



Kauno technologijos universitetas

Ekonomikos ir verslo fakultetas

**Įmonių finansinio lankstumo įtaka finansiniams rezultatams
ekonomikos svyravimams jautriuose ir mažiau jautriuose
sektoriuose**

Baigiamasis magistro projektas

Gintarė Stankevičiūtė

Projekto autorė

Doc. dr. Rasa Norvaišienė

Vadovė

Kaunas, 2025



Kauno technologijos universitetas

Ekonomikos ir verslo fakultetas

**Įmonių finansinio lankstumo įtaka finansiniams rezultatams
ekonomikos svyravimams jautriuose ir mažiau jautriuose
sektoriuose**

Baigiamasis magistro projektas

Finansai (6211LX036)

Gintarė Stankevičiūtė

Projekto autorė

Doc. dr. Rasa Norvaišienė

Vadovė

Doc. dr. Lina Sinevičienė

Recenzentė

Kaunas, 2025



Kauno technologijos universitetas

Ekonomikos ir verslo fakultetas

Gintarė Stankevičiūtė

Įmonių finansinio lankstumo įtaka finansiniams rezultatams ekonomikos svyravimams jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose

Akademinio sąžiningumo deklaracija

Patvirtinu, kad:

1. baigiamąjį projektą parengiau savarankiškai ir sąžiningai, nepažeisdama(s) kitų asmenų autoriaus ar kitų teisių, laikydamasi(s) Lietuvos Respublikos autorių teisių ir gretutinių teisių įstatymo nuostatų, Kauno technologijos universiteto (toliau – Universitetas) intelektinės nuosavybės valdymo ir perdavimo nuostatų bei Universiteto akademinės etikos kodekse nustatytų etikos reikalavimų;
2. baigiamajame projekte visi pateikti duomenys ir tyrimų rezultatai yra teisingi ir gauti teisėtai, nei viena šio projekto dalis nėra plagijuota nuo jokių spausdintinių ar elektroninių šaltinių, visos baigiamojo projekto tekste pateiktos citatos ir nuorodos yra nurodytos literatūros sąrašė;
3. įstatymų nenumatytų piniginių sumų už baigiamąjį projektą ar jo dalis niekam nesu mokėjęs (-uis);
4. suprantu, kad išaiškėjus nesąžiningumo ar kitų asmenų teisių pažeidimo faktui, man bus taikomos akademinės nuobaudos pagal Universitete galiojančią tvarką ir būsiu pašalinta(s) iš Universiteto, o baigiamasis projektas gali būti pateiktas Akademinės etikos ir procedūrų kontrolieriaus tarnybai nagrinėjant galimą akademinės etikos pažeidimą.

Gintarė Stankevičiūtė

Patvirtinta elektroniniu būdu

Stankevičiūtė Gintarė. Įmonių finansinio lankstumo įtaka finansiniams rezultatams ekonomikos svyravimams jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose. Magistro baigiamasis projektas vadovė doc. dr. Rasa Norvaišienė; Kauno technologijos universitetas, Ekonomikos ir verslo fakultetas.

Studijų kryptis ir sritis (studijų krypčių grupė): Finansai, Verslas ir viešoji vadyba.

Reikšminiai žodžiai: finansinis lankstumas, finansiniai rezultatai, jautrūs sektoriai, mažiau jautrūs sektoriai, ekonomikos ciklai.

Kaunas, 2025. 85 p.

Santrauka

Temos aktualumas. Įmonių finansinis lankstumas moksliniuose tyrimuose pradėtas nagrinėti palyginti neseniai, tačiau tai vis didesnio susidomėjimo sulaukianti tema mokslininkų bendruomenėje. Didesnis susidomėjimas šia tema atsirado po pasaulį sukrėtusių ekonomikos neramumų, susijusių su pasauline finansų krize ir COVID-19 pandemija, kai dauguma įmonių susidūrė su dideliais iššūkiais, siekiant išlaikyti savo veiklos efektyvumą ir tęstinumą. Finansinis lankstumas tapo svarbia priemone, padedančia įveikti iškilusius sunkumus. Dažnai mokslininkai akcentuoja šio instrumento naudą ekonomikos nuosmukio laikotarpiams, tačiau tyrimai rodo, kad jis gali būti naudingas ir ekonomikos augimo metu, kuomet įmonės siekia plėsti savo veiklą arba pasinaudoti atsiradusiomis galimybėmis. Nepaisant to, vis dar nėra aišku, kokią įtaką finansinis lankstumas turi skirtingų sektorių įmonėms, ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiams. Atsižvelgiant į šiuolaikinę ekonominę situaciją, kai įmonės turi prisitaikyti prie vis dažnesnių rinkos nestabilumo iššūkių, finansinio lankstumo tema tampa vis aktualesnė.

Objektas – įmonių finansinio lankstumo įtaka finansiniams rezultatams.

Darbo tikslas – ištirti finansinio lankstumo įtaką įmonių finansiniams rezultatams skirtingo jautrumo ekonomikos svyravimams sektoriuose.

Pagrindiniai tyrimo rezultatai. Pirmoje dalyje išanalizavus mokslinius straipsnius, nustatyta, kad finansinis lankstumas yra naudingas įmonėms tiek ekonomikos augimo, tiek nuosmukio laikotarpiams, siekiant išlaikyti arba pagerinti įmonių finansinius rezultatus. Antroje dalyje, išanalizavus mokslinius tyrimus, nustatyta, kad skirtingi sektoriai nevienodai reaguoja į ekonomikos svyravimus, o finansinis lankstumas gali turėti reikšmingą poveikį šių sektorių finansiniams rezultatams, tokiems kaip ROA, ROE, Tobin's Q ir investicijų apimtis. Taip pat mokslininkai išskiria skirtingas finansinio lankstumo funkcijas, kurios gali turėti nevienodą reikšmę įmonėms, ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiams. Trečiojoje dalyje sudarytas empirinio tyrimo modelis, kurio tikslas nustatyti finansinio lankstumo poveikį skirtingų sektorių finansiniams rezultatams, ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiams. Ketvirtojoje dalyje, atlikus empirinį tyrimą, nustatyta, kad įmonių pinigų, skolos ir finansinis lankstumas buvo didesni ekonomikos svyravimams jautrių sektorių įmonėse tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiams. Taip pat nustatyta, kad šiose įmonėse finansinis lankstumas turėjo stipresnį teigiamą poveikį ROA, ROE ir Tobin's Q rodikliams, palyginti su mažiau jautrių sektorių įmonėmis. Finansinio lankstumo poveikis įmonių ROA buvo stipresnis augimo laikotarpiams, o ROE ir Tobin's Q – nuosmukio. Tuo tarpu mažiau jautrių sektorių įmonėse finansinis lankstumas turėjo stipresnį teigiamą poveikį įmonių investicijų apimties rodikliui. Šis poveikis buvo stipresnis augimo laikotarpiu. Šie rezultatai patvirtina, kad finansinis lankstumas yra ypač svarbus jautrių sektorių

įmonėms ekonomikos nuosmukio laikotarpiais, tačiau jo reikšmė išlieka svarbi ir augimo laikotarpiais.

Stankevičiūtė Gintarė. The Impact of Corporate Financial Flexibility on Financial Performance in Cyclical and Non-Cyclical Sectors. Master's Final Degree Project / supervisor assoc. prof. Rasa Norvaišienė; School of Economics and Business, Kaunas University of Technology.

Study field and area (study field group): Finance, Business and Public Management,

Keywords: financial flexibility; financial performance; cyclical sectors; non-cyclical sectors; business cycles.

Kaunas, 2025. 85 pages.

Summary

Relevance of the Topic. Financial flexibility has only recently attracted the attention of researchers, but it is becoming an increasingly important topic in the academic field. The growing interest in this subject increased after global economic shocks, such as the financial crisis and the COVID-19 pandemic, when many companies faced serious challenges in maintaining efficiency and business continuity. Financial flexibility became an important tool for overcoming these difficulties. Although researchers often highlight its importance during economic downturns, studies show that it can also be useful during periods of growth, when companies are expanding or taking advantage of new opportunities. However, it is still unclear how financial flexibility affects companies in different sectors during times of economic expansion and recession. As companies today must constantly adapt to market instability, financial flexibility is becoming even more relevant.

The object is the impact of financial flexibility on corporate financial performance.

The aim of the study is to analyze the impact of financial flexibility on corporate financial performance in cyclical and non-cyclical sectors.

Main results of the research. In the first part of the research, the analysis of scientific literature showed that financial flexibility is beneficial for companies during periods of economic growth and recession, helping them maintain or improve financial performance. In the second part, it was found that different sectors react differently to economic fluctuations, and financial flexibility can have a significant impact on financial indicators such as ROA, ROE, Tobin's Q and investment activity. Researchers also recognize different functions of financial flexibility, which may be more or less important at different phases of the economic cycle. In the third part, an empirical research model was developed to determine the effect of financial flexibility on the financial performance of companies in cyclical and non-cyclical sectors during economic growth or recession. In the fourth part, the results of the empirical study showed that companies in cyclical sectors had higher levels of cash, debt, and financial flexibility than companies in non-cyclical sectors, regardless of the economic period. It was also found that in cyclical sectors, financial flexibility had a stronger positive effect on ROA, ROE, and Tobin's Q compared to non-cyclical sectors. The effect on ROA was greater during periods of economic growth, while the effects on ROE and Tobin's Q were stronger during economic downturns. On the other hand, in non-cyclical sectors, financial flexibility had a stronger positive impact on investment activity of companies. This impact was greater during periods of economic growth. These results confirm that financial flexibility is especially important for companies in

cyclical sectors during economic downturns, although its relevance also remains significant during periods of economic expansion.

Turinys

Lentelių sąrašas	9
Paveikslų sąrašas	11
Įvadas	12
1. Įmonių finansinio lankstumo problemos analizė	14
1.1. Įmonių finansinio lankstumo problemos aktualumas	14
1.2. Įmonių finansinio lankstumo samprata	15
1.3. Finansinio lankstumo teorijos	17
1.4. Veiksniai darantys įtaką įmonių finansiniam lankstumui	19
1.5. Poreikis tirti finansinį lankstumą	21
2. Finansinio lankstumo įtakos įmonių finansiniams rodikliams teoriniai aspektai	23
2.1. Finansinio lankstumo vertinimas mokslinėje literatūroje	23
2.2. Ekonomikos svyravimų poveikis įmonių finansiniams rezultatams	27
2.3. Ekonomikos svyravimų poveikis skirtingiems sektoriams	33
2.4. Finansinio lankstumo įtaka įmonių finansiniams rezultatams	36
2.5. Finansinio lankstumo įtakos įmonių finansiniams rezultatams skirtinguose sektoriuose pasireiškimo ypatumai	39
2.6. Finansinio lankstumo funkcijos	43
3. Finansinio lankstumo įtakos įmonės finansiniams rodikliams empirinio tyrimo metodologija	46
4. Įmonių finansinio lankstumo įtakos finansiniams rezultatams skirtingo jautrumo sektoriuose tyrimas ir jo rezultatai.....	49
4.1. Tyrimo imties ir duomenų struktūros analizė	49
4.2. Įmonių finansinio lankstumo analizė pagal sektorių jautrumą, šalis ir ekonomikos laikotarpius	53
4.3. Įmonių finansinių rezultatų analizė pagal sektorių jautrumą, šalis ir ekonomikos laikotarpius	57
4.4. Kontrolinių kintamųjų analizė pagal sektorių jautrumą, šalis ir ekonomikos laikotarpius	63
4.5. Ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos finansiniams rezultatams analizė.....	64
4.5.1. Ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos turto pelningumui (ROA) analizė.....	64
4.5.2. Ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos nuosavo kapitalo pelningumui (ROE) analizė.....	66
4.5.3. Ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos įmonių vertės matui (Tobin's Q) analizė	68
4.5.4. Ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos įmonių investicijų apimčiai analizė.....	71
4.6. Empirinio tyrimo rezultatų aptarimas.....	73
Išvados ir rekomendacijos	76
Literatūros sąrašas.....	79
Priedai	86

1 priedas. ROA regresinės analizės augimo laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai.....	86
2 priedas. ROA regresinės analizės nuosmukio laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai.....	87
3 priedas. ROE regresinės analizės augimo laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai.....	88
4 priedas. ROE regresinės analizės nuosmukio laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai.....	89
5 priedas. Tobin's Q regresinės analizės augimo laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai.....	90
6 priedas. Tobin's Q regresinės analizės nuosmukio laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai	91
7 priedas. Investicijų apimtys regresinės analizės augimo laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai	92
8 priedas. Investicijų apimtys regresinės analizės nuosmukio laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai	93

Lentelių sąrašas

1 lentelė. Altman Z kintamieji ir jų apskaičiavimas	27
2 lentelė. Ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių skirstymas	35
3 lentelė. Ekonomikos svyravimams jautrių sektorių finansinio lankstumo įtaka finansiniams rezultatams.....	41
4 lentelė. Ekonomikos svyravimams jautrių sektorių finansinio lankstumo įtaka finansiniams rezultatams.....	42
5 lentelė. Tyrime analizuojami ekonomikos svyravimams jautrūs ir mažiau jautrūs sektoriai	46
6 lentelė. Priklausomų kintamųjų vertinimas.....	47
7 lentelė. Kontrolinių kintamųjų vertinimas	48
8 lentelė. Į tyrimą įtrauktų Vokietijos ir Lenkijos įmonių pasiskirstymas pagal sektorius	49
9 lentelė. Į tyrimą įtrauktų Vokietijos ir Lenkijos įmonių pasiskirstymas pagal sektorių jautrumą ekonomikos svyravimams	50
10 lentelė. Ekonomikos laikotarpių skirstymas į augimo ir nuosmukio laikotarpius pagal BVP augimą	51
11 lentelė. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo bei priklausomų kintamųjų statistinės charakteristikos.....	52
12 lentelė. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidurkiai skirtinguose sektoriuose	53
13 lentelė. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidurkiai ekonomikos svyravimams jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose.....	54
14 lentelė. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidurkiai Vokietijoje ir Lenkijoje	54
15 lentelė. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidurkiai ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais	55
16 lentelė. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidurkiai skirtingo jautrumo sektoriuose ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais	57
17 lentelė. Priklausomų kintamųjų vidurkiai skirtinguose sektoriuose.....	58
18 lentelė. Priklausomų kintamųjų vidurkiai ekonomikos svyravimams jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose.....	58
19 lentelė. Priklausomų kintamųjų vidurkiai Vokietijoje ir Lenkijoje.....	59
20 lentelė. Priklausomų kintamųjų vidurkių pasiskirstymas tarp skirtingų ekonomikos laikotarpių 60	
21 lentelė. Priklausomų kintamųjų vidurkiai skirtingo jautrumo sektoriuose ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais	62
22 lentelė. Kontrolinių kintamųjų vidurkiai ekonomikos svyravimams jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose	63
23 lentelė. Kontrolinių kintamųjų vidurkiai Vokietijoje ir Lenkijoje	64
24 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka turto pelningumui ekonomikos augimo laikotarpiu	65
25 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka turto pelningumui ekonomikos nuosmukio laikotarpiu	66
26 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka nuosavo kapitalo pelningumui ekonomikos augimo laikotarpiu.....	67
27 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka nuosavo kapitalo pelningumui ekonomikos nuosmukio laikotarpiu.....	68

28 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka Tobin's Q ekonomikos augimo laikotarpiu	69
29 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka Tobin's Q ekonomikos nuosmukio laikotarpiu	70
30 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka investicijų apimčiai augimo laikotarpiu	71
31 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka investicijų apimčiai nuosmukio laikotarpiu	72
32 lentelė. Finansinio lankstumo poveikio stiprumas įmonių finansiniams rezultatams skirtingo jautrumo sektoriuose ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais	73

Paveikslų sąrašas

1 pav. Kapitalo struktūros eilės pasirinkimo teorijos schema. Sudaryta darbo autorės, remiantis Stewart ir Nicholas (1984).....	17
2 pav. Vidinių ir išorinių veiksnių įtaka finansiniam lankstumui. Sudaryta darbo autorės.	21
3 pav. Finansinio lankstumo matavimo metodai. Sudaryta darbo autorės, remiantis Islam ir kt. (2019).	23
4 pav. Ekonominio ciklo fazių pokyčiai. Sudaryta darbo autorės, remiantis Barkauskaitė ir Eglinskaitė (2015) ir Reyes ir kt. (2022).	29
5 pav. Skirtingų ekonomikos laikotarpių įtaka įmonių finansiniams rezultatams. Sudaryta darbo autorės.	32
6 pav. Finansinio lankstumo įtaka įmonių finansiniams rezultatams. Sudaryta darbo autorės.	38
7 pav. Europos, Vokietijos ir Lenkijos BVP augimas 2006–2023 metais. Sudaryta darbo autorės, remiantis Pasaulinio banko duomenimis (World Bank, 2025).....	50
8 pav. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo dinamika 2006–2023 metais.	55
9 pav. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidutinės reikšmės analizuojamais laikotarpiais skirtingo jautrumo sektoriuose.	56
10 pav. ROA ir ROE dinamika 2006-2023 metais.	59
11 pav. Tobin's Q ir investicijų apimtys dinamika 2006-2023 metais.....	60
12 pav. ROA ir ROE vidutinės reikšmės analizuojamais laikotarpiais jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose.	61
13 pav. Tobin's Q ir investicijų apimtys vidutinės reikšmės analizuojamais laikotarpiais jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose.	62

Ivadas

Efektyvus įmonių valdymas visais laikais buvo aktuali ir svarbi tema ne tik įmonių, bet ir finansų vadovams. Ekonomikai patiriant nestabilumus ir įmonėms susiduriant su finansiniais sunkumais, ši tema tapo dar aktualesnė. Tokie pasauliniai sukrėtimai kaip 2008 metų finansų krizė ir COVID-19 pandemija paskatino daugelį įmonių ieškoti efektyvesnių operacinių, valdymo bei strateginių sprendimų. Krizių laikotarpiais įmonių finansiniai rezultatai suprastėja – sumažėja pelningumas, apyvartumas, likvidumas, o skolos lygis išauga, dėl ribotų finansavimo galimybių nuosavu kapitalu. Ekonomikai patiriant nestabilumus, atsiranda poreikis ieškoti tinkamiausių priemonių ir įrankių, kurie ne tik padėtų sumažinti patiriamus sunkumus, bet ir užtikrintų veiklos efektyvumą bei tęstinumą.

Finansinis lankstumas yra vienas iš įrankių, kuris per pastaruosius metus sulaukė vis didesnio mokslininkų susidomėjimo, pastebint jo pridėtinę naudą įmonėms ne tik ekonomikos nuosmukio, bet ir augimo laikotarpiais. Nuosmukio laikotarpiais finansinis lankstumas padeda įmonėms įveikti kylančius sunkumus bei išlaikyti veiklos tęstinumą, o augimo laikotarpiais plėsti veiklą ir aktyviau pasinaudoti atsiradusiomis investavimo galimybėmis. Nors finansinio lankstumo teigiamas poveikis įmonėms vis dažniau nagrinėjamas mokslinėje literatūroje, vis dar trūksta atsakymų, kokią poveikį jis daro skirtingų sektorių įmonėms, kurios skiriasi savo veiklos specifiškumu ir jautrumu ekonomikos svyravimams. Jautrių ekonomikos svyravimams sektorių įmonės dažniausiai yra labiau paveikiamos ekonomikos svyravimų ir susiduria su didesniais iššūkiais, nei mažiau jautrių sektorių įmonės, o šių įmonių veikla dažniausiai remiasi investiciniais sprendimais, kurie reikalauja daugiau kapitalo siekiant išlaikyti veiklos efektyvumą. Todėl kyla klausimas, ar finansinis lankstumas yra vienodai reikalingas skirtingų sektorių įmonėms ir kokią poveikį jis daro skirtingais ekonomikos laikotarpiais.

Mokslinė problema – kokią įtaką finansinis lankstumas daro įmonių finansiniams rezultatams, esant skirtingiems ekonomikos laikotarpiams? Kokią įtaką įmonių finansinis lankstumas daro skirtingų sektorių įmonių finansiniams rezultatams? Ar finansinis lankstumas daro vienodą įtaką įmonių finansiniams rezultatams, kurios į ekonominius nestabilumus reaguoja jautriai ir mažiau jautriai?

Tyrimo objektas: įmonių finansinio lankstumo įtaka finansiniams rezultatams.

Tyrimo tikslas: ištirti finansinio lankstumo įtaką įmonių finansiniams rezultatams skirtingo jautrumo ekonomikos svyravimams sektoriuose.

Uždaviniai:

1. Išanalizuoti įmonių finansinio lankstumo įtakos finansiniams rezultatams problematiką.
2. Išanalizuoti mokslinius tyrimus, susijusius su finansinio lankstumo įtaka įmonių rezultatams skirtinguose sektoriuose.
3. Sudaryti empirinio tyrimo modelį, siekiant įvertinti ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtaką finansiniams rezultatams.
4. Atlikti jautrių ir mažiau jautrių ekonomikos svyravimams sektorių finansinio lankstumo įtakos finansiniams rezultatams empirinį tyrimą.

Tyrimo metodai: tyrime taikomi mokslinės literatūros analizės, sisteminimo, apibendrinimo ir palyginimo metodai, siekiant išnagrinėti finansinio lankstumo sampratą bei jo įtaką įmonių finansiniams rezultatams. Duomenys empirinei analizei surinkti pasinaudojant „Bloomberg“

duomenų baze. Tyrimo metu atliekamos palyginamosios ir tiesinės regresinės analizės, pasitelkiant „Microsoft Excel“ ir „IBM SPSS Statistics“ programas.

1. Įmonių finansinio lankstumo problemos analizė

Įmonių finansinis lankstumas yra svarbus strateginis įrankis, leidžiantis įmonėms geriau stebėti ir valdyti savo finansus. Šio įrankio svarba ypač išryškėja esant sudėtingoms situacijoms, kuomet įmonės privalo priimti tinkamiausius sprendimus siekdamos išsaugoti arba pagerinti savo veiklą. Šiuolaikiniame pasaulyje, kai rinkos situacijos dažnai tampa nestabilios dėl ekonominių neramumų, ar didelės konkurencijos, įmonės yra priverstos ieškoti būdų, kurie leistų išlaikyti savo poziciją rinkoje. Taip pat augantys lūkesčiai iš akcininkų dar labiau skatina ieškoti geriausių sprendimų, didinančių įmonės vertę. Vienas iš strateginių įrankių padedantis tai padaryti – finansinis lankstumas.

1.1. Įmonių finansinio lankstumo problemos aktualumas

Apie finansinį lankstumą mokslininkai kalbėjo jau seniai, tačiau ankstesniais laikais finansinis lankstumas buvo suvokiamas kaip instrumentas, padedantis įmonėms efektyviau vykdyti investicinę veiklą ir tokiu būdu pagerinti savo finansinius rezultatus. Didesnis dėmesys finansinio lankstumo tema atsirado praėjus didžiosioms pasaulio krizėms, tokioms kaip 2007–2008 metų pasaulinė finansų krizė ir pasaulinė COVID-19 pandemija.

Pasaulinė finansų krizė, prasidėjus JAV, išplito ir į kitas pasaulio šalis, kas tik dar kartą parodė, kaip stipriai tarpusavyje susijusios visų šalių finansų rinkos ir kaip vienos šalies neramumai gali paveikti kitas šalis. Šiai krizei didelę įtaką turėjo per didelis finansinių institucijų siekis uždirbti kuo didesnę pelną, tinkamai neįvertinant galimos rizikos ir naudojant netinkamus rizikos valdymo metodus. Didžiausią įtaką tam galėjo turėti per didelis gyventojų bei turto brokerių pasitikėjimas savimi ir perdėtas tikėjimas didėjančiu ekonomikos augimu. Šios krizės metu dauguma įmonių nebuvo tinkamai pasiruošusios įveikti kylančius sunkumus, todėl jos susidūrė su dideliais finansiniais sunkumais, o kai kurios net bankrutavo. Praėjus šiai krizei, dauguma mokslininkų siekė išsiaiškinti, kodėl vienos įmonės geba geriau susitvarkyti su kylančiais iššūkiais nestabilumų laikotarpiais, tuo tarpu kitos įmonės patiria nemenkus nuostolius arba bankrutuoja. Atliktų tyrimų metu buvo pastebėta, kad įmonės, turėjusios daugiau grynųjų pinigų ir mažesnę skolinto kapitalo lygį, gebėjo geriau įveikti atsiradusius sunkumus pasaulinės finansų krizės laikotarpiu (Bancel ir Mittoo, 2011). Kitaip tariant, didesnis įmonių finansinis lankstumas šiuo laikotarpiu lėmė geresnę prisitaikymą prie pasikeitusių rinkos sąlygų.

Taip pat, 2020 metais prasidėjusi COVID-19 pasaulinė pandemija turėjo didžiulę įtaką pasaulio ekonomikai. Įvairių apribojimų atsiradimas sukėlė didelius iššūkius verslams, kurie turėjo perorientuoti savo veiklas, ieškoti tinkamiausių būdų ir priemonių, kurios padėtų įmonėms išgyventi sudėtingus laikotarpius. Užsitęsęs įvairiems apribojimams, vis daugiau įmonių pradėjo susidurti su finansiniais sunkumais, siekiant išsaugoti savo veiklą, todėl valstybės teikiamos paramos ir lengvatos padėjo įmonėms lengviau išgyventi kylančius sunkumus, tačiau to nepakako norint išsilaikyti rinkoje. Dauguma įmonių buvo priverstos ieškoti papildomų alternatyvų, keisti savo veiklos modelius ir tokiu būdu prisitaikyti prie pasikeitusių rinkos sąlygų. Tai kainavo papildomus kaštus, todėl įmonės, turinčios daugiau grynųjų, galėjo lengviau išlaikyti veiklos efektyvumą ir tęstinumą (Ahmad, Bashir ir Waqas, 2022). Dėl šios priežasties finansinis lankstumas tapo labai svarbiu įrankiu, leidžiančiu investuoti į naujas veiklos formas ir perorientuoti savo veiklą bei prisitaikyti prie pasikeitusių rinkos sąlygų.

Nors COVID-19 pasaulinė pandemija dažnai lyginama su 2007–2008 metų pasauline krize, tačiau vis dažniau pastebima, kad COVID-19 pandemija turėjo didesnę neigiamą įtaką ekonomikai ir verslams. Dideli skirtumai stebimi analizuojant apyvartinio kapitalo valdymą šiais skirtingais laikotarpiais. COVID-19 laikotarpiu įmonių apyvartinio kapitalo rodikliai buvo labiau paveikti, lyginant su pasauline finansų krize (Ahmad ir kt., 2022). Tam įtakos galėjo turėti tai, kad pandemijos metu buvo įvesta daugiau įvairių apribojimų, kurie neleido įmonėms vystyti savo veiklos kaip įprastai. Tuo tarpu finansų krizės laikotarpiu įmonės susidūrė su finansiniais sunkumais ir buvo priverstos ieškoti būdų, kaip pagerinti savo finansinius rezultatus, tačiau savo veiklą jos galėjo organizuoti įprastai.

Ekonomikos situacija yra nuolat besikeičianti, todėl įmonės net ir šiandieną turi būti pasiruošusios įveikti galimus nestabilumų laikotarpius. Besikeičianti geopolitinė situacija pasaulyje, priimami svarbūs kitų šalių sprendimai gali turėti reikšmingą įtaką pasaulinei ekonomikai. Dėl šios priežasties įmonėms svarbu išlaikyti finansinį lankstumą ir suprasti jo naudą, siekiant prisitaikyti prie atsiradusių pokyčių ir efektyviai išnaudoti visas galimybes siekiant pagerinti savo veiklos efektyvumą. Finansinio lankstumo užtikrinimas yra ilgalaikė, o ne vienadienė strategija, kuri leidžia įmonėms būti pasiruošusioms visiems galimiems scenarijams.

Taigi, siekiant įvertinti, kas padeda išlaikyti įmonių veiklą kriziniais laikotarpiais, finansinis lankstumas tapo viena iš labiausiai analizuojamų temų mokslinėje literatūroje. Buvo tikimasi, kad didesnis suvokimas apie finansinį lankstumą padėtų aiškiau suprasti įmonių priimamų finansinių valdymo sprendimų įtaką jos veiklos rezultatams, o tai leistų užtikrinti didesnę veiklos efektyvumą esant ne tik pastovioms rinkos sąlygoms, bet ir įvairiais neramumų laikotarpiais. Geresnis finansinio lankstumo suvokimas padėtų įmonėms ateityje įveikti kylančius iššūkius ir efektyviai pasinaudoti atsiradusiomis galimybėmis, kurios padėtų išlaikyti veiklos efektyvumą.

1.2. Įmonių finansinio lankstumo samprata

Finansinis lankstumas įvardinamas kaip vienas iš pagrindinių strateginių įrankių, kurio išlaikymas leidžia įmonėms lengviau reaguoti į vykstančius pasikeitimus. Kadangi finansiniu lankstumu labiau domėtis pradėta dar visai neseniai, jo apibrėžimas kito, lyginant su buvusiais apibrėžimais iki krizinių laikotarpių ir po jų. Šiai dienai vis dar nėra vieningo apibrėžimo, kuris leistų apibūdinti, kas yra finansinis lankstumas. Vieni autoriai apibrėžia, kad finansinis lankstumas yra naudingas instrumentas, padedantis įmonėms išlaikyti veiklos efektyvumą įvairių sunkumų laikotarpiais, kiti autoriai akcentuojasi į šio instrumento naudą, esant palankioms ekonomikos sąlygoms.

Neramumų laikotarpiais finansinis lankstumas dažnai suvokiamas kaip veiksnys, padedantis įmonėms išsaugoti savo veiklą. Susidurdamos su sunkumais, įmonės dažniausiai ieško, kaip galėtų pagerinti savo veiklos efektyvumą, galbūt ją perorientuoti, tokiu būdu siekiant prisitaikyti prie kylančių iššūkių. Vienas iš geriausių pavyzdžių – COVID-19 pandemija, kurios metu dauguma įmonių negalėjo vykdyti savo veiklos tiesiogiai. Ieškomos būdų, kaip pagerinti savo veiklą, dauguma pardavimo įmonių persikėlė į elektroninę erdvę, kas padėjo joms išlaikyti veiklos efektyvumą. Tačiau tai pareikalavo papildomų resursų, siekiant sukurti platformas, kuriose klientai galėtų užsisakyti reikiamas prekes ir jas gauti tiesiai į namus, pasinaudojus kurjerių teikiamomis paslaugomis. Įmonės, turinčios daugiau grynųjų pinigų ir didesnę finansinį lankstumą, galėjo turimas lėšas panaudoti investicijoms į naujas technologijas. Finansinis lankstumas tokiais atvejais gali būti apibrėžiamas kaip strateginis įrankis, padedantis įmonėms paskirstyti savo išteklius, prisitaikyti prie

atsiradusių netikėtumų, pasinaudojant investicijų galimybėmis (Bancel ir Mittoo, 2011; Wu, Alkaraan ir Le, 2023).

Taip pat sudėtingų laikotarpių metu finansinis lankstumas apibrėžiamas kaip gebėjimas reaguoti į nenumatytas situacijas ir jose priimti tinkamus sprendimus, susijusius su pinigų srautų valdymu dydžio ir laiko kontekste (Mahmoodi, Abdoli, Shahri ir Dehdar, 2024). Tai reiškia, kad esant sudėtingiems laikotarpiams, įmonės gali savarankiškai nuspręsti, kokia dalis pinigų ir kada bus naudojama. Įmonės, turėdamos daugiau grynujų pinigų, gali lengviau priimti reikalingus sprendimus, susijusius su veiklos tęstinumu. Pavyzdžiui, pasaulinės pandemijos metu įmonės, galėjusios skirti didesnį pinigų kiekį apsaugos priemonėms, galėjo lengviau tęsti savo veiklą. Toks galėjimas perskirstyti grynuosius pinigus pagal poreikį, leidžia įmonėms lengviau prisitaikyti prie rinkos pokyčių ir išlikti pranašesnėmis prieš konkurentus.

Finansinis lankstumas dažnai suprantamas kaip instrumentas, padedantis įmonėms kurti pridėtinę vertę, gebant įsivertinti savo finansinę situaciją. Kitaip sakant, finansinis lankstumas yra tarsi įmonės sveikatos atspindys. Jis padeda aiškiau suprasti, kiek ir kokiais šaltiniais įmonės finansuoja savo veiklą (Wu ir kt., 2023). Įmonės, turinčios didesnius pinigų srautus, paprastai pasižymi aukštesniu finansiniu lankstumu. Tuo tarpu įmonės, turinčios daugiau įsiskolinimų, gali turėti mažesnę finansinę lankstumą. „Sveikesnės“ įmonės – tai yra turinčios daugiau grynujų pinigų ir mažiau įsiskolinimų, atrodo patikimesnės investuotojams. Dėl šios priežasties jos gali lengviau pritraukti investuotojus ir, esant poreikiui, lengviau gauti paskolas.

Taip pat finansinis lankstumas dar suprantamas kaip įmonės gebėjimas, naudojantis tiek išoriniais, tiek vidiniais šaltiniais generuoti papildomas pajamas, reikalingas vykdyti investicinę veiklą ir gerinti įmonės vertę. Kitaip tariant, finansinis lankstumas yra tarsi įmonės gebėjimas gauti reikalingus finansus nepatiriant didelių sąnaudų (Mahmoodi ir kt., 2024; Wu, Le, Shi ir Alkaraan, 2024). Tai leidžia įmonėms sukurti didesnę pridėtinę vertę. Tai yra labai svarbu, kadangi patiriamos mažesnės sąnaudos leidžia išlaikyti aukštesnę įmonės vertę rinkoje ir suteikia konkurencinį pranašumą rinkoje. Esant didesnei konkurencijai rinkoje, įmonės turi būti pranašesnės, norėdamos pritraukti daugiau investuotojų. O tuo tarpu investuotojai, norėdami išvengti didesnės rizikos vertina įmonės „sveikatą“ ir ateities galimybes, atsižvelgdami į jų gebėjimą valdyti savo finansus per finansinio lankstumo prizmę. Kitaip tariant, finansinis lankstumas bendrai suprantamas kaip įmonių gebėjimas išlaikyti didesnį pinigų ir skolos lankstumą. Pinigų lankstumas susijęs su pakankamu grynujų pinigų turėjimu, kuriuo įmonė gali laisvai disponuoti, o tuo tarpu skolinimosi lankstumas apima ne tik mažą skolų turėjimą, bet ir įmonės galimybes laisvai skolintis rinkoje, esant poreikiui (Dalwai, 2023).

Nors įmonių finansinis lankstumas dažniausiai apibrėžiamas kaip didesnio grynujų pinigų kiekio ir mažesnio skolos lygio turėjimas, kuris susijęs su didesniu finansiniu lankstumu, tačiau kitų autorių teigimu, per didelis finansinis lankstumas gali būti žalingas. Įmonės, kurios taupo per daug ir nesinaudoja investavimo galimybėmis, gali sumažinti savo įmonių vertę. Tai reiškia, kad finansinis lankstumas turi būti optimalus. Išlaikomas grynujų pinigų kiekis ir skolos lygis turi būti toks, koks teiktų įmonei didžiausią naudą. Kitaip tariant, įmonėms neužtenka tik kaupti turimas lėšas ar vengti skolintis, bet svarbu ir pasinaudoti investavimo galimybėmis, kurios suteiktų didesnę pridėtinę vertę įmonėms ir tokiu būdu leistų pagerinti savo finansinius rezultatus (Chang ir Wu, 2022).

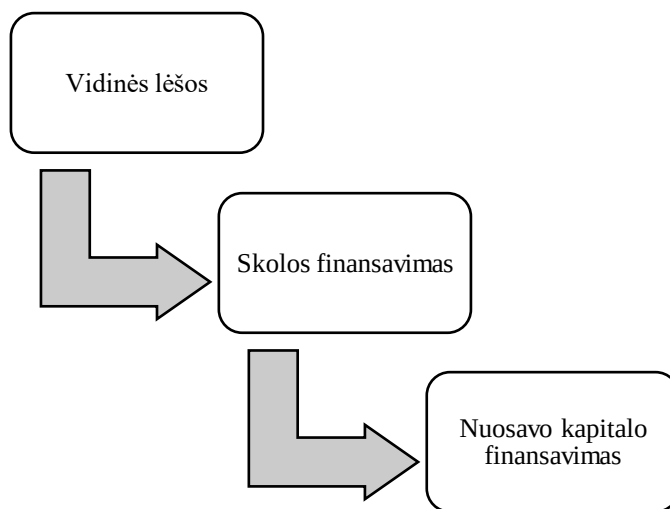
Taigi, apibendrinant galima teigti, kad finansinis lankstumas yra svarbus įrankis, padedantis įmonėms pasiekti geresnių rezultatų tiek palankiais, tiek nepalankiais laikotarpiais. Taip pat finansinis

lankstumas daugiausiai siejamas su pinigų turėjimu ir galimybe jais naudotis, priimant įmonėms reikšmingus sprendimus, bei mažu skolos santykiu, kas leidžia įmonėms, esant poreikiui, rinktis išorinius finansavimo šaltinius. Finansinis lankstumas turi būti optimalus ir gerai subalansuotas, norint pasiekti efektyviausią finansinio lankstumo naudą.

