01	11,00	0,03	0,16	0,19
	2013	I	0,13	0,06	-0,09	0,01	11,07	0,02	0,16	0,19
	2013	II	0,13	0,03	0,15	0,01	11,07	0,02	0,16	0,18
	2013	III	0,13	0,12	-0,12	0,01	11,19	0,02	0,13	0,15
	2013	IV	0,11	0,01	0,06	0,01	11,17	0,02	0,10	0,11
	2014	I	0,11	0,01	-0,21	0,01	11,17	0,02	0,12	0,14
	2014	II	0,11	0,08	0,15	0,01	11,18	0,02	0,16	0,20
	2014	III	0,12	0,05	0,41	0,01	11,15	0,05	0,17	0,20
	2014	IV	0,11	0,00	-0,10	0,01	11,15	0,03	0,14	0,17
	2015	I	0,11	0,00	-0,23	0,00	11,23	0,03	0,16	0,19
	2015	II	0,11	0,02	0,52	0,01	11,21	0,03	0,18	0,22
	2015	III	0,12	0,02	0,09	0,00	11,14	0,03	0,16	0,19
	2015	IV	0,12	0,00	-0,17	0,01	11,11	0,02	0,13	0,14
AS Merko Ehitus	2011	I	0,09	-0,02	-0,43	0,00	12,18	0,11	0,37	0,59
	2011	II	0,08	-0,02	0,87	0,00	12,28	0,13	0,46	0,84
	2011	III	0,07	0,00	0,60	0,00	12,30	0,16	0,47	0,87
	2011	IV	0,07	-0,03	-0,16	0,00	12,30	0,22	0,49	0,98

	2012	I	0,07	0,00	-0,28	0,00	12,26	0,18	0,48	0,91
	2012	II	0,07	0,00	0,24	0,00	12,33	0,15	0,51	1,04
	2012	III	0,06	0,01	0,20	0,00	12,37	0,20	0,52	1,06
	2012	IV	0,07	0,02	0,01	0,00	12,32	0,18	0,47	0,90
	2013	I	0,07	0,01	-0,33	0,00	12,32	0,18	0,47	0,87
	2013	II	0,06	0,01	0,38	0,00	12,37	0,19	0,51	1,03
	2013	III	0,05	0,02	0,28	0,00	12,42	0,21	0,51	1,06
	2013	IV	0,05	0,01	-0,23	0,00	12,39	0,18	0,49	0,94
	2014	I	0,05	0,00	-0,25	0,00	12,39	0,15	0,49	0,95
	2014	II	0,05	0,01	0,33	0,00	12,40	0,18	0,51	1,04
	2014	III	0,05	0,01	0,06	0,00	12,46	0,22	0,51	1,05
	2014	IV	0,06	0,02	0,02	0,00	12,43	0,20	0,47	0,90
	2015	I	0,06	0,00	-0,35	0,00	12,39	0,22	0,45	0,82
	2015	II	0,06	0,01	0,55	0,00	12,32	0,19	0,44	0,79
	2015	III	0,00	0,01	-0,03	0,00	12,33	0,19	0,45	0,82
	2015	IV	0,06	0,02	-0,03	0,00	12,26	0,21	0,39	0,64
AS Nordecon	2011	I	0,09	-0,01	-0,27	0,00	11,42	0,46	0,65	1,82
	2011	II	0,07	-0,02	1,07	0,00	11,60	0,47	0,74	2,78
	2011	III	0,07	0,02	0,47	0,00	11,68	0,25	0,74	2,90
	2011	IV	0,07	-0,01	-0,14	0,00	11,53	0,44	0,72	2,52
	2012	I	0,08	-0,01	-0,52	0,00	11,41	0,25	0,70	2,34
	2012	II	0,07	0,01	0,80	0,00	11,62	0,25	0,75	2,99
	2012	III	0,13	0,02	0,34	0,00	11,68	0,25	0,74	2,90
	2012	IV	0,08	0,00	-0,21	0,00	11,62	0,17	0,73	2,69
	2013	I	0,09	-0,01	-0,36	0,00	11,52	0,18	0,70	2,39
	2013	II	0,08	0,01	0,79	0,00	11,64	0,18	0,73	2,67
	2013	III	0,07	0,03	0,22	0,00	11,79	0,15	0,73	2,71
	2013	IV	0,09	0,00	-0,34	0,00	11,57	0,13	0,66	1,97
	2014	I	0,10	-0,01	-0,40	0,00	11,40	0,13	0,62	1,60
	2014	II	0,09	0,01	0,86	0,00	11,55	0,24	0,66	1,96
	2014	III	0,08	0,03	0,22	0,00	11,60	0,14	0,66	1,92
	2014	IV	0,10	-0,01	-0,25	0,00	11,49	0,11	0,63	1,70
2015	I	0,11	-0,01	-0,33	0,00	11,43	0,12	0,61	1,58	
2015	II	0,10	0,00	1,55	0,00	11,57	0,19	0,66	1,96	
2015	III	0,09	0,02	-0,36	0,00	11,57	0,18	0,64	1,78	
2015	IV	0,10	-0,02	-0,09	0,00	11,51	0,17	0,64	1,77	
AS Olympic Entertainment Group	2011	I	0,26	0,00	0,09	0,05	11,57	0,07	0,20	0,25
	2011	II	0,22	0,04	-0,01	0,03	11,59	0,07	0,32	0,47
	2011	III	0,21	0,05	0,02	0,01	11,56	0,05	0,26	0,36
	2011	IV	0,20	0,04	0,00	0,05	11,52	0,04	0,19	0,24
	2012	I	0,17	0,06	-0,06	0,03	11,58	0,03	0,18	0,22
	2012	II	0,16	0,05	0,00	0,02	11,61	0,02	0,29	0,41
	2012	III	0,15	0,07	0,06	0,02	11,68	0,01	0,27	0,37
	2012	IV	0,18	0,06	0,11	0,02	11,60	0,01	0,15	0,17
	2013	I	0,19	0,04	-0,11	0,02	11,64	0,01	0,14	0,16
	2013	II	0,21	0,05	0,03	0,02	11,52	0,01	0,16	0,19
	2013	III	0,21	0,09	0,13	0,02	11,60	0,01	0,14	0,16
	2013	IV	0,22	0,07	0,04	0,02	11,68	0,01	0,14	0,16
2014	I	0,23	0,04	-0,12	0,02	11,71	0,01	0,12	0,14	