1.3. Finansinio lankstumo teorijos

Finansinio lankstumo svarbą ir jo reikšmę įmonių veiklai analizuoja įvairios teorijos. Skirtingi autoriai siūlo skirtingas finansinio lankstumo teorijas, kurios padėtų geriau suprasti finansinio lankstumo naudingumą ir svarbą įmonėms. Visų šių teorijų pagrindinė mintis išlieka ta pati, finansinis lankstumas reikšmingai padeda įmonėms prisitaikyti ir išlaikyti savo veiklos efektyvumą nestabilumų laikotarpiais. Taip pat finansinis lankstumas padeda įmonėms pagerinti savo vertę, efektyviai pasinaudojus atsiradusiomis galimybėmis.

Literatūroje dažnai aptariamos įvairios teorijos, modeliai, kurie bando paaiškinti finansinio lankstumo fenomeną. Viena iš tokių teorijų, kapitalo struktūros eilės pasirinkimo teorija (Myers, 1984; Stewart ir Nicholas, 1984). Autorių teigimu, finansinis lankstumas yra labai svarbus veiksnys, padedantis įmonėms įgyvendinti efektyvias investicijas, kurios ateityje gali generuoti papildomus pinigų srautus, tačiau investavimo projektų įgyvendinimą gali apsunkinti lėšų radimas įmonėje. Dažnai jų paieška yra vykdoma keliais etapais (žr. 1 pav.).



1 pav. Kapitalo struktūros eilės pasirinkimo teorijos schema. Sudaryta darbo autorės, remiantis Stewart ir Nicholas (1984).

Pirmiausiai reikalingų lėšų įmonės ieško tarp turimų vidinių resursų iš nepaskirstytojo pelno, grynųjų pinigų likučio arba gautų pajamų iš turto pardavimo. Nors toks sprendimas būna pigiausias ir priimtinausias visiems – vadovams, vadybai, akcininkams ir kitiems įmonės valdytojams, tačiau per didelis naudojimasis vidiniu finansavimu gali turėti ir neigiamos įtakos įmonių dividendų politikai, grynųjų pinigų srautų lygiui. Dažniausiai tai yra tinkamiausias būdas finansuoti savo investicinę veiklą, tačiau jis turi būti gerai įvertintas, atsižvelgiant į turimus vidinius resursus ir įmonėje taikomas valdymo politikas bei akcininkų poreikius.

Jeigu įmonė neturi atliekamų laisvų pinigų, kurie galėtų būti naudojami investicijoms, reikalingų lėšų ieškoma pas išorinių finansavimo šaltinių teikėjus, tokius kaip bankai, kreditoriai. Šis sprendimas

dažniausiai yra mažiau palaikomas įmonių vadovų arba kitų suinteresuotų grupių, nei anksčiau aptartas būdas, tačiau labiau palaikomas nei nuosavo kapitalo finansavimas. Skolos finansavimas iš esmės vis dar laikomas tinkamu sprendimu, ieškant reikiamų pajamų investicinei veiklai, tačiau yra daug rizikingesnis, kadangi, susiklosčius nepalankioms sąlygoms ir nevykdant turimų įsipareigojimų, padidina įmonių bankroto riziką.

Paskutinis autorių išskiriamas būdas – nuosavo kapitalo finansavimas. Tai reiškia, kad nerandant kitų galimybių, įmonės gali rinkti parduoti savo akcijas ir tokiu būdu pritraukti reikalingas lėšas investicijoms. Šis metodas naudojamas rečiausiai, kadangi dažniausiai yra vertinamas nepalankiai pačių akcininkų ir kitų valdybos narių, kurie nenori sumažinti savo akcijų vertės. Taip pat akcijų pardavimas gali turėti neigiamą poveikį įmonių vertei rinkoje.

Šis hierarchinė struktūra atskleidžia, kad įmonės, norėdamos investuoti, pirmiausiai linkusios naudotis turimomis lėšomis arba rinktis skolos finansavimą. Dėl šios priežasties finansinis lankstumas yra labai svarbus. Įmonės, turinčios didesnius grynujų pinigų kiekius ir mažesnę skolą, kas prilyginama aukštesniam finansiniam lankstumui, gali lengviau rasti reikalingų lėšų tarp vidinių resursų arba pasinaudoti išorinių finansavimo tiekėjų teikiamomis paslaugomis.

Kita literatūroje dažnai sutinkama finansinio lankstumo teorija yra Modigliani'o ir Miller'io (1958) sukurta kapitalo struktūros teorija. Autorių teigimu, idealioje rinkoje, kurioje įmonės gali skolintis kapitalą be rizikos vertinimo, papildomų mokesčių ir bankrutavimo išlaidų, jos neturėtų kreipti didelio dėmesio į tai, kokį finansavimo šaltinį rinktis, kadangi didžiausią vertę turi įmonės generuojamos pajamos. Tokiose rinkose reikalingą kapitalą įmonės gali pritraukti tada, kada jo reikia, todėl finansinio lankstumo išlaikymas nėra reikalingas. Tačiau suvokiant, kad idealių rinkų nebūna, finansinis lankstumas yra svarbus būtent dėl egzistuojančios rizikos. Jis išlieka naudingas ir reikalingas įmonėms, kadangi kaupiant grynuosius pinigus ir atsakingai valdant finansavimo šaltinius, įmonės gali lengviau prisitaikyti prie rinkos pokyčių ir išlaikyti veiklos efektyvumą neramumų laikotarpiais.

Ieškant lėšų įmonių investicinei veiklai arba siekiant prisitaikyti prie nepalankių rinkos sąlygų, daugumai įmonių skolos finansavimas gali atrodyti kaip tinkamesnis sprendimas, kadangi jis suteikia reikalingas lėšas iš karto, o vidiniai resursai iš karto nesumažėja. Tačiau šis sprendimas turi būti priimamas atsakingai, kadangi per didelis skolos finansavimas gali sukelti didesnę bankroto riziką. Kapitalo struktūros teorija aiškina, kad įmonės turi siekti išlaikyti optimizuotą finansavimo lygį, bei rasti pusiausvyrą tarp skolos ir nuosavo kapitalo naudojimo. Skolintas kapitalas gali būti naudingas, dėl mažesnių mokesčių, tačiau jis gali sumažinti finansinį lankstumą. Įmonės turinčios optimalų nuosavo ir skolinto kapitalo lygį išlaiko aukštesnį finansinį lankstumą ir gali geriau išnaudoti savo turimą kapitalą investavimui bei išvengti kylančių sunkumų neramumų laikotarpiais (Islam, Wang ir Dewri, 2019; Myers, 1984).

Taigi, apibendrinant galima teigti, kad pagrindinės finansinio lankstumo teorijos literatūroje pabrėžia jo svarbą ir naudą įmonėms, tačiau geriausių rezultatų jis padeda pasiekti tuomet, kai yra naudojamas optimaliai, išlaikant tinkamą balansą tarp skolos ir nuosavo kapitalo. Turimas finansinis lankstumas leidžia įmonėms ne tik greičiau prisitaikyti prie rinkos pokyčių, bet ir išvengti pernelyg didelės rizikos, kuri gali kilti tiek dėl perteklinio skolinimosi, tiek dėl perteklinio nuosavų lėšų kaupimo.

1.4. Veiksniai darantys įtaką įmonių finansiniam lankstumui

Įmonių finansinis lankstumas tiek ekonomikos neramumų, tiek augimo laikotarpiais laikomas svarbiu instrumentu, padedančiu įmonėms siekti efektyvesnių investavimo sprendimų ir valdyti kylančius iššūkius. Tai skatino augantį mokslininkų susidomėjimą šiuo instrumentu. Įmonių finansinį lankstumą veikia įvairūs vidiniai ir išoriniai veiksniai. Šie veiksniai, esant palankioms sąlygoms, gali sustiprinti finansinį lankstumą ir suteikti įmonėms papildomų galimybių, o esant nepalankioms sąlygoms – sumažinti finansinį lankstumą, kas turėtų neigiamą poveikį ir įmonių finansiniams rezultatams.

Vidiniai veiksniai, turintys įtakos įmonių finansiniam lankstumui, dažniausiai susiję su įmonės priimamais sprendimais ar valdymo procesais, kuriuos ji gali kontroliuoti. Vienas iš svarbiausių veiksnių yra grynųjų pinigų kiekis. Grynųjų pinigų didinimas gali turėti teigiamą poveikį įmonių finansiniam lankstumui (Bancel ir Mittoo, 2011). Vis dėlto, dideli grynųjų pinigų rezervai nebūtinai leidžia įmonėms pasiekti aukštesnį finansinį lankstumą. Kartais įmonės, turėdamos tik didelius pinigų srautus ir jų nepanaudodamos efektyvioms investicijoms, gali taip ir nepasiekti geresnių finansinių rezultatų (Meier, Bozec ir Laurin, 2013).

Finansiniam lankstumui reikšmingą poveikį daro ir įmonės valdymo politika. Taikomas korporatyvinio valdymo modelis leidžia įmonėms priimti geresnius finansinius sprendimus, padidinti finansinį lankstumą ir pagerinti finansinius rezultatus (Wu ir kt., 2023). Be to, vadovų įsitraukimas į įmonės valdymo procesus gali turėti įtakos didesniai finansiniam lankstumui. Vidiniai vadovai, kurie dirba organizacijos viduje arba yra stipriai įsitraukę į jos valdymą, būna labiau suinteresuoti įmonės veiklos rezultatais ir priima atsakingesnius sprendimus. Tai padeda įmonėms išlaikyti didesnį finansinį lankstumą ir pasiekti geresnius rezultatus, lyginant su organizacijomis, kuriose sprendimus priima išoriniai įmonių vadovai (Islam, 2024).

Kitas svarbus veiksnys, lemiantis įmonės finansinį lankstumą, yra mažas svarto lygis (Bancel ir Mittoo, 2011). Mažesnis įsipareigojimų lygis leidžia įmonėms išlaikyti didesnį finansinį lankstumą ir greičiau reaguoti į besikeičiančias sąlygas. Taip pat įmonėse taikoma dividendų išmokėjimo politika gali turėti neigiamą poveikį finansiniam lankstumui (Meier ir kt., 2013). Išmokami dividendai sumažina turimų laisvų pinigų kiekį, todėl, atsiradus investicijų poreikiui, įmonės gali būti priverstos ieškoti papildomo finansavimo iš išorės. Tai padidintų įmonių svarto lygį, kuris turėtų neigiamą poveikį įmonių finansiniam lankstumui.

Finansiniam lankstumui įtakos gali turėti ir išoriniai veiksniai, kurių įmonės dažnai negali kontroliuoti. Tokie makroekonominiai veiksniai kaip bendrasis vidaus produkto (BVP) pokytis, infliacija gali turėti įtakos įmonių veiklai ir finansiniam lankstumui. Didėjant BVP, auga vartotojų pajamos ir paklausa, todėl įmonės generuoja didesnius pardavimus ir pelną. Dėl to didėja įmonių grynųjų pinigų kiekis, o kartu ir finansinis lankstumas. Be to, augant BVP, atsiranda palankios galimybės įmonėms plėtoti savo investicinę veiklą dėl gerėjančių kredito gavimo sąlygų (Wijerathna, Anuradha ir Ajward, 2024). Infliacijos augimas turi priešingą poveikį įmonėms ir jų finansiniam lankstumui. Didėjant infliacijai, mažėja vartotojų perkamoji galia ir poreikiai, didėja įmonių sąnaudos, todėl įmonių grynųjų pinigų kiekis taip pat sumažėja. Dėl šių priežasčių finansinis lankstumas mažėja (Mahmood, Rashid, Rizwan ir Ahmad, 2021).

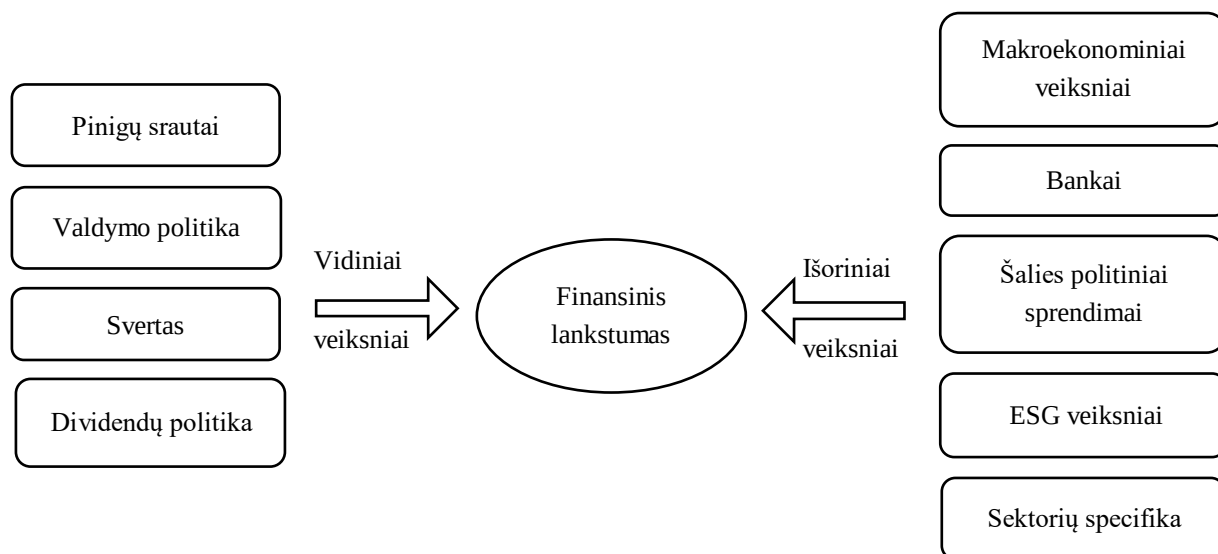
Kitas svarbus veiksnys, lemiantis įmonės finansinį lankstumą, yra bankų sektoriaus veikla. Bankų sektoriaus plėtra teigiamai veikia įmonių finansinį lankstumą, nes sėkminga bankų veikla sudaro palankesnes sąlygas įmonėms skolintis. Geresnės skolinimosi sąlygos leidžia lengviau investuoti į efektyvius projektus ir kurti didesnę pridėtinę vertę ateityje (Mahmood, Rashid ir Rizwan, 2022; Wijerathna ir kt., 2024). Viena svarbiausių priemonių, kurią įmonės dažnai naudoja norėdamos išsaugoti aukštesnį finansinį lankstumą, yra kredito linijos. Kredito linija tai priemonė, leidžianti įmonėms pasiskolinti lėšų pagal poreikį iki tam tikro nustatyto limito, o palūkanos mokamos tik už tą dalį, kurią įmonė pasiskolino. Toks susitarimas leidžia įmonėms turėti atsarginę lėšų rezervą banke, kurį atsiradus poreikiui galima lanksčiai panaudoti. Aiškiai apibrėžtos kredito sąlygos padeda įmonėms efektyviau valdyti savo turimus finansus ir padidinti finansinį lankstumą (Bancel ir Mittoo, 2011).

Dažnai įmonės veiklai ir finansiniam lankstumui daro įtaką įvairūs šalyje priimami politiniai sprendimai ir įstatymai. Griežtesnė reguliacija šalyje ir nepakankamas valstybės palaikymas ekonomikos sunkmečiais gali neigiamai paveikti įmonių finansinį lankstumą. Tai parodė ir COVID-19 pandemija, kuomet įmonės, negalėjusios tiesiogiai vykdyti savo veiklos, susidūrė su sunkumais, o valstybės teikiamos paramos priemonės ir lengvatos leido išlaikyti savo veiklą ir finansinį lankstumą. Tuo tarpu nepakankamas valstybės palaikymas ekonomikos nuosmukių laikotarpiu apsunkina įmonių veiklą ir gali sukelti įmonių bankrotus. Didesnė gaunama parama ir palaikymas leidžia įmonėms išlaikyti geresnius veiklos rezultatus ir finansinį lankstumą (Wu, Zhang, Fan ir Shi, 2024).

Pasaulyje vis didesnis dėmesys skiriamas aplinkosaugai, todėl ne tik visuomenė, bet ir įmonės yra skatinamos vis labiau atsižvelgti į šią sritį. Kalbant apie aplinkosauginius, socialinius ir valdymo veiksnius (ESG), daugelis įmonių susiduria su augančiais reikalavimais, kurie daro įtaką jų finansiniam lankstumui (Zhang ir Liu, 2022). Aplinkosauginiai reikalavimai skatina priimti draugiškesnius aplinkai sprendimus, naudoti atsinaujinančius energijos šaltinius ir didinti dėmesį tvarumui. Socialiniai reikalavimai susiję didesniu dėmesiu darbų saugos reikalavimams, darbuotojų sveikatingumo ir gerovės užtikrinimui, bei įvairių socialinių iniciatyvų diegimui. Tuo tarpu valdymo veiksniai yra susiję su įmonių valdymo skaidrumo didinimu. ESG reikalavimų įgyvendinimas dažnai reikalauja papildomų investicijų, dėl ko gali sumažėti įmonių finansinis lankstumas. Tačiau įmonės, gebančios sėkmingai taikyti ESG principus, gali padidinti savo finansinį lankstumą, nes sulaukia didesnio investuotojų arba kitų suinteresuotų šalių palaikymo.

Gebėjimas išlaikyti aukštą finansinį lankstumą yra kiekvienos įmonės siekiamybė, tačiau finansiniam lankstumui gali turėti įtakos ir sektorių veiklos ypatumai. Pavyzdžiui, vienuose sektoriuose įmonių finansinis lankstumas gali būti didesnis nei kituose dėl skirtingo veiklos pobūdžio, investavimo ir finansavimo poreikių. Didesniu finansiniu lankstumu pasižyminčiuose sektoriuose veikiančios įmonės dažniausiai turi mažesnę skolų ir didesnę grynujų pinigų kiekį. Tarp tokių sektorių yra sveikatos priežiūros ir technologijų sektoriai. Tuo tarpu energetikos ir telekomunikacijų sektoriai, kurie turi didesnę ilgalaikių investicijų poreikį ir didesnę sverto lygį, pasižymi mažesniu finansiniu lankstumu. Dažniausiai šie sektoriai yra priversti ieškoti išorinių finansavimo šaltinių, kad galėtų finansuoti įvairius projektus (Meier ir kt., 2013). Todėl sektoriaus ypatybės yra svarbus veiksnys, turintis įtakos įmonių finansiniam lankstumui.

Tiek išoriniai, tiek vidiniai veiksniai gali turėti didelę įtaką įmonių finansiniam lankstumui (žr. 2 pav.). Vidiniai veiksniai, darantys įtaką, būtų pinigų srautai, įmonės valdymo politika, mažas sverto lygis ir dividendų išmokėjimo politika. Tuo tarpu prie išorinių veiksnių priskiriami makroekonomikos veiksniai, bankų veikla, šalies politiniai sprendimai, ESG veiksniai ir sektorių specifika.



2 pav. Vidinių ir išorinių veiksnių įtaka finansiniam lankstumui. Sudaryta darbo autorės.

Taigi, apibendrinant galima teigti, kad finansinis lankstumas gali būti veikiamas įvairių veiksnių, kurių poveikis gali tiek pagerinti, tiek įmonės gebėjimą prisitaikyti prie besikeičiančių sąlygų. Vidinius veiksnius įmonės dažniausiai gali koreguoti ir valdyti, tuo tarpu išorinių veiksnių poveikio išvengti sudėtinga, kadangi tai nepriklauso nuo pačios įmonės, todėl svarbu ieškoti būdų, kaip būtų galima sumažinti šių veiksnių poveikį. Dėl šios priežasties įmonės dažnai diegia rizikų valdymo sistemas, kurios padeda efektyviau valdyti kylančias rizikas ir išlaikyti finansinį lankstumą net sudėtingais laikotarpiais.

1.5. Poreikis tirti finansinį lankstumą

Finansinis lankstumas tampa vis svarbesniu veiksniu šiuolaikinėje, greitai besikeičiančioje rinkoje, kuriai dažniau tenka susidurti ir su įvairiais ekonomikos neapibrėžtumais. Dėl šios priežasties finansinio lankstumo tema vis dažniau analizuojama moksliniuose tyrimuose. Mokslininkai siekia išsiaiškinti, kokią naudą įmonėms teikia šis instrumentas. Nors nemažai klausimų jau yra atsakyta ir finansinio lankstumo svarba iš dalies išaiškinta, tačiau vis dar lieka daug neišanalizuotų aspektų, kurie galėtų padidinti supratimą apie finansinį lankstumą kaip strateginį įmonių įrankį.

Poreikis išlaikyti finansinį lankstumą dažnai reikalauja papildomų kaštų arba skatina keisti įmonių valdymo politiką. Siekiant užtikrinti aukštą finansinio lankstumo lygį, būtina nuolat stebėti įmonės rodiklius, juos analizuoti ir, remiantis turimais duomenimis, keisti valdymo procesus taip, kad finansinis lankstumas būtų optimalus ir turėtų didžiausią teigiamą poveikį įmonių finansiniams rezultatams (Bilyay-Erdogan, 2020). Be to, siekiant išlaikyti tinkamą finansinį lankstumą, įmonės dažnai būna priverstos peržiūrėti savo dividendų išmokėjimų politiką, grynųjų pinigų kaupimo strategijas ir mažinti sverto rodiklius (Rapp, Schmid ir Urban, 2014). Tai reiškia, kad finansinio lankstumo užtikrinimas reikalauja papildomo kruopštaus finansinio planavimo, todėl, prieš pasirenkant šią strategiją, svarbu aiškiai įvertinti jos poreikį ir galimą poveikį įmonės rezultatams.

Kadangi finansinis lankstumas reikalauja papildomų investicijų, labai svarbu aiškiai suvokti, kurioms įmonėms jis kaip strateginis įrankis yra naudingiausias. Mokslinėje literatūroje dažnai pabrėžiama, kad skirtinguose sektoriuose veikiančios įmonės turi nevienodus tikslus ir prioritetus. Taip pat skirtingų sektorių įmonės nevienodai reaguoja į ekonomikos svyravimus. Vienos įmonės pasižymi didesniu jautrumu ekonomikos pokyčiams, tuo tarpu kitų veiklos rezultatai išlieka stabilesni. Sektorių veiklos pobūdis lemia skirtingą finansinio lankstumo poreikį: konkurencinguose ir sparčiai besikeičiančiuose sektoriuose įmonės turi nuolat investuoti į įvairius projektus ir inovacijas, o kiti sektoriai yra labiau pirmojo būtinumo, todėl jie dažniausiai susiduria su mažesniais iššūkiais ir geba išlaikyti stabilesnį grynąjų pinigų kiekį (Meier ir kt., 2013). Nors dauguma mokslininkų tyrinėja finansinio lankstumo reikšmę skirtinguose sektoriuose, tačiau vis dar trūksta apibendrinančių išvadų, leidžiančių aiškiai nustatyti, ar finansinis lankstumas yra vienodai svarbus skirtingumo jautrumo sektorių įmonėms.

Mokslinėje literatūroje dažnai teigiama, kad finansinis lankstumas yra svarbus ne tik ekonomikos nuosmukio laikotarpiais, kai padeda įmonėms įveikti kylančius sunkumus, bet ir augimo laikotarpiais jis padeda įmonėms aktyviau vykdyti investicinę veiklą ir taip pagerinti savo finansinius rezultatus. Vis dėl to lieka neaišku, kuriuo ekonomikos laikotarpiu finansinis lankstumas turi stipresnį poveikį įmonių rezultatams. Taip pat lieka neaišku, ar skirtingų sektorių įmonėms finansinis lankstumas yra vienodai svarbus ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais., kadangi vieni sektoriai net ir finansinio nuosmukio laikotarpiais išlieka būtini ir svarbūs, o jų veikla paveikiama mažiausiai, tuo tarpu kiti sektoriai patiria didesnius sunkumus.

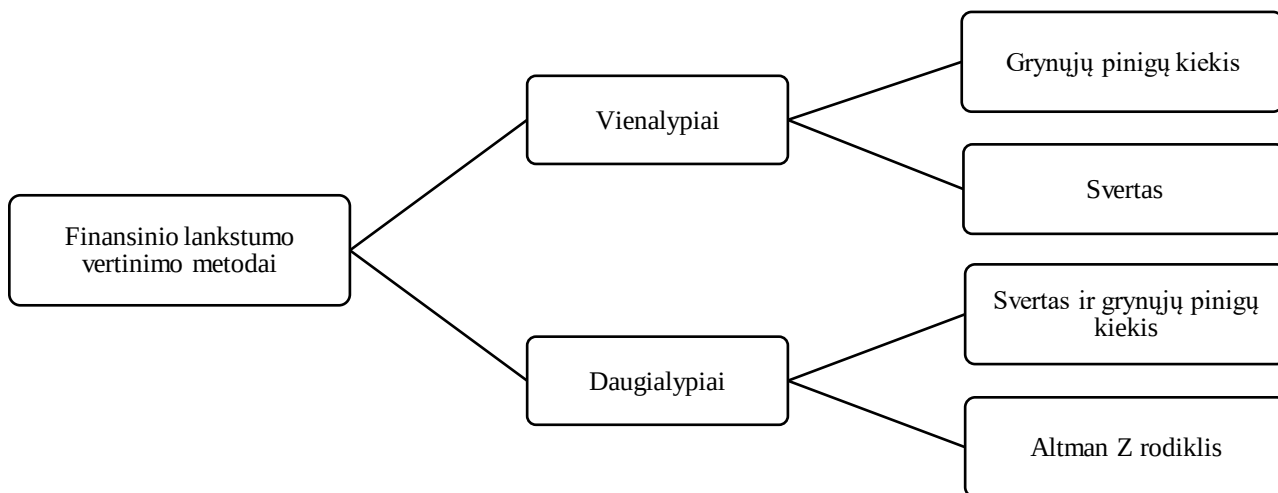
Taigi, apibendrinant galima teigti, kad nors finansinis lankstumas yra vis dažniau analizuojamas mokslinėje literatūroje, tačiau dar išlieka daugybė neatsakytų klausimų, susijusių su finansinio lankstumo poveikiu skirtingų sektorių įmonėms, ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais. Atlikti tyrimai padėtų išaiškinti ne tik finansinio lankstumo poveikio skirtumus tarp skirtingų sektorių, bet ir tarp skirtingų laikotarpių.

2. Finansinio lankstumo įtakos įmonių finansiniams rodikliams teoriniai aspektai

2.1. Finansinio lankstumo vertinimas mokslinėje literatūroje

Finansinio lankstumo analizė yra svarbi moksliniuose tyrimuose, kadangi padeda aiškiau suvokti, kodėl įmonės turėtų skirti dėmesį finansiniam lankstumui ir kokiomis sąlygomis jo taikymas gali suteikti didžiausią naudą. Kadangi didesnis dėmesys finansinio lankstumo temai atsirado dar visai neseniai, mokslinėje literatūroje nėra vieningo susitarimo, kaip šis reiškinys turėtų būti vertinamas. Didesnis dėmesys šiai temai atskleidžia daugiau nuomonių apie finansinio lankstumo kintamuosius ir jų vertinimą. Vieni kintamieji atrandami ir pridedami, pastebėjus jų įtaką finansiniam lankstumui, kiti pakeičiami arba pašalinami, analizuojant tam tikrą tematiką.

Moksliniuose tyrimuose finansinis lankstumas dažniausiai suprantamas kaip įmonės gebėjimas prisitaikyti ir reaguoti į besikeičiančias sąlygas. Pagrindiniai komponentai, padedantys įmonėms efektyviau reaguoti į rinkos pokyčius, yra turimi resursai ir mažesni išsipareigojimai, kurie gali būti vertinami skirtingai. Dauguma mokslininkų savo tyrimuose naudoja skirtingus finansinio lankstumo matavimo metodus, kuriuos galima suskirstyti į dvi pagrindines grupes (žr. 3 pav.). Vienas iš tokių metodų yra vieno indekso matavimas, kuomet finansinis lankstumas vertinamas naudojantis tik vieno rodiklio rezultatais, pavyzdžiui, sverto arba grynujų pinigų kiekiu. Taip pat gali būti naudojami ir daugialypiai metodai, kuomet finansinis lankstumas apskaičiuojamas įvertinant keletą kintamųjų arba rodiklių, tokių kaip svertas ir grynujų pinigų kiekis. Kai kuriais atvejais moksliniuose tyrimuose naudojami sudėtingesni skaičiavimo metodai. Vienas iš tokių metodų Altman'o Z rodiklio skaičiavimas, kuris vertina įvairius kintamuosius, susijusius su finansiniu lankstumu (Islam ir kt., 2019).



3 pav. Finansinio lankstumo matavimo metodai. Sudaryta darbo autorės, remiantis Islam ir kt. (2019).

Kaip jau buvo minėta anksčiau, vienalypiai metodai yra tokie, kuriuose naudojamas vienas kintamasis, siekiant įvertinti įmonių finansinį lankstumą. Dažniausiai mokslinėje literatūroje vertinant finansinį lankstumą naudojamas grynas pinigų kiekis arba sverto rodiklis (Islam ir kt., 2019). Grynujų pinigų kiekis nustatomas pagal įmonės balanso ataskaitas ir jis parodo, kiek grynujų pinigų įmonė turi tam tikru momentu, o sverto lygis parodo, kiek įmonė naudoja skolintu kapitalu savo veiklai finansuoti. Aukštas įmonių sverto rodiklis parodo, kad įmonės naudoja daugiau skolinto

kapitalo, kas gali sumažinti jų finansinį lankstumą. Tuo tarpu žemesnis sverto lygis dažniausiai siejamas su didesniu finansiniu lankstumu. Sverto rodiklis dažniausiai skaičiuojamas pagal šią (1) formulę (Bilyay-Erdogan, 2020):

$$Svertas = \frac{Bendra\ skola\ (trumpalaikė + ilgalaikė)}{Visas\ turtas} \quad (1)$$

Moksliniuose tyrimuose, siekiant tiksliau įvertinti finansinį lankstumą, faktinis įmonių sverto rodiklis kartais lyginamas su prognozuojamu sverto rodikliu. Prognozuojamo sverto apskaičiavimo formulė pateikta žemiau (Bilyay-Erdogan, 2020):

$$Prognozuotas\ svertas = \beta_0 Leverage_{it-1} + \sum_k \beta_k X_{ikt} + \eta_c + \eta_t + v_{it} \quad (2)$$

čia $Leverage_{it-1}$ – įmonės svertas ankstesniais metais;

$\sum_k \beta_k X_{ikt}$ – kontroliniai kintamieji, kuriuos sudaro pavyzdžiui, įmonės dydis, pelningumas, pardavimų augimas;

η_c – šalies efektas;

η_t – laiko efektas;

v_{it} – paklaida.

Įvertinus prognozuotą įmonių svertą, taikomas atsarginės galios (SDC) metodas, kuris matuoja skirtumą tarp prognozuoto ir faktinio įmonių sverto. Jei skirtumas teigiamas, vadinasi įmonių finansinis lankstumas didesnis, jei skirtumas neigiamas – finansinis lankstumas yra mažesnis (Bilyay-Erdogan, 2020). Atsarginės galios metodas yra vienas populiariausių metodų, kuris dažnai taikomas analizuojant įmonių finansinį lankstumą (Botta, 2020; Mahmood ir kt., 2022).

Nors įmonių sverto rodiklis kaip vienalypis matavimo metodas yra dažnai naudojamas moksliniuose tyrimuose vertinant įmonių finansinį lankstumą, remtis tik šiuo rodikliu gali būti netikslinga. Nulinio sverto įmonės gali būti suvokiamos kaip neturinčios skolų ir dėl to priskiriamos prie aukštą finansinį lankstumą turinčių įmonių. Tačiau atlikti tyrimai rodo, kad toks vertinimas gali būti klaidinantis. Kai kurios įmonės gali turėti didelį grynųjų pinigų kiekį ir efektyvią valdymo sistemą, leidžiančią išlaikyti nulinį svertą ir aukštą finansinį lankstumą. Vis dėlto, kitos įmonės gali turėti nulinį sverto lygį ne dėl finansinėms padėties, bet dėl riboto kreditingumo, kuris neleidžia įmonėms skolintis daugiau ir veikti lanksčiai (Choi, 2025). Panašiai yra ir vertinant įmonių finansinį lankstumą pasinaudojant tik grynųjų pinigų kiekio rodikliu. Įmonės, turinčios didelius grynųjų pinigų kiekius, ne visuomet yra finansiškai lanksčios, kadangi jos gali turėti ir daugybę skolinių įsipareigojimų. Kitaip tariant, įmonių finansinio lankstumo vertinimas naudojantis tik vienu rodikliu gali būti neobjektyvus, kadangi nėra atsižvelgiama į kitus svarbius rodiklius. Be to, didelis grynųjų pinigų kiekis, gali rodyti, kad įmonės neišnaudoja savo turimų lėšų efektyviai, todėl ateityje tai gali turėti įtakos įmonių finansiniam lankstumui ir finansiniams rezultatams (Meier ir kt., 2013).

Vertinant įmonių finansinį lankstumą, mokslinėje literatūroje dažniausiai taikomi daugialypiai vertinimo metodai. Pinigų finansinio lankstumo ir skolos finansinio lankstumo vertinimas yra vienas iš populiariausių ir dažniausiai naudojamų metodų moksliniuose tyrimuose (Chang ir Wu, 2022; Hanasa ir Lubis, 2023; Hasyim ir Budiarta, 2023; Teng, Chang ir Wu, 2021). Šių rodiklių suma leidžia įvertinti bendrą įmonių finansinio lankstumo lygį, kuris parodo, kiek įmonė turi galimybių prisitaikyti

prie netikėtų situacijų. Bendras finansinis lankstumas moksliniuose vertinamas naudojant šią formulę:

$$\text{Finansinis lankstumas} = \text{Pinigų finansinis lankstumas} + \text{Skolos finansinis lankstumas} \quad (3)$$

Aukštesnis pinigų finansinio lankstumo įvertinimas rodo, kad įmonės turi daugiau grynųjų ir jų ekvivalentų, palyginti su visu įmonės turtu. Didesnis turimas grynųjų pinigų kiekis leidžia įmonėms greičiau reaguoti į rinkos pokyčius, pasinaudoti atsiradusiomis investavimo galimybėmis bei lengviau finansuoti savo veiklą nesinaudojant išoriniais finansavimo šaltiniais. Pinigų finansinis lankstumas vertinamas naudojant šią (4) formulę (Chang ir Wu, 2022; Hanasa ir Lubis, 2023; Hasyim ir Budiarta, 2023; Teng ir kt., 2021):

$$\text{Pinigų finansinis lankstumas} = \frac{\text{Pinigai} + \text{Pinigų ekvivalentai}}{\text{Visas turtas}} \quad (4)$$

Didesnis skolos finansinio lankstumo rodiklis rodo, kad įmonės turi mažiau skolinių įsipareigojimų. Tai leidžia įmonei lengviau gauti išorinį finansavimą esant poreikiui, kadangi kreditoriai labiau pasitiki ir suteikia geresnes sąlygas įmonėms, kurių skolos finansinis lankstumas yra didesnis. Skolos finansinis lankstumas matuojamas naudojantis žemiau pateiktą formulę, kurioje įmonės įsiskolinimo koeficientas vertinamas kaip visų įsipareigojimų ir turto santykis:

$$\text{Skolos finansinis lankstumas} = 1 - \text{įmonės įsiskolinimo koeficientas} \quad (5)$$

Analizuojant mokslinę literatūrą, pastebėta, kad grynųjų pinigų kiekis įmonėse dažnai vertinamas naudojant grynųjų pinigų atsargų (angl. *Cash Holdings*) rodiklį, kuris padeda įvertinti įmonių grynųjų pinigų atsargų lygį neramumų laikotarpiams (Altaf, 2024; Wijerathna ir kt., 2024; Wu ir kt., 2023). Šis rodiklis dažnai analizuojamas kartu su kitais rodikliais, tokiais kaip finansinio sveto, skolos lygio arba skolos finansinio lankstumo rodikliais. Mokslinėje literatūroje grynųjų pinigų atsargų rodiklis vertinamas naudojant (6) formulę:

$$\text{Grynųjų pinigų atsargos} = \frac{\text{Grynieji pinigai} + \text{Trumpalaikės investicijos}}{\text{Visas turtas}} \quad (6)$$

Kituose moksliniuose tyrimuose, vertinant grynuosius pinigus kaip vieną iš finansinio lankstumo komponentų, dažnai taikomas perteklinių grynųjų pinigų (angl. *Excess Cash Holdings*) rodiklis. Šis rodiklis padeda aiškiau suvokti, kiek laisvų grynųjų pinigų turi įmonė, kurie nėra būtini padengti įvairius įsipareigojimus. Cui (2021) savo tyrime naudojo šią (7) perteklinių grynųjų pinigų (angl. *Excess Cash Holdings*) apskaičiavimo formulę:

$$\text{Pertekliniai grynieji pinigai} = \frac{\text{Grynieji pinigai} + \text{Likvidžios investicijos} - \text{Trumpalaikė skola} - \text{Ilgalaikė skola} - \text{Obligacijos}}{\text{Visas turtas}} \quad (7)$$

Aukštesnis perteklinio grynųjų pinigų rodiklio įvertis atskleidžia, kad įmonė turi daugiau laisvų pinigų, todėl jos finansinis lankstumas yra didesnis. Tuo tarpu žemesnis įvertis rodo mažesnę finansinį lankstumą, kuris gali būti susijęs su mažesniu grynųjų pinigų kiekiu arba didesniu įsipareigojimų lygiu, kurį įmonė turi padengti.

Vertinant finansinį lankstumą, grynųjų pinigų lygis buvo analizuojamas kartu su įvairiais įsiskolinimo rodikliais. Vieni iš populiariausių – jau anksčiau aptarti sveto ir skolos finansinio lankstumo

rodikliai. Žemesnės šių rodiklių reikšmės siejamos su didesniu finansiniu lankstumu, o aukštesnės atvirkščiai – su mažesniu finansiniu lankstumu (Cui, 2021; Teng ir kt., 2021; Bilyay-Erdogan, 2020).

Kitų tyrimų metu finansinis lankstumas buvo vertinamas naudojant tokius kintamuosius, kaip grynujų pinigų srautai, skolos lygis ir rinkos kapitalizacija (Naz, Saleem ir Riaz, 2024). Skolos lygis šiame tyrime apskaičiuojamas vertinant ilgalaikių įsipareigojimų ir bendrą akcininkų nuosavybės santykį (8):

$$\text{Skolos lygis} = \frac{\text{Ilgalaikiai įsipareigojimai}}{\text{Bendra akcininkų nuosavybė}} \quad (8)$$

Taip pat vienas iš finansinio lankstumo komponentų, kuris buvo matuojamas šiame tyrime yra rinkos kapitalizacija. Šis rodiklis atskleidžia įmonės vertę akcijų rinkoje arba kitaip tariant – kaip investuotojai vertina įmonę pagal jos akcijų kainą rinkoje. Didesnė rinkos kapitalizacija siejama su didesniu įmonių finansiniu lankstumu dėl platesnių galimybių pritraukti kapitalą iš investuotojų. Rinkos kapitalizacija vertinama naudojant (9) formulę (Naz ir kt., 2024):

$$\text{Rinkos kapitalizacija} = \text{Išleistų akcijų skaičius} \times \text{Dabartinė akcijų rinkos kaina} \quad (9)$$

Kiti autoriai finansinio lankstumo matavimui taip pat taikė keletą kintamųjų, siekdami tiksliau įvertinti įmonių finansinį lankstumą. Vienas iš tokių kintamųjų – nepanaudota skolinimosi galia (SDC), kuri atskleidžia, kiek dar įmonė gali pasiskolinti iš išorinių šaltinių. Šis rodiklis iš esmės atspindi įmonių skolos finansinį lankstumą. Kitas kintamasis – skolos lankstumo ir grynujų pinigų lankstumo suma, atskleidžianti įmonės bendrą finansinio lankstumo lygį. Trečiasis kintamasis, nepaskirstyto pelno ir bendro turto santykis, kuris padeda įvertinti, kiek įmonė gali finansuoti savo vidiniais ištekliais, nesinaudodama išorinio finansavimo šaltiniais. Šis rodiklis matuojamas pagal (10) formulę (Hasyim ir Budiarta, 2023):

$$\text{Nepaskirstyto pelno ir bendro turto santykis} = \frac{\text{Nepaskirstytas pelnas}}{\text{Visas turtas}} \quad (10)$$

Aukštesnis nepaskirstyto pelno ir bendro turto santykio rodiklis siejamas su didesniu įmonių finansiniu lankstumu. Tai rodo, kad įmonės generuoja daugiau nepaskirstyto pelno, kuris gali būti panaudotas investicinėje veikloje arba krizių valdyme. Tuo tarpu mažesnis šio rodiklio dydis turi neigiamą įtaką įmonių finansiniam lankstumui.

Tyrinėjant finansinį lankstumą, kai kurie autoriai jį matavo, įvertindami įmonės rodiklių ir atitinkamų pramonės rodiklių skirtumus. Zhang ir Liu (2022) atliktame tyrime finansinis lankstumas buvo vertinamas naudojant įmonės grynujų pinigų santykio, pramonės vidutinio grynujų pinigų santykio, pramonės vidutinio skolos santykio ir įmonės vidutinio skolos santykio rodiklius. Remiantis šiais duomenimis, buvo suformuota finansinio lankstumo apskaičiavimo formulė (11), kuri pateikta žemiau:

$$\text{Finansinis lankstumas} = (\text{įmonės grynujų pinigų santykis} - \text{pramonės vidutinis grynujų pinigų santykis}) + \text{MAX}(0, \text{pramonės vidutinis skolos santykis} - \text{įmonės vidutinis skolos santykis}) \quad (11)$$

Aukštesnė šio rodiklio reikšmė rodo didesnę įmonių finansinį lankstumą. Pagal pateiktą formulę galima daryti prielaidą, kad didesniu finansiniu lankstumu pasižyminčios įmonės turi daugiau grynujų

pinigų ir (arba) mažiau įsiskolinimų. Be to, ši finansinio lankstumo formulė leidžia atsižvelgti į vidutinius pramonės šakos rodiklius, taip sustiprinant gautų rezultatų patikimumą.

Vienas iš populiariausių mokslinėje literatūroje naudojamų daugialypių indeksų, vertinant finansinį lankstumą yra Altman'o Z rodiklis. Šį rodiklį 1968 metais sukūrė mokslininkas Edwardas Altmanas, siekdamas įvertinti įmonių bankroto riziką. Aukštesnis šio rodiklio įvertis siejamas su mažesne įmonių bankroto rizika. Analizuojant mokslinę literatūrą, pastebėta, kad dėl gebėjimo atskleisti įmonių galimybes išgyventi krizinius laikotarpius šis rodiklis tapo populiarus ir vertinant įmonių finansinį lankstumą. Be to, tiek vertinant bankroto riziką, tiek finansinį lankstumą naudojami labai panašūs kintamieji. Altman'o Z rodiklis susideda iš penkių kintamųjų, kurių bendra reikšmė atspindi įmonių finansinio lankstumo lygį. Dažniausiai literatūroje Altman'o Z rodiklis skaičiuojamas pagal žemiau pateiktą formulę (Altman, 1968):

$$Z=0.012X_1+0.014X_2+0.033X_3+0.006X_4+0.999X_5 \quad (12)$$

Šių kintamųjų aprašymas pateiktas 1 lentelėje:

1 lentelė. Altman Z kintamieji ir jų apskaičiavimas

Kintamasis	Formulė
X_1	<i>Apyvartinis kapitalas / Bendras turtas</i>
X_2	<i>Nepaskirstytasis pelnas / Bendras turtas</i>
X_3	<i>EBIT / Bendras turtas</i>
X_4	<i>Akcinio kapitalo rinkos vertė / Visos skolos buhalterinė vertė</i>
X_5	<i>Pardavimo pajamos / Bendras turtas</i>

Atlikti tyrimai parodė, kad įmonės, turinčios aukštesnį Altman'o Z rodiklio įvertį, pasižymi didesniu finansiniu lankstumu, nes turi didesnį grynųjų pinigų kiekį ir mažesnę skolos lygį. Tuo tarpu įmonės, kurių Altman'o Z rodiklis žemesnis, pasižymi mažesniu finansiniu lankstumu (Bancel ir Mittoo, 2011).

Taigi, apibendrinant galima teigti, kad nors mokslinėje literatūroje naudojami įvairūs finansinio lankstumo vertinimo metodai, vis dar nėra vieningo susitarimo, kaip jis turėtų būti matuojamas. Finansinis lankstumas gali būti vertinamas taikant tiek vienalypius, tiek daugialypius metodus, atsižvelgiant į tyrimo tikslą, imtį ir turimus įmonių finansinius rodiklius. Vienalypiai metodai dažniausiai remiasi tik vienu kintamuoju, pavyzdžiui, grynųjų pinigų kiekiu arba svertu. Daugialypiai matavimo metodai remiasi kelių kintamųjų duomenimis, kurie leidžia tiksliau įvertinti įmonių finansinį lankstumą. Dažniausiai mokslinėje literatūroje naudojamas daugialypis finansinio lankstumo vertinimo metodas, apimantis pinigų finansinio lankstumo ir skolos finansinio lankstumo sumą. Aukštesni šio rodiklio įverčiai siejami su didesniu įmonių finansiniu lankstumu.

2.2. Ekonomikos svyravimų poveikis įmonių finansiniams rezultatams

Šalies ekonomika bėgant metams susiduria su įvairiais svyravimais ir nestabilumais. Tokiais laikotarpiais dauguma įmonių patiria sunkumų, siekdamas išlaikyti savo veiklą stabiliai. Ekonomika niekada nebūna visiškai stabili ir nuolat keičiasi, o šie pokyčiai gali būti apibrėžiami tam tikrais pasikartojančiais ciklais. Kiekvieno ciklo laikotarpiu įmonės priima skirtingus sprendimus, susijusius su veiklos efektyvumo valdymu. Vienais laikotarpiais įmonės daugiau dėmesio skiria plėtrai ir

investavimui, kitais laikotarpiais įmonės orientuojasi į esamo efektyvumo išlaikymą. Tai rodo, kad ekonomikos ciklų laikotarpiai yra stipriai susiję su įmonių veikla ir jų finansiniais rezultatais.

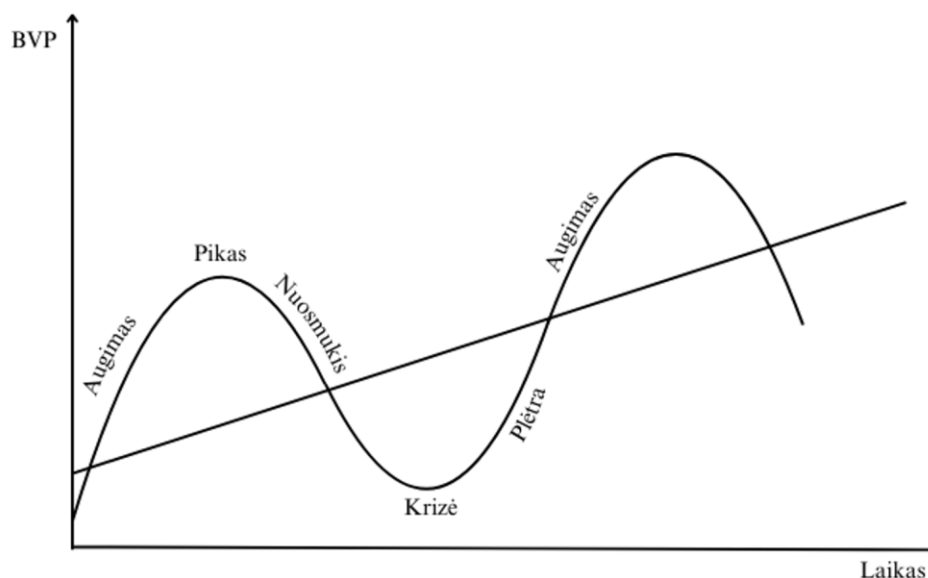
Ekonomikos nestabilumai ir svyravimai gali sukelti įmonėms įvairių iššūkių, todėl ekonomikos ciklų supratimas gali padėti įmonėms priimti tinkamiausius sprendimus šiems iššūkiams spręsti. Mokslinėje literatūroje ekonomikos svyravimai gali būti klasifikuojami nevienodai. Vieni tyrėjai ekonomikos laikotarpius skirsto tik į augimo ir nuosmukio etapus. Kiti tyrėjai savo darbuose išskiria tris – augimo, nuosmukio ir atsigavimo – laikotarpius. Šių skirstymas susijęs su ekonomikos svyravimų ciklais, kurie yra glaudžiai susiję su bendrojo vidaus produkto (BVP) rodikliais. Dažniausiai mokslinėje literatūroje išskiriami keturi ekonomikos ciklai (Barkauskaitė ir Eglinskaitė, 2015):

- augimo ciklas – įmonių veiklos rezultatai kyla ir pasiekia klestėjimo stadiją. Ekonomikos lygis išlieka aukštas, o tai leidžia įmonėms įgyti didesnę pranašumą. Šis ekonomikos laikotarpis susijęs su augančiu bendroju vidaus produkto (BVP) lygiu, didesnėmis investicijomis ir dažniausiai pasireiškiančiu kainų kilimu;
- nuosmukio (recesijos) ciklas – įmonių veiklos rezultatai pradeda mažėti. Verslai susiduria su iššūkiais išlaikyti tokį veiklos lygį, koks buvo pakilimo stadijoje. Ekonomikos augimas sulėtėja, BVP ir pasitikėjimas įmonėmis pradeda mažėti, investicijos sumažėja dėl ateities neapibrėžtumo;
- krizės ciklas – pasiekiamas žemiausias taškas, kuriame ekonomika ir įmonių veiklos rezultatai yra žemiausiame lygyje. Įtampa pasiekia aukščiausią tašką, tačiau šioje stadijoje situacija pradeda stabilizuotis, nepaisant to, kad lygis išlieka žemas. Pradedama stebėti ir ruoštis ekonomikos atsigavimui;
- atsigavimo ciklas – ekonomika ir įmonių veikla pradeda vėl augti, o įmonių finansiniai rezultatai gerėja. Investicijos ir BVP pradeda didėti, nedarbo lygis mažėja, rinka stabilizuojasi.

Kiti mokslininkai išskiria penkis ekonomikos ciklus: augimo, piko, nuosmukio, atsigavimo ir plėtos (Reyes, Vassolo, Kausel, Torres ir Zhang, 2022). Piko laikotarpis – aukščiausias ekonomikos aktyvumo taškas, kuriame BVP pasiekia aukščiausią lygį. Pasiekus šį tašką, ekonomikos augimas sulėtėja ir pereina į nuosmukio laikotarpį, po kurio seka atsigavimo stadiją. Galiausiai pasiekiamas plėtos laikotarpis, kuris yra suvokiamas kaip tarpinis metas tarp nuosmukio ir augimo ciklo. Šiame laikotarpyje įmonės dažniausiai bando atsigauti ir pasiekti veiklos lygį, buvusį iki nuosmukio. Nors ekonomikos ciklai kartojasi ir gali atrodyti, kad įmonės visada pasiekia tą patį augimo arba nuosmukio lygį, ilguoju laikotarpiu BVP augimai ir nuosmukiai nėra tokie patys kaip ankstesniuose cikluose. Kadangi BVP lygis visame pasaulyje auga netolygiai, įmonių rezultatai skirtingais ekonomikos svyravimo ciklais taip pat skiriasi nuo ankstesnių laikotarpių.

Pastebima, kad mokslinėje literatūroje piko ir krizės ciklai dažnai yra sutapatinami, nes, lyginant su kitais ciklais, jie yra trumpalaikiai. Taip pat, kai kurie ciklai dažnai yra sujungiami ir analizuojami kartu, priskiriant juos pakilimų (augimo ir plėtos ciklai) ir nuosmukių (nuosmukių ir krizės ciklai) laikotarpiams (Lagesh, Srikanth ir Acharya, 2018; Reyes ir kt., 2022). Nepaisant mokslininkų išskiriamų skirtingų ekonomikos ciklų, pats modelis dažniausiai išlieka nepakitęs. Ekonomika pasižymi savo pakilimų ir nuosmukių laikotarpiais, kurie turi įtakos įmonių veiklos rezultatams (žr. 4 pav.). Nuosmukių laikotarpiai dažniausiai atsiranda dėl įvairių pasaulinių sukrėtimų, tokių kaip

finansų krizė ar COVID-19 pandemija, o po tokių sukrėtimų seka atsigavimo laikotarpis, kuris vėliau pereina į augimo laikotarpį.



4 pav. Ekonominio ciklo fazių pokyčiai. Sudaryta darbo autorės, remiantis Barkauskaitė ir Eglinskaitė (2015) ir Reyes ir kt. (2022).

Skirtingi ekonomikos svyravimo laikotarpiai gali skirtingai paveikti įmonių finansinius rezultatus. Augimo ir plėtos laikotarpiais įmonių finansiniai rodikliai dažniausiai būna aukštesni. Šiais laikotarpiais įmonės generuoja didesnes pajamas iš savo veiklos, o jų pelningumas taip pat didėja. Ekonomikos augimo laikotarpiais įmonės dažniau vykdo investicinę veiklą, kuri pagerina įmonių finansinius rezultatus. Atliktų tyrimų metu buvo nustatyta, kad ekonomikos augimo laikotarpiais įmonės pasižymėjo aukštesniais pelningumo, turto grąžos (ROA) ir rinkos vertės (Tobin's Q) rodikliais (Athira, Ramesh ir Sinu, 2024; Notta ir Vlachvei, 2014; Susilowati, Ernayani, Yudaruddin ir Yudaruddin, 2023). Pelningumo rodiklis moksliniuose tyrimuose apskaičiuojamas, naudojant (13) formulę (Notta ir Vlachvei, 2014):

$$\text{Pelningumas} = \frac{\text{Bendrasis pelnas}}{\text{Pardavimo pajamos}} \quad (13)$$

Turto grąža (ROA) moksliniuose tyrimuose apskaičiuojama pagal (14) formulę (Susilowati ir kt., 2023):

$$\text{ROA} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Visas turtas}} \quad (14)$$

Tobin's Q rodiklis, kuris atskleidžia rinkos vertės santykį su balansine verte ir yra apskaičiuojamas naudojant (15) formulę (Athira ir kt., 2024):

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Įmonės rinkos vertė}}{\text{Balansinė vertė}} \quad (15)$$

Mokslinėje literatūroje dažniausiai nagrinėjami ekonomikos nestabilumų laikotarpiai ir jų įtaka įmonėms. Tai padeda suprasti, su kokiais iššūkiais susiduria įmonės, ir atrasti sprendimus, kurie

galėtų padėti ateityje įveikti kylančius sunkumus, susidūrus su kitomis nepalankiomis situacijomis. Ekonomikos nestabilumą laikotarpiams priskiriami tokie ciklai kaip nuosmukis ir krizė. Atliktų tyrimų metu buvo pastebėta, kad būtent šiais laikotarpiais įmonės likvidumas mažėja, o skolos lygis ir veiklos sąnaudos didėja (Lagesh ir kt., 2018). Tai rodo, kad įmonių veiklos efektyvumas sumažėja, o taip pat sumažėja ir įmonių grynujų pinigų kiekis. Siekdamos išlaikyti veiklos efektyvumą, įmonės dažniausiai būna priverstos skolintis iš kreditorių, dėl ko skolos lygis bei veiklos sąnaudos padidėja.

Ekonomikos nuosmukių laikotarpiai pastaraisiais metais tampa viena iš dažniausiai analizuojamų temų moksliniuose tyrimuose. Per pastaruosius du dešimtmečius pasaulį sukrėtė ne viena ekonominė krizė. Tokios krizės, kaip pasaulinė finansų krizė ir COVID-19 pandemija, susijusios su įvairiais išoriniais veiksniais, kurie paveikė ne tik pasaulio ekonomiką, bet ir visą pramonę bei atskirus sektorius. Dauguma verslų buvo priversti ieškoti sprendimų, kurie padėtų įveikti iškilusius sunkumus.

Pasaulinė finansų krizė turėjo didelės įtakos įmonių finansiniams rezultatams, ypač įmonių pelningumui. Atliktų tyrimų metu nustatyta, kad finansų krizės laikotarpiu kai kurių įmonių pelningumas sumažėjo nuo 34 proc. iki 19 proc. (Notta ir Vlachvei, 2014). Toks reikšmingas pelningumo sumažėjimas atskleidžia stiprų krizės poveikį įmonių veiklai. Kitų tyrimų metu buvo nustatyta, kad finansų krizė taip pat turėjo įtakos įmonių apyvartumo rodikliui – šiuo laikotarpiu jis ženkliai sumažėjo, lyginant su prieškriziniu laikotarpiu. Tam įtakos turėjo sumažėjęs veiklos lygis, mažesnis pelningumas bei ribotos išorinio finansavimo galimybės (Chih ir Hsiao, 2023). Taip pat, finansų krizės metu buvo stipriai paveiktas ir turto grąžos rodiklis (ROA). Atliktų tyrimų metu nustatyta, kad šiuo laikotarpiu įmonių turto grąžos rodikliai reikšmingai sumažėjo, dėl sumažėjusio veiklos efektyvumo ir pelningumo (Zeitun ir Goaid, 2022).

Mokslinėje literatūroje dažnai pastebima, kad pasaulinė finansų krizė turėjo neigiamos įtakos ir rinkos vertės rodikliui (Tobin's Q). Tyrimai rodo, kad krizės metu įmonių vertė rinkoje ženkliai sumažėjo. Dėl mažėjančių akcijų kainų, išaugusio nepasitikėjimo rinka ir ateities neapibrėžtumo, investuotojų susidomėjimas rinkoje esančiomis įmonėmis stipriai sumažėjo. Tai reiškia, kad pasaulinės krizės laikotarpiu įmonėms tapo sunkiau pritraukti reikalingą finansavimą iš investuotojų (Ahmad, Mobarek ir Raid, 2023; Chih ir Hsiao, 2023; Zeitun ir Goaid, 2022).

Įmonės, susidurdamos su pasaulinės krizės iššūkiais, buvo priverstos ieškoti būdų, kaip išlaikyti savo veiklą. Vienas iš tokių būdų tapo trumpalaikis skolinimasis. Siekdamos išlikti, daugelis įmonių didino trumpalaikių skolų lygį, kuris turėjo U formos poveikį jų veiklai. Tiek per mažas, tiek per didelis skolos lygis buvo rizikingesnis įmonių finansiniams rezultatams. Norint sumažinti riziką, įmonėms buvo svarbu išlaikyti optimalų skolos lygį, leidžiantį pasiekti efektyviausių veiklos rezultatų. Analizuojant optimalaus trumpalaikio skolos lygio tendencijas, nustatyta, kad krizės laikotarpiu šis lygis augo. Tai rodo, kad įmonės buvo priverstos imti daugiau trumpalaikių skolų tam, kad galėtų išlaikyti veiklos efektyvumą, reikiamą likvidumą ir prisitaikyti prie ekonominių sunkumų (Chih ir Hsiao, 2023; Zeitun ir Goaid, 2022).

Įmonių valdymas turi didelę įtaką įmonių gebėjimui įveikti kylančius sunkumus. Atliktų tyrimų metu nustatyta, kad įmonės, turinčios stipresnius valdymo mechanizmus, lengviau įveikė iškilusius iššūkius pasaulinės krizės metu ir priėmė tinkamesnius sprendimo būdus. Taip pat šios įmonės pasižymėjo didesniu pelningu, lyginant su įmonėmis, kurios turėjo prasčiau veikiančius valdymo mechanizmus. Vienas iš tokių mechanizmų – dividendų išmokėjimas. Nors įmonės dažnai pačios nusprendžia, kokio dydžio dividendus išmokėti akcininkams, tyrimai rodo, kad stipresnius valdymo

mechanizmus turinčios įmonės dažniau rinkosi mokėti mažesnius dividendus krizės laikotarpiu, nei tos, kurių valdymo mechanizmai buvo silpnesni. Tokie įmonių sprendimai dažniausiai buvo priimami, siekiant sumažinti rizikas ir padidinti galimybes sukaupti didesnę kapitalą (Kowalewski, 2016).

Analizuodami COVID-19 įtaką įmonių finansiniams rezultatams, mokslininkai pastebėjo, kad pandemijos poveikis įmonėms labiau priklausė nuo sektoriaus, kuriame jos veikė. Kai kurie sektoriai buvo labiau paveikti, kadangi jiems buvo taikomi griežtesni apribojimai arba netgi buvo priversti laikinai sustabdyti savo veiklą. Tuo tarpu kitų sektorių įmonės galėjo tęsti veiklą įprastai arba susidūrė tik su minimaliais apribojimais. Tokios sąlygos šioms įmonėms leido lengviau išlaikyti savo veiklos efektyvumą arba netgi išplėsti savo veiklą ir tokiu būdu pagerinti savo finansinius rezultatus. Atliktų tyrimų metu buvo nustatyta, kad kai kurių įmonių pajamos ir pelningumas COVID-19 laikotarpiu išaugo atitinkamai nuo 6–9 proc. iki 17–25 proc., o kitų, kurios buvo priverstos prisitaikyti prie atsiradusių apribojimų, pajamos ir pelningumas sumažėjo (Böhm ir Qendrai, 2023). Didėjant susirgimų skaičiui, įmonių turto grąža (ROA) sumažėjo, o tai rodo, kad įmonės uždirbo mažiau pelno, palyginti su turimu turtu. Taip pat tyrimų metu buvo pastebėta, kad įmonės, kurios įsikūrusios šalyse su pažangesne sveikatos priežiūros sistema, stipresne finansų ir institucine sistema, patyrė mažesnius neigiamus padarinius. Tokios šalys sugebėjo geriau susitvarkyti su iškilusiais pandemijos iššūkiais, todėl verslai galėjo greičiau atnaujinti arba tęsti veiklą su mažesniais apribojimais (Bui ir kt., 2021).

Pasaulinė COVID-19 pandemija turėjo įtakos ir tokiems finansiniams rodikliams, kaip nuosavo kapitalo grąža (ROE), pardavimo pajamos, turto apyvartumas ir veiklos sąnaudų santykis su turtu (OEA). Pandemijos metu įmonių kapitalo grąža sumažėjo, nors ir ne taip stipriai kaip turto grąža (ROA). Tai rodo, kad įmonės sugebėjo išlaikyti nuosavo kapitalo efektyvumą stabilesnę, lyginant su turto efektyvumu, tačiau bendras įmonių pelningumas vis tiek mažėjo. Autoriai kapitalo grąžą apskaičiavo naudodami (16) formulę (Bui ir kt., 2022):

$$ROE = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas}} \quad (16)$$

COVID-19 pandemijos laikotarpiu įmonių pardavimo pajamos reikšmingai sumažėjo, o tai galėjo turėti ir neigiamą įtaką kitiems finansiniams rezultatams, tokiems kaip pelningumas. Šiuo laikotarpiu turto apyvartumas taip pat ženkliai sumažėjo. Tam įtakos turėjo sumažėjusi paklausa ir atsiradę įvairūs suvaržymai, kurie sukėlė tiekimo grandinių sutrikimus. Turto apyvartumas tyrime buvo vertinamas naudojant šią formulę:

$$\text{Turto apyvartumas} = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Vidutinis bendras turtas}} \quad (17)$$

Veiklos sąnaudų santykis su turtu (OAE) pandemijos laikotarpiu ženkliai išaugo dėl atsiradusių papildomų išlaidų, susijusių su įvestais darbo saugos reikalavimais. Taip pat, tiekimo grandinių sutrikimai turėjo didelę įtaką veiklos sąnaudų augimui. Visą šį laikotarpį veiklos sąnaudos augo greičiau, lyginant su bendru įmonių turtu. Veiklos sąnaudų rodiklis vertinamas naudojant (18) formulę (Bui ir kt., 2022):

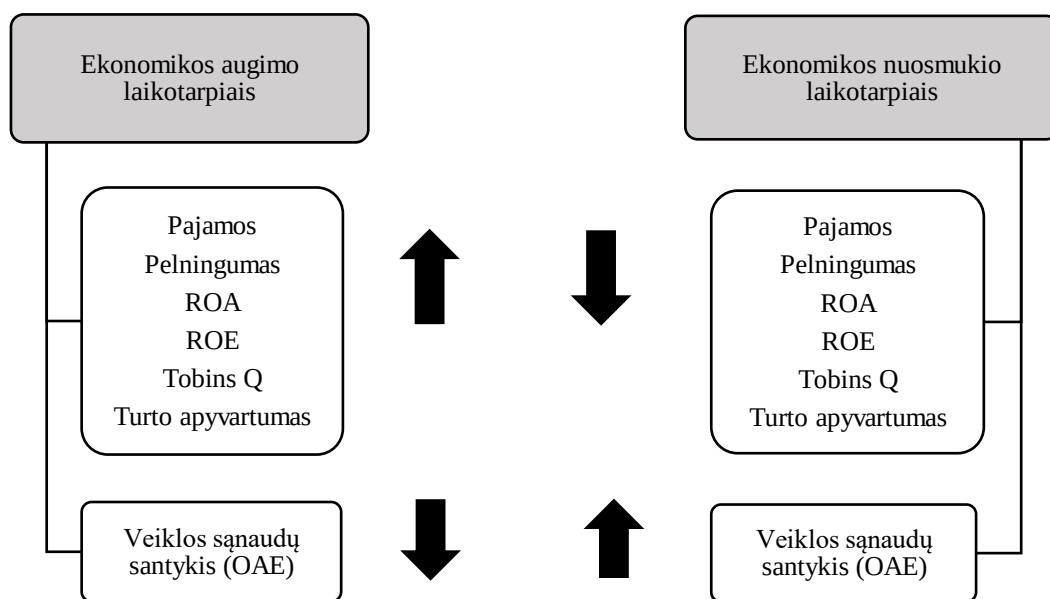
$$OAE = \frac{\text{Veiklos sąnaudos}}{\text{Bendras turtas}} \quad (18)$$

Finansinis lankstumas šiuo laikotarpiu turėjo didelę įtaką įmonių finansiniams rezultatams. Įmonių likvidumas ir pinigų srautai COVID-19 pandemijos metu ženkliai sumažėjo, o svertas padidėjo, dėl atsiradusio poreikio skolintis. Vis dėl to atliktų tyrimų metu buvo pastebėta, kad įmonėms, kurių likvidumas ir pinigų srautai buvo didesni, o svertas mažesnis, pandemijos laikotarpis turėjo mažesni neigiamą poveikį. Šių įmonių finansiniai rezultatai išliko geresni ir jos lengviau įveikė iškilusius sunkumus (Bui ir kt., 2022; Hu ir Zhang, 2021).

Taip pat pastebėta, kad skirtinguose sektoriuose COVID-19 pandemija turėjo skirtingą įtaką įmonių finansiniams rezultatams. Didžiausią įtaką patyrė pramonės, nekilnojamojo turto ir statybos, vartojimo bei paslaugų sektoriai (Bui ir kt., 2022). Mažiausiai paveikti buvo finansų, sveikatos priežiūros ir telekomunikacijų sektoriai (Böhm ir Qendrai, 2023).

Tinkama valdymo kokybė buvo esminis veiksnys, padėjęs įmonėms sumažinti neigiamą COVID-19 pandemijos poveikį jų veiklai. Valdymo kokybė, susijusi su institucijų teikiama parama, priimamais sprendimais, buvo palanki kai kurioms įmonėms, kadangi padėjo išlaikyti veiklos efektyvumą šiuo sudėtingu laikotarpiu (Athira ir kt., 2024). Kitų tyrimų metu pastebėta, kad įmonės taikiusios konservatyvesnes apskaitos praktikas, pandemijos metu turėjo didesnę akcijų grąžą lyginant su įmonėmis, kurių apskaitos praktika buvo mažiau konservatyvi. Konservatyvumas apskaitoje suprantamas kaip didesnio dėmesio skyrimas sąnaudoms ir turimiems įsipareigojimams. Taip pat taikant šią praktiką yra vengiama pervertinti įmonės pajamas ir turtą. Tai leidžia įmonėms tiksliau įvertinti savo finansinę padėtį ir ieškoti tinkamiausių sprendimų, padedančių išvengti nepageidaujamų pasekmių ir lengviau pritraukti investuotojus, kurie siekia išvengti rizikos ir nori, kad įmonės gebėtų stabiliau valdyti krizės poveikį (Cui, Kent, Kim ir Li, 2021).

Bendrai vertinant ekonominių svyravimų įtaką įmonių finansiniams rezultatams, galima teigti, kad ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiai turi priešingą poveikį įmonių finansiniams rezultatams (žr. 5 pav.). Kol tokie finansiniai rodikliai kaip pajamos, pelningumas, ROA, ROE, Tobin's Q ir turto apyvartumas ekonomikos augimo laikotarpiais didėja, ekonomikos nuosmukių metu šie rodikliai mažėja. Tuo tarpu veiklos sąnaudų santykis (OAE) augimo laikotarpiais mažėja, o nuosmukių laikotarpiais priešingai – didėja.



5 pav. Skirtingų ekonomikos laikotarpių įtaka įmonių finansiniams rezultatams. Sudaryta darbo autorės.

Taigi apibendrinant galima teigti, kad skirtingi ekonomikos laikotarpiai yra neatsiejami nuo įmonių finansinių rezultatų. Augimo laikotarpiais įmonės gali išlaikyti aukštesnį pajamų, pelningumo, turto apyvartumo lygį. Taip pat jų rinkos vertės bei turto ir nuosavo kapitalo gražos rodikliai būna aukštesni, palyginti su nuosmukių laikotarpiais. Veiklos sąnaudos ekonomikos nuosmukio laikotarpiais išlieka aukštesnės, kadangi įmonės patiria daugiau veiklos kaštų, lyginant su augimo laikotarpiais. Be to, skirtingi sektoriai gali būti nevienodai paveikiami ekonomikos svyravimų. Vieni sektoriai gali susidurti su didesniais iššūkiais, tuo tarpu kiti geba lengviau prisitaikyti prie ekonomikos pokyčių ir net padidinti savo veiklos efektyvumą.

2.3. Ekonomikos svyravimų poveikis skirtingiems sektoriams

Skirtingi sektoriai įvairiais ekonomikos laikotarpiais susiduria su skirtingais iššūkiais dėl jų veiklos pobūdžio, siekiamų tikslų ir pastangų, siekiant išlaikyti veiklos efektyvumą. Taip pat skirtingi išoriniai veiksniai, tokie kaip įvairios krizės, vyraujančios pasaulinės tendencijos, vyriausybės įsitraukimas ir kiti veiksniai, gali daryti ne vienodą įtaką įmonių veiklai ir jų finansiniams rezultatams. Vieni iš dažniausiai literatūroje analizuojamų sektorių yra energetikos, transporto, finansų, sveikatos priežiūros, telekomunikacijų, technologijų, gamybos, prekių ir paslaugų, statybos, turizmo ir maisto pramonės sektoriai.

Energetikos sektoriaus veikla apima energijos gamybą, tiekimą ir paskirstymą vartotojams. Dažniausiai šio sektoriaus veikla yra orientuota į investavimą ir tvarumą. Jam keliama dideli aplinkosauginiai reikalavimai, todėl šio sektoriaus įmonės dalyvauja įvairiose aplinkosaugos ir tvarumo politikose, o vyriausybės teikiama parama padeda išlaikyti veiklos efektyvumą. Dėl šios priežasties, palyginti su kitais sektoriais, energetikos sektorius yra mažiau jautrus ekonomikos svyravimams, nes sulaukia daugiau valstybės paramos ir yra vienas iš pirmos būtinybės sektorių. Įvairių ekonomikos ciklų laikotarpiais jų teikiamų paslaugų poreikis išlieka tiek tarp gyventojų, tiek tarp verslų (Böhm ir Qendrai, 2023; Meier ir kt., 2013; La Rocca, La Rocca, Fasano ir Cariola, 2023).

Sveikatos priežiūros sektoriaus įmonės teikia sveikatos priežiūros paslaugas ir dažnai pasižymi didesniais grynųjų pinigų rezervais bei mažesniu skolos lygiu. Šis sektorius taip pat dažnai gauna valstybės paramą, kuri padeda lengviau įveikti kylančius sunkumus ekonomikos nestabilumo laikotarpiais. Šio sektoriaus veikla yra viena iš svarbiausių ir pirmo būtinumo, todėl ekonomikos svyravimai jam daro palyginti mažesnę įtaką. Didesnį poveikį jie gali turėti privačioms sveikatos priežiūros įmonėms (Meier ir kt., 2013; Böhm ir Qendrai, 2023; Hanasa ir Lubis, 2023).

Telekomunikacijų sektorius, kaip ir energetikos sektorius, reikalauja didelių investicijų, siekiant prisitaikyti prie kintančios rinkos ir vartotojų poreikių. Telekomunikacijos įmonės dažnai turi atnaujinti naudojamą technologijas, kas reikalauja didelių išlaidų. Nepaisant to, šis sektorius yra gana stabilus, kadangi priklauso pirmo būtinumo sektoriams. Dėl šios priežasties, telekomunikacijų sektorius mažiau jautriai reaguoja į įvairius ekonomikos ciklų pokyčius (Böhm ir Qendrai, 2023; Meier ir kt., 2013; Rijanto, 2019).

Maisto pramonės sektorius, kuris priklauso pirmo būtinumo prekių ir paslaugų sektoriui, ekonomikos svyravimo laikotarpiais dažniausiai išlieka stabilus, kadangi teikia pirmos būtinybės prekes. Įvairūs ekonomikos nuosmukiai gali turėti neženkliai įtaką šiam sektoriui, tačiau jo veiklos efektyvumas dažniausiai ženkliai nesumažėja. Taip pat skirtingos veiklos šakos gali būti nevienodai paveikiamos ekonomikos ciklų svyravimų, pavyzdžiui, prabangesnių maisto prekių įmonės gali labiau pajauti

ekonomikos nuosmukių poveikį, palyginti su įmonėmis, teikiančiomis būtiniausias maisto prekes. Vis dėlto, bendrai vertinant, maisto pramonės sektoriaus jautrumas ekonomikos svyravimams yra mažas (Alsamhi, Al-Ofairi, Farhan, Al-Ahdal ir Siddiqui, 2022; Böhm ir Qendrai, 2023; Notta ir Vlachvei, 2014).