	2014	II	0,28	0,05	0,07	0,02	11,66	0,02	0,15	0,18
	2014	III	0,29	0,06	0,02	0,02	11,70	0,01	0,13	0,15
	2014	IV	0,27	0,03	0,05	0,03	11,75	0,01	0,13	0,16
	2015	I	0,28	0,05	0,04	0,01	11,82	0,01	0,15	0,17
	2015	II	0,34	0,05	0,07	0,02	11,73	0,01	0,15	0,17
	2015	III	0,35	0,06	-0,04	0,01	11,82	0,03	0,15	0,18
	2015	IV	0,36	0,04	0,12	0,01	12,00	0,07	0,24	0,32
AS Premia Foods	2011	I	0,21	-0,03	-0,06	0,01	11,14	0,34	0,43	0,75
	2011	II	0,20	0,01	0,66	0,01	11,16	0,32	0,43	0,76
	2011	III	0,21	0,02	-0,13	0,01	11,10	0,30	0,37	0,59
	2011	IV	0,21	-0,02	-0,17	0,02	11,07	0,30	0,37	0,59
	2012	I	0,21	-0,02	-0,14	0,01	11,07	0,29	0,39	0,63
	2012	II	0,19	0,01	0,52	0,01	11,13	0,28	0,42	0,72
	2012	III	0,20	0,02	-0,10	0,01	11,09	0,29	0,43	0,76
	2012	IV	0,20	-0,01	-0,17	0,01	11,05	0,37	0,42	0,73
	2013	I	0,20	-0,02	-0,07	0,01	11,04	0,36	0,43	0,77
	2013	II	0,19	0,02	0,52	0,01	11,12	0,36	0,47	0,88
	2013	III	0,19	0,03	-0,03	0,01	11,10	0,33	0,42	0,73
	2013	IV	0,20	-0,02	-0,03	0,01	11,06	0,28	0,42	0,71
	2014	I	0,19	-0,02	-0,21	0,01	11,06	0,27	0,44	0,77
	2014	II	0,38	0,04	0,42	0,01	10,98	0,35	0,52	1,10
	2014	III	0,10	0,04	-0,65	0,01	11,09	0,20	0,38	0,62
	2014	IV	0,16	-0,16	0,43	0,03	10,61	0,06	0,17	0,20
	2015	I	0,24	-0,02	-0,28	0,01	10,24	0,08	0,23	0,30
	2015	II	0,18	0,01	0,11	0,01	10,58	0,06	0,15	0,18
	2015	III	0,18	0,02	-0,01	0,01	10,60	0,05	0,15	0,18
	2015	IV	0,25	0,02	0,51	0,01	10,29	0,09	0,21	0,27
AS Silvano Fashion Group	2011	I	0,18	0,11	0,22	0,01	10,96	0,00	0,23	0,30
	2011	II	0,15	0,39	0,21	0,01	10,79	0,01	0,34	0,51
	2011	III	0,13	0,13	-0,01	0,00	11,05	0,01	0,25	0,34
	2011	IV	0,21	0,13	-0,30	0,01	11,13	0,00	0,24	0,32
	2012	I	0,19	0,08	0,37	0,01	11,24	0,04	0,21	0,27
	2012	II	0,18	0,06	0,25	0,00	11,34	0,05	0,31	0,46
	2012	III	0,21	0,05	-0,11	0,02	11,21	0,05	0,20	0,25
	2012	IV	0,22	0,02	-0,21	0,01	11,24	0,04	0,19	0,23
	2013	I	0,22	0,04	0,25	0,01	11,36	0,03	0,21	0,26
	2013	II	0,23	0,05	0,15	0,01	11,37	0,03	0,23	0,29
	2013	III	0,23	0,04	-0,19	0,01	11,30	0,03	0,16	0,19
	2013	IV	0,24	0,00	-0,23	0,01	11,25	0,03	0,18	0,22
	2014	I	0,23	0,03	0,18	0,01	11,27	0,00	0,20	0,26
	2014	II	0,21	0,04	0,02	0,01	11,31	0,00	0,22	0,29
	2014	III	0,23	0,05	0,18	0,01	11,28	0,00	0,15	0,17
	2014	IV	0,25	0,02	-0,58	0,01	11,12	0,00	0,20	0,25
	2015	I	0,24	-0,01	-0,05	0,01	11,00	0,00	0,22	0,29
	2015	II	0,23	0,06	0,64	0,01	10,98	0,00	0,23	0,31
	2015	III	0,21	0,10	-0,19	0,01	10,84	0,00	0,15	0,18
	2015	IV	0,20	0,05	-0,23	0,01	10,88	0,00	0,16	0,20