Automobilių sektorius, kuris priskiriamas ne pirmo būtinumo prekių ir paslaugų sektoriui, susijęs su automobilių gamyba ir pardavimais. Šis sektorius yra labai konkurencingas ir dažnai turi neatsilikti nuo pasaulinių tendencijų, klientų poreikių bei inovacijų, kad galėtų išlaikyti savo veiklos efektyvumą. Automobilių sektorius dažnai yra priklausomas nuo įvairių tiekėjų, technologijų sektoriaus ir savo įvaizdžio kūrimo, siekiant išlikti konkurencingu. Kadangi ekonomikos svyravimo laikotarpiais automobilių svarba ir paklausa gali reikšmingai sumažėti, šis sektorius priskiriamas prie jautrių ekonomikos svyravimams sektorių (Afzal, Afzal, Khan ir Sajid, 2013; Ionescu, Zlati, Antohi ir Dincă, 2022; Naz ir kt., 2024).

Vis sparčiau pasaulyje augantis sektorius yra technologijų sektorius. Per pastaruosius dešimtmečius technologijos tapo neatsiejama kasdienio gyvenimo dalimi. Dėl didėjančios paklausos ir konkurencijos, šis sektorius yra nuolat priverstas tobulinti siūlomas paslaugas ir prekes. Tam reikalingos nuolatinės investicijos ir finansavimas. Ekonomikos augimo laikotarpiais technologijų sektorius susilaukia didesnio dėmesio iš investuotojų, tačiau nuosmukių laikotarpiais investuotojai tampa atsargesni, todėl šis sektorius gali susidurti su didesniais sunkumais nei ekonomikos augimo laikotarpiais (Gu ir Yuan, 2020; Hasyim ir Budiarta, 2023; Meier ir kt., 2013).

Gamybos sektorius, kuris dažniausiai priskiriamas pramonės sektoriui, dažnai yra priklausomas nuo kitų sektorių veiklos, tiekėjų ir kitų išorinių veiksnių, tokių kaip šalies ekonomika, vartotojų elgsena. Kadangi tai nėra pirmo būtinumo sektorius, prasidėjus ekonomikos nuosmukio laikotarpiams, šio sektoriaus įmonių veiklos rezultatai suprastėja: gamybos apimtys ir užsakymai sumažėja, o pakilimo laikotarpiais jie vėl išauga. Dėl to šis sektorius dažniausiai priskiriamas prie ekonomikos svyravimams jautrių sektorių (Islam, 2024; Xiaojuan ir Yuxiang, 2024).

Statybų ir nekilnojamojo turto sektorius dažniausiai yra priklausomas nuo rinkos tendencijų. Esant didesnei paklausai, šis sektorius atsigauja, tačiau rinkos paklausai sumažėjus, jis gali susidurti su sunkumais. Taip pat šis sektorius stipriai priklauso nuo finansų sektoriaus bei valstybės priimamų sprendimų, kurie gali būti palankūs ir didinti sektoriaus paslaugų poreikį arba atvirkščiai – jį mažinti. Kreditų prieinamumas ir palankesnės sąlygos, valstybės teikiamos paramos gali paskatinti verslus ir gyventojus pasinaudoti šio sektoriaus teikiamomis paslaugomis. Tačiau sudėtingais ekonomikos laikotarpiais šio sektoriaus veikla gali susidurti su didesniais iššūkiais siekiant išlaikyti veiklos efektyvumą (Alsamhi ir kt., 2022; Chih ir Hsiao, 2023; Bui ir kt., 2022; Bancel ir Mittoo, 2011; Luo, Islam ir Wang, 2021).

Vienas iš sektorių, kuris ypač priklauso nuo ekonominės situacijos pasaulyje, yra turizmo sektorius. Esant geresnei ekonominei situacijai, gyventojai dažniau renkasi keliauti ir naudotis turizmo sektoriaus teikiamomis paslaugomis, tačiau esant sudėtingesnei ekonominei situacijai turizmo sektorius gali patirti didesnius nuostolius dėl pasikeitusios klientų elgsenos. Taip pat ekonomikos nestabilumą laikotarpiais turizmo sektorius sulaukia mažiau valstybės paramos, palyginti su augimo laikotarpiais. Dėl šių priežasčių ekonomikos ciklų svyravimai gali turėti didelę įtaką šio sektoriaus įmonių finansiniams rezultatams (Altaf, 2024; Alsamhi ir kt., 2022; Böhm ir Qendrai, 2023; Bancel ir Mittoo, 2011; Dalwai, 2023).

Finansų sektorius dažniausiai susijęs su finansinių paslaugų teikimu ir rizikos valdymu. Ekonomikos augimo laikotarpiais finansų sektorius pasižymi didesniu pelningumu dėl augančių pajamų. Dažniausiai tiek gyventojai, tiek įmonės drąsiau naudojami sektoriaus teikiamomis paslaugomis. Taip pat augimo laikotarpiais yra grąžinama didesnė dalis paskolų, palyginti su nuosmukių laikotarpiais, kuomet tiek verslai, tiek gyventojai susiduria su didesniais sunkumais vykdyti turimus įsipareigojimus. Ekonominių nuosmukių metu ne tik sumažėja klientų skaičius dėl baimės skolintis, bet ir pačios finansų institucijos atsargiau vykdo savo veiklą, baimindamosi galimų nuostolių (Dawood ir Shili, 2023; Hilo, Mkalaf ir Al-Hadeethi, 2024).

Visi šie analizuoti sektoriai mokslinėje literatūroje skirstomi į ekonomikos svyravimams jautrius ir mažiau jautrius sektorius (žr. 2 lentelė). Jautriais sektoriais laikomi tokie, kurie yra glaudžiai susiję su ekonomikos ciklo svyravimais, tuo tarpu mažiau jautrūs sektoriai yra tokie, kurių veikla nėra stipriai priklausoma nuo ekonominių pokyčių ir dažniausiai išlieka stabili įvairių ekonominių šokų laikotarpiais. Taip yra todėl, kad vieniems sektoriams didesnę įtaką daro rinkos pokyčiai – jie yra labiau priklausomi nuo vartotojų elgsenos. Tuo tarpu kitų sektorių veikla yra stabilesnė dėl išliekančios vartotojų paklausos ir valstybės teikiamos paramos įvairiais ekonomikos laikotarpiais. Tai leidžia šioms įmonėms išlaikyti stabilesnius finansinius rezultatus, palyginti su sektoriais, kurie yra jautresni ekonomikos svyravimams (Meier ir kt., 2013; Žigienė ir Žiūkaitė, 2010). Atliktų tyrimų metu nustatyta, kad labiausiai ekonomikos svyravimams jautrūs yra tokie sektoriai kaip statybų, automobilių ir gamybos, o mažiau jautrūs energetikos, farmacijos ir finansų (Žigienė ir Žiūkaitė, 2010). Kitų tyrimų rezultatai rodo, kad stipriausiai į ekonominius svyravimus reaguoja statybų, technologijų, nekilnojamojo turto ir finansų sektoriai, o mažiau jautriai sveikatos priežiūros, maisto pramonės ir žemės ūkio sektoriai (Baig, Wizarat ir Iqbal, 2020; Böhm ir Qendrai, 2023; Mai, Chan ir Zhan, 2019; Bui ir kt., 2022).

2 lentelė. Ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių skirstymas

Jautriausi ekonomikos svyravimams sektoriai	Automobilių
	Technologijų
	Gamybos
	Statybų ir nekilnojamojo turto
	Turizmo
	Finansų
Mažiau jautrūs ekonomikos svyravimams sektoriai	Energetikos
	Sveikatos priežiūros
	Telekomunikacijų
	Maisto pramonės

Taigi, apibendrinant galima teigti, kad skirtingų sektorių įmonės nevienodai reaguoja į ekonomikos svyravimus. Vieni sektoriai yra jautresni šiems pokyčiams dėl kintančios vartotojų elgsenos bei didesnės priklausomybės nuo rinkos sąlygų ir kitų sektorių. Tuo tarpu kiti sektoriai yra mažiau jautrūs, kadangi sulaukia didesnės valstybės paramos ir yra laikomi būtinais dėl savo veiklos specifiškumo. Dėl to ekonominiai svyravimai gali turėti ne vienodą poveikį skirtingų sektorių įmonėms.

2.4. Finansinio lankstumo įtaka įmonių finansiniams rezultatams

Kaip jau buvo aptarta anksčiau, skirtingi ekonomikos svyravimai gali turėti nevienodą poveikį įmonių finansiniams rezultatams. Ekonomikos augimo laikotarpiais įmonių finansiniai rezultatai dažniausiai gerėja, kadangi išauga pardavimo lygis, pelningumas, įmonės vertė, o veiklos sąnaudos sumažėja. Tuo tarpu ekonomikos nuosmukio laikotarpiais įmonių finansiniai rezultatai gali suprastėti, kadangi sumažėja pardavimų lygis ir pelningumas, o veiklos sąnaudos didėja. Tokiais laikotarpiais finansinis lankstumas gali tapti ypač svarbiu veiksniu, padedančiu įmonėms išlaikyti veiklos efektyvumą ir pagerinti finansinius rezultatus.

Augimo ir plėtros laikotarpiais įmonių finansiniai rodikliai būna aukštesni – mažėja skolos lygis, o likvidumas didėja (Lagesh ir kt., 2018). Ekonomikai augant ir gerėjant įmonių finansiniams rezultatams, didėja ir įmonių finansinis lankstumas. Šiuo laikotarpiu įmonės dažniausiai turi didesnę grynųjų pinigų kiekį, kuris laikomas vienu svarbiausių finansinio lankstumo komponentų. Tai leidžia įmonėms lanksčiau planuoti savo veiklą, priimti reikalingus sprendimus, įveikti kylančius sunkumus ir greičiau atsigauti po įvairių ekonomikos svyravimų sukrėtimų (Athira ir kt., 2024). Vis dėlto per didelis turimas grynųjų pinigų kiekis gali mažinti finansinį lankstumą, jeigu turimi resursai nėra efektyviai panaudojami. Tokiu atveju finansinis lankstumas gali turėti neigiamą poveikį įmonių finansiniams rezultatams (Knudsen, Hage ir Vethe, 2023). Atliktų tyrimų metu nustatyta, kad įmonės, turinčios didesnę finansinį lankstumą, turėjo 0,6 proc. aukštesnę turto grąžą (ROA) ir 3,11 proc. aukštesnę rinkos vertę (Tobin'Q), palyginti su įmonėmis, kurių finansinis lankstumas buvo mažesnis. Aukštesnis turto grąžos rodiklis rodo, kad įmonės efektyviau naudoja savo turtą, kas leidžia išlaikyti stabilesnę veiklos augimą, tuo tarpu aukštesnis rinkos vertės rodiklis leidžia lengviau pritraukti investuotojus ir taip plėsti savo investicinę veiklą (Wu, Le ir kt., 2024).

Kitų atliktų tyrimų taip pat nustatyta, kad finansinis lankstumas daro teigiamą įtaką tokiems pelningumo rodikliams kaip turto grąža (ROA) ir nuosavo kapitalo grąža (ROE). Turto grąža parodo, kaip efektyviai įmonės naudoja savo visą turimą turtą siekiant pagerinti įmonės pelningumą, o nuosavo kapitalo grąža atskleidžia, kaip efektyviai įmonė panaudoja savo nuosavą kapitalą pelningumo didinimui. Didesnis finansinis lankstumas siejamas su aukštesnėmis šių rodiklių reikšmėmis, ypač ekonominių neramumų laikotarpiais. Tai reiškia, kad didesnis finansinis lankstumas padeda įmonėms išlaikyti aukštesnius pelningumo rodiklius (Wu, Zhang ir kt., 2024).

Finansinis lankstumas taip pat turi reikšmingą poveikį įmonių investicinės veiklos efektyvumui. Didesni grynųjų pinigų kiekiai ir mažesni įsipareigojimai leidžia įmonėms efektyviau investuoti turimas lėšas į įvairius projektus. Atliktų tyrimų metu nustatyta, kad finansinis lankstumas yra susijęs su įmonių investicijų apimties rodikliu. Įmonės, pasižyminčios didesniu finansiniu lankstumu, investavo daugiau į įvairius projektus, palyginti su įmonėmis, kurių finansinis lankstumas buvo mažesnis (Bilyay-Erdogan, 2020; Naz ir kt., 2024; Wu, Le ir kt., 2024). Investicijų apimtis buvo matuojama pagal (19) formulę:

$$\text{Investicijų apimtis} = \frac{\text{Kapitalo išlaidos}}{\text{Visas turtas}} \quad (19)$$

Įmonės akcininkai dažnai skiria didelį dėmesį įmonių dividendų išmokėjimui. Įmonės, gebančios išlaikyti stabilų dividendų išmokėjimo lygį net sudėtingais ekonomikos laikotarpiais, investuotojams atrodo patrauklesnės ir stabilesnės, todėl gali sulaukti didesnio jų susidomėjimo. Finansinis

lankstumas gali turėti reikšmingą įtaką įmonių gebėjimui išmokėti dividendus. Atliktų tyrimų rezultatai atskleidžia, kad finansinis lankstumas daro teigiamą įtaką ne tik turto gražos (ROA), bet ir dividendų išmokėjimo rodikliams (Butt, Shahzad, Ghaffar ir Bilal, 2023). Šiame tyrime išmokėtų dividendų rodiklis matuojamas pagal (20) formulę:

$$\text{Dividendų išmokėjimo rodiklis} = \frac{\text{Išmokėti dividendai}}{\text{Pardavimai}} \quad (20)$$

Įmonės, turinčios didesnę finansinį lankstumą, galėjo išmokėti didesnius dividendus, palyginti su įmonėmis, kurių finansinis lankstumas buvo mažesnis (Butt ir kt., 2023). Dividendų išmokėjimo politika gali keistis priklausomai nuo ekonomikos svyravimų. Ekonomikos augimo laikotarpiais, kai įmonės turi daugiau grynųjų pinigų, jos dažniau pasirenka išmokėti didesnius dividendus. Tuo tarpu ekonomikos nuosmukių laikotarpiais, susidūrus su finansiniais sunkumais, įmonės gali nuspręsti nemokėti dividendų arba juos sumažinti, siekdamos išlaikyti didesnę grynųjų pinigų kiekį ir sumažinti riziką dėl galimų nuostolių.

Analizuojant mokslinę literatūrą, pastebėta, kad finansinio lankstumo svarba įmonių finansiniams rezultatams gali skirtis priklausomai nuo tokių veiksnių kaip įmonės amžius, dydį, turto materialumas (angl. *tangibility*) ir augimo tempas (angl. *growth*). Taip pat finansinio lankstumo poveikis gali būti nevienodas tarp įmonių, veikiančių skirtingose šalyse, dėl taikomų skirtingų reguliacinių apribojimų. Atliktų tyrimų metu nustatyta, kad įmonių dydis ir amžius yra reikšmingi veiksniai, lemiantys finansinio lankstumo poveikį įmonių finansiniams rezultatams. Tyrimai parodė, kad finansinis lankstumas turėjo didesnę įtaką mažesnių ir jaunesnių įmonių finansiniams rezultatams (Altaf, 2024; Bilyay-Erdogan, 2020). Šioms įmonėms finansinis lankstumas yra ypač svarbus, kadangi jos dažniausiai turi mažiau nuosavo kapitalo, o skolinimosi galimybės yra labiau ribotos, palyginti su didelėmis arba ilgesnį laiką rinkoje veikiančiomis įmonėmis. Be to, didesnės ir ilgesnį laiką rinkoje esančios įmonės lengviau pritraukia investuotojus, o jaunesnės ir mažesnės įmonės dažnai yra mažiau patrauklios rizikos vengiantiems investuotojams. Įmonių amžius buvo vertinamas kaip intervalas nuo įmonės veiklos įregistravimo dienos iki tyrimo atlikimo dienos, o dydis apskaičiuojamas pagal (21) formulę:

$$\text{Įmonės dydis} = \log(\text{Visas turtas}) \quad (21)$$

Taip pat atliktų tyrimų metu buvo pastebėta, kad įmonių augimas (angl. *growth*) reikšmingai susijęs su finansinio lankstumo poveikiu finansiniams rezultatams. Sparčiai augančioms įmonėms finansinis lankstumas yra svarbus veiksnys, padedantis pasiekti geresnius finansinius rezultatus. Dažniausiai jis padeda pritraukti reikalingą kapitalą investicijoms ir taip pagerinti savo veiklos efektyvumą. Tuo tarpu ne taip sparčiai augančioms įmonėms finansinis lankstumas taip pat išlieka svarbus, tačiau jis labiau reikalingas kaip apsauginė priemonė. Mažiau augančioms įmonėms finansinis lankstumas padeda apsaugoti turimus finansinius rezultatus nuo pablogėjimo, tačiau reikšmingai jų nepagerina, kaip sparčiai augančiose įmonėse (Altaf, 2024; Bilyay-Erdogan, 2020). Įmonių augimas vertinamas naudojant (22) formulę:

$$\text{Įmonės augimas} = \frac{\text{Pardavimai}_t}{\text{Pardavimai}_{t-1}} - 1 \quad (22)$$

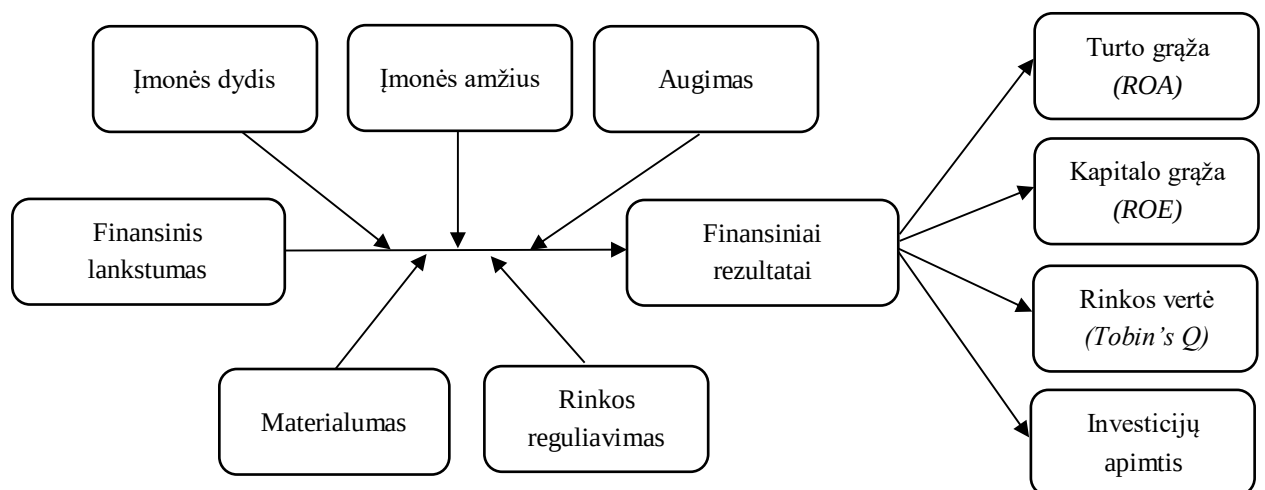
Turto materialumas taip pat gali turėti reikšmingą įtaką finansinio lankstumo poveikiui įmonių finansiniams rezultatams. Atliktų tyrimų metu buvo pastebėta, kad įmonėms, kurios turėjo mažiau

materialaus turto, finansinis lankstumas labiau pagerino finansinius rezultatus, nei įmonėms turinčioms daugiau materialaus turto (Altaf, 2024; Bilyay-Erdogan, 2020). Tam įtakos galėjo turėti tai, kad daugiau materialaus turto turinčios įmonės lengviau gauna reikalingą finansavimą iš išorinių kreditorių, todėl finansinis lankstumas neturi tokios stiprios reikšmės jų finansiniams rezultatams. Tuo tarpu mažiau materialaus turto turinčios įmonės yra labiau priklausomos nuo finansinio lankstumo ir jo įtaka finansiniams rezultatams yra didesnė. Turto materialumas (angl. tangibility) matuojamas naudojant (23) formulę:

$$\text{Turto materialumas} = \frac{\text{Ilgalaikis materialus turtas}}{\text{Visas turtas}} \quad (23)$$

Šalies valdymo politika gali turėti įtakos finansinio lankstumo poveikiui įmonių finansiniams rezultatams. Atliktų tyrimų metu buvo pastebėta, kad skirtingose rinkose finansinis lankstumas gali turėti nevienodą poveikį įmonių rinkos vertei ir investicijų efektyvumo lygiui. Jungtinėse Amerikos Valstijose (JAV) didesnis finansinis lankstumas buvo susijęs su aukštesne įmonių rinkos verte ir didesne investicijų apimtimi. Dėl taikomų mažesnių reguliavimo apribojimų įmonės turėjo palankesnes sąlygas vykdyti investicinę veiklą. Tuo tarpu Kinijos rinkoje, dėl įvairių reguliacinių apribojimų, įmonės turėjusios didesnę finansinę lankstumą, turėjo mažesnes galimybes vykdyti investicinę veiklą, kas turėjo neigiamos įtakos rinkos vertės ir investicijų apimties rodikliams. Tai rodo, kad finansinis lankstumas gali turėti skirtingą reikšmę įmonių finansiniams rezultatams, priklausomai nuo rinkos, kuriose jos veikia (Wu, Zhang ir kt., 2024).

Mokslinėje literatūroje turto grąža (ROA), nuosavo kapitalo grąža (ROE), rinkos vertė (Tobin's Q) ir investicijų apimtis yra vieni iš pagrindinių rodiklių, kuriuos mokslininkai analizuoja, vertindami finansinio lankstumo poveikį įmonių finansiniams rezultatams. Tačiau tyrimų metu pastebima, kad įvairūs kiti veiksniai, tokie kaip įmonių dydis, amžius, augimo tempas, turto materialumas ir rinkos reguliavimas, taip pat gali turėti reikšmingos įtakos, vertinant finansinio lankstumo poveikį įmonių finansiniams rezultatams (žr. 6 pav.).



6 pav. Finansinio lankstumo įtaka įmonių finansiniams rezultatams. Sudaryta darbo autorės.

Taigi, apibendrinant galima teigti, kad finansinis lankstumas yra svarbus įmonėms, kadangi jis padeda pagerinti finansinius rezultatus tokius kaip turto grąža ir nuosavo kapitalo grąža, kurie atspindi įmonių pelningumą. Taip pat finansinis lankstumas daro teigiamą poveikį įmonių rinkos vertės ir investicijų

apimties rodikliams, kurie atspindi įmonių investicinę veiklą ir vertę rinkoje. Finansinio lankstumo poveikį įmonių finansiniams rezultatams gali lemti įvairūs veiksniai, tokie kaip įmonės dydis, amžius, augimo tempas, turto materialumas ir rinkos reguliavimo lygis. Todėl analizuojant finansinio lankstumo reikšmę labai svarbu atkreipti dėmesį į šiuos kintamuosius, siekiant kuo tiksliau įvertinti jo poveikį finansiniams rezultatams.

2.5. Finansinio lankstumo įtakos įmonių finansiniams rezultatams skirtinguose sektoriuose pasireiškimo ypatumai

Jau anksčiau buvo aptarta, kad skirtingi sektoriai gali būti skirstomi į ekonomikos svyravimams jautrius ir mažiau jautrius sektorius. Taip pat įvairių krizių metu skirtingi sektoriai gali susidurti su skirtingais iššūkiais, todėl vieniems sektoriams juos įveikti ir išlaikyti savo veiklos efektyvumą gali būti sunkiau nei kitiems. Finansinis lankstumas gali būti itin svarbus veiksnys, padedantis prisitaikyti prie besikeičiančių aplinkybių, tačiau jo poveikiui gali turėti įtakos įvairūs veiksniai. Todėl svarbu išanalizuoti, kaip finansinis lankstumas veikia skirtingo jautrumo sektorius ir kokie veiksniai gali lemti šį poveikį.

Mokslinėje literatūroje išskiriama, kad automobilių, technologijų, gamybos, statybų, turizmo ir finansų sektoriai yra jautrūs ekonomikos svyravimams. Automobilių pramonė yra ypač priklausoma nuo pardavimų apimties, todėl ekonomikos svyravimų laikotarpiais ji susiduria su dideliais iššūkiais dėl sumažėjusios paklausos. Atliktų tyrimų metu buvo nustatyta, kad tokių kompanijų kaip „Honda Atlas Car“ pardavimai COVID-19 pandemijos metu sumažėjo 63 proc., o „Indus Motor Company“ – 57 proc. Taip pat krizės metu pastebėta, kad rinkos vertės rodiklis (Tobin's Q) turėjo svarbų vaidmenį vertinant įmonių patrauklumą investuotojams. Įmonės, kurių rinkos vertės rodiklis sumažėjo, buvo prasčiau vertinamos investuotojų ir sulaukė mažiau jų susidomėjimo. Dėl šios priežasties joms buvo sunkiau išlaikyti veiklos rezultatus, palyginti su įmonėmis, kurių rinkos vertė išliko stabilesnė ekonominio nuosmukio metu (Naz ir kt., 2024). Kitų atliktų tyrimų metu pastebėta, kad įmonės, turinčios didesnius pinigų srautus ir mažesnę skolos lygį, pasižymėjo didesniu finansiniu lankstumu, patyrė mažesnę pardavimų nuosmukį bei greičiau atsigavo, palyginti su įmonėmis, kurių finansinis lankstumas buvo mažesnis (Afzal ir kt., 2013).

Pandemijos laikotarpiu variklių gamyba automobilių sektoriuje sumažėjo apie 20 proc. (Ionescu ir kt., 2022). Didžiausią neigiamą poveikį šis laikotarpis turėjo Pietų Amerikos ir Pietų Azijos gamintojams – jų gamyba vidutiniškai sumažėjo apie 30 proc., o Europos apie 22 proc. Mažiausiai nukentėjo Azijos gamintojai, kurių gamybos sumažėjimas svyravo nuo 2,2 proc. iki 14,5 proc. Tokiems rezultatams įtakos turėjo nevienoda teikiama institucinė parama. Azijos šalys teikė didesnę paramą gamintojams, o tuo tarpu Europoje įvesti griežtesni suvaržymai turėjo didesnę neigiamą poveikį įmonių rezultatams. Taip pat tam įtakos turėjo ir tokie finansinio lankstumo komponentai kaip skolos lygis bei likvidumas. Įmonės, turėjusios didesnę finansinę lankstumą, o tai reiškia, mažesnę skolos lygį ir aukštesnę likvidumą, galėjo lengviau prisitaikyti prie rinkos pokyčių, ir išlaikyti gamybos efektyvumą.

Technologijų sektoriuje finansinis lankstumas yra itin svarbus, kadangi šis sektorius reikalauja nuolatinių investicijų į inovacijas. Įvairūs rinkos pokyčiai gali turėti reikšmingą įtaką šio sektoriaus veiklai. Finansinis lankstumas padeda išlaikyti aukštesnius finansinius rezultatus, tokius kaip pajamos, turto grąža ir grynojo pelno marža. Atliktų tyrimų metu nustatyta, kad įmonės, turinčios didesnę finansinę lankstumą, pasižymi didesniu pajamų augimu. Tai reiškia, kad finansinis lankstumas

sudaro palankesnes sąlygas investuoti į naujus produktus ir tokiu būdu didinti pardavimo pajamas. Tuo tarpu įmonės, turinčios mažesnę finansinę lankstumą, dažnai tokiomis galimybėmis pasinaudoti negali, todėl jų augimas gali sulėtėti. Technologijų sektoriuje labai svarbu užtikrinti optimalų finansinio lankstumo lygį, nes tiek per didelis, tiek per mažas finansinis lankstumas gali turėti neigiamos įtakos tokiems finansiniams rezultatams kaip turto grąža ir grynojo pelno marža. Per didelis finansinis lankstumas siejamas su neišnaudotomis įmonių investavimo galimybėmis, o per mažas – su nepakankamais resursais, reikalingais investicijoms į įvairius inovatyvius projektus. Kadangi pagrindinė sektoriaus veikla glaudžiai susijusi su investicijomis į inovacijas, būtent subalansuotas finansinis lankstumas padeda išlaikyti geriausius finansinius rezultatus – aukštesnę turto grąžą ir grynojo pelno maržą (Gu ir Yuan, 2020).

Gamybos sektoriuje finansinis lankstumas taip pat padeda išlaikyti geresnius finansinius rezultatus. Atliktų tyrimų metu nustatyta, kad pasaulinės COVID-19 pandemijos metu įmonių finansinis lankstumas turėjo teigiamą įtaką tokiems finansiniams rezultatams kaip turto grąža (ROA) ir nuosavo kapitalo grąža (ROE). Įmonės, turinčios didesnę finansinę lankstumą, gebėjo efektyviau valdyti savo turtą ir nuosavą kapitalą šiuo sudėtingu laikotarpiu. Taip pat nustatyta, kad didesnėms gamybos įmonėms, turinčioms daugiau ilgalaikio turto, finansinis lankstumas turėjo didesnę reikšmę, palyginti su mažesnėmis įmonėmis, turinčiomis mažiau ilgalaikio turto (Teng ir kt., 2021). Tai reiškia, kad didesnėms gamybos įmonėms finansinis lankstumas yra svarbus veiksnys ekonomikos svyravimų laikotarpiais, nes joms yra sunkiau prisitaikyti prie rinkos pokyčių. Tuo tarpu mažesnės įmonės, turinčios mažiau ilgalaikio turto, patiria mažesnius nuostolius ir gali lengviau prisitaikyti prie atsiradusių pokyčių net ir turėdamos mažesnę finansinę lankstumą.

Kitų atliktų tyrimų metu taip pat buvo nustatyta, kad finansinis lankstumas krizės laikotarpiu teigiamai veikia tokius gamybos įmonių rodiklius kaip turto grąža (ROA), investicijų efektyvumas, veiklos pelningumas ir palūkanų padengimo rodiklius (ICR) (Xiaojuan ir Yuxiang, 2024). Didesnis finansinis lankstumas buvo susijęs su didesniu veiklos pelningumu ir geresniais palūkanų padengimo (ICR) rodikliais.

Statybų sektorius moksliniuose tyrimuose dažnai analizuojamas kartu su nekilnojamojo turto sektoriumi. Ekonomikos nuosmukių laikotarpiai dažniausiai turi stiprų neigiamą poveikį šio sektoriaus veiklai. Dėl sumažėjusios paklausos, įvairiausių apribojimų ir kitų sektorių veiklos pokyčių statybų ir NT sektorius susiduria su dideliais iššūkiais siekiant išlaikyti veiklos efektyvumą. Atliktų tyrimų metu nustatyta, kad didesnis finansinis lankstumas buvo susijęs su aukštesniais investicijų apimtys ir rinkos vertės rodikliais. Įmonės, turinčios didesnę finansinę lankstumą, gali lengviau investuoti ir pasinaudoti atsiradusiomis augimo galimybėmis (Luo ir kt., 2021).

Turizmo sektorius taip pat yra labai jautrus ekonomikos svyravimams, todėl finansinis lankstumas šiame sektoriuje turi didelę reikšmę. Atliktų tyrimų metu buvo nustatyta, kad finansinis lankstumas daro teigiamą poveikį įmonių turto grąžos (ROA), rinkos vertės (Tobin's Q) rodikliams, taip pat augimo rodikliams, tokiems kaip pardavimo augimo tempas ir turto apyvartumas. Įmonės, turinčios didesnę finansinę lankstumą, pasižymi didesniu pardavimų augimo tempu ir turto apyvartumu. Finansinis lankstumas šiame sektoriuje yra svarbus ne tik kaip apsauginis veiksnys ekonomikos nuosmukio laikotarpiais, bet ir kaip konkurencinis pranašumas. Įmonės, turinčios didesnę finansinę lankstumą, gali skirti daugiau dėmesio investicinei veiklai ir efektyviau prisitaikyti prie rinkos pokyčių, palyginti su konkurentais (Altaf, 2024).

Finansų sektorius yra itin svarbus šalies ekonomikai, nes glaudžiai susijęs su daugeliu kitų sektorių. Įvairūs ekonominiai neramumai turi įtakos šio sektoriaus veiklos rezultatams, todėl finansinis lankstumas čia tampa ypač reikšmingas veiksnys. Atliktų tyrimų metu buvo analizuota, kaip finansinis lankstumas padeda didinti bankų efektyvumą, įveikti ekonominius iššūkius ir atsigauti po jų. Esant stabilesnei ekonomikos situacijai finansinis lankstumas turi teigiamą poveikį turto grąžos (ROA), nuosavo kapitalo grąžos (ROE) ir nuosavo kapitalo daugiklio (EM) rodikliams (Hilo ir kt., 2024; Dawood ir Shili, 2023). Taip pat stabilumą laikotarpiams finansinis lankstumas leido bankams išduoti daugiau paskolų (Dawood ir Shili, 2023).

Vertinant ekonomikos svyravimams jautrius sektorius, atlikta literatūros analizė atskleidė, kad finansinis lankstumas turėjo skirtingą poveikį jų finansiniams rezultatams (žr. 3 lentelė). Šiuose sektoriuose finansinis lankstumas turėjo didžiausią poveikį turto grąžai, investicijų apimčiai ir rinkos vertės rodikliams. Be to, skirtinguose sektoriuose įvairūs papildomi veiksniai, tokie kaip šalies valdymo politika, turimo turto dydis ar kitų sektorių veikla, turėjo reikšmingos įtakos įmonių finansiniam lankstumui ir jo poveikiui įmonių finansiniams rezultatams.

3 lentelė. Ekonomikos svyravimams jautrių sektorių finansinio lankstumo įtaka finansiniams rezultatams

Sektorius	Finansiniai rezultatai, kuriems finansinis lankstumas daro įtaką
Automobilių	ROA; Investicijų efektyvumas; Tobin's Q
Technologijų	Pajamingumas; ROA; Grynojo pelno marža
Gamybos	ROA; ROE; Investicijų efektyvumas; Veiklos pelningumas; Palūkanų padengimo rodiklis
Statybų ir nekilnojamojo turto	ROA; Investicijų efektyvumas
Turizmo	ROA; Tobin's Q; Pardavimo augimo tempas; Turto apyvartumas
Finansų	ROA; ROE; Nuosavo kapitalo daugiklis (EM)

Mokslinėje literatūroje išskiriama, kad energetikos, sveikatos priežiūros, telekomunikacijų ir maisto pramonės sektoriai pasižymi mažesniu jautrumu ekonomikos svyravimams. Tai reiškia, kad tiek ekonomikos augimo, tiek nuosmukio laikotarpiams šie sektoriai geba išlaikyti panašų veiklos efektyvumo lygį. Analizuojant energetikos sektorių, atliktų tyrimų rezultatai parodė, kad didesnis grynąjų pinigų kiekiai ir mažesnis sverto lygis, turėjo teigiamą poveikį įmonių turto grąžos rodikliams pandemijos laikotarpiu. Taip pat įmonės, pasižyminčios didesniu finansiniu lankstumu, galėjo

efektyviau vykdyti investicinę veiklą. Finansinis lankstumas šiame sektoriuje pandemijos laikotarpiu buvo svarbus, nes padėjo sumažinti neigiamą poveikį pelningumui (Susilowati ir kt., 2023).

Analizuojant sveikatos priežiūros sektorių, tyrimų rezultatai parodė, kad įmonių finansinis lankstumas neturėjo reikšmingos įtakos įmonių turto grąžos rodikliui, nei įmonių augimui. Tai reiškia, kad turimas didesnis pinigų lankstumas ir skolos lankstumas nėra susijęs su įmonės pelningumu. Be to, šio sektoriaus įmonės geba efektyviau didinti savo augimą per investicinę veiklą, nepriklausomai nuo finansinio lankstumo (Hanasa ir Lubis, 2023). Tokiems tyrimo rezultatams įtakos galėjo turėti tai, kad sveikatos priežiūros sektorius dažnai gauna daug paramos iš vyriausybės, todėl finansinis lankstumas neturi tokios didelės reikšmės šio sektoriaus įmonių finansiniams rezultatams.

Telekomunikacijų sektorius išlieka vienu svarbiausių sektorių, kurio reikšmė išlieka didelė nepriklausomai nuo ekonomikos ciklo. Net ir nuosmukio laikotarpiais šio sektoriaus svarba dažniausiai nesumažėja arba sumažėja nežymiai. Atliktų tyrimų metu nustatyta, kad mažesnis skolos lygis pandemijos laikotarpiu turėjo teigiamą poveikį turto grąžai. Tai reiškia, kad įmonės, turėjusios mažesnę svertą, pasižymėjo didesniu finansiniu lankstumu, kuris teigiamai veikė turto grąžos rodiklį. Be to, daugiau investavusios įmonės pandemijos metu išlaikė geresnius finansinius rezultatus. Tai rodo, kad finansinis lankstumas šiame sektoriuje, padeda įmonėms išlaikyti aukštesnį turto pelningumą ir didesnes investavimo galimybes net ir sudėtingais ekonomikos laikotarpiais (Çam ir kt., 2024).

Maisto pramonė visais analizuojamais laikotarpiais taip pat išlieka svarbi ir būtina. Dėl šios priežasties šis sektorius dažniausiai nesusiduria su didesniais sunkumais ekonomikos nuosmukių laikotarpiais. Atliktų tyrimų metu nustatyta, kad tokie finansinio lankstumo komponentai kaip žemas svertas turi teigiamą poveikį įmonių pelningumui (Notta ir Vlachvei, 2014). Kitų atliktų tyrimų rezultatai parodė, kad pandemijos laikotarpiu didesni grynųjų pinigų srautai ir mažesnis skolos lygis turėjo teigiamą poveikį įmonių turto grąžos (ROA) ir nuosavo kapitalo grąžos rodikliams (ROE) (Dananti, Nany ir Gusmao, 2022).

Išanalizavus mokslinius tyrimus pastebėta, kad ekonomikos svyravimams mažiau jautriuose sektoriuose finansinis lankstumas turėjo mažesnę įtaką įmonių finansiniams rezultatams (žr. 4 lentelė). Dauguma šių sektorių yra pirmo būtinumo ir didelės svarbos, todėl jų finansiniai rezultatai išlieka panašūs visais ekonomikos svyravimo laikotarpiais, o finansinis lankstumas dažniausiai atlieka plėtos arba investavimo funkciją.

4 lentelė. Ekonomikos svyravimams jautrių sektorių finansinio lankstumo įtaka finansiniams rezultatams

Sektorius	Finansiniai rezultatai, kuriems finansinis lankstumas daro įtaką
Energetikos	ROA;
Sveikatos priežiūros	-
Telekomunikacijų	ROA; Investicijų apimtis
Maisto pramonė	Pelningumas; ROA; ROE

Daugelyje mokslinių tyrimų apie finansinio lankstumo įtaką įmonių finansiniams rezultatams duomenys renkami iš įvairių sektorių, tačiau analizės rezultatai dažniausiai pateikiami apibendrintai.

Tai reiškia, kad nors yra remiamasi skirtingų sektorių įmonių duomenimis, gauti rezultatai atspindi bendrą visų sektorių vaizdą, neatsižvelgiant į sektorių specifiškumą. Sektorių skirstymas į jautrius ir mažiau jautrius ekonomikos svyravimams leidžia tiksliau įvertinti finansinio lankstumo poveikį įmonių finansiniams rezultatams bei geriau suprasti jo reikšmę konkrečioms sektorių grupėms. Be to, pastebėta, kad daugelyje tyrimų finansų sektorius dažniausiai yra eliminuojamas iš analizės, dėl specifinės šio sektoriaus veiklos ir vertinimo metodų.

Taigi, apibendrinant galima teigti, kad ekonomikos svyravimams jautriuose sektoriuose finansinis lankstumas daro didesnę įtaką įmonių finansiniams rezultatams. Dažniausiai labiausiai paveikiami turto grąžos, rinkos vertės ir investicijų apimtys rodikliai. Šiuose sektoriuose finansinis lankstumas atlieka apsauginę, augimo arba investicijų didinimo funkciją. Tuo tarpu mažiau jautriuose sektoriuose finansinis lankstumas turi ne tokią didelę įtaką įmonių finansiniams rezultatams. Kai kuriais atvejais finansinis lankstumas siejamas su didesniais turto grąžos rodikliais arba investicijų apimties rodikliais ir dažniausiai naudojamas kaip augimo arba investicijų didinimo priemonė.

2.6. Finansinio lankstumo funkcijos

Finansinis lankstumas yra svarbus veiksnys, darantis įtaką įmonių finansiniams rezultatams. Tam, kad finansinis lankstumas padėtų įmonėms pasiekti norimų tikslų, jo naudojimas turi būti gerai apgalvotas ir įvertintas. Nors mokslinėje literatūroje dažnai akcentuojama finansinio lankstumo nauda, netinkamas jo naudojimas gali turėti neigiamų pasekmių, kurios ateityje gali pabloginti įmonių finansinius rezultatus. Dėl šios priežasties svarbu suprasti pagrindines finansinio lankstumo funkcijas ir tai, kokiais laikotarpiais jos labiausiai išryškėja.

Mokslinėje literatūroje dažniausiai išskiriamos trys pagrindinės finansinio lankstumo funkcijos: apsauginė, investavimo ir augimo. Apsauginė funkcija pasireiškia tuo, kad įmonės kaupia grynus pinigus ir mažina skolos lygį, siekdamas efektyviau įveikti galimus sunkumus. Dažniausiai ši finansinio lankstumo funkcija tampa svarbi ekonomikos nuosmukio laikotarpiais, kuomet įmonės siekia išlaikyti aukštesnį finansinio lankstumo lygį. Investavimo funkcija reiškia, kad turėdamos didesnį finansinį lankstumą, įmonės gali skirti daugiau lėšų investicijoms į naujus projektus, technologijas ar procesų tobulinimą. Augimo funkcija padeda įmonėms plėsti savo veiklą ir didinti rinkos dalį. Tiek ekonomikos augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais finansinis lankstumas gali būti naudojamas dėl investicijų didinimo ir augimo funkcijos (Butt ir kt., 2023; Gamba ir Triantis, 2008).

Ekonomikos nuosmukių laikotarpiu dauguma įmonių siekia išlaikyti savo turimus finansinius rezultatus arba bent kiek sumažinti šio laikotarpio poveikį jiems. Vienas iš svarbiausių instrumentų šiam tikslui pasiekti tampa finansinis lankstumas. Tyrimai rodo, kad aukštesnis likvidumo lygis, bei žemesni skolos lygis teigiamai veikia įmonių finansinius rezultatus šiuo sudėtingu laikotarpiu. Įmonės, didinusios savo grynąjį pinigų kiekį ir mažinusios įsipareigojimus, galėjo lengviau išlaikyti aukštesnius finansinius rezultatus. Be to, jų veiklos efektyvumas sumažėjo ne taip reikšmingai, nes jos buvo patrauklesnės kreditoriams ir galėjo lengviau gauti reikiamą finansavimą (Ahmad ir kt., 2023; Chih ir Hsiao, 2023; Notta ir Vlachvei, 2014; Zeitun ir Goaid, 2022).

Taip pat, COVID-19 pandemijos metu turizmo sektoriaus įmonės ženkliai padidino grynąjį pinigų kiekį ir sumažino skolos lygį. Didesnis finansinis lankstumas nestabilumų laikotarpiais, kai sumažėja rinkos paklausa, padėjo šio sektoriaus įmonėms efektyviau išgyventi atsiradusius iššūkius (Dalwai, 2023). Panašios tendencijos stebimos ir pasaulinės finansų krizės laikotarpiu. Šiuo laikotarpiu ypač

stiprų poveikį turėjo mažesnis skolos lygis – įmonės, kurios prieš krizę turėjo mažiau įsiskolinimų, išlaikė aukštesnius finansinius rezultatus. Tuo tarpu didesnis grynųjų pinigų kiekis ne visada buvo susijęs su gebėjimu išlaikyti aukštesnius finansinius rezultatus (Meier ir kt., 2013). Tai reiškia, kad finansinis lankstumas gali turėti apsauginę funkciją įmonėms, tačiau siekiant efektyviausio rezultato svarbu atsižvelgti į krizės pobūdį ir tinkamai formuoti finansinio lankstumo struktūrą.

Nors mokslinėje literatūroje dažniausiai pabrėžiama, kad grynųjų pinigų kaupimas ir skolos mažinimas yra viena iš priemonių, padedančių apsisaugoti nuo nuostolių ir išlaikyti veiklos efektyvumą sudėtingais laikotarpiais, kai kurių tyrimų metu pastebėta, kad didesnis finansinis lankstumas gali turėti ir neigiamą poveikį tokiems įmonių finansiniams rezultatams kaip rinkos vertė ir investicijų apimtis (Butt ir kt., 2023). Šiems rezultatams įtakos galėjo turėti tai, kaip įmonės pasirinko naudoti turimą finansinį lankstumą. Įmonės, kurios siekia išlaikyti didesnę finansinį lankstumą ir naudoja jį tik kaip apsauginę priemonę, gali prarasti investuotojų susidomėjimą. Be to, jos dažnai praleidžia palankias investavimo galimybes, kurios galėtų pagerinti finansinius rezultatus. Finansinio lankstumo išlaikymas taip pat gali sukelti papildomų kaštų, kurie gali neigiamai paveikti įmonių finansinius rezultatus (Bilyay-Erdogan, 2020).

Kai kurios įmonės keičia finansinio lankstumo strategijas, atsižvelgdamos į ekonominę situaciją. Tyrimų metu buvo nustatyta, kad dalis įmonių pokriziniais laikotarpiais kaupia grynųjų pinigų atsargas, siekdamos padidinti savo finansinį lankstumą, kad atsigavus rinkai, galėtų juo pasinaudoti investuojant arba plečiant įmonės veiklą (Knudsen ir kt., 2023). Tai rodo, kad finansinio lankstumo funkcijos yra susijusios, o finansinis lankstumas gali būti panaudojamas taip, kad turėtų didžiausią naudą įmonių finansiniams rezultatams.

Taikydamos finansinį lankstumą investicijų didinimui, įmonės dažnai siekia padidinti savo veiklos efektyvumą ir praplėsti rinkos dalį. Atliktų tyrimų duomenimis, automobilių pramonės įmonė „Honda“ pasaulinės krizės laikotarpiu panaudojo finansinį lankstumą investuodama į inovatyvius sprendimus, tokius kaip hibridinių automobilių gamybą. Šios investicijos leido įmonei ne tik išplėsti savo veiklą ir padidinti jos efektyvumą, bet ir užtikrinti didesnę pranašumą tarp konkurentų (Afzal ir kt., 2013).

Kitų tyrimų metu buvo pastebėta, kad įmonės savo finansinį lankstumą gali išnaudoti plėtrai į naujas gamybos linijas ar naujus produktus, taip didindamos savo rinką ir konkurencinį pranašumą. Nustatyta, kad didesnis finansinis lankstumas padeda didinti įmonių augimą, o tai pagerina įmonių finansinius rezultatus, tokius kaip turto grąža ir įmonės rinkos vertės santykį su balansine verte (Tobin's Q) (Cui, 2021; Wu, Le ir kt., 2024). Finansinio lankstumo augimo funkcija dažnai persipina su investavimo funkcija ir gali būti naudojamos kartu siekiant atlikti efektyvias investicijas, kurios padėtų išplėsti įmonių veiklą.

Įmonių investavimo sprendimai turi būti gerai apgalvoti ir įvertinti, nes jie gali turėti tiek teigiamos, tiek neigiamos įtakos įmonių finansiniams rezultatams. Tyrimai parodė, kad per didelis vadovų pasitikėjimas priimant investavimo sprendimus gali turėti teigiamos įtakos įmonių finansiniams rezultatams ekonomikos augimo laikotarpiais, tačiau ekonomikos nuosmukių metu tai gali turėti neigiamos įtakos įmonių finansiniams rezultatams (Reyes ir kt., 2022). Taip pat įmonės, turinčios didesnę finansinį lankstumą, kartais gali neapgalvotai investuoti į daugiau didelės apimties projektų, kurie nebūtinai duos teigiamus rezultatus. Tokie sprendimai ateityje gali sumažinti įmonių finansinius rezultatus ir vertę dėl patiriamų nuostolių, didesnių išlaidų ar likusių įsiskolinimų kreditoriams (Raza,

Hamid, Sajid ir Rasheed, 2021; Wu, Le ir kt., 2024). Kitaip tariant, pasirinkus per daug, per didelių ar rizikingų investicijų, įmonės praranda galimybę lanksčiai ir efektyviai valdyti savo finansus.

Taigi, apibendrinant galima teigti, kad įmonių finansinis lankstumas gali turėti kelias svarbias funkcijas – apsauginę, investicinę ir augimo. Norėdamos išlaikyti arba pagerinti finansinius rezultatus, įmonės turėtų atsižvelgti į esamą situaciją ir pasirinkti tinkamiausią finansinio lankstumo taikymo funkciją. Svarbu įsivertinti, kad bet kuri finansinio lankstumo funkcija turi būti gerai apgalvota ir įvertinta, kadangi ji gali turėti ne tik teigiamą, bet ir neigiamą įtaką įmonių finansiniams rezultatams.

3. Finansinio lankstumo įtakos įmonės finansiniams rodikliams empirinio tyrimo metodologija

Finansinio lankstumo įtakos tyrimas įmonių finansiniams rezultatams skirtinguose sektoriuose yra svarbus, nes leidžia geriau suprasti finansinio lankstumo naudingumą kaip vieną iš įmonių valdymo strategijų. Dėl veiklos specifiškumo skirtingų sektorių įmonės gali nevienodai reaguoti į ekonomikos svyravimus. Ekonomikos augimo laikotarpiais kai kurie sektoriai finansinį lankstumą gali naudoti verslo plėtros ir investicijų didinimui, tuo tarpu nuosmukių laikotarpiais finansinis lankstumas gali tapti apsaugine priemone, padedančia išlaikyti finansinius rezultatus ir išvengti bankroto. Toks tyrimas padėtų tiksliau nustatyti, ar finansinis lankstumas yra reikalingas skirtinguose sektoriuose ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais bei suteiktų platesnį supratimą apie šio instrumento poveikį įmonių finansiniams rezultatams. Gauti tyrimo rezultatai būtų naudingi ne tik ateities tyrimams, bet ir įmonių vadovams priimant strateginius sprendimus.

Išanalizavus mokslinę literatūrą pastebėta, kad finansinis lankstumas Europoje tyrinėjamas rečiau nei Jungtinėse Amerikos Valstijose (JAV) ir Azijos šalyse. Siekiant papildyti šią temą naujesniais duomenimis, tyrimui buvo pasirinkta Europos rinka, o konkrečiai – Vokietija ir Lenkija. Vokietija yra viena didžiausių Europos šalių pagal ekonomikos dydį, o Lenkija – viena iš sparčiausiai augančių valstybių šiame regione. Toks skirtingų šalių pasirinkimas leidžia palyginti finansinio lankstumo įtaką finansiniams rezultatams tarp valstybių, turinčių skirtingą ekonomikos išsivystymo lygį. Be to, tai leidžia užtikrinti įvairesnių įmonių duomenų surinkimą: Vokietijos rinkoje vyrauja daugiau didelių ir vidutinio dydžio įmonių, o Lenkijoje – vidutinio dydžio ir mažesnių įmonių. Abi šalys yra artimos savo geografine padėtimi, todėl galima tikėtis, kad šių šalių įmonės panašiai reaguos į skirtingus ekonomikos svyravimų laikotarpius.

Tyrimo metu bus analizuojami 2006–2023 metų įmonių finansiniai duomenys, gauti iš „Bloomberg“ duomenų bazės. Duomenys apima skirtingų sektorių įmones, kurios analizuojamu laikotarpiu pateikė visas reikiamas finansines ataskaitas. Analizuojamas laikotarpis bus skirstomas į ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpius atsižvelgiant į Vokietijos ir Lenkijos ekonomikos rodiklių dinamiką. Tyrimo laikotarpis pasirinktas siekiant nustatyti, kuriais ekonomikos svyravimo laikotarpiais finansinis lankstumas turi didesnę poveikį įmonių finansiniams rezultatams.

Tyrime analizuojami sektoriai pasirinkti iš „Bloomberg“ duomenų bazėje pateiktų pagrindinių sektorių. Jie suskirstyti į ekonomikos svyravimams jautrius ir mažiau jautrius, remiantis mokslinės literatūros analize (žr. 5 lentelė). Nors nepavyko rasti mokslinių tyrimų, kuriuose būtų atskirai analizuojami komunalinių paslaugų ar žaliavų sektoriai, jie buvo įtraukti į tyrimą, kadangi šie sektoriai dažnai minimi nagrinėjant ekonomikos svyravimų įtaką įmonių finansiniams rezultatams. Finansų sektorius į analizę nebuvo įtrauktas dėl jo veiklos specifiškumo ir reguliavimo skirtumų.

5 lentelė. Tyrime analizuojami ekonomikos svyravimams jautrūs ir mažiau jautrūs sektoriniai

Jautrūs ekonomikos svyravimams sektoriai	Mažiau jautrūs ekonomikos svyravimams sektoriai
Ne pirmo būtinumo vartojimo prekių ir paslaugų	Ryšių
Žaliavų	Pirmo būtinumo vartojimo prekių
Pramonės	Energetikos
Nekilnojamojo turto	Sveikatos priežiūros
Technologijų	Komunalinių paslaugų

Finansinis lankstumas moksliniuose tyrimuose vertinamas skirtingai. Vis dar nėra vieningo sutarimo, kaip jis turėtų būti matuojamas, dažniausiai tai priklauso nuo tyrimo tikslo, duomenų prieinamumo ir nagrinėjamo finansinio lankstumo suvokimo. Dažniausiai moksliniuose tyrimuose finansinis lankstumas vertinamas naudojant grynujų pinigų kiekio ir sverto rodiklius arba apskaičiuojant pinigų finansinio lankstumo ir skolos finansinio lankstumo sumą. Finansinis lankstumas bus apskaičiuojamas įvertinant įmonių pinigų ir skolos finansinį lankstumą naudojant šią formulę (Teng ir kt., 2021):

$$\text{Finansinis lankstumas} = \text{Pinigų finansinis lankstumas} + \text{Skolos finansinis lankstumas} \quad (24)$$

Pinigų ir skolos finansinis lankstumas matuojamas naudojant šias formules (Teng ir kt., 2021):

$$\text{Pinigų finansinis lankstumas} = \frac{\text{Pinigai} + \text{Pinigų ekvivalentai}}{\text{Visas turtas}} \quad (25)$$

$$\text{Skolos finansinis lankstumas} = 1 - \text{įmonės įsiskolinimo koeficientas} \quad (26)$$

Tyrimo metu bus vertinama, kokią įtaką įmonių finansinis lankstumas daro jų finansiniams rezultatams. Analizuojant mokslinę literatūrą, pastebėta, kad dažniausiai yra analizuojami tokie finansiniai rodikliai kaip turto grąža (ROA) ir nuosavo kapitalo grąža (ROE). Šie rodikliai atspindi įmonės pelningumą ir atskleidžia, kaip efektyviai valdomas turtas bei nuosavas kapitalas. Taip pat tyrimo metu bus analizuojami tokie rodikliai kaip įmonių vertės matas – Tobin's Q rodiklis, kuris atskleidžia, kaip efektyviai įmonės naudoja savo turtą bei kaip jos yra vertinamos rinkoje. Be to, bus analizuojamas investicijų apimtys rodiklis, kuris atskleidžia, kokią dalį turto įmonės skiria investicijoms. Visi šie rodikliai darbe apskaičiuojami naudojant žemiau pateiktas formules (žr. 6 lentelę):

6 lentelė. Priklausomų kintamųjų vertinimas

Rodiklis	Formulė
Turto grąža (ROA)	$ROA = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Visas turtas}}$
Nuosavo kapitalo grąža (ROE)	$ROE = \frac{\text{Grynasis pelnas}}{\text{Nuosavas kapitalas}}$
Įmonių vertės (Tobin's Q)	$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Įmonės rinkos vertė}}{\text{Balansinė vertė}}$
Investicijų apimtys	$\text{Investicijų apimtys} = \frac{\text{Kapitalo išlaidos}}{\text{Visas turtas}}$

Taip pat atlikus mokslinės literatūros analizę paaikškėjo, kad tokie kintamieji kaip įmonės dydis, amžius, augimas ir materialumas gali turėti reikšmingos įtakos finansinio lankstumo poveikiui įmonių finansiniams rezultatams. Moksliniuose tyrimuose pastebima, kad finansinio lankstumo poveikis finansiniams rezultatams gali būti stipresnis mažesnėse, jaunesnėse, sparčiau augančiose ir mažiau materialaus turto turinčiose įmonėse. Todėl, siekiant gauti tikslesnius tyrimo rezultatus, šie rodikliai į tyrimą įtraukiami kaip kontroliniai kintamieji. Šių kintamųjų vertinimas pateiktas 7 lentelėje:

7 lentelė. Kontrolinių kintamųjų vertinimas

Rodiklis	Formulė
Dydis	$\text{Įmonės dydis} = \log(\text{Visas turtas})$
Amžius	<i>Laikotarpis nuo įmonės įsikūrimo iki tyrimo datos</i>
Įmonės augimas	$\text{Įmonės augimas} = \frac{\text{Pardavimai}_t}{\text{Pardavimai}_{t-1}} - 1$
Materialumas	$\text{Turto materialumas} = \frac{\text{Ilgalaikis materialus turtas}}{\text{Visas turtas}}$

Surinkus tyrimo duomenis, tolimesnė analizė bus atliekama keturiais etapais. Pirmajame etape bus atliekama tyrimo imties ir struktūros analizė, kurios metu trumpai aprašomi surinkti duomenys ir jų pasiskirstymas pagal grupes. Taip pat šiame etape ekonomikos laikotarpiai bus suskirstyti į augimo ir nuosmukio laikotarpius, remiantis visos Europos, Vokietijos ir Lenkijos BVP augimo rodikliais.

Antrajame etape bus atliekama lyginamoji analizė, kurios metu bus vertinama, kaip skiriasi finansinio lankstumo bei finansinių rodiklių reikšmės skirtingais ekonomikos svyravimo laikotarpiais ir tarp sektorių, pasižyminčių skirtingu jautrumu ekonomikos svyravimams.

Trečiajame etape bus atliekamos regresinės analizės, siekiant įvertinti, kokią poveikį finansinis lankstumas turi įmonių finansiniams rezultatams. Priklausomi kintamieji bus įmonių finansiniai rodikliai, nepriklausomas kintamasis – finansinis lankstumas. Analizėje taip pat bus įtraukti kontroliniai kintamieji, siekiant padidinti rezultatų tikslumą ir patikimumą.

Galiausiai bus atliekamas tyrimo rezultatų apibendrinimas ir aptarimas. Aptariant rezultatus, bus išskirti pagrindiniai pastebėti skirtumai ir tendencijos pagal ekonomikos laikotarpius ir sektorių jautrumą ekonomikos svyravimams. Gautos išvalgos leis atsakyti į pagrindinį tyrimo tikslą bei pateikti rekomendacijas, kurios būtų naudingos tiek ateities tyrimams, tiek įmonių vadovams ir finansų specialistams.

4. Įmonių finansinio lankstumo įtakos finansiniams rezultatams skirtingo jautrumo sektoriuose tyrimas ir jo rezultatai

Skirtingais ekonomikos svyravimų laikotarpiais įmonės gali rinktis skirtingas valdymo strategijas. Priimamų sprendimų pasirinkimas priklauso nuo įmonės veiklos pobūdžio, todėl skirtinguose sektoriuose veikiančios įmonės gali rinktis nevienodas valdymo strategijas ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais. Finansinis lankstumas yra viena iš strategijų, kurią įmonės gali rinktis siekdamos pagerinti savo finansinius rezultatus, investuojant arba plečiant savo veiklą. Taip pat finansinis lankstumas gali būti naudojamas kaip apsaugos priemonė, kuri padeda sunkiais laikotarpiais įveikti kylančius sunkumus. Šiuo tyrimu bus siekiama įvertinti, ar skirtingais ekonomikos laikotarpiais finansinis lankstumas turi skirtingą reikšmę įmonių finansiniams rezultatams tarp ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių. Tyrimo rezultatai padės geriau suprasti finansinio lankstumo naudą tarp skirtingų sektorių ir suteiks daugiau įžvalgų apie finansinio lankstumo poveikį įmonių finansiniams rezultatams. Taip pat tyrimo rekomendacijos padės priimti tinkamesnius sprendimus vertinant finansinio lankstumo poreikį skirtinguose sektoriuose veikiančioms įmonėms.

4.1. Tyrimo imties ir duomenų struktūros analizė

Atliekant įmonių paiešką skirtinguose Vokietijos ir Lenkijos sektoriuose, iš viso buvo rasta 1324 įmonės, tačiau tik 422 įmonės buvo pateikusios finansines ataskaitas 2006–2023 metų laikotarpiu. Į pirminę tyrimo imtį buvo įtrauktos 188 įmonės, turėjusios pilnus finansinių ataskaitų duomenis, reikalingus tolimesnei analizei. Galutinę tyrimo imtį sudarė 127 įmonės, pašalinus tas įmones, kurių rodikliai turėjo ryškias statistines išskirtis ir galėjo reikšmingai paveikti rezultatų patikimumą. Įmonių pasiskirstymas pagal sektorius skirtingose šalyse pateiktas 8 lentelėje:

8 lentelė. Į tyrimą įtrauktų Vokietijos ir Lenkijos įmonių pasiskirstymas pagal sektorius

Sektorius	Vokietija	Lenkija	Iš viso:
Ryšių	5	1	6
Ne pirmo būtinumo vartojimo prekių ir paslaugų	14	5	19
Pirmo būtinumo vartojimo prekių	11	4	15
Energetikos	2	2	4
Sveikatos priežiūros	8	-	8
Pramonės	21	10	31
Žaliavų	16	3	19
Nekilnojamojo turto sektorius	-	-	-
Technologijų	18	3	21
Komunalinių paslaugų	4	-	4
Iš viso:	99	28	127

Į tolimesnę tyrimo analizę iš viso įtraukta 99 Vokietijos ir 28 Lenkijos įmonės. Daugiausiai įmonių atrinkta iš pramonės sektoriaus – iš viso 31 įmonė, o mažiausiai energetikos ir komunalinių paslaugų sektoriaus – iš viso po 4 įmones. Į tolimesnę duomenų analizę nepateko nė viena nekilnojamojo turto sektoriaus įmonė. Pramonės sektorius yra geriausiai išvystytas abiejose analizuojamose šalyse, tuo tarpu nekilnojamojo turto sektoriaus įmonės dažnai būna privačios, todėl jų viešai prieinamų

duomenų yra mažiausiai, lyginant su kitais sektoriais. Dėl šios priežasties, po visų atrankos kriterijų, nė viena įmonė iš nekilnojamojo turto sektoriaus nebuvo įtraukta į galutinę analizę.

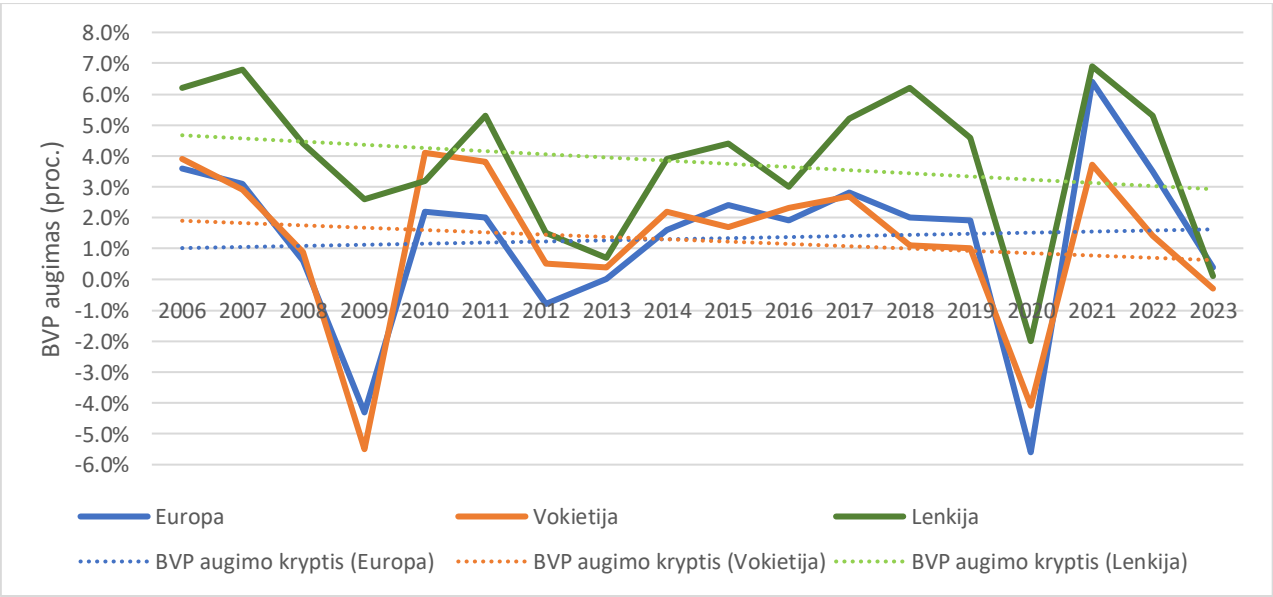
Visi sektoriai pagal jų jautrumą ekonomikos svyravimams suskirstyti į dvi grupes: jautrius ir mažiau jautrius ekonomikos svyravimams. Jautriems priskiriami ryšių, pirmo būtinumo vartojimo prekių, energetikos, sveikatos priežiūros ir komunalinių paslaugų sektoriai, o mažiau jautriems priskiriami ne pirmo būtinumo vartojimo prekių ir paslaugų, pramonės, žaliavų ir technologijų sektoriai. Skirtingų šalių įmonių pasiskirstymas pagal jautrumą ekonomikos svyravimams pateiktas 9 lentelėje.

9 lentelė. Į tyrimą įtrauktų Vokietijos ir Lenkijos įmonių pasiskirstymas pagal sektorių jautrumą ekonomikos svyravimams

Sektorių jautrumas ekonomikos svyravimams	Vokietija	Lenkija	Iš viso:
Jautrūs sektoriai	69	21	90
Mažiau jautrūs sektoriai	30	7	37
Iš viso:	99	28	125

Vokietijos įmonių buvo daugiausiai tiek tarp ekonomikos svyravimams jautrių, tiek tarp mažiau jautrių sektorių. Tokius pasiskirstymus lėmė tai, kad Vokietijos rinka yra didesnė lyginant su Lenkijos. Iš viso tyrimo metu analizuotos 90 jautrių ir 37 mažiau jautrių ekonomikos svyravimams įmonės. Panašios tendencijos stebimos ir kituose moksliniuose tyrimuose, kuriuose jautrių ekonomikos svyravimams sektorių dalis yra didesnė lyginant su mažiau jautrių sektorių (Artikis, Diamantopoulou ir Kampouris, 2022).

Tyrimo metu įmonių duomenys buvo renkami 2006–2023 laikotarpiu, siekiant įvertinti įmonių finansinių rezultatų pokyčius įvairiais ekonomikos svyravimo laikotarpiais. Vertinant ekonomikos svyravimų laikotarpius, vienas iš svarbiausių rodiklių atskleidžiančių šalies ekonomikos pokyčius yra bendrasis vidaus produktas (BVP). BVP augimas vertinamas ne tik Vokietijoje ir Lenkijoje, bet ir Europoje, tokiu būdu siekiant įvertinti, ar stebimi pokyčiai būdingi ne tik konkrečiai šaliai, bet ir visam regionui (žr. 7 pav.).



7 pav. Europos, Vokietijos ir Lenkijos BVP augimas 2006–2023 metais. Sudaryta darbo autorės, remiantis Pasaulinio banko duomenimis (World Bank, 2025).

Remiantis Pasaulinio banko pateikiamais duomenimis (World Bank, 2025), analizuojamu laikotarpiu didžiausi BVP augimo nuosmukiai stebimi 2009 ir 2020 metais. Šie laikotarpiai susiję su tokiais pasauliniais sukrėtimais kaip 2008 metais prasidėjusia pasauline finansų krize ir 2020 metais prasidėjusia pasauline COVID-19 pandemija. Taip pat analizuojamu laikotarpiu stebimas ryškus BVP augimo sumažėjimas 2012 metais, kuris susijęs su Euro zonos finansų krize. Tuo tarpu didžiausi BVP pakilimai stebimi 2010 ir 2017 metais Vokietijoje ir visoje Europoje, o Lenkijoje 2011 ir 2018 metais. 2021 metais taip pat fiksuojamas vienas iš didžiausių BVP augimo šuolių analizuojamu laikotarpiu tiek visoje rinkoje, tiek analizuojamose šalyse.

Europos ir Vokietijos BVP augimo pokyčiai analizuojamu laikotarpiu buvo panašūs, tačiau Lenkijos BVP augimas kai kuriais laikotarpiais skyrėsi. Pavyzdžiui, 2007 metais Vokietijos ir Europos BVP augimas neženkliai sumažėjo, tuo tarpu Lenkijos BVP augimas neženkliai padidėjo. Panašios tendencijos stebimos 2011 ir 2018 metais. 2010 metais Europos ir Vokietijos BVP ženkliai išaugo lyginant su 2009 metais, o Lenkijos BVP augimas šiuo laikotarpiu nebuvo toks didelis. Galima teigti, kad Lenkijos BVP augimas kai kuriais laikotarpiais atsilieka nuo Vokietijos ir bendro Europos BVP augimo tendencijų. Tam įtakos gali turėti tai, kad Lenkijos valstybė nėra įsivedusi euro, kaip kitos Europos valstybės. Taip pat eksportas sudaro mažesnę dalį lyginant su kitomis šalimis. Bendrai Vokietijos ir Lenkijos BVP augimo tempai visu analizuojamu laikotarpiu mažėjo, tuo tarpu Europos BVP augimo tempas visu analizuojamu laikotarpiu didėjo.

Atsižvelgiant į Europos, Vokietijos ir Lenkijos šalių BVP augimą, analizuojamo laikotarpio duomenys buvo suskirstyti į ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpius (žr. 10 lentelė). Toks laikotarpių suskirstymas atliktas įvertinus Europos, Vokietijos ir Lenkijos šalių BVP augimo vidurkius analizuojamu laikotarpiu ir lyginant juos su esamu tų metų BVP augimo įverčiu.

10 lentelė. Ekonomikos laikotarpių skirstymas į augimo ir nuosmukio laikotarpius pagal BVP augimą

	Europa	Ekonomikos laikotarpis Europoje	Vokietija	Ekonomikos laikotarpis Vokietijoje	Lenkija	Ekonomikos laikotarpis Lenkijoje	Bendras ekonomikos laikotarpis
2006	3,6%	Augimo	3,9%	Augimo	6,2%	Augimo	Augimo
2007	3,1%	Augimo	2,9%	Augimo	6,8%	Augimo	Augimo
2008	0,6%	Nuosmukio	0,9%	Nuosmukio	4,4%	Augimo	Nuosmukio
2009	-4,3%	Nuosmukio	-5,5%	Nuosmukio	2,6%	Nuosmukio	Nuosmukio
2010	2,2%	Augimo	4,1%	Augimo	3,2%	Nuosmukio	Augimo
2011	2,0%	Augimo	3,8%	Augimo	5,3%	Augimo	Augimo
2012	-0,8%	Nuosmukio	0,5%	Nuosmukio	1,5%	Nuosmukio	Nuosmukio
2013	0,0%	Nuosmukio	0,4%	Nuosmukio	0,7%	Nuosmukio	Nuosmukio
2014	1,6%	Augimo	2,2%	Augimo	3,9%	Augimo	Augimo
2015	2,4%	Augimo	1,7%	Augimo	4,4%	Augimo	Augimo
2016	1,9%	Augimo	2,3%	Augimo	3,0%	Nuosmukio	Augimo
2017	2,8%	Augimo	2,7%	Augimo	5,2%	Augimo	Augimo
2018	2,0%	Augimo	1,1%	Nuosmukio	6,2%	Augimo	Augimo
2019	1,9%	Augimo	1,0%	Nuosmukio	4,6%	Augimo	Augimo
2020	-5,6%	Nuosmukio	-4,1%	Nuosmukio	-2,0%	Nuosmukio	Nuosmukio

	Europa	Ekonomikos laikotarpis Europoje	Vokietija	Ekonomikos laikotarpis Vokietijoje	Lenkija	Ekonomikos laikotarpis Lenkijoje	Bendras ekonomikos laikotarpis
2021	6,4%	Augimo	3,7%	Augimo	6,9%	Augimo	Augimo
2022	3,5%	Augimo	1,4%	Augimo	5,3%	Augimo	Augimo
2023	0,4%	Nuosmukio	-0,3%	Nuosmukio	0,1%	Nuosmukio	Nuosmukio

Didesni už vidurkį rodikliai priskirti augimo laikotarpiui, o mažesni už vidurkį rodikliai priskiriami nuosmukių laikotarpiui. Jeigu Europos, Vokietijos ir Lenkijos nustatytas ekonomikos laikotarpis sutampa, tiems metams priskiriamas bendras augimo arba nuosmukio laikotarpis. Taip pat jeigu dviejų grupių duomenys rodo vienodus rezultatus, jie priskiriami bendram ekonomikos laikotarpiui. Pavyzdžiui 2008 metais Europoje ir Vokietijoje fiksuojamas ekonomikos nuosmukio laikotarpis, tačiau Lenkijoje šis laikotarpis dar vis vertinamas kaip augimo, tačiau bendras ekonomikos laikotarpis bus vertinamas kaip nuosmukio.