AS Skano Group	2011	I	0,44	0,01	-0,01	0,02	9,17	0,29	0,43	0,76
	2011	II	0,61	0,02	0,07	0,01	9,51	0,91	0,58	1,36
	2011	III	0,64	0,14	-0,03	0,01	9,71	0,66	0,52	1,09
	2011	IV	0,67	-0,01	0,15	0,01	9,68	0,61	0,52	1,07
	2012	I	0,64	-0,01	-0,05	0,01	9,70	0,63	0,54	1,17
	2012	II	0,64	0,00	0,07	0,02	9,68	0,63	0,53	1,13
	2012	III	0,63	0,00	-0,04	0,01	9,69	0,68	0,53	1,13
	2012	IV	0,65	-0,01	0,05	0,02	9,65	0,56	0,52	1,07
	2013	I	0,64	-0,02	-0,12	0,01	9,65	0,64	0,54	1,16
	2013	II	0,64	-0,01	0,09	0,01	9,63	0,65	0,54	1,18
	2013	III	0,65	0,01	0,10	0,02	9,61	0,64	0,52	1,10
	2013	IV	0,65	-0,02	-0,07	0,02	9,60	0,54	0,54	1,16
	2014	I	0,63	-0,02	0,10	0,02	9,61	0,55	0,56	1,28
	2014	II	0,62	0,01	0,00	0,01	9,62	0,65	0,55	1,25
	2014	III	0,60	-0,01	-0,07	0,01	9,65	0,66	0,58	1,35
	2014	IV	0,62	-0,10	-0,06	0,02	9,50	0,71	0,60	1,51
	2015	I	0,55	-0,01	0,10	0,01	9,62	0,73	0,65	1,88
	2015	II	0,58	-0,01	-0,09	0,02	9,55	0,83	0,63	1,73
	2015	III	0,56	0,00	0,03	0,01	9,57	0,82	0,64	1,76
	2015	IV	0,61	-0,02	-0,12	0,02	9,49	0,89	0,63	1,70
AS Tallink Grupp	2011	I	0,90	0,00	-0,25	0,00	17,17	1,45	0,64	1,75
	2011	II	0,90	-0,01	-0,07	0,00	14,42	1,45	0,64	1,77
	2011	III	0,89	0,00	0,11	0,00	14,42	1,41	0,64	1,80
	2011	IV	0,86	0,03	0,41	0,00	14,44	1,25	0,62	1,63
	2012	I	0,89	-0,01	-0,35	0,00	14,38	1,14	0,61	1,57
	2012	II	0,88	0,01	0,26	0,00	14,38	1,04	0,60	1,49
	2012	III	0,88	0,03	0,15	0,00	14,38	0,92	0,57	1,32
	2012	IV	0,88	0,00	-0,21	0,00	14,37	0,97	0,56	1,29
	2013	I	10,06	-0,01	-0,14	0,00	14,23	0,97	0,67	1,35
	2013	II	0,87	0,01	0,31	0,00	14,38	1,03	0,59	1,45
	2013	III	0,88	0,03	0,12	0,00	14,36	0,94	0,56	1,26
	2013	IV	0,87	0,00	-0,20	0,00	14,36	0,89	0,55	1,23
	2014	I	0,88	-0,01	-0,16	0,00	14,35	0,90	0,56	1,28
	2014	II	0,86	0,00	0,31	0,00	14,35	0,89	0,57	1,33
	2014	III	0,87	0,02	0,07	0,00	14,34	0,82	0,54	1,19
	2014	IV	0,87	0,00	-0,15	0,00	14,34	0,76	0,54	1,17
	2015	I	0,87	-0,01	-0,15	0,00	14,33	0,76	0,54	1,19
	2015	II	0,85	0,02	0,34	0,00	14,33	0,70	0,53	1,13
	2015	III	0,86	0,03	0,08	0,00	14,32	0,63	0,50	1,00
	2015	IV	0,85	0,00	-0,17	0,00	14,25	0,57	0,46	0,87
AS Tallinna Kaubamaja Grupp	2011	I	0,67	0,01	-0,14	0,01	12,47	0,49	0,50	0,99
	2011	II	0,70	0,01	0,15	0,01	12,43	0,52	0,51	1,04
	2011	III	0,68	0,03	0,00	0,01	12,44	0,49	0,49	0,95
	2011	IV	0,66	0,03	0,08	0,01	12,48	0,40	0,47	0,88
	2012	I	0,68	0,01	-0,11	0,01	12,49	0,39	0,46	0,86
	2012	II	0,70	0,02	1,12	0,01	12,49	0,52	0,51	1,03
	2012	III	0,69	0,03	-0,49	0,01	12,51	0,53	0,49	0,97