Tyrimo metu bus analizuojami tokie įmonių rodikliai, kaip pinigų ir skolos lankstumas, finansinis lankstumas, turto pelningumas (ROA), nuosavo kapitalo pelningumas (ROE), įmonės vertės matas (Tobin's Q) ir investicijų apimtis. Šių rodiklių statistinės charakteristikos pateiktos 11 lentelėje:

11 lentelė. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo bei priklausomų kintamųjų statistinės charakteristikos

Rodiklis	Imtis	Minimali reikšmė	Maksimali reikšmė	Vidurkis	Mediana	Standartinis nuokrypis
Pinigų lankstumas	2286	0,001	0,592	0,101	0,079	0,084
Skolos lankstumas	2286	0,037	0,873	0,462	0,462	0,152
Finansinis lankstumas	2286	0,043	1,464	0,563	0,545	0,188
ROA, %	2286	-29,9	34,1	4,3	4,8	4,8
ROE, %	2286	-51	50,7	9,1	9,8	10,7
Tobin's Q	2286	0,463	6,493	1,367	1,196	0,609
Investicijų apimtis	2286	0	31,873	4,503	3,847	3,305

Tyrimo metu analizuojami 127 įmonių metiniai finansiniai duomenys 2006-2023 laikotarpiu. Dėl šios priežasties tyrimo imtis išaugo iki 2286 stebėjimų. Gauti rezultatai atskleidė, kad finansinio lankstumo reikšmės svyruoja nuo 0,043 iki 1,464. Tai reiškia, kad tyrime buvo analizuojamos tiek didesnį, tiek mažesnį finansinį lankstumą turinčios įmonės. Panašūs svyravimai stebimi ir tarp finansinio lankstumo komponentų – pinigų bei skolos lankstumo. Tokia duomenų įvairovė leidžia tiksliau įvertinti finansinio lankstumo poveikį įmonių finansiniams rezultatams.

Taip pat finansinių rezultatų, tokių kaip ROA, ROE, Tobin's Q ir investicijų apimtis, svyravimai gali būti susiję su analizuojamais įmonių iš skirtingų sektorių duomenimis. Dažnai skirtingi sektoriai pasižymi nevienodomis finansinių rezultatų tendencijomis. Šių rodiklių minimalių ir maksimalių reikšmių įverčiams įtakos galėjo turėti ir analizuojami skirtingi laikotarpiai – ekonomikos augimo laikotarpiais įmonių finansiniai rezultatai įprastai ženkliai gerėja, o nuosmukių laikotarpiais stebimas jų reikšmingas mažėjimas.

Taigi, apibendrinant galima teigti, kad daugiausiai į tyrimo analizę įtraukta Vokietijos įmonių. Didžiausias sektorius pagal įmonių skaičių buvo pramonės, mažiausi – energetikos ir komunalinių

paslaugų sektoriai. Visu analizuojamu laikotarpiu stebimi trys didžiausi ekonomikos nuosmukiai susiję su pasauline finansų, euro zonos ir COVID-19 pandemijos krizėmis. Analizuojamu laikotarpiu Vokietijos BVP svyravimai sutampa su bendrais rinkos ekonomikos svyravimais, tuo tarpu Lenkijos ekonomikos svyravimai kai kuriais laikotarpiais nesutapo su Vokietijos ir Europos tendencijomis. Tokie skirtumai galėjo būti nulemti Lenkijos ribotos integracijos į Europos Sąjungą ir eksporto skirtumų, lyginant su kitomis šalimis. Į tyrimą įtrauktos įvairios įmonės, pasižyminčios tiek skirtingu finansinio lankstumo lygiu, tiek nevienodais finansiniais rezultatais.

4.2. Įmonių finansinio lankstumo analizė pagal sektorių jautrumą, šalį ir ekonomikos laikotarpius

Finansinis lankstumas tyrime vertinamas atsižvelgiant į pinigų lankstumą ir skolos lankstumą. Aukštesnis pinigų lankstumo įvertis atskleidžia didesnes gryųjų pinigų ir ekvivalentų atsargas, lyginant su visu turtu. Tuo tarpu aukštesnis skolos lankstumo įvertis atskleidžia, kad įmonės naudoja mažiau skolinto kapitalo ir jų įsiskolinimų lygis yra žemesnis. Bendras finansinis lankstumas vertinamas kaip suma pinigų lankstumo ir skolos lankstumo, o aukštesnis jo įvertis atskleidžia, kad įmonės turi daugiau gryųjų pinigų ir mažiau įsiskolinimų.

Vertinant įmonių pinigų, skolos ir finansinio lankstumo rodiklių vidurkių pasiskirstymą skirtinguose sektoriuose, gauti rezultatai atskleidžia, kad didžiausias pinigų lankstumas analizuojamu laikotarpiu buvo technologijų sektoriuje (0,145), tuo tarpu mažiausias komunalinių paslaugų sektoriuje (0,046) (žr. 12 lentelė). Tai reiškia, kad technologijų sektorius turėjo daugiausiai, o komunalinių paslaugų sektorius mažiausiai gryųjų pinigų ir jų ekvivalentų lyginant su visu turtu. Didžiausias skolos lankstumas analizuojamu laikotarpiu stebimas technologijų sektoriuje (0,554), o mažiausias komunalinių paslaugų sektoriuje (0,250). Tai rodo, kad technologijų sektorius turėjo mažiausiai skolų, o komunalinių paslaugų sektorius turėjo daugiausiai skolinių įsipareigojimų.

12 lentelė. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidurkiai skirtinguose sektoriuose

Sektorius	Pinigų lankstumas	Skolos lankstumas	Finansinis lankstumas
Ryšių	0,125	0,447	0,574
Ne pirmo būtinumo vartojimo prekių ir paslaugų	0,105	0,470	0,575
Pirmo būtinumo vartojimo prekių	0,064	0,410	0,474
Energetikos	0,127	0,430	0,557
Sveikatos priežiūros	0,088	0,485	0,573
Pramonės	0,101	0,444	0,546
Žaliavų	0,078	0,471	0,548
Technologijų	0,145	0,554	0,699
Komunalinių paslaugų	0,046	0,250	0,296
Iš viso:	0,101	0,462	0,563

Vertinant bendrą finansinį lankstumą skirtinguose sektoriuose, stebima, kad didžiausias finansinis lankstumas buvo technologijų (0,699), o mažiausias komunalinių paslaugų sektoriuje (0,296). Technologijų sektorius analizuojamu laikotarpiu turėjo subalansuotą tiek gryųjų pinigų ir jų ekvivalentų kiekį lyginant su bendru turtu, tiek skolos lygį, kas padėjo išlaikyti didesnę finansinį lankstumą. Tuo tarpu komunalinių paslaugų sektoriaus pinigų ir jų ekvivalentų santykis su visu turtu

buvo žemiausias lyginant su kitais sektoriais, o išiskolinimų lygis aukščiausias, kas lėmė tokius žemus finansinio lankstumo rezultatus.

Lyginant šių rodiklių pasiskirstymą pagal skirtingo ekonomikos svyravimams jautrumo sektorius, gauti rezultatai atskleidė, kad jautrių ekonomikos svyravimams sektorių pinigų lankstumo vidurkis didesnis (0,107), lyginant su mažiau jautrių sektorių (0,084) (žr. 13 lentelė). Tai reiškia, kad jautresniuose sektoriuose pinigų ir jų ekvivalentų santykis su grynujų turtu analizuojamu laikotarpiu buvo didesnis. Taip pat tyrimo duomenys atskleidė, kad jautriuose ekonomikos svyravimams sektoriuose skolos lankstumas buvo didesnis (0,481) nei mažiau jautriuose sektoriuose (0,417). Tai reiškia, kad jautrūs ekonomikos svyravimams sektoriai turėjo mažiau išiskolinimų lyginant su mažiau jautriais sektoriais. Tokie patys rezultatai gauti ir lyginant bendrą finansinį lankstumą. Jautresni sektoriai turėjo didesnę finansinį lankstumą (0,588), lyginant su mažiau jautriais sektoriais (0,501). Tam įtakos galėjo turėti didesnės grynujų pinigų atsargos ir mažesnis išiskolinimų lygis jautriuose sektoriuose. Statistiškai reikšmingi skirtumai stebimi tarp visų analizuojamų skirtumų ($p < 0,001$).

13 lentelė. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidurkiai ekonomikos svyravimams jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose

Sektorių jautrumas ekonomikos svyravimams	Pinigų lankstumas	Skolos lankstumas	Finansinis lankstumas
Jautrūs sektoriai	0,107	0,481	0,588
Mažiau jautrūs sektoriai	0,084	0,417	0,501
p reikšmė	<0,001	<0,001	<0,001

Šiuos tyrimo rezultatus patvirtina ir ankstesni moksliniai tyrimai, kurių metu nustatyta, kad aukštesnis finansinis lankstumas susijęs su didesniu pinigų ir skolos lankstumu. Didesnis pinigų lankstumas susijęs su didesnėmis įmonių grynujų pinigų atsargomis, o didesnis skolos lankstumas – su mažesniu skolos lygiu. Abu šie veiksniai turi teigiamą įtaką įmonių finansiniam lankstumui (Dalwai, 2023; Teng ir kt., 2021). Be to, tyrimo rezultatai patvirtina ir literatūros analizėje atrastus pastebėjimus, jog finansinis lankstumas yra ypač svarbus ekonomikos svyravimams jautrių sektorių įmonėms.

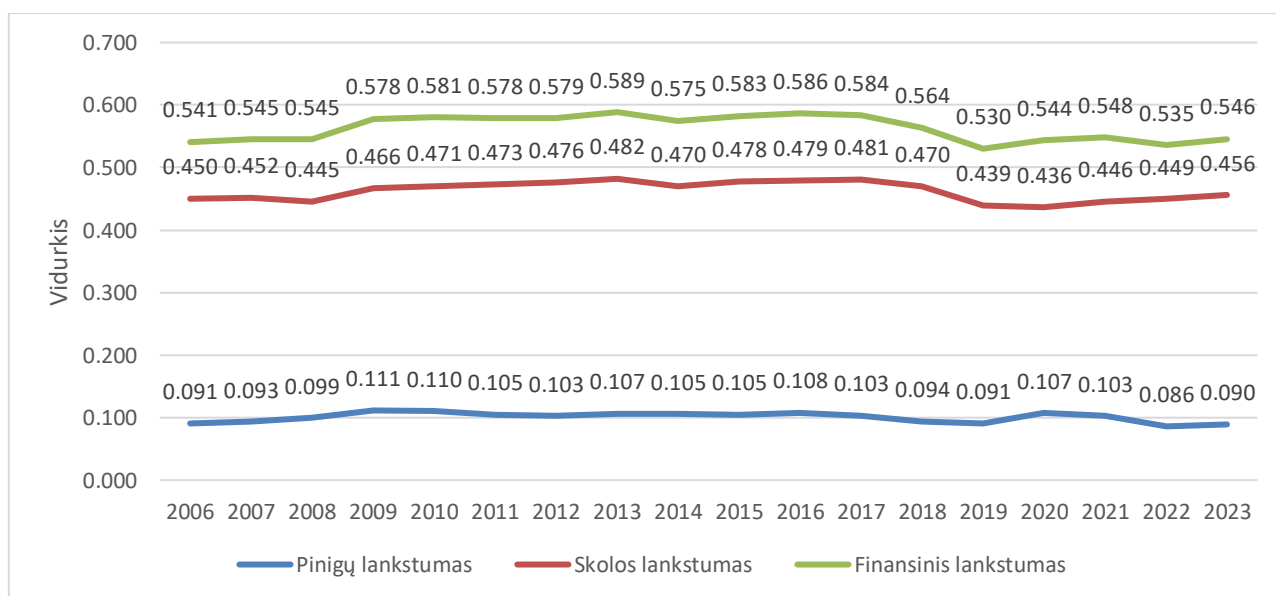
Lyginant įmonių pinigų, skolos ir bendrą finansinį lankstumą tarp Vokietijos ir Lenkijos šalių, gauti rezultatai atskleidė, kad Vokietijos įmonių pinigų finansinis lankstumas yra didesnis (0,111) lyginant su Lenkijos įmonių pinigų lankstumu (0,063) (žr. 14 lentelė). Tai reiškia, kad Vokietijos įmonės pasižymi didesniu grynujų pinigų ir jų ekvivalentų kiekiu lyginant su visu turtu, tačiau Vokietijos įmonių skolos lankstumas yra mažesnis (0,441), lyginant su Lenkijos įmonėmis (0,536), o tai reiškia, kad Vokietijos įmonės turėjo daugiau skolinių įsipareigojimų. Lyginant bendrą finansinį lankstumą tarp šalių, Lenkijos įmonių finansinis lankstumas analizuojamu laikotarpiu buvo didesnis (0,599), lyginant su Vokietijos įmonėmis (0,552). Visi gauti skirtumai statistiškai reikšmingi ($p < 0,001$).

14 lentelė. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidurkiai Vokietijoje ir Lenkijoje

Šalis	Pinigų lankstumas	Skolos lankstumas	Finansinis lankstumas
Vokietija	0,111	0,441	0,552
Lenkija	0,063	0,536	0,599
p reikšmė	<0,001	<0,001	<0,001

Šiuos tyrimo rezultatus patvirtina ir kitų mokslininkų atlikti tyrimai, kuriuose pastebėta, kad finansinis lankstumas gali būti nevienodai svarbus skirtingų šalių įmonėms dėl skirtingų reguliavimų ir apribojimų (Wu, Zhang ir kt., 2024). Nors bendras finansinis lankstumas buvo didesnis Lenkijos įmonėse, pastebėta, kad šios šalies įmonės pasižymėjo mažesniu pinigų ir didesniu skolos lankstumu, o Vokietijos įmonės priešingai – didesniu pinigų ir mažesniu skolos lankstumu. Tai reiškia, kad Lenkijos įmonės labiau rėmėsi vidiniais ištekliais ir turėjo mažiau skolinių įsipareigojimų, o Vokietijos įmonės dažniau naudojosi išoriniu finansavimu, kaupdamos nuosavus resursus. Tokie skirtumai atskleidžia nevienodas finansinio lankstumo naudojimo strategijas, kurios gali būti paaiškinamos kapitalo struktūros pasirinkimo eilės teorija (Stewart ir Nicholas, 1984).

Lyginant įmonių pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidurkius per analizuojamą laikotarpį, didžiausias pinigų lankstumas buvo 2009 metais (0,111), o mažiausias 2022 metais (0,086) (žr. 8 pav.). Didžiausias skolos lankstumas buvo 2013 metais (0,482), mažiausias 2020 metais (0,436). Didžiausias bendras įmonių finansinis lankstumas buvo 2013 metais (0,589), o mažiausias 2019 metais (0,530). Kaip matyti pateiktoje diagramoje pinigų, skolos ir bendro finansinio lankstumo rodikliai nuosmukio laikotarpiais mažėja, o augimo laikotarpiais – dažniausiai didėja.



8 pav. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo dinamika 2006–2023 metais.

Įmonių pinigų, skolos ir bendras finansinis lankstumas buvo beveik vienodas tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais (žr. 15 lentelė). Pinigų lankstumas buvo neženkliai aukštesnis nuosmukio laikotarpiu, o skolos lankstumas augimo laikotarpiu, tačiau skirtumas buvo statistiškai nereikšmingas ($p > 0,05$). Tuo tarpu finansinis lankstumas buvo beveik vienodas tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais. Tai reiškia, kad tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiu analizuojamos įmonės išlaikė panašius pinigų, skolos ir finansinio lankstumo rodiklius.

15 lentelė. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidurkiai ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais

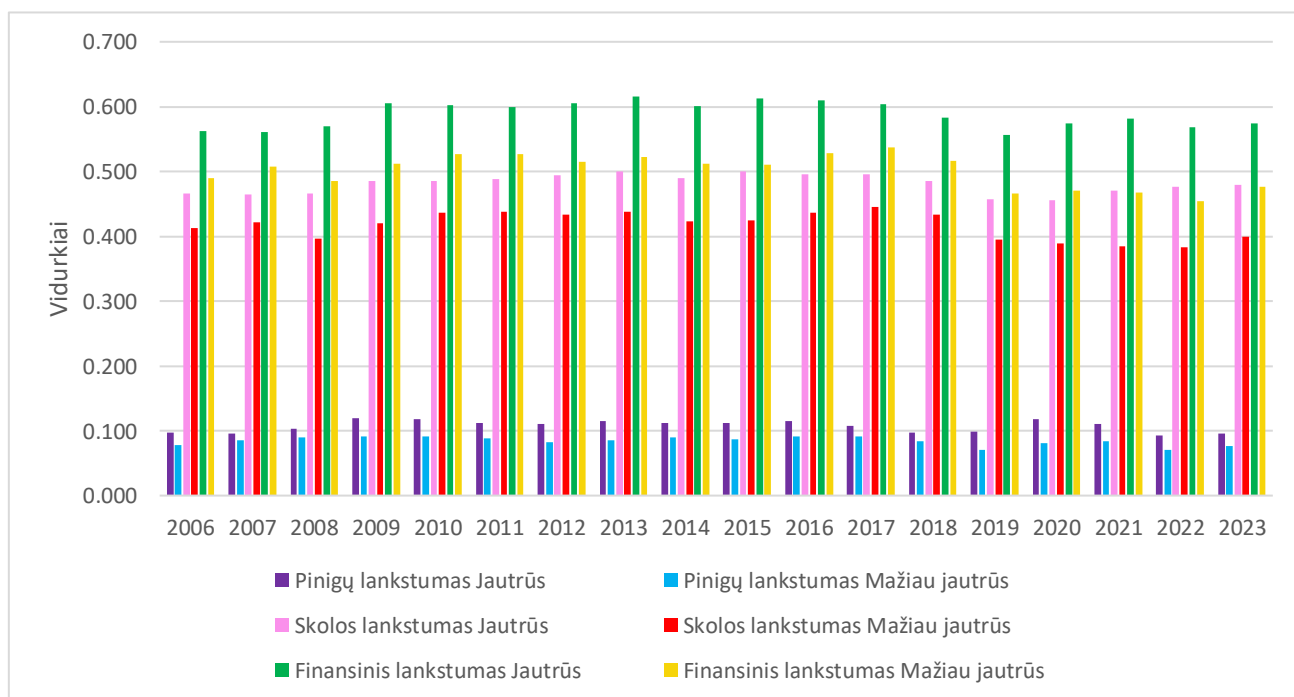
Ekonomikos laikotarpiai	Pinigų lankstumas	Skolos lankstumas	Finansinis lankstumas
Augimo	0,099	0,463	0,563
Nuosmukio	0,102	0,460	0,563
p reikšmė	0,360	0,682	0,936

Gauti rezultatai patvirtina mokslinės literatūros analizėje atrastus pastebėjimus, kad finansinis lankstumas gali būti vienodai svarbus tiek ekonomikos augimo, tiek nuosmukio metu. Įvairiais ekonomikos laikotarpiais finansinis lankstumas įgyja skirtingas funkcijas – augimo laikotarpiu jis padeda įmonėms plėsti veiklą ir didinti investicijų apimtį, o nuosmukio laikotarpiais atlieka apsauginę funkciją, padedančią įveikti iškilusius iššūkius bei išlaikyti veiklos stabilumą (Butt ir kt., 2023; Gamba ir Triantis, 2008).

Analizuojant pinigų skolos ir finansinio lankstumo pokyčius skirtingais metais tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių stebimos panašios tendencijos (žr. 9 pav.). Visais analizuojamais metais ekonomikos svyravimams jautriuose sektoriuose įmonių pinigų, skolos ir finansinis lankstumas buvo didesnis lyginant su mažiau jautriais sektoriais.

Mažiau jautrių sektorių pinigų lankstumas visais analizuojamais metais išliko panašus, tuo tarpu jautriuose sektoriuose po kriziniais laikotarpiais (2009 ir 2020 metais) fiksuojamas nedidelis padidėjimas. Stebint skolos lankstumo tendencijas, ekonomikos augimo laikotarpiais tiek jautrių, tiek mažiau jautrių sektorių įmonės naudoja mažiau skolinto kapitalo, dėl to skolos lankstumo rodikliai šiuo laikotarpiu neženkliai padidėja. Po pasaulinės COVID-19 pandemijos skolos lankstumas išliko panašiam lygyje iki 2023 metų, tiek tarp jautrių, tiek tarp mažiau jautrių sektorių.

Stebint bendro finansinio lankstumo tendencijas analizuojamais metais, tiek jautrių tiek mažiau jautrių sektorių finansinis lankstumas buvo aukščiausias nuo 2009 iki 2018 metų. Tuo tarpu tiek prieš pasaulinę finansų krizę, tiek prieš COVID-19 pandemiją, finansinis lankstumas buvo neženkliai mažesnis, nei 2009 - 2018 metais. Pasibaigus krizės laikotarpiams finansinis lankstumas vėl pradėjo didėti, išskyrus po pasaulinės pandemijos mažiau jautrių sektorių įmonėse. Tokiems rezultatams įtakos galėjo turėti tai, kad mažiau jautrūs sektoriai ir toliau gavo valstybės paramą, kuri lėmė mažesnius skolos lankstumo ir bendro finansinio lankstumo įverčius.



9 pav. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidutinės reikšmės analizuojamais laikotarpiais skirtingo jautrumo sektoriuose.

Lyginant finansinio lankstumo ir jo komponentų vidurkių skirtumus tarp ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių skirtingais ekonomikos laikotarpiais, gauti rezultatai atskleidė, kad augimo ir nuosmukių laikotarpiais jautrių ekonomikos svyravimams sektorių pinigų, skolos ir finansinis lankstumas buvo statistiškai reikšmingai aukštesnis už mažiau jautrių įmonių ($p < 0,05$) (žr. 16 lentelę). Tai reiškia, kad jautresni sektoriai augimo ir nuosmukio laikotarpiais kaupė didesnes grynujų pinigų atsargas ir turėjo mažesnę įsiskolinimo lygį. Tai padėjo įmonėms išlaikyti aukštesnę bendrą finansinį lankstumą abejais analizuojamais laikotarpiais.

16 lentelė. Pinigų, skolos ir finansinio lankstumo vidurkiai skirtingo jautrumo sektoriuose ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais

Ekonomikos laikotarpiai	Sektorių jautrumas	Pinigų lankstumas	Skolos lankstumas	Finansinis lankstumas
Augimo	Jautrūs	0,106	0,481	0,587
	Mažiau jautrūs	0,041	0,419	0,503
p reikšmė		<0,001	<0,001	<0,001
Nuosmukio	Jautrūs	0,110	0,480	0,590
	Mažiau jautrūs	0,084	0,413	0,497
p reikšmė		<0,001	<0,001	<0,001

Tyrimo rezultatai atitinka atliktos literatūros analizės pastebėjimus, jog finansinis lankstumas yra svarbesnis jautrių ekonomikos svyravimams sektorių įmonėse. Šiose įmonėse finansinis lankstumas padeda įveikti kylančius sunkumus ir atsigauti po jų, efektyviau išnaudoti atsiradusias investavimo galimybes bei plėsti savo veiklą. Tuo tarpu mažiau jautriuose sektoriuose finansinis lankstumas dažniausiai neturi tokios didelės reikšmės.

Apibendrinant galima teigti, kad įmonių aukštesniais pinigų, skolos ir finansinio lankstumo rodikliais pasižymi jautrių ekonomikos svyravimams sektorių įmonės. Vokietijos įmonės pasižymi didesniu pinigų lankstumu, o Lenkijos įmonės – didesniu skolos lankstumu. Statistiškai reikšmingų skirtumų tarp augimo ir nuosmukio laikotarpių, vertinant pinigų, skolos ir finansinį lankstumą nestebima, tačiau analizuojant skirtingo jautrumo sektorius šiais ekonomikos laikotarpiais, gauti rezultatai atskleidė, kad augimo laikotarpių jautresni ekonomikos svyravimams sektoriai pasižymi aukštesniu pinigų, skolos ir bendru finansiniu lankstumu. Tai reiškia, kad ekonomikos svyravimams jautrių sektorių įmonės augimo ir nuosmukio laikotarpiu kaupia daugiau grynujų pinigų, išlaiko mažesnę skolos lygį, kas leidžia palaikyti aukštesnį finansinį lankstumą.

4.3. Įmonių finansinių rezultatų analizė pagal sektorių jautrumą, šalis ir ekonomikos laikotarpius

Įmonių finansinių rezultatų analizė yra labai svarbi ir padeda geriau suprasti įmonės veiklos efektyvumą, padėti rinkoje ir ateities perspektyvas. Geresni finansiniai rezultatai leidžia manyti, kad įmonė veikia efektyviau, yra vertingesnė bei patrauklesnė investuotojams. Toliau bus lyginami tokie įmonių rodikliai kaip turto (ROA) ir nuosavo kapitalo pelningumas (ROE), įmonės vertės matas (Tobin's Q) ir investicijų apimtis. Aukštesni šių rodiklių įverčiai atskleidžia didesnę įmonių pelningumą, geresnę vertinimą rinkoje ir aktyvesnę veiklą investavimo srityje.

Analizuojant ROA, ROE, Tobin's Q ir investicijų apimties rodiklius skirtinguose sektoriuose, gauti rezultatai atskleidė, kad didžiausias ROA analizuojamu laikotarpiu buvo technologijų (5,35 proc.), o mažiausi komunalinių paslaugų sektoriuje (2,26 proc.) (žr. 17 lentelė). Tuo tarpu didžiausias ROE stebimas ne pirmo būtinumo vartojimo prekių ir paslaugų (10,95 proc.), o mažiausias pirmo būtinumo vartojimo prekių ir paslaugų (5,01 proc.) sektoriuje. Tai reiškia, kad analizuojamu laikotarpiu didžiausiu pelningumo pasižymėjo technologijų ir ne pirmo būtinumo vartojimo prekių ir paslaugų sektoriai, o mažiausiu komunalinių paslaugų ir pirmo būtinumo vartojimo prekių ir paslaugų sektoriai.

Aukščiausias Tobin's Q rodiklis buvo sveikatos priežiūros sektoriuje (1,739) o mažiausias komunalinių paslaugų sektoriuje (1,188). Aukštesni Tobin's Q rodikliai sveikatos priežiūros sektoriuje atskleidžia, kad šio sektoriaus įmonės rinkoje yra vertinamos geriau ir investuotojai labiau pasitiki šio sektoriaus įmonėmis. Didžiausias investicijų apimties rodiklis analizuojamu laikotarpiu buvo energetikos sektoriuje (6,344), o mažiausias technologijų sektoriuje (3,627). Tai rodo, kad energetikos sektorius analizuojamu laikotarpiu daugiau investavo į ilgalaikį turtą ir patyrė didesnes kapitalo išlaidas lyginant su visu turtu, o technologijų sektorius investavo mažiausiai į ilgalaikį turtą.

17 lentelė. Priklausomų kintamųjų vidurkiai skirtinguose sektoriuose

Sektorius	ROA, %	ROE, %	Tobin's Q	Investicijų apimtis
Ryšių	3,72	9,01	1,250	4,718
Ne pirmo būtinumo vartojimo prekių ir paslaugų	5,33	10,95	1,400	4,673
Pirmo būtinumo vartojimo prekių	2,82	5,01	1,283	5,213
Energetikos	4,06	6,28	1,402	6,344
Sveikatos priežiūros	4,38	8,55	1,739	3,655
Pramonės	3,93	9,04	1,277	3,824
Žaliavų	4,67	9,50	1,267	5,839
Technologijų	5,35	9,74	1,538	3,627
Komunalinių paslaugų	2,26	7,65	1,188	4,368
Iš viso:	4,32	8,87	1,367	4,512

Analizuojant priklausomų kintamųjų rodiklius tarp skirtingo jautrumo sektorių, gauti rezultatai atskleidė, kad turto pelningumas (ROA) ir nuosavo kapitalo pelningumas (ROE) buvo aukštesni ekonomikos svyravimams jautriuose sektoriuose ir šie skirtumai buvo statistiškai reikšmingi ($p < 0,01$) (žr. 18 lentelė). Tuo tarpu investicijų apimties rodiklis buvo nestipriai aukštesnis mažiau jautriuose sektoriuose (4,827), lyginant su jautriais ekonomikos svyravimams sektoriais (4,371) ($p < 0,05$). Tobin's Q rodiklis buvo statistiškai nereikšmingai aukštesnis mažiau jautriuose sektoriuose ($p > 0,05$).

18 lentelė. Priklausomų kintamųjų vidurkiai ekonomikos svyravimams jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose

Sektorių jautrumas ekonomikos svyravimams	ROA (%)	ROE (%)	Tobin's Q	Investicijų apimtis
Jautrūs sektoriai	4,704	9,717	1,362	4,371
Mažiau jautrūs sektoriai	3,397	7,503	1,379	4,827
p reikšmė	<0,001	<0,001	0,541	0,003

Jautrių sektorių įmonės dažnai pasižymi aukštesniais ROA ir ROE rodikliais, nes šie sektoriai paprastai yra rizikingesni, todėl gali generuoti didesnę pelningumą, palyginant su mažiau jautrių sektorių įmonėmis. Tuo tarpu investicijų apimties rezultatai atitinka literatūros analizėje aptartus pastebėjimus, kad mažiau jautrių sektorių įmonių veikla dažnai yra stabilesnė, bet labiau orientuota į ilgalaikes investicijas. Dėl to jų investicijų apimties rodiklis gali būti aukštesnis.

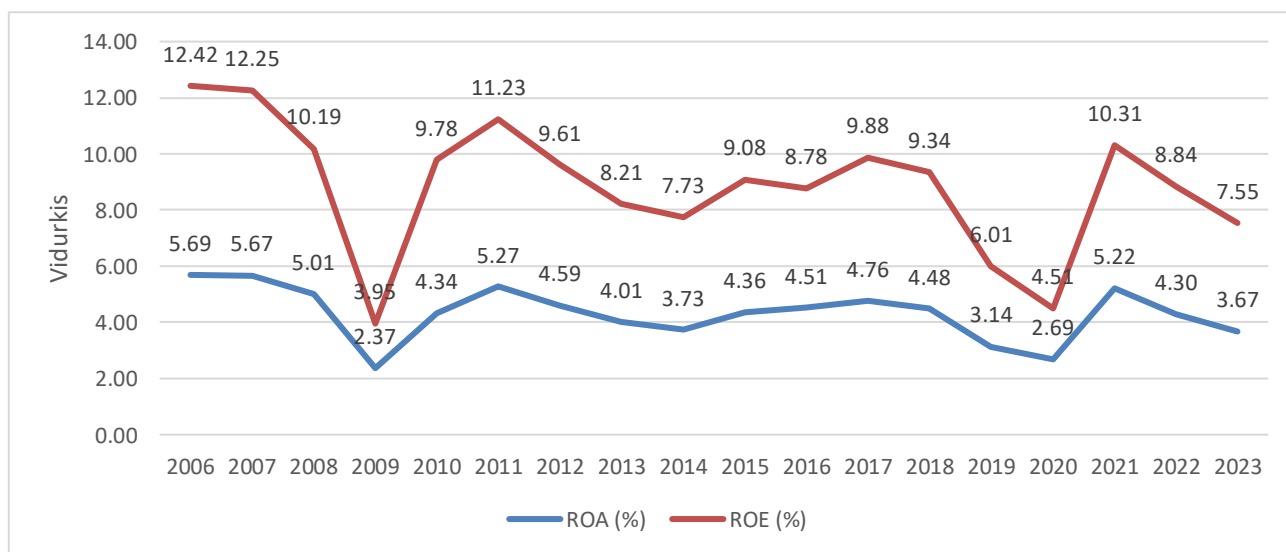
Analizuojant įmonių finansinių rezultatų rodiklius skirtingose šalyse gauti rezultatai atskleidė, kad Vokietijos įmonių ROA buvo mažesnis, o ROE – aukštesnis, lyginant su Lenkijos įmonėmis, tačiau šis skirtumas nebuvo statistiškai reikšmingas (žr. 19 lentelė). Tuo tarpu įmonių Tobin's Q rodiklis buvo aukštesnis Vokietijoje, o investicijų apimties rodiklis priešingai – Lenkijos įmonių aukštesnis (5,165) už Vokietijos (4,347). Šie rodikliai buvo statistiškai reikšmingi ($p < 0,05$).

19 lentelė. Priklausomų kintamųjų vidurkiai Vokietijoje ir Lenkijoje

Šalis	ROA, %	ROE, %	Tobin's Q	Investicijų apimtis
Vokietija	4,21	9,15	1,415	4,381
Lenkija	4,69	8,79	1,194	4,936
p reikšmė	0,053	0,507	<0,001	0,04

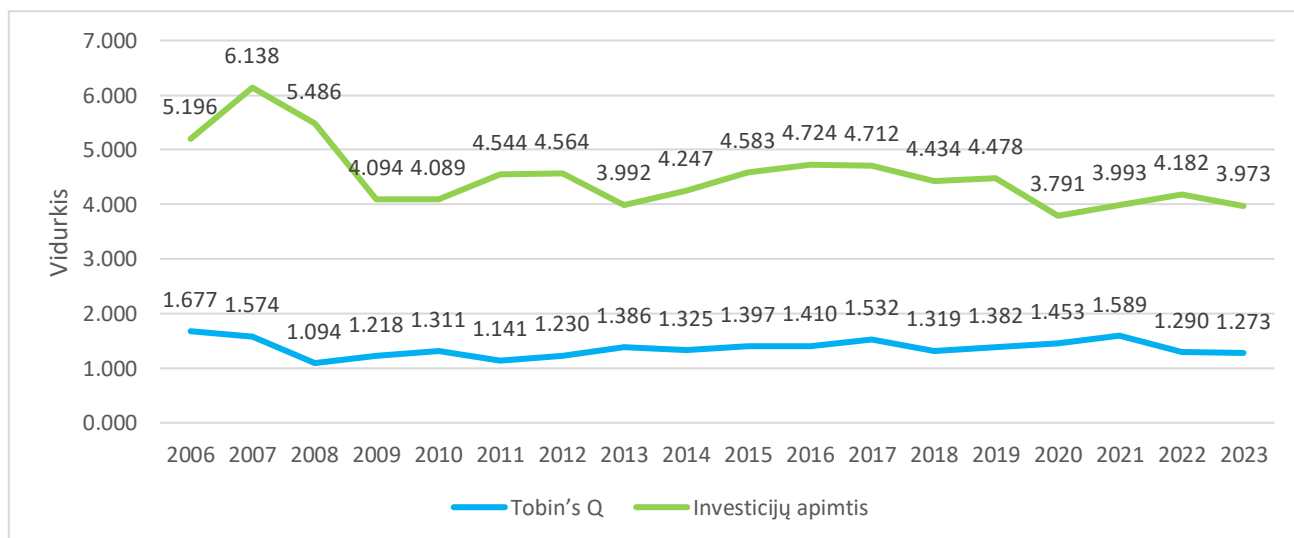
Šiems tyrimo rezultatams įtakos galėjo turėti šalių ekonominiai skirtumai. Vokietijos įmonės dažnai yra didesnės, brandesnės ir priklauso vienai iš stipriausių Europos šalių pagal ekonomikos išsivystymo lygį. Dėl šios priežasties jų rinkos vertė gali būti didesnė, o pačios įmonės – patikimesnės ir stabilesnės investuotojų akyse. Tuo tarpu Lenkijos rinka yra viena iš sparčiausiai augančių Europoje, todėl tai galėjo lemti aukštesnius šios šalies įmonių investicijų apimties rodiklius.

Analizuojant ROA ir ROE vidurkius 2006–2023 metais, didžiausias ROA buvo 2006 metais (5,69 proc.), o mažiausias 2009 metais (2,37 proc.), tuo tarpu aukščiausias ROE buvo 2006 metais (12,42 proc.), o žemiausias 2009 metais (3,95 proc.) (žr. 10 pav.). Galima teigti, kad ekonomikos pokyčiai yra susiję su įmonių pelningumo rezultatais. Nuosmukio laikotarpiais įmonių pelningumas ženkliai sumažėja, o augimo laikotarpiais – padidėja. Didžiausi nuosmukiai susiję su tokiais kriziniais laikotarpiais kaip 2008 metais prasidėjusi pasaulinė finansų krizė ir 2020 metų COVID-19 pasaulinė pandemija.



10 pav. ROA ir ROE dinamika 2006-2023 metais.

Analizuojant įmonių vertės mato ir investicijų efektyvumo tendencijas 2006–2023 metais atspindintys rezultatai atskleidė, kad aukščiausias Tobin's Q rodiklis buvo 2006 metais (1,677), o žemiausias 2008 metais (1,094). Investicijų apimtys rodiklis buvo aukščiausias 2007 metais (6,138), o žemiausias 2020 metais (3,791) (žr. 11 pav.). Analizuojamų finansinių rezultatų aukščiausios ir žemiausios reikšmės susijusios su ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais. Aukščiausi Tobin's Q ir investicijų apimtys įverčiai buvo 2006 – 2007 metais, kuomet stebimas vienas iš didžiausių ekonomikos augimų, tačiau vėliau prasidėjus pasaulinei finansų krizei šie rodikliai niekada nepasiekė tokio lygio kaip 2006 – 2007. Tai rodo, kad pasaulinė finansų krizė turėjo didelį poveikį įmonių bei investuotojų požiūriui į investicinės veiklos rizikingumą, kas galėjo lemti lėtesnį atsigavimą ir žemesnius šių rodiklių rezultatus vėlesniais metais.



11 pav. Tobin's Q ir investicijų apimtys dinamika 2006-2023 metais.

Analizuojant įmonių finansinius rezultatus ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais, gauti rezultatai atskleidė, kad ROA, ROE, Tobin's Q ir investicijų apimtys rodikliai buvo statistiškai reikšmingai aukštesni augimo laikotarpiais ($p < 0,05$) (žr. 20 lentelė). Tokie rezultatai atskleidžia, kad ekonomikos augimo laikotarpiais jų generuojamas pelningumas yra didesnis, taip pat investicinė veikla yra aktyvesnė. Būtent šiais laikotarpiais, įmonių vertė rinkoje yra didesnė ir tai leidžia pritraukti daugiau investuotojų, kadangi jie palankiau vertina įmones ir drąsiau investuoja.