	2012	IV	0,66	0,03	0,10	0,01	12,57	0,41	0,49	0,97
	2013	I	0,69	-0,01	-0,12	0,01	12,56	0,47	0,55	1,21
	2013	II	0,69	0,02	0,10	0,01	12,58	0,58	0,54	1,17
	2013	III	0,70	0,02	0,01	0,01	12,58	0,56	0,52	1,08
	2013	IV	0,70	0,08	0,11	0,01	12,70	0,46	0,49	0,95
	2014	I	0,70	0,00	-0,13	0,01	12,70	0,51	0,51	1,03
	2014	II	0,70	0,02	0,14	0,01	12,70	0,50	0,49	0,97
	2014	III	0,85	0,02	-0,03	0,01	12,70	0,51	0,50	0,99
	2014	IV	0,66	0,03	0,09	0,01	12,75	0,45	0,49	0,97
	2015	I	0,13	0,00	-0,15	0,00	14,37	0,53	0,54	1,17
	2015	II	0,71	0,02	0,13	0,01	12,69	0,51	0,50	1,00
	2015	III	0,63	0,02	0,00	0,01	12,78	0,49	0,52	1,10
2015	IV	0,57	0,03	0,09	0,02	12,76	0,32	0,48	0,94	
AS Tallinna Vesi	2011	I	0,76	0,04	0,00	0,01	12,18	1,15	0,58	1,39
	2011	II	0,84	0,01	0,03	0,02	12,10	1,52	0,63	1,69
	2011	III	0,83	0,02	0,02	0,02	12,12	1,46	0,61	1,58
	2011	IV	0,76	0,04	0,01	0,03	12,17	1,33	0,59	1,44
	2012	I	0,74	0,03	-0,01	0,01	12,20	1,23	0,57	1,33
	2012	II	0,78	0,01	0,01	0,02	12,15	1,52	0,63	1,71
	2012	III	0,78	0,03	-0,01	0,02	12,16	1,39	0,60	1,51
	2012	IV	0,74	0,04	0,05	0,03	12,21	1,25	0,58	1,37
	2013	I	0,75	0,03	-0,07	0,01	12,24	1,17	0,56	1,27
	2013	II	0,77	0,01	0,06	0,02	12,19	1,40	0,62	1,61
	2013	III	0,77	0,03	-0,03	0,02	12,19	1,30	0,59	1,43
	2013	IV	0,75	0,03	0,05	0,03	12,22	1,20	0,57	1,32
	2014	I	0,73	0,02	-0,03	0,01	12,25	1,13	0,56	1,26
	2014	II	0,78	0,00	0,00	0,01	12,19	1,43	0,62	1,63
	2014	III	0,78	0,03	-0,01	0,02	12,20	1,34	0,59	1,47
	2014	IV	0,77	0,03	0,00	0,03	12,23	1,26	0,58	1,36
	2015	I	0,74	0,03	0,02	0,01	12,26	1,07	0,56	1,27
	2015	II	0,79	0,01	0,01	0,02	12,21	1,42	0,61	1,58
	2015	III	0,78	0,03	0,02	0,02	12,22	1,34	0,59	1,46
	2015	IV	0,78	0,03	0,04	0,03	12,25	1,25	0,57	1,35

Lietuvos, Latvijos, Estijos BVP augimo, infliacijos ir ekonominių vertinimų rodikliai 2011–2015 m. (sudaryta autorės pagal OECD (2016), The European Commission (2016))

	BVP augimas (proc.)			Infliacijos pokytis (proc.)			Ekonominių vertinimų rodiklis		
	Lietuva	Estija	Latvija	Lietuva	Estija	Latvija	Lietuva	Estija	Latvija
2011 m. I	2,26	1,99	1,09	3,26	5,37	3,97	106,70	111,50	102,40
2011m. II	1,32	1,35	3,45	4,76	5,24	4,77	110,20	108,80	102,70
2011 m. III	0,69	2,09	2,07	4,51	5,25	4,54	101,30	104,10	103,20
2011 m. IV	1,24	0,33	0,21	3,98	4,09	4,21	101,30	101,40	102,10
2012 m. I	1,10	1,62	0,22	3,56	4,38	3,43	99,50	104,10	103,40
2012m. II	-0,24	0,86	1,03	2,74	3,91	2,30	99,90	103,00	104,20
2012 m. III	2,27	0,68	1,40	3,17	3,73	1,74	98,80	100,50	103,90
2012 m. IV	0,57	0,03	0,42	2,90	3,73	3,73	101,10	102,00	104,60
2013 m. I	0,22	0,78	1,72	2,12	3,52	0,38	103,60	102,50	105,00
2013m. II	1,08	-0,54	-0,54	1,27	3,38	-0,11	104,40	100,60	103,60
2013 m. III	1,26	0,95	1,35	0,43	2,78	-0,09	104,90	102,50	102,80
2013 m. IV	0,93	0,50	0,62	0,39	1,47	-0,29	103,20	102,90	104,40
2014 m. I	0,94	0,84	0,83	0,17	0,62	0,39	105,50	102,80	103,90
2014m. II	0,44	0,90	0,02	0,09	-0,02	0,67	101,70	98,70	103,40
2014 m. III	0,19	-0,13	0,40	0,13	-0,56	0,84	99,00	99,80	101,70
2014 m. IV	0,30	1,89	0,59	0,02	-0,46	0,59	101,50	102,20	102,90
2015 m. I	0,30	-1,10	0,98	-1,57	-0,90	-0,01	104,60	96,60	103,50
2015m. II	0,62	1,40	1,03	-0,68	0,05	0,78	101,80	94,60	101,70
2015 m. III	0,52	-0,50	0,63	-0,93	-0,40	-0,14	104,60	97,70	101,40
2015 m. IV	0,52	1,09	-0,32	-0,37	-0,54	0,06	105,70	100,20	102,20