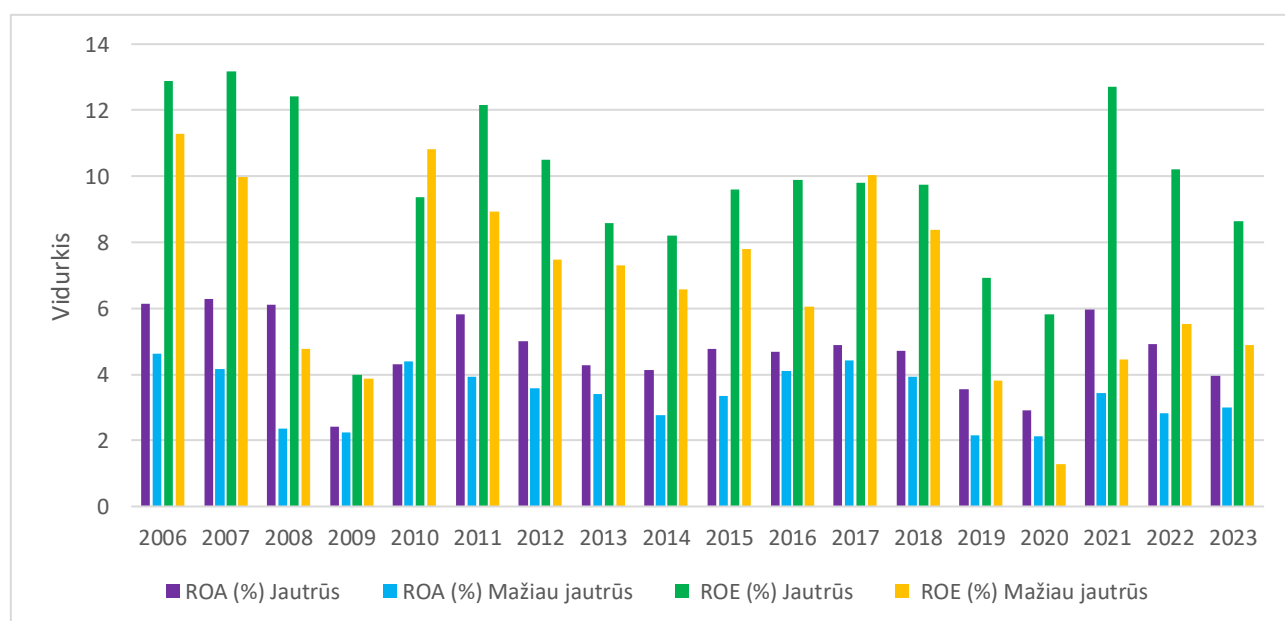
20 lentelė. Priklausomų kintamųjų vidurkių pasiskirstymas tarp skirtingų ekonomikos laikotarpių

Ekonomikos laikotarpiai	ROA,%	ROE,%	Tobin's Q	Investicijų apimtys
Augimas	4,62	9,79	1,412	4,597
Nuosmukis	3,72	7,64	1,276	4,316
p reikšmė	<0.001	<0.001	<0.001	0.048

Analizuojant įmonių pelningumo rodiklius skirtingo jautrumo sektoriuose 2006–2023 metais, gauti tyrimo rezultatai atskleidė, kad jautrių sektorių turto pelningumas (ROA) beveik visais metais buvo aukštesnis nei mažiau jautrių sektorių, išskyrus 2010 metus (žr. 12 pav.). 2009 metais turto pelningumas jautrių sektorių įmonėse sumažėjo beveik perpus, o 2010 metais jis padidėjo, tačiau liko žemesnis, lyginant su mažiau jautrių sektorių. Reikšmingas ROA sumažėjimas fiksuotas ir 2020 metais, prasidėjus COVID-19 pandemijai.

Panašios tendencijos stebimos ir analizuojant nuosavo kapitalo pelningumo (ROE) rodiklius. Augimo laikotarpiais ROE dažniausiai yra didesnis jautrių sektorių įmonėse, o ekonomikos nuosmukio laikotarpiais šis rodiklis ženkliai sumažėja. 2010 metais kaip ir ROA, nuosavo kapitalo pelningumas buvo šiek tiek mažesnis ir jautrių sektorių įmonėse. Tai rodo, kad pasaulinė finansų krizė labiau paveikė jautrių sektorių įmonių pelningumą. Tuo tarpu pandemijos laikotarpiu jautrių sektorių ROE sumažėjo ne taip ženkliai, kaip mažiau jautrių sektorių, kurių nuosavo kapitalo pelningumas pasiekė žemiausią tašką per visą analizuojamą laikotarpį. Tam įtakos galėjo turėti tai, kad nors daugumos sektorių veikla ir buvo apribota, mažiau jautrių sektorių, ypač sveikatos priežiūros, veikla išaugo. Dėl padidėjusių veiklos sąnaudų, susijusių su įvairiais ribojimais ir reikalavimais, šių sektorių pelningumui tai galėjo turėti didelės neigiamos įtakos.

Bendrai tyrimo rezultatai patvirtina, kad tiek ekonomikos svyravimams jautrūs, tiek mažiau jautrūs sektoriai jautriai reaguoja į ekonomines krizes, tačiau skirtumai tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių didžiaja dalimi priklauso nuo krizės pobūdžio.

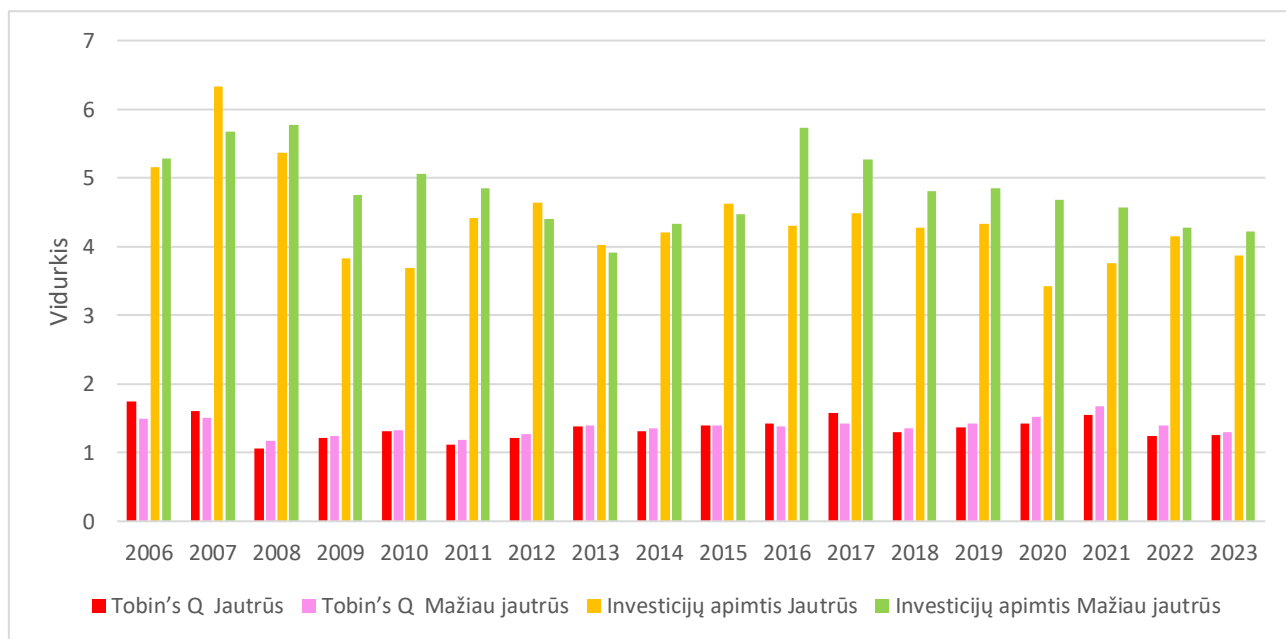


12 pav. ROA ir ROE vidutinės reikšmės analizuojamais laikotarpiais jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose.

Vertinant jautrių ir mažiau jautrių sektorių įmonių rinkos vertės mato (Tobin's Q) ir investicijų apimties rodiklių pokyčius 2006–2023 metais, gauti rezultatai atskleidė, kad Tobin's Q rodikliai abiejose sektorių grupėse visais analizuojamais metais buvo labai panašūs (žr. 10 pav.). Pasaulinės finansų krizės laikotarpiu šis rodiklis šiek tiek sumažėjo abiejose sektorių grupėse. Nors vėlesniais laikotarpiais šis rodiklis pradėjo augti, tačiau iki krizės buvusio lygio jis nebepasiekė. Tai tik dar kartą patvirtina, kad pasaulinė finansų krizė turėjo reikšmingą poveikį investuotojų požiūriui į investicinės veiklos rizikingumą.

Investicijų apimtis analizuojamu laikotarpiu kito netolygiai. Iki pasaulinės finansų krizės jautrių sektorių įmonės didino savo investicijas, tačiau prasidėjus finansų krizei ir po jos jų investavimo apimtys ženkliai sumažėjo (žr. 13 pav.). Tuo tarpu mažiau jautrių sektorių investicijų apimtys šiuo laikotarpiu išliko aukštesnės. Panašios tendencijos stebimos ir prieš euro zonos krizę. Jautrių sektorių investavimo apimtys padidėjo, tačiau prasidėjus krizei jos neženkliai sumažėjo ir tapo

mažesnės už mažiau jautrių sektorių. Likusiais laikotarpiais investavimo apimtys išliko didesnės mažiau jautrių sektorių įmonėse. Bendrai stebimos tendencijos atskleidžia, kad tiek jautrių, tiek mažiau jautrių sektorių Tobin's Q rodiklis išlieka panašus visu analizuojamu laikotarpiu, o investicijų apimtys rodiklis jautriau reaguoja į skirtingus ekonomikos laikotarpius.



13 pav. Tobin's Q ir investicijų apimtys vidutinės reikšmės analizuojamais laikotarpiais jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose.

Lyginant įmonių finansinių rezultatų skirtumus tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių augimo ir nuosmukio laikotarpiais, gauti tyrimo rezultatai atskleidė, kad augimo laikotarpiais ekonomikos svyravimams jautrių sektorių ROA ir ROE yra statistiškai reikšmingai didesnis už mažiau jautrių sektorių ($p < 0,05$) (žr. 21 lentelė). Tuo tarpu Tobin's Q statistiškai reikšmingai nesiskyrė tarp jautrių ir mažiau jautrių ekonomikos svyravimams sektorių ($p > 0,05$). Investicijų apimtys tik augimo laikotarpiu buvo statistiškai reikšmingai didesnė mažiau jautrių sektorių (4,929), lyginant su mažiau jautriais sektoriais (4,460) ($p < 0,05$). Tuo tarpu nuosmukio laikotarpiais, šie skirtumai nebuvo statistiškai reikšmingi ($p > 0,05$).

21 lentelė. Priklausomų kintamųjų vidurkiai skirtingo jautrumo sektoriuose ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais

Ekonomikos laikotarpiai	Sektorių jautrumas	ROA, %	ROE, %	Tobin's Q	Investicijų apimtys
Augimo	Jautrūs	5,01	10,43	1,413	4,460
	Mažiau jautrūs	3,67	8,23	1,410	4,929
p reikšmė		<0.001	<0.001	0.937	0.014
Nuosmukio	Jautrūs	4,09	8,29	1,259	4,191
	Mažiau jautrūs	2,83	6,05	1,316	4,621
p reikšmė		0.03	0.032	0.211	0.081

Apibendrinant tyrimo rezultatus galima teigti, kad jautrių ekonomikos svyravimams sektorių ROA, ROE ir investicijų apimties rodikliai yra aukštesni nei mažiau jautrių sektorių. Tuo tarpu Vokietijos įmonių Tobin's Q aukštesnis nei Lenkijos, o Lenkijos investavimo apimties rodiklis aukštesnis nei Vokietijos. Gauti tyrimo rezultatai taip pat atskleidė, kad ekonomikos augimo laikotarpiais įmonių ROA, ROE, Tobin's Q ir investicijų apimties rodikliai yra aukštesnis, lyginant su nuosmukio laikotarpiais. Taip pat vertinant skirtingo jautrumo sektorių finansinius rezultatus skirtingais ekonomikos laikotarpiais, pastebėta, kad tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais jautrių sektorių ROA ir ROE yra aukštesni, lyginant su mažiau jautrių sektorių įmonėmis, o investicijų apimtis augimo laikotarpiu yra didesnė mažiau jautrių sektorių įmonėse.

4.4. Kontrolinių kintamųjų analizė pagal sektorių jautrumą, šalis ir ekonomikos laikotarpius

Įmonių amžius, dydis, augimo galimybės ir materialumas yra svarbūs kintamieji vertinant finansinio lankstumo poveikį įmonių finansiniams rezultatams. Būtent šie rodikliai dažnai aptariami mokslinėje literatūroje tiek kalbant apie finansinį lankstumą, tiek apie įmonių finansinius rezultatus. Vyresnės, didesnės, labiau augančios ir daugiau materialaus turto turinčios įmonės pasižymi didesniu finansiniu lankstumu, todėl siekiant įvertinti tikslesnį finansinio lankstumo poveikį įmonių finansiniams rezultatams šie kintamieji laikomi kontroliniais.

Analizuojant tyrimo kontrolinius kintamuosius gauti rezultatai atskleidė, kad jautrių ir mažiau jautrių sektorių įmonių amžius buvo beveik vienodas (žr. 22 lentelė). Augimo galimybės šiek tiek didesnės mažiau jautrių sektorių (6,750), lyginant su jautrių sektorių įmonėmis (6,520). Tiek skirtumai tarp amžių, tiek tarp augimo galimybių buvo statistiškai nereikšmingi ($p > 0,05$). Tuo tarpu statistiškai nereikšmingi skirtumai stebimi tarp įmonių dydžio ir materialumo ($p < 0,05$). Jautrių sektorių įmonės buvo didesnės (5,710), lyginant su mažiau jautrių sektorių įmonėmis (5,369). Tuo tarpu mažiau jautrių sektorių materialumas yra didesnis (29,296), lyginant su mažiau jautrių sektorių įmonėmis (25,001).

22 lentelė. Kontrolinių kintamųjų vidurkiai ekonomikos svyravimams jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose

Sektorių jautrumas ekonomikos svyravimams	Amžius	Dydis	Augimo galimybės	Materialumas
Jautrūs sektoriai	66	5.710	6,520	25,001
Mažiau jautrūs sektoriai	67	5,369	6,750	29,296
p reikšmė	0.515	<0.001	0.785	<0.001

Šiems tyrimo rezultatams įtakos galėjo turėti tai, kad jautrūs sektoriai dažnai yra labiau išplitę rinkoje, todėl turi daugiau bendro turto. Vis dėlto jų materialumas yra mažesnis, nes didesnę turto struktūros dalį sudaro nematerialaus turto, pavyzdžiui, programinė įranga, patentai, licencijos ir panašiai. Tuo tarpu mažiau jautrių sektorių įmonėms būdingas didesnis turto materialumas – šių sektorių įmonės turi daugiau įvairių įrenginių, pastatų ir panašiai.

Analizuojant kontrolinių rodiklių vidurkius skirtingose šalyse, Vokietijos įmonių amžius (72 metai) ir dydis (5,716) buvo didesnis, lyginant su Lenkijos įmonių amžiumi (46 metai) ir dydžiu (5,240) (žr. 23 lentelė). Tuo tarpu Lenkijos įmonių materialumas buvo didesnis (31,821), lyginant su Vokietijos įmonių (24,678). Šie skirtumai buvo statistiškai reikšmingi ($p < 0,001$). Tuo tarpu Lenkijos įmonių

augimo galimybės buvo didesnės, nei Vokietijos įmonių, tačiau šie rezultatai nebuvo statistiškai reikšmingi ($p>0,05$).

23 lentelė. Kontrolinių kintamųjų vidurkiai Vokietijoje ir Lenkijoje

Šalis	Amžius	Dydis	Augimo galimybės	Materialumas
Vokietija	72	5,716	6,200	24,678
Lenkija	46	5,240	7,940	31,821
p reikšmė	<0.001	<0.001	0.119	<0.001

Šie tyrimo rezultatai patvirtina jau anksčiau aptartus šalių skirtumas, susijusius su ekonomine padėtimi. Vokietijos įmonės dažniausiai yra brandesnės ir didesnės, nes veikia vienoje iš ekonomiškai stipriausių Europos šalių. Dėl palankių šalies ekonominių sąlygų dauguma įmonių geba išplėsti savo veiklą ir išvengti bankroto. Be to, brandesnės įmonės dažniau investuoja į įvairias inovacijas, todėl jų turto struktūroje didesnę dalį sudaro nematerialus turtas, o tai gali lemti mažesnį materialumą, palyginti su Lenkijos įmonėmis.

Kadangi tyrimo metu buvo analizuojamos tos pačios įmonės 2006–2023 metais, statistiškai reikšmingi skirtumai tarp augimo ir nuosmukio laikotarpių nebuvo pastebėti lyginant įmonių amžių, dydis ir materialumą ($p>0,05$). Tačiau statistiškai reikšmingas skirtumas stebimas tik vertinant įmonių augimo galimybes tarp ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpių. Gauti rezultatai patvirtina ekonomine logiką, kad augimo laikotarpiais įmonių augimo galimybės didėja (9,040), o nuosmukio laikotarpiais augimo galimybės ženkliai sumažėja (2,090) ($p<0,05$).

Taigi, apibendrinant galima teigti, kad ekonomikos svyravimams jautrių sektorių įmonės buvo didesnės, tačiau jų materialumas buvo mažesnis. Taip pat Vokietijos įmonės buvo vyresnės ir didesnės lyginant su Lenkijos įmonėmis, tačiau Lenkijos įmonių materialumas buvo didesnis už Vokietijos įmonių. Taip pat gauti rezultatai patvirtina, kad spartesnis įmonių augimas yra ekonomikos augimo laikotarpiais.

4.5. Ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos finansiniams rezultatams analizė

Siekiant įvertinti įmonių finansinio lankstumo poveikį finansiniams rezultatams, toliau atliekamos regresinės analizės. Regresinės analizės atliekamos tarp skirtingo jautrumo ekonomikos svyravimams sektorių augimo ir nuosmukio laikotarpiais. Iš viso tyrimo metu buvo atlikta 16 regresinių analizių. Regresinių analizių apskaičiavimui naudota statistinė programa „IBM SPSS Statistics“. Tiesinės regresijos nepriklausomi, priklausomi ir kontroliniai kintamieji pasirenkami taip, kaip buvo nurodyta tyrimo metodologijos aprašyme.

4.5.1. Ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos turto pelningumui (ROA) analizė

Vertinant įmonių turto pelningumo (ROA) priklausomybę nuo finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų tokių kaip amžius, dydis, augimo galimybės ir materialumas, regresinės analizės buvo atliktos skirtingais ekonomikos svyravimo laikotarpiais tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių. Gauti tyrimo rezultatai atskleidė, kad augimo laikotarpiu ROA priklausomybė nuo nepriklausomų ir kontrolinių kintamųjų buvo stipresnė jautrių sektorių grupėje ($R^2 = 0,299$ lyginant su mažiau jautrių

sektorių grupę ($R^2 = 0,210$) (žr. 24 lentelė). Tai reiškia, kad regresijos modelis paaiškina 29,9 proc. visų analizuojamų atvejų jautrių sektorių ir 21 proc. mažiau jautrių sektorių grupėje. Abiejų grupių regresijos modeliai statistiškai reikšmingi ($p < 0,001$). Visų regresijos modelio kintamųjų multikolinearumo koeficientai (VIF) yra mažesni už 4.

24 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka turto pelningumui ekonomikos augimo laikotarpiu

Kintamieji	Priklausomas kintamasis ROA			
	Jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė	Mažiau jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė
Finansinis lankstumas	0,519	<0,001	0,433	<0,001
Įmonės amžius	-0,100	<0,001	0,032	0,486
Įmonės dydis	0,354	<0,001	0,045	0,384
Augimo galimybės	0,285	<0,001	0,177	<0,001
Materialumas	0,042	0,122	-0,035	0,462
R^2 determinacijos koeficientas	0,299		0,210	
Regresijos modelio reikšmingumas	<0,001		<0,001	
Stebėjimai	990		407	

Jautrių sektorių finansinis lankstumas augimo laikotarpiu turėjo statistiškai reikšmingą ir stipriausią teigiamą poveikį ROA ($\beta = 0,519$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad augimo laikotarpiu didėjantis finansinis lankstumas padidina įmonių turto pelningumą jautriuose sektoriuose. Kontroliniai kintamieji tokie kaip įmonių dydis ($\beta = 0,354$) ir augimo galimybės ($\beta = 0,285$) turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių ROA jautriuose sektoriuose ($p < 0,001$). Tuo tarpu įmonių amžius turėjo statistiškai reikšmingą neigiamą poveikį įmonių ROA jautriuose sektoriuose ($\beta = -0,100$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad jaunesnės, didesnės ir sparčiau augančios įmonės pasižymėjo aukštesnius turto pelningumu.

Mažiau jautrių sektorių grupėje finansinis lankstumas augimo laikotarpiu turėjo mažesnę, tačiau taip pat statistiškai reikšmingą poveikį įmonių ROA ($\beta = 0,433$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad augimo laikotarpiu didesnę finansinę lankstumą turinčios įmonės turi didesnę turto pelningumą. Kontroliniai kintamieji tokie augimo galimybės turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių ROA mažiau jautriuose sektoriuose ($\beta = 0,177$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad sparčiau augančios mažiau jautrių sektorių įmonės turi didesnę ROA augimo laikotarpiais.

Vertinant įmonių turto pelningumo (ROA) priklausomybę nuo finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų nuosmukio laikotarpiais tarp skirtingumo jautrumo sektorių, regresinės analizės atskleidė, kad nuosmukio laikotarpiais ROA priklausomybė nuo nepriklausomų ir kontrolinių kintamųjų buvo stipresnė jautrių sektorių grupėje ($R^2 = 0,336$), lyginant su mažiau jautrių sektorių grupe ($R^2 = 0,261$) (žr. 25 lentelė). Tai reiškia, kad regresijos modelis paaiškina 33,6 proc. visų analizuojamų atvejų jautrių sektorių grupėje ir 26,1 proc. mažiau jautrių sektorių grupėje. Abiejų grupių regresijos modeliai statistiškai reikšmingi ($p < 0,001$). Visų regresijos modelio kintamųjų multikolinearumo koeficientai (VIF) yra mažesni už 4.

25 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka turto pelningumui ekonomikos nuosmukio laikotarpiu

Kintamieji	Priklausomas kintamasis ROA			
	Jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė	Mažiau jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė
Finansinis lankstumas	0,466	<0,001	0,423	<0,001
Įmonės amžius	-0,073	0,069	-0,075	0,210
Įmonės dydis	0,241	<0,001	0,108	0,105
Augimo galimybės	0,391	<0,001	0,230	<0,001
Materialumas	-0,050	0,175	-0,080	0,203
R ² determinacijos koeficientas	0,336		0,261	
Regresijos modelio reikšmingumas	<0,001		<0,001	
Stebėjimai	540		222	

Gauti rezultatai nuosmukio laikotarpiais atskleidė panašias tendencijas į augimo laikotarpių regresinės analizės rezultatus. Jautrių sektorių finansinis lankstumas nuosmukio laikotarpiu turėjo statistiškai reikšmingą ir stipriausią teigiamą poveikį turto pelningumui (ROA) ($\beta = 0,466$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad nuosmukio laikotarpiu didėjantis finansinis lankstumas padidina įmonių turto pelningumą jautrių sektorių įmonėse. Kontroliniai kintamieji tokie kaip įmonių dydis ($\beta = 0,241$) ir augimo galimybės ($\beta = 0,391$) turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių turto pelningumui jautriuose sektoriuose ($p < 0,001$). Tai reiškia, kad didesnės ir sparčiau augančios jautrių sektorių įmonės nuosmukio laikotarpiu turėjo didesnę ROA.

Mažiau jautrių sektorių grupėje finansinis lankstumas nuosmukio laikotarpiu turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą ir stipriausią poveikį turto pelningumui ($\beta = 0,423$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad nuosmukio laikotarpiu didesnę finansinę lankstumą turinčios mažiau jautrių sektorių įmonės turi didesnę turto pelningumą. Visi kontroliniai kintamieji, išskyrus augimo galimybės, turėjo statistiškai nereikšmingą poveikį turto pelningumui ($p > 0,05$). Įmonių augimo galimybės turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį turto pelningumui mažiau jautrių sektorių įmonėse ($\beta = 0,230$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad sparčiau augančios įmonės mažiau jautriuose sektoriuose pasižymi aukštesniu ROA nuosmukio laikotarpiais.

Apibendrinant galima teigti, kad augimo ir nuosmukio laikotarpiais įmonių finansinis lankstumas turi statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį turto pelningumui ekonomikos svyravimams jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose. Jautrių sektorių grupėje įmonių amžius, dydis ir augimo galimybės turėjo teigiamą poveikį įmonių ROA augimo laikotarpiais, o nuosmukio laikotarpiu tokį poveikį turėjo tik įmonių dydis ir augimo galimybės. Mažiau jautriuose sektoriuose abejais laikotarpiais įmonių turto pelningumui teigiamą poveikį turėjo tik augimo galimybės.

4.5.2. Ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos nuosavo kapitalo pelningumui (ROE) analizė

Vertinant įmonių nuosavo kapitalo pelningumo (ROE) priklausomybę nuo finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų tokių kaip amžius, dydis, augimo galimybės ir materialumas, regresinės analizės buvo atliktos skirtingais ekonomikos svyravimo laikotarpiais tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių. Gauti tyrimo rezultatai atskleidė, kad augimo laikotarpiu ROE priklausomybė nuo

nepriklausomų ir kontrolinių kintamųjų buvo stipresnė jautrių sektorių grupėje ($R^2 = 0,207$), lyginant su mažiau jautrių sektorių grupe ($R^2 = 0,053$) (žr. 26 lentelė). Tai reiškia, kad regresijos modelis paaiškina 20,7proc. visų analizuojamų atvejų jautrių sektorių grupėje ir 5,3 proc. mažiau jautrių sektorių grupėje. Nors abiejų grupių regresijos modeliai statistiškai reikšmingi ($p < 0,001$), mažiau jautrių sektorių regresijos modelio paaiškinamumas (R^2) buvo mažesnis nei 0,2. Siekiant užtikrinti rezultatų analizės patikimumą ir pagrįstumą, šios grupės regresijos modelis nebus toliau interpretuojamas. Visų jautrių sektorių grupės regresijos modelio kintamųjų multikolinearumo koeficientai (VIF) yra mažesni už 4.

26 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka nuosavo kapitalo pelningumui ekonomikos augimo laikotarpiu

Kintamieji	Priklausomas kintamasis ROE			
	Jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė	Mažiau jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė
Finansinis lankstumas	0,229	<0,001	0,165	0,004
Įmonės amžius	-0,132	<0,001	0,017	0,726
Įmonės dydis	0,408	<0,001	0,032	0,571
Augimo galimybės	0,301	<0,001	0,124	0,013
Materialumas	-0,043	0,138	-0,080	0,122
R^2 determinacijos koeficientas	0,207		0,053	
Regresijos modelio reikšmingumas	<0,001		<0,001	
Stebėjimai	990		407	

Jautrių sektorių finansinis lankstumas augimo laikotarpiu turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį ROE ($\beta = 0,229$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad augimo laikotarpiu didėjantis finansinis lankstumas padidina įmonių nuosavo kapitalo pelningumą jautriuose sektoriuose. Kontroliniai kintamieji tokie kaip įmonių dydis ($\beta = 0,408$) ir augimo galimybės ($\beta = 0,301$) turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių ROE jautriuose sektoriuose ($p < 0,05$). Tuo tarpu įmonių amžius turėjo statistiškai reikšmingą neigiamą poveikį įmonių ROE jautriuose sektoriuose ($\beta = -0,134$, $p < 0,01$). Tai reiškia, kad jaunesnės, didesnės ir sparčiau augančios jautrių sektorių įmonės pasižymi didesniu ROE augimo laikotarpiais.

Vertinant įmonių nuosavo kapitalo pelningumą (ROE) priklausomybę nuo finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų nuosmukio laikotarpiais tarp skirtingumo jautrumo sektorių, regresinės analizės atskleidė, kad nuosmukio laikotarpiais ROE priklausomybė nuo nepriklausomų ir kontrolinių kintamųjų buvo stipresnė jautrių sektorių grupėje ($R^2 = 0,252$), lyginant su mažiau jautrių sektorių grupe ($R^2 = 0,148$) (žr. 27 lentelė). Tai reiškia, kad regresijos modelis paaiškina 25,2 proc. visų analizuojamų atvejų jautrių sektorių grupėje ir 14,8 proc. mažiau jautrių sektorių grupėje. Nors abiejų grupių regresijos modeliai statistiškai reikšmingi ($p < 0,001$), mažiau jautrių sektorių regresijos modelio paaiškinamumas (R^2) buvo mažesnis nei 0,2. Siekiant užtikrinti rezultatų analizės patikimumą ir pagrįstumą, šios grupės regresijos modelis nebus toliau interpretuojamas. Visų jautrių sektorių grupės regresijos modelio kintamųjų multikolinearumo koeficientai (VIF) yra mažesni už 4.

27 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka nuosavo kapitalo pelningumui ekonomikos nuosmukio laikotarpiu

Kintamieji	Priklausomas kintamasis ROE			
	Jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė	Mažiau jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė
Finansinis lankstumas	0.237	<0.001	0,224	0.002
Įmonės amžius	-0,067	0,114	-0.121	0.062
Įmonės dydis	0.252	<0.001	0.135	0,060
Augimo galimybės	0.392	<0.001	0.236	<0.001
Materialumas	-0.125	0.002	-0,086	0.202
R ² determinacijos koeficientas	0.252		0.148	
Regresijos modelio reikšmingumas	<0.001		<0.001	
Stebėjimai	540		222	

Gauti rezultatai nuosmukio laikotarpiais atskleidė, kad jautrių sektorių finansinis lankstumas turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių ROE ($\beta = 0,237$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad nuosmukio laikotarpiu didėjantis finansinis lankstumas padidina įmonių nuosavo kapitalo pelningumą jautrių sektorių įmonėse. Kontroliniai kintamieji tokie kaip įmonių dydis ($\beta = 0,252$) ir augimo galimybės ($\beta = 0,392$) turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą, o materialumas statistiškai reikšmingą neigiamą ($\beta = -0,125$) poveikį įmonių nuosavo kapitalo pelningumui jautriuose sektoriuose ($p < 0,001$). Tai reiškia, kad didesnės, sparčiau augančios ir mažiau ilgalaikio turto turinčios įmonės nuosmukio laikotarpiais pasižymi aukštesniais nuosavo kapitalo rodikliais. Tuo tarpu tokie kontroliniai kintamieji kaip įmonių amžius neturėjo statistiškai reikšmingo poveikio įmonių ROE.

Taigi, apibendrinant galima teigti, kad augimo ir nuosmukio laikotarpiais įmonių finansinis lankstumas turi statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį nuosavo kapitalo pelningumui tik ekonomikos svyravimams jautriuose sektoriuose. Taip pat tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiu statistiškai reikšmingai teigiamą poveikį jautrių sektorių nuosavo kapitalo pelningumui turi įmonių dydis ir augimo galimybės. Įmonių amžius turi statistiškai reikšmingą neigiamą poveikį įmonių ROE augimo laikotarpiu, o materialumas – statistiškai reikšmingai neigiamą poveikį nuosmukio laikotarpiu.

4.5.3. Ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos įmonių vertės matui (Tobin's Q) analizė

Vertinant įmonių vertės mato (Tobin's Q) priklausomybę nuo finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų tokių kaip amžius, dydis, augimo galimybės ir materialumas regresinės analizės buvo atliktos skirtingais ekonomikos svyravimo laikotarpiais tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių. Gauti tyrimo rezultatai atskleidė, kad augimo laikotarpiu Tobin's Q priklausomybė nuo nepriklausomų ir kontrolinių kintamųjų buvo stipresnė mažiau jautrių sektorių grupėje ($R^2 = 0,217$), lyginant su jautrių sektorių grupe ($R^2 = 0,211$) (žr. 28 lentelė). Tai reiškia, kad regresijos modelis paaiškina 21,7 proc. visų analizuojamų atvejų mažiau jautrių sektorių grupėje ir 21,1 proc. jautrių sektorių grupėje. Abiejų grupių regresijos modeliai statistiškai reikšmingi ($p < 0,001$). Visų regresijos modelio kintamųjų multikolinearumo koeficientai (VIF) yra mažesni už 4.

28 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka Tobin's Q ekonomikos augimo laikotarpiu

Kintamieji	Priklausomas kintamasis Tobin's Q			
	Jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė	Mažiau jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė
Finansinis lankstumas	0,290	<0,001	-0,060	0,246
Įmonės amžius	-0,203	<0,001	-0,030	0,510
Įmonės dydis	0,418	<0,001	-0,292	<0,001
Augimo galimybės	0,148	<0,001	0,102	0,024
Materialumas	-0,158	<0,001	-0,315	<0,001
R ² determinacijos koeficientas	0,211		0,217	
Regresijos modelio reikšmingumas	<0,001		<0,001	
Stebėjimai	990		407	

Jautrių sektorių finansinis lankstumas augimo laikotarpiu turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių Tobin's Q ($\beta = 0,290$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad augimo laikotarpiu didėjantis finansinis lankstumas padidina įmonių vertę jautriuose sektoriuose. Kontroliniai kintamieji tokie kaip įmonių dydis ($\beta = 0,418$) ir augimo galimybės ($\beta = 0,148$) turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių vertei jautriuose sektoriuose ($p < 0,001$). Tuo tarpu įmonių amžius ($\beta = -0,203$) ir materialumas ($\beta = -0,158$) turėjo statistiškai reikšmingą neigiamą poveikį įmonių vertei jautriuose sektoriuose ($p < 0,001$). Tai reiškia, kad jaunesnės, didesnės, sparčiau augančios ir mažiau materialaus turto turinčios jautrių sektorių įmonės pasižymi aukštesniu Tobin's Q ekonomikos augimo laikotarpiu.

Mažiau jautrių sektorių grupėje finansinis lankstumas augimo laikotarpiu neturėjo statistiškai reikšmingo poveikio įmonių vertei ($\beta = -0,060$, $p > 0,05$). Tai reiškia, kad mažiau jautriuose sektoriuose didėjantis finansinis lankstumas augimo laikotarpiu nėra pagrindinis veiksnys, lemiantis įmonių vertę. Augimo galimybės ($\beta = 0,102$, $p < 0,05$) turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą, o įmonių dydis ($\beta = -0,292$) ir materialumas ($\beta = -0,315$) statistiškai reikšmingą neigiamą poveikį įmonių vertei. Tai reiškia, kad jaunesnės, sparčiau augančios ir mažiau materialaus turto turinčios mažiau jautrių sektorių įmonės pasižymi didesniu Tobin's Q ekonomikos augimo laikotarpiu. Įmonių amžius neturėjo statistiškai reikšmingo poveikio įmonių vertei augimo laikotarpiu ($p > 0,05$).

Vertinant įmonių vertės (Tobin's Q) priklausomybę nuo finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų nuosmukio laikotarpiais tarp skirtingumo jautrumo sektorių, regresinės analizės atskleidė, kad nuosmukio laikotarpiais Tobin's Q priklausomybė nuo nepriklausomų ir kontrolinių kintamųjų buvo stipresnė jautrių sektorių grupėje ($R^2 = 0,218$), lyginant su mažiau jautrių sektorių grupe ($R^2 = 0,201$) (žr. 29 lentelė). Tai reiškia, kad regresijos modelis paaiškina 21,8 proc. visų analizuojamų atvejų jautrių sektorių grupėje ir 20,1 proc. mažiau jautrių sektorių grupėje. Abiejų grupių regresijos modeliai statistiškai reikšmingi ($p < 0,001$). Visų regresijos modelio kintamųjų multikolinearumo koeficientai (VIF) yra mažesni už 4.

29 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka Tobin's Q ekonomikos nuosmukio laikotarpiu

Kintamieji	Priklausomas kintamasis Tobin's Q			
	Jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė	Mažiau jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė
Finansinis lankstumas	0,342	<0,001	-0,159	0,024
Įmonės amžius	-0,125	0,004	-0,035	0,574
Įmonės dydis	0,485	<0,001	-0,282	<0,001
Augimo galimybės	0,077	0,049	-0,019	0,763
Materialumas	-0,125	0,002	-0,330	<0,001
R ² determinacijos koeficientas	0,218		0,201	
Regresijos modelio reikšmingumas	<0,001		<0,001	
Stebėjimai	540		222	

Gauti rezultatai nuosmukio laikotarpiais atskleidė, kad jautrių sektorių finansinis lankstumas turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių vertei ($\beta = 0,342$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad nuosmukio laikotarpiu didėjantis finansinis lankstumas padidina įmonių vertę jautrių sektorių įmonėse. Kontroliniai kintamieji tokie kaip įmonių dydis ($\beta = 0,485$) ir augimo galimybės ($\beta = 0,077$) turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių vertei jautriuose sektoriuose ($p < 0,001$). Tuo tarpu tokie kontroliniai kintamieji kaip įmonių amžius ($\beta = -0,125$) ir materialumas ($\beta = -0,125$) turėjo statistiškai reikšmingą neigiamą poveikį įmonių vertei jautriuose sektoriuose ($p < 0,001$). Tai reiškia, kad jaunesnės, didesnės, sparčiau augančios ir mažiau materialaus turto turinčios įmonės pasižymi aukštesniu Tobin's Q nuosmukio laikotarpiu.