Lietuvos, Latvijos, Estijos ilgalaikės ir trumpalaikės palūkanų normos 2011–2015 m.
(sudaryta autorės pagal Europos centrinę banką (2016), OECD (2016), Eesti Pank (2016))

	Ilgalaikės palūkanų normos (proc.)			Trumpalaikės palūkanų normos (proc.)		
	Lietuva	Estija	Latvija	Lietuva	Estija	Latvija
2011 m. I	5,15	2,90	6,49	1,39	1,09	0,86
2011m. II	5,05	2,50	5,87	1,62	1,41	0,77
2011 m. III	5,09	2,30	5,60	1,84	1,56	0,84
2011 m. IV	5,75	2,70	5,93	1,84	1,50	1,37
2012 m. I	5,29	2,90	5,15	1,41	1,04	1,43
2012m. II	4,96	2,90	5,15	1,24	0,70	0,95
2012 m. III	4,53	2,70	3,92	0,95	0,36	0,65
2012 m. IV	4,00	3,10	3,24	0,73	0,20	0,53
2013 m. I	4,15	2,70	3,17	0,49	0,21	0,49
2013m. II	3,54	2,60	3,17	0,70	0,21	0,41
2013 m. III	3,89	2,70	3,45	0,45	0,22	0,30
2013 m. IV	3,69	2,70	3,62	0,40	0,24	0,25
2014 m. I	3,33	2,80	2,87	0,41	0,30	0,30
2014m. II	2,92	2,90	2,53	0,40	0,30	0,30
2014 m. III	2,42	3,20	2,28	0,31	0,17	0,17
2014 m. IV	1,90	2,50	1,63	0,19	0,08	0,08
2015 m. I	1,11	2,40	0,56	0,05	0,05	0,05
2015m. II	1,41	2,10	1,28	-0,01	-0,01	-0,01
2015 m. III	1,64	2,30	1,03	-0,03	-0,03	-0,03
2015 m. IV	1,49	2,30	1,08	-0,09	-0,09	-0,09

Lietuvos įmonių finansinių svertų rodiklių (LR1, LR2, LR3) ir tiriamųjų vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinė analizė taikant vienerių metų atotrūkį 2011–2015 m.

Įmonė	Finansinis svertas	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma
APB Apranga	LR1										-0,50
	LR2								0,67		
	LR3	-0,53				0,67	-0,47	-0,71		-0,80	-0,73
AB Grigeo Grigiškės	LR1	0,66				0,54					
	LR2	0,84				0,53				-0,51	
	LR3	0,85				0,49					
AB Klaipėdos nafta	LR1					0,91		-0,78		-0,89	-0,71
	LR2					0,93		-0,81		-0,92	-0,76
	LR3					0,92		-0,79		-0,90	-0,75
AB Lietuvos energijos gamyba	LR1	-0,70			0,48	-0,74	-0,46	-0,69		-0,81	-0,64
	LR2	-0,61			0,46	-0,75	-0,47	-0,65		-0,79	-0,61
	LR3	-0,62				-0,74	-0,47	-0,62		-0,78	-0,59
AB Linas Agro Group	LR1	0,79				0,65		-0,70		-0,82	-0,64
	LR2										
	LR3										
AB Panevėžio statybos trestas	LR1		0,57		0,66			0,51		0,46	0,65
	LR2								-0,48		
	LR3										
AB Pieno žvaigždės	LR1										
	LR2				-0,47	0,50					
	LR3				-0,47	0,50					
AB Rokiškio sūris	LR1										
	LR2					-0,53		0,81		0,77	0,84
	LR3		0,46			-0,60		0,80		0,74	0,84
AB Vilkyškių pieninė	LR1			0,49				0,50		0,54	
	LR2			0,50	0,50						
	LR3			0,52	0,54						
AB Utenos trikotažas	LR1				0,55			0,86		0,71	0,87
	LR2										
	LR3				0,56			0,87		0,72	0,87
AB TEO	LR1	0,78				-0,70		-0,89		-0,91	-0,82
	LR2	0,70				-0,70		-0,60		-0,70	-0,59
	LR3	0,69				-0,69		-0,58		-0,68	-0,57

Latvijas īmoniu finansiniu svrtu rodiklu (LR1, LR2, LR3) ir tiriamuju vidiniu, bei isoriniu veiksniu koreliacine analize taikant vieneriu metu atotruki 2011–2015 m.

Īmonē	Finansinis svrtas	Turto materialumas	Turto pehinumas	Īmonēs augimo veiksnijs	Neskolinis mokesču skydas	Īmonēs dydis pagal turta	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominiu vertiniu rodiklis	Ilgalaikē palūkanu norma	Trumpalaikē palūkanu norma
AS Grindeks	LR1										
	LR2										
	LR3										
AS Latvijas kuģniecība	LR1		0,66			-0,53		-0,68		-0,62	-0,66
	LR2						-0,49	-0,56		-0,46	
	LR3							-0,51			
AS Olainfarm	LR1	0,59	0,57			-0,67	0,46	0,72		0,55	0,59
	LR2		0,59							0,58	
	LR3		0,57					0,49		0,56	
AS SAF Tehnika	LR1	0,67				-0,49		-0,80		-0,69	-0,66
	LR2										
	LR3										

Estijos įmonių finansinių svertų rodiklių (LR1, LR2, LR3) ir tiriamųjų vidinių, bei išorinių veiksnių koreliacinė analizė taikant vienerių metų atotrūkį 2011–2015 m.

Įmonė	Finansinis svertas	Turto materialumas	Turto pelningumas	Įmonės augimo veiksnys	Neskolinis mokesčių skydas	Įmonės dydis pagal turta	BVP pokytis	Infliacija	Ekonominių vertinimų rodiklis	Ilgalaikė palūkanų norma	Trumpalaikė palūkanų norma
AS Arco Vara	LR1										
	LR2										
	LR3										
AS Baltika	LR1					0,78		0,69			0,76
	LR2					0,57					0,60
	LR3					0,63		0,52			0,67
AS Ekspress Grupp	LR1	0,62				0,89		0,87	0,66		0,91
	LR2	0,50				0,90		0,95	0,74		0,84
	LR3	0,62				0,86		0,87	0,64		0,90
AS Harju Elekter	LR1	0,55				-0,59					0,55
	LR2	0,71				-0,69		0,57			0,47
	LR3	0,71				-0,70		0,54			0,48
AS Merko Ehitus	LR1		0,52	-0,57							-0,62
	LR2		0,52	-0,48		0,58				0,58	
	LR3		0,53	-0,48		0,60				0,59	
AS Nordecon	LR1	-0,50						0,74	0,68		0,82
	LR2							0,73	0,47		
	LR3							0,71			
AS Olympic Entertainment Group	LR1						0,46	0,63	0,61		0,91
	LR2	-0,53						0,70			0,64
	LR3	-0,51						0,68			0,64
AS Premia Foods	LR1					0,93		0,66	0,67	0,64	0,46
	LR2					0,88		0,49	0,56	0,69	
	LR3					0,84			0,51	0,71	
AS Silvano Fashion Group	LR1					0,61		0,46			
	LR2	-0,61						0,57			0,60
	LR3	-0,62						0,54			0,59
AS Skano Group	LR1								-0,52		
	LR2	-0,57						-0,68	-0,80	-0,55	-0,55
	LR3	-0,65						-0,68	-0,80	-0,62	-0,53
AS Tallink Grupp	LR1					0,76		0,86	0,71		0,96
	LR2					0,77		0,83	0,53		0,75
	LR3					0,80		0,85	0,63		0,94
AS Tallinna Kaubamaja Grupp	LR1										
	LR2								0,49		
	LR3										
AS Tallinna Vesi	LR1		0,72								
	LR2		0,64								
	LR3		0,62								