Mažiau jautrių sektorių grupėje finansinis lankstumas nuosmukio laikotarpiu turėjo statistiškai reikšmingą neigiamą poveikį įmonių vertei ($\beta = -0,159$, $p < 0,05$). Tai reiškia, kad nuosmukio laikotarpiu didėjantis finansinis lankstumas mažina įmonių vertę jautrių sektorių įmonėse. Kontroliniai kintamieji tokie kaip įmonių dydis ($\beta = -0,282$) ir materialumas ($\beta = -0,330$) turėjo statistiškai reikšmingą neigiamą poveikį įmonių vertei mažiau jautriuose sektoriuose ($p < 0,001$). Tai reiškia, kad mažesnės ir mažiau materialaus turto turinčios įmonės pasižymi aukštesniu Tobin's Q nuosmukio laikotarpiu. Tuo tarpu tokie kontroliniai kintamieji kaip įmonių amžius ($\beta = -0,035$) ir augimo galimybės ($\beta = -0,019$) turėjo taip pat neigiamą, bet statistiškai nereikšmingą poveikį įmonių vertei mažiau jautriuose sektoriuose ($p > 0,05$).

Taigi, apibendrinant galima teigti, kad augimo ir nuosmukio laikotarpiais didesnis finansinis lankstumas jautrių sektorių įmonių turi statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių vertei. Mažiau jautrių sektorių įmonėms augimo laikotarpiu finansinis lankstumas neturi statistiškai reikšmingo poveikio, o nuosmukio laikotarpiais turi statistiškai reikšmingą neigiamą poveikį įmonių vertei. Augimo ir nuosmukio laikotarpiais jautrių sektorių grupėje įmonių vertei statistiškai reikšmingą poveikį turėjo visi kontroliniai kintamieji: amžius – neigiamą, dydis – teigiamą, augimo galimybės – teigiamą ir materialumas – neigiamą. Mažiau jautrių sektorių grupėje tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais dydis ir materialumas turėjo statistiškai reikšmingą neigiamą poveikį įmonių Tobin's Q, o augimo galimybės turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį tik ekonomikos augimo laikotarpiais.

4.5.4. Ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos įmonių investicijų apimčiai analizė

Vertinant įmonių investicijų apimtį priklausomybę nuo finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų tokių kaip amžius, dydis, augimo galimybės ir materialumas, regresinės analizės buvo atliktos skirtingais ekonomikos svyravimo laikotarpiais tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių. Gauti tyrimo rezultatai atskleidė, kad augimo laikotarpiu investicijų apimtį priklausomybė nuo nepriklausomų ir kontrolinių kintamųjų buvo stipresnė jautrių sektorių grupėje ($R^2 = 0,296$), lyginant su mažiau jautrių sektorių grupe ($R^2 = 0,281$) (žr. 30 lentelė). Tai reiškia, kad regresijos modelis paaiškina 29,68 proc. visų analizuojamų atvejų jautrių sektorių grupėje ir 28,1 proc. mažiau jautrių sektorių grupėje. Abiejų grupių regresijos modeliai statistiškai reikšmingi ($p < 0,001$). Visų regresijos modelio kintamųjų multikolinearumo koeficientai (VIF) yra mažesni už 4.

30 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka investicijų apimčiai augimo laikotarpiu

Kintamieji	Priklausomas kintamasis investicijų apimtis			
	Jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė	Mažiau jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė
Finansinis lankstumas	0,096	0,001	0,171	<0,001
Įmonės amžius	-0,031	0,308	0,017	0,694
Įmonės dydis	0,063	0,056	0,008	0,867
Augimo galimybės	0,045	0,095	0,147	<0,001
Materialumas	0,551	<0,001	0,549	<0,001
R^2 determinacijos koeficientas	0,296		0,281	
Regresijos modelio reikšmingumas	<0,001		<0,001	
Stebėjimai	990		407	

Jautrių sektorių finansinis lankstumas augimo laikotarpiu turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį investicijų apimčiai ($\beta = 0,096$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad augimo laikotarpiu didėjantis finansinis lankstumas padidina įmonių investicijų apimtį jautriuose sektoriuose. Kontroliniai kintamieji tokie kaip materialumas turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių investicijų apimčiai jautriuose sektoriuose ($\beta = 0,557$, $p < 0,05$). Tai reiškia, kad didesnės ir daugiau materialaus turto turinčios įmonės turėjo daugiau investicijų. Tuo tarpu tokie kontroliniai kintamieji kaip įmonių amžius, dydis ir augimo galimybės turėjo statistiškai nereikšmingą poveikį įmonių investicijų apimčiai jautriuose sektoriuose ($p > 0,05$).

Mažiau jautrių sektorių grupėje finansinis lankstumas augimo laikotarpiu turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį investicijų apimčiai ($\beta = 0,171$, $p < 0,001$). Tai reiškia, kad augimo laikotarpiu didėjantis finansinis lankstumas padidina įmonių investicijų apimtį mažiau jautriuose sektoriuose. Tuo tarpu visi kontroliniai kintamieji, išskyrus augimo galimybes ir materialumą, turėjo statistiškai nereikšmingą poveikį investicijų apimtį rodikliui ($p > 0,05$). Materialumas ($\beta = 0,151$) ir augimo galimybės ($\beta = 0,548$) mažiau jautriuose sektoriuose turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių investicijų apimčiai augimo laikotarpiu ($p < 0,001$). Tai reiškia, kad daugiau materialaus turto turinčios ir sparčiau augančios mažiau jautrių sektorių įmonės turėjo daugiau investicijų.

Vertinant įmonių investicijų apimties priklausomybę nuo finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų nuosmukio laikotarpiais tarp skirtingumo jautrumo sektorių, regresinės analizės atskleidė, kad nuosmukio laikotarpiais investicijų apimties priklausomybė nuo nepriklausomų ir kontrolinių kintamųjų buvo stipresnė mažiau jautrių sektorių grupėje ($R^2 = 0,284$), lyginant su jautrių sektorių grupe ($R^2 = 0,277$) (žr. 31 lentelė). Tai reiškia, kad regresijos modelis paaiškina 28,8 proc. visų analizuojamų atvejų mažiau jautrių sektorių grupėje ir 27,7 proc. jautrių sektorių grupėje. Abiejų grupių regresijos modeliai statistiškai reikšmingi ($p < 0,001$). Visų regresijos modelio kintamųjų multikolinearumo koeficientai (VIF) yra mažesni už 4.

31 lentelė. Jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo ir kontrolinių kintamųjų įtaka investicijų apimčiai nuosmukio laikotarpiu

Kintamieji	Priklausomas kintamasis investicijų apimtis			
	Jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė	Mažiau jautrūs sektoriai (β)	p reikšmė
Finansinis lankstumas	0,077	0,070	0,030	0,664
Įmonės amžius	<0,001	0,993	0,023	0,691
Įmonės dydis	0,122	0,010	0,013	0,843
Augimo galimybės	0,161	<0,001	0,212	<0,001
Materialumas	0,541	<0,001	0,528	<0,001
R^2 determinacijos koeficientas	0,277		0,284	
Regresijos modelio reikšmingumas	<0,001		<0,001	
Stebėjimai	540		222	

Gauti rezultatai nuosmukio laikotarpiais atskleidė, kad jautrių sektorių finansinis lankstumas turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį investicijų apimčiai ($\beta = 0,077$, $p > 0,05$). Tai reiškia, kad mažiau jautriuose sektoriuose didėjantis finansinis lankstumas augimo laikotarpiu nėra pagrindinis veiksnys, lemiantis investicijų apimtį. Kontroliniai kintamieji tokie kaip įmonių dydis ($\beta = 0,122$), augimo galimybės ($\beta = 0,161$) ir materialumas ($\beta = 0,541$) turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių investicijų apimčiai jautriuose sektoriuose ($p < 0,05$). Tai reiškia, kad didesnės, sparčiau augančios ir daugiau materialaus turto turinčios jautrių sektorių įmonės turėjo daugiau investicijų nuosmukio laikotarpiu. Tuo tarpu įmonių amžius turėjo statistiškai nereikšmingą poveikį įmonių investicijų apimčiai jautriuose sektoriuose ($p > 0,05$).

Mažiau jautrių sektorių grupėje finansinis lankstumas nuosmukio laikotarpiu turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių investicijų apimčiai ($\beta = 0,030$, $p > 0,05$). Tai reiškia, kad mažiau jautriuose sektoriuose didėjantis finansinis lankstumas augimo laikotarpiu nėra pagrindinis veiksnys, lemiantis investicijų apimtį. Kontroliniai kintamieji tokie kaip įmonių augimo galimybės ($\beta = 0,212$) ir materialumas ($\beta = 0,528$) turėjo statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių investicijų apimčiai mažiau jautriuose sektoriuose ($p < 0,001$). Tai reiškia, kad sparčiau augančios ir daugiau materialaus turto turinčios įmonės turėjo daugiau investicijų nuosmukio laikotarpiu. Tuo tarpu įmonių amžius ir dydis turėjo statistiškai nereikšmingą poveikį įmonių investicijų apimčiai mažiau jautriuose sektoriuose ($p < 0,001$).

Taigi, apibendrinant galima teigti, kad tik augimo laikotarpiais įmonių finansinis lankstumas turi statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį investicijų apimčiai ekonomikos svyravimams jautriuose ir

mažiau jautriuose sektoriuose. Jautrių ekonomikos svyravimų sektorių įmonių materialumas turi statistiškai reikšmingą teigiamą ir didžiausią poveikį investicijų apimčiai tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais, o įmonių dydis ir augimo galimybės tik ekonomikos nuosmukio laikotarpiais. Mažiau jautrių sektorių grupėje augimo galimybės ir materialumas turėjo didžiausią statistiškai reikšmingą teigiamą poveikį įmonių investicijų apimčiai tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais.

4.6. Empirinio tyrimo rezultatų aptarimas

Išanalizavus finansinio lankstumo poveikį įmonių finansiniams rezultatams skirtingo jautrumo sektoriuose ekonomikos augimo ir nuosmukio metu, nustatyta, kad stipriausią poveikį finansinis lankstumas turėjo įmonių turto gražos rodikliui (ROA) jautrių ekonomikos svyravimų sektorių įmonėms ekonomikos augimo laikotarpiu ($\beta = 0,519$) (žr. 32 lentelė). Tuo tarpu silpniausią poveikis stebimas investicijų apimties rodikliui mažiau jautrių sektorių įmonėse augimo laikotarpiu ($\beta = 0,519$).

32 lentelė. Finansinio lankstumo poveikio stiprumas įmonių finansiniams rezultatams skirtingo jautrumo sektoriuose ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais

	ROA	ROE	Tobin's Q	Investicijų apimtis
Jautrūs (augimo)	0,519*	0,229*	0,290*	0,096*
Jautrūs (nuosmukio)	0,466*	0,237*	0,342*	0,077
Mažiau jautrūs (augimo)	0,433*	0,165	-0,060	0,171*
Mažiau jautrūs (nuosmukio)	0,423*	0,224	-0,159*	0,030

* Finansinio lankstumo β koeficiento reikšmingumas $p < 0,05$; modelio paaiškinamoji galia pakankama – $R^2 > 0,2$.

Analizuojant finansinio lankstumo poveikį įmonių turto gražos rodikliui, gauti rezultatai atskleidė, kad jautrių sektorių įmonėse finansinis lankstumas turėjo stipresnį poveikį ROA tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais. Be to, tiek jautrių, tiek mažiau jautrių sektorių įmonėse finansinis lankstumas turėjo stipresnį poveikį ekonomikos augimo laikotarpiais.

Šie rezultatai atitinka kitų autorių tyrimų duomenis, kurie rodo, kad jautriuose sektoriuose finansinis lankstumas turi reikšmingą poveikį įmonių turto gražos rodikliui (Altaf, 2024; Gu ir Yuan, 2020; Teng ir kt., 2021). Kalbant apie mažiau jautrių sektorių įmones, kituose moksliniuose tyrimuose gaunami prieštaringi rezultatai. Vieni autoriai teigia, kad finansinis lankstumas mažiau jautriuose sektoriuose neturi reikšmingo poveikio įmonių ROA (Hanasa ir Lubis, 2023), o kiti autoriai nurodo priešingai, kad turi reikšmingą poveikį turto gražos rodikliui (Susilowati ir kt., 2023; Çam ir kt., 2024).

Šio tyrimo rezultatai patvirtina, kad finansinis lankstumas daro reikšmingą poveikį tiek jautrių, tiek mažiau jautrių sektorių įmonių turto gražos rodikliui. Nors moksliniuose tyrimuose dažniausiai pabrėžiama finansinio lankstumo svarba nuosmukio laikotarpiais, šiame tyrime nustatyta, kad ekonomikos augimo laikotarpiu finansinis lankstumas taip pat yra svarbus įmonėms. Tai leidžia daryti prielaidą, kad šiuo laikotarpiu finansinis lankstumas padeda įmonėms plėsti savo veiklą ar didinti investicijų apimtį, o tai padeda pagerinti įmonių turto pelningumą.

Analizuojant finansinio lankstumo poveikį įmonių nuosavo kapitalo gražai, gauti rezultatai atskleidė, kad tik jautrių sektorių įmonėse finansinis lankstumas turėjo reikšmingą poveikį ROE tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais. Kitų tyrimų rezultatai taip pat patvirtina šio tyrimo išvadas, kad

finansinis lankstumas turi reikšmingą poveikį nuosavo kapitalo pelningumui nuosmukio laikotarpiais jautrių sektorių įmonėse (Teng ir kt., 2021).

Be to, atlikto tyrimo metu nustatyta, kad finansinio lankstumo poveikis ROE buvo stipresnis būtent nuosmukio laikotarpiais. Šie rezultatai skiriasi nuo anksčiau analizuotų ROA rodiklio rezultatų jautrių sektorių grupėje, kur finansinis lankstumas turėjo stipresnį poveikį augimo laikotarpiu. Tokius skirtumus galima paaiškinti tuo, kad augimo laikotarpiu įmonės daugiau dėmesio skiria investavimui ir plėtrai bei siekia maksimaliai išnaudoti savo turimą turtą, todėl finansinis lankstumas daro stipresnį poveikį turto pelningumui augimo laikotarpiu. Tuo tarpu nuosmukio laikotarpiais įmonės dažnai susiduria su sumažėjusiomis pajamomis ir sunkiau prieinamu išoriniu finansavimu, dėl ko padidėja rizika akcininkų nuosavybei. Esant didesniai finansiniam lankstumui, įmonės gali efektyviau tęsti veiklą naudodamos savo turimas lėšas ir išvengdamos naujų akcijų leidimo. Toks elgesys atitinka kapitalo pasirinkimo eilės teorijos principus ir padeda išlaikyti stabilesnį ROE nuosmukio laikotarpiu.

Analizuojant finansinio lankstumo poveikį įmonių rinkos vertės rodikliui (Tobin's Q), gauti rezultatai atskleidė, kad tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais finansinis lankstumas turėjo teigiamą poveikį jautrių sektorių įmonių vertei, tačiau nuosmukio laikotarpiais šis poveikis buvo stipresnis. Tai rodo, kad ekonomikos nuosmukio metu, kai rinkos stabilumas sumažėja, o investuotojai tampa atsargesni, didesnis grynųjų pinigų kiekis, lyginant su visu turtu ir mažesnis įsipareigojimų lygis įgyja didesnę vertę. Dėl to įmonės, turinčios didesnį finansinį lankstumą, tampa patrauklesnės rizikos vengiantiems investuotojams. Šiuos tyrimo rezultatus patvirtinta ir kitų mokslininkų atlikti tyrimai, kuriuose buvo pastebėta, kad finansinis lankstumas turi teigiamą poveikį įmonių rinkos vertės (Tobin's Q) rodikliui ekonomikos nuosmukio laikotarpiais (Altaf, 2024; Naz ir kt., 2024).

Vertinant mažiau jautrių sektorių įmones, nustatyta, kad finansinis lankstumas turėjo neigiamą poveikį Tobin's Q rodikliui tik nuosmukio laikotarpiu. Tai gali būti paaiškinama investuotojų lūkesčiais – mažiau jautrių sektorių įmonėms dažnai keliama aukštesni reikalavimai. Paprastai iš jų tikimasi mažesnių grynųjų pinigų ir didesnio finansinio sverto, kadangi tai atskleidžia, kad įmonė efektyviai vykdo investicinę arba plėtros veiklą. Tuo tarpu didesnis finansinis lankstumas gali būti suprantamas kaip konservatyvesnės veiklos požymis, kuris mažina investuotojų pasitikėjimą ir susidomėjimą. Šiuos tyrimo rezultatus patvirtina ir kitų autorių atlikti tyrimai, kuriuose pastebėta, kad didesnis finansinis lankstumas gali turėti neigiamą poveikį įmonių vertei (Chang ir Wu, 2022).

Lyginant jautrių ir mažiau jautrių sektorių įmones, nustatyta, kad finansinis lankstumas daro stipresnį teigiamą poveikį įmonių vertei jautrių sektorių grupėje. Tai galima paaiškinti tuo, kad šios įmonės, dėl savo veiklos nepastovumo rinkoje, yra laikomos rizikingesnėmis, todėl didesnis finansinis lankstumas padeda šią riziką sumažinti ir padidinti jų patrauklumą investuotojams. O mažiau jautrių sektorių įmonės ir taip pasižymi didesniu stabilumu, todėl finansinis lankstumas joms daro mažesnį arba neigiamą poveikį.

Analizuojant investicijų apimtį rezultatus, nustatyta, kad tik ekonomikos augimo laikotarpiais finansinis lankstumas turėjo teigiamą poveikį įmonių investicijų apimčiai tiek jautrių, tiek mažiau jautrių sektorių įmonėse. Panašios tendencijos stebimos ir kitų autorių tyrimuose, kuriuose teigiama, kad didesnis finansinis lankstumas daro reikšmingą poveikį investiciniams sprendimams (Athira ir kt., 2024; Wu, Le ir kt., 2024). Tuo tarpu didesnį finansinio lankstumo poveikį būtent augimo laikotarpiais gali lemti tai, kad nuosmukio laikotarpiais įmonės dažniausiai keičia savo veiklos

strategijas, jas perorientuodamos ne į plėtros didinimą, bet į veiklos stabilizavimą. Dėl šios priežasties investicinė veikla tampa aktualesnė būtent augimo laikotarpiais.

Taip pat nustatyta, kad finansinis lankstumas turėjo didesnę teigiamą poveikį investicijų apimčiai mažiau jautrių sektorių įmonėse. Tai gali būti susiję su šių sektorių specifika, kadangi jų veikla dažnai grindžiama investicijomis į įvairius projektus, todėl augimo laikotarpiais finansinis lankstumas leidžia geriau pasinaudoti atsiradusiomis galimybėmis. Nors literatūroje dažniau pabrėžiamas finansinio lankstumo poveikis investicijų apimčiai jautriuose sektoriuose, tačiau yra tyrimų, kurie taip pat nustatė, kad ir mažiau jautrių sektorių įmonėms finansinis lankstumas gali turėti teigiamą poveikį investicinei veiklai (Çam ir kt., 2024).

Bendrai vertinant, gauti rezultatai parodė, kad finansinis lankstumas daugeliu atveju turi stipresnį poveikį jautrių sektorių įmonių finansiniams rezultatams, tokiems kaip ROA, ROE ir Tobin's Q. Tuo tarpu mažiau jautrių sektorių įmonėse finansinis lankstumas turi didesnę poveikį įmonių investicijų apimtims rodikliams. Taip pat nustatyta, kad skirtingais ekonomikos laikotarpiais finansinio lankstumo poveikis įmonių finansiniams rezultatams skiriasi. Augimo laikotarpiais jis gali pagerinti įmonių turto grąžos ir investicijų apimtį rodiklius, o pagrindinė funkcija šiuo metu siejama su investicijų didinimu ir plėtros veikla. Tuo tarpu nuosmukio laikotarpiais finansinis lankstumas turi stipresnį poveikį tokiems finansiniams rezultatams kaip nuosavo kapitalo grąža ir įmonių vertė (Tobin's Q), o jo funkcija šiame kontekste susijusi su kapitalo išsaugojimu ir didesnio finansinio stabilumo užtikrinimu.

Tyrimo ribotumai ir rekomendacijos tolimesniems tyrimams. Šiame tyrime finansinis lankstumas buvo vertinamas remiantis tik pinigų ir skolos lankstumo rodikliais, tačiau mokslinėje literatūroje dažnai išskiriami ir kiti kintamieji, padedantys įvertinti finansinį lankstumą. Taip pat tyrimo duomenys buvo renkami tik iš Vokietijos ir Lenkijos įmonių, todėl tyrimas atspindi tik ribotą Europos rinkos vaizdą. Be to, tyrimo metu analizuojami sektoriai buvo suskirstyti į ekonomikos svyravimams jautrius ir mažiau jautrius sektorius, tačiau toks suskirstymas gali netiksliai atskleisti pavienių sektorių skirtumus. Todėl ateities tyrimuose rekomenduojama plėsti finansinio lankstumo matavimo kintamųjų apimtį, įtraukti daugiau skirtingų rinkų įmonių bei analizuoti pavienius sektorius siekiant tiksliau įvertinti finansinio lankstumo poveikį finansiniams rezultatams.

Tyrimo rezultatais grįstos rekomendacijos. Atsižvelgiant į gautus tyrimo rezultatus, būtų galima išskirti tokias pagrindines tyrimo rezultatais grįstas rekomendacijas:

- Ekonomikos augimo laikotarpiu rekomenduojama aktyviai išnaudoti įmonės finansinį lankstumą reaguojant į rinkos pokyčius, plečiant veiklą ar pasinaudojant atsirandančiomis galimybėmis, nes tai prisideda prie geresnių finansinių rezultatų.
- Ekonomikos nuosmukio laikotarpiu svarbu kaupti pakankamą grynųjų pinigų kiekį ir mažinti sverto lygį, nes tai padeda apsaugoti nuosavo kapitalo vertę, išlaikyti įmonės stabilumą ir patrauklumą investuotojams.
- Jautrių sektorių įmonėms rekomenduojama išlaikyti subalansuotą pinigų ir skolos lankstumo lygį, nes tai padeda pasiekti geresnių finansinių rezultatų tiek ekonomikos augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais.
- Mažiau jautrių sektorių įmonėms svarbu atkreipti dėmesį, kad perteklinis atsargumas gali būti neigiamai vertinamas investuotojų, todėl svarbu rasti balansą tarp siekio išlaikyti finansinį saugumą ir aktyvumo vykdant investicinę veiklą.

Išvados ir rekomendacijos

1. Atlikta mokslinės literatūros analizė parodė, kad įmonių finansiniu lankstumu pradėta domėtis palyginti neseniai. Didesnio susidomėjimo ši tema sulaukė, kai pasaulį sukrėtė didžiosios krizės, tokios kaip pasaulinė finansų krizė ir COVID-19 pandemija. Tyrėjai pastebi, kad skirtingų sektorių įmonės nevienodai reaguoja į ekonomikos svyravimus, o finansinis lankstumas tampa vienu iš svarbiausių veiksnių, padedančių išlaikyti veiklos efektyvumą nestabilumo laikotarpiais. Taip pat jis gali būti naudingas ir ekonomikos augimo laikotarpiais, siekiant išlaikyti konkurencingumą ir pagerinti įmonių finansinius rezultatus. Nors mokslinėje literatūroje yra daugybė tyrimų, patvirtinančių finansinio lankstumo teigiamą poveikį įmonių finansiniams rezultatams, vis dar lieka neaišku, kokią įtaką finansinis lankstumas daro skirtingų sektorių įmonėms ekonomikos augimo ir nuosmukio laikotarpiais, bei kuriuose sektoriuose ir kuriais laikotarpiais finansinio lankstumo poveikis yra stipresnis.
2. Moksliniuose tyrimuose įmonių finansinis lankstumas dažniausiai vertinamas naudojant pinigų ir skolos finansinio lankstumo rodiklius. Pinigų lankstumas siejamas su didesniu grynujų pinigų kiekiu, o skolos lankstumas – su mažesniu skolos lygiu. Aukštesnės abiejų rodiklių reikšmės rodo didesnį įmonių finansinį lankstumą. Mokslinių tyrimų metu nustatyta, kad finansinis lankstumas gali turėti įtakos tokiems įmonių finansiniams rodikliams, kaip turto grąža, nuosavo kapitalo grąža, rinkos vertė (Tobin's Q) ir investicijų apimtis. Pastebima, kad skirtingų sektorių įmonės nevienodai reaguoja į ekonomikos svyravimus dėl skirtingo veiklos pobūdžio. Vienos susiduria su didesniais sunkumais ekonomikos nuosmukio laikotarpiais, o kitos šiuos laikotarpius išgyvena lengviau. Tuo tarpu augimo laikotarpiais vienos įmonės geba pasiekti geresnius rezultatus nei kitos. Taip pat nustatyta, kad skirtingo jautrumo sektorių finansinis lankstumas daro nevienodą poveikį įmonių finansiniams rezultatams. Jautresniuose sektoriuose finansinis lankstumas dažniau daro teigiamą įtaką tokiems finansiniams rezultatams, kaip ROA, ROE, Tobin's Q ir investicijų apimtis. Tuo tarpu mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo teigiamas poveikis siejamas su tokiais finansiniais rodikliais kaip ROA, ROE ir investicijų apimtis. Vis dėlto nepavyko rasti tyrimų, kurie nustatytų, kuriuose sektoriuose finansinio lankstumo poveikis yra stipresnis. Analizuojant finansinį lankstumą skirtingais ekonomikos laikotarpiais, pastebima, kad ekonomikos nuosmukių metu finansinis lankstumas atlieka apsauginę funkciją, o ekonomikos augimo laikotarpiais – prisideda prie plėtros ir investicinių galimybių išnaudojimo.
3. Moksliniuose tyrimuose pateikiami įvairūs finansinio lankstumo matavimo metodai, kurių pasirinkimas dažnai priklauso nuo tyrimo tikslo, apimties ir finansinio lankstumo teorinio suvokimo. Vienas iš populiariausių vertinimo metodų yra finansinio lankstumo vertinimas pagal pinigų ir skolos lankstumą, kurių bendra suma atskleidžia įmonės finansinio lankstumo lygį. Nustatyta, kad dažniausiai vertinant finansinio lankstumo įtaką, stebimas jo poveikis, tokiems įmonių rezultatams kaip ROA, ROE, Tobin's Q ir investicijų apimtis. Taip pat įvairūs kintamieji, tokie kaip dydis, amžius, augimo galimybės ir materialumas gali turėti įtaką šio poveikio stiprumui. Todėl atliekant empirinį tyrimą šiuos kintamuosius tikslinga įtraukti kaip kontrolinius.
4. Atlikus įmonių finansinio lankstumo įtakos finansiniams rezultatams ekonomikos svyravimams jautriuose ir mažiau jautriuose sektoriuose tyrimą, buvo nustatyta:
 - Skirtingais ekonomikos svyravimo laikotarpiais pinigų, skolos ir finansinio lankstumo rodikliai statistiškai reikšmingai nesiskyrė. Tai reiškia, kad šie kintamieji išlieka vienodai

svarbūs įmonėms tiek ekonomikos augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais. Pinigų, skolos ir finansinis lankstumas buvo didesni ekonomikos svyravimams jautrių sektorių įmonėse tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais, lyginant su mažiau jautrių sektorių įmonėmis. Tai rodo, kad didesnę įtaką pinigų, skolos ir finansinio lankstumo lygiui turi sektorių jautrumas, o ne ekonomikos laikotarpiai. Tai patvirtina ir kiti tyrimo rezultatai, parodantys, kad ekonomikos svyravimams jautrių sektorių įmonės pasižymi didesniu pinigų, skolos ir finansiniu lankstumu. Tai reiškia, kad jautrių sektorių įmonės turi daugiau grynųjų pinigų ir jų ekvivalentų lyginant su visu turtu, mažesnę įsiskolinimą lygį ir dėl to jų bendras finansinis lankstumas yra didesnis lyginant su mažiau jautrių sektorių įmonėmis.

- Ekonomikos nuosmukių laikotarpiais įmonių finansiniai rezultatai, tokie kaip ROA, ROE, Tobin's Q ir investicijų augimas, buvo ženkliai mažesni nei augimo laikotarpiais. Tai rodo, kad skirtingi ekonomikos laikotarpiai turi didelę įtaką įmonių finansiniams rezultatams. Lyginant jautrių ir mažiau jautrių sektorių įmones, nustatyta, kad jautrių sektorių įmonės pasižymėjo aukštesniais ROA ir ROE rodikliais, o mažiau jautrių sektorių įmonės pasižymėjo didesne investicijų apimtimi. Tai reiškia, kad tiek ekonomikos laikotarpiai, tiek sektorių jautrumas daro reikšmingą poveikį įmonių finansiniams rezultatams. Taip pat nustatyta, kad augimo laikotarpiais jautrūs sektoriai pasižymėjo aukštesniais ROA ir ROE rodiklių įverčiais, o nuo mažiau jautrūs sektoriai – didesniu investicijų augimu. Nuosmukių laikotarpiais jautrių sektorių įmonės taip pat išlaikė aukštesnius ROA ir ROE įverčius, lyginant su mažiau jautriais sektoriais.
- Atlikus ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos turto pelningumui (ROA) regresinę analizę, nustatyta, kad augimo laikotarpiais tiek jautrių, tiek mažiau jautrių sektorių finansinis lankstumas turi stipresnę teigiamą poveikį įmonių turto pelningumui nei nuosmukio laikotarpiais. Tai reiškia, kad augimo laikotarpiais finansinis lankstumas padeda efektyviau reaguoti į rinkos pokyčius ir pasinaudoti atsiradusiomis galimybėmis, taip padidinant savo turto grąžą. Taip pat paaiškėjo, kad tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais finansinio lankstumo poveikis ROA buvo didesnis ekonomikos svyravimams jautrių sektorių įmonėse. Šie rezultatai leidžia teigti, kad jautrių sektorių įmonės yra labiau paveikiamos ekonomikos svyravimų, o finansinis lankstumas joms padeda efektyviau panaudoti savo turimus išteklius ir pasiekti geresnių rezultatų, tiek augimo, tiek nuosmukio laikotarpiais.
- Atlikus ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos nuosavo kapitalo pelningumui (ROE) regresinę analizę, nustatyta, kad nuosmukio laikotarpiais finansinis lankstumas jautrių sektorių įmonėse turėjo stipresnę teigiamą poveikį įmonių nuosavo kapitalo pelningumui nei augimo laikotarpiais. Šį skirtumą galima paaiškinti tuo, kad augimo laikotarpiu įmonės daugiau dėmesio skiria investicijoms ir plėtrai, siekdamos maksimaliai išnaudoti savo turimus išteklius, o nuosmukio laikotarpiais – stengiasi apsaugoti nuosavą kapitalą ir siekia sumažinti riziką akcininkų nuosavybei.
- Atlikus ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos įmonių vertės matui (Tobin's Q) regresinę analizę, nustatyta, kad augimo laikotarpiais finansinis lankstumas turėjo teigiamą poveikį įmonių vertei jautriuose sektoriuose. Nuosmukio laikotarpiais finansinio lankstumo poveikis jautrių sektorių įmonėse sustiprėjo ir išliko teigiamas, o mažiau jautrių sektorių įmonėse poveikis tapo neigiamas. Šie rezultatai leidžia teigti, kad jautriuose sektoriuose finansinis lankstumas dažniau suvokiamas, kaip

riziką rinkoje mažinantis veiksnys, o mažiau jautriuose sektoriuose atvirkščiai – nebūtinai laikomas kaip privalumu.

- Atlikus ekonomikos svyravimams jautrių ir mažiau jautrių sektorių finansinio lankstumo įtakos įmonių investicijų apimčiai regresinę analizę, nustatyta, kad finansinis lankstumas turėjo teigiamą poveikį investicijų apimčiai tik augimo laikotarpiais tiek tarp jautrių, tiek tarp mažiau jautrių sektorių. Taip pat, mažiau jautrių sektorių įmonėse šis poveikis buvo stipresnis. Šiems rezultatams įtakos gali turėti tai, kad augimo laikotarpiais įmonės turi daugiau išteklių ir labiau pasitiki ateities galimybėmis, todėl aktyviau vykdo investicinę veiklą, o finansinis lankstumas čia tampa itin svarbus, kadangi padeda plėsti šią veiklą. Be to, mažiau jautrių sektorių įmonių veikla dažnai būna orientuota į ilgalaikes investicijas, kurios dažnu atveju yra ir didesnės, dėl to finansinis lankstumas gali turėti stipresnį poveikį šių įmonių investicijų dydžiui.
- Atsižvelgiant į tyrimo ribotumus, kituose tyrimuose rekomenduojama plėsti finansinio lankstumo matavimo kintamųjų apimtį, įtraukti daugiau skirtingų rinkų įmonių bei analizuoti pavienius sektorius siekiant tiksliau įvertinti finansinio lankstumo poveikį finansiniams rezultatams. Taip pat atsižvelgiant į gautus tyrimo rezultatus, galima pateikti šias rekomendacijas. Atsižvelgiant į ekonomikos svyravimo laikotarpius, augimo laikotarpiais įmonėms svarbu aktyviai išnaudoti finansinį lankstumą, reaguojant į rinkos pokyčius, plečiant veiklą ar pasinaudojant atsirandančiomis galimybėmis, tuo tarpu nuosmukio laikotarpiais svarbu didinti grynąjį pinigų kiekį ir mažinti sverto lygį. Jautrių sektorių įmonėms svarbu išlaikyti subalansuotą finansinio lankstumo lygį, o mažiau jautrių sektorių įmonėms svarbu atkreipti dėmesį, kad perteklinis atsargumas gali būti neigiamai vertinamas investuotojų.

Literatūros sąrašas

1. Afzal, F., Afzal, F., Khan, S. M., & Sajid, M. (2013). Impact of Global Financial Crisis 2008 on Automobile Industry. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(2), 136-145. [žiūrėta 2025-03-06] Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/334807364_Impact_of_Global_Financial_Crisis_2008_on_Automobile_Industry
2. Ahmad, M., Bashir, R., & Waqas, H. (2022). Working capital management and firm performance: are their effects same in covid 19 compared to financial crisis 2008?. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2101224. [žiūrėta 2025-01-19] Prieiga per internetą: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2022.2101224#d1e164>
3. Ahmad, N., Mobarek, A., & Raid, M. (2023). Impact of global financial crisis on firm performance in UK: Moderating role of ESG, corporate governance and firm size. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2167548. [žiūrėta 2025-01-19] Prieiga per internetą: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23311975.2023.2167548#abstract>
4. Alsamhi, M. H., Al-Ofairi, F. A., Farhan, N. H., Al-Ahdal, W. M., & Siddiqui, A. (2022). Impact of Covid-19 on firms' performance: Empirical evidence from India. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2044593. [žiūrėta 2025-03-07] Prieiga per internetą: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23311975.2022.2044593>
5. Altaf, N. (2024). Working capital financing, firm performance and financial flexibility: Evidence from Indian hospitality firms. *Global Business Review*, 25(2_suppl), S199-S210. [žiūrėta 2024-11-17] Prieiga per internetą: <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0972150920961371>
6. Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), 589-609. [žiūrėta 2025-03-01] Prieiga per internetą: <https://www.jstor.org/stable/2978933>
7. Artikis, P. G., Diamantopoulou, L. G., & Kampouris, C. G. (2022). Macroeconomic effects on systematic risk in Europe. The case of Cyclical v. non-Cyclical companies. *Aktual'ni Problemy Ekonomiky= Actual Problems in Economics*, (256/257), 54-78. [žiūrėta 2025-03-07]. Prieiga per internetą: https://eco-science.net/wp-content/uploads/2022/10/10.22._topic_Panagiotis-G.-Artikis1-Lydia-G.-Diamantopoulou-Christos-G.-Kampourisr-54-78.pdf
8. Athira, A., Ramesh, V. K., & Sinu, M. (2024). COVID-19 pandemic and firm performance: An empirical investigation using a cross-country sample. *IIMB Management Review*, 36(3), 269-281. [žiūrėta 2025-01-19] Prieiga per internetą: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0970389624000818>
9. Baig, M. A., Wizarat, S., & Iqbal, J. (2020). How Pakistani industries respond to local and world business cycles. *Asian Economic and Financial Review*, 10(12), 1480. [žiūrėta 2025-03-06] Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/profile/Dr-Shahida-Wizarat/publication/348012615_How_Pakistani_Industries_Respond_to_Local_and_World_Business_Cycles/links/60f01c430859317dbde37da5/How-Pakistani-Industries-Respond-to-Local-and-World-Business-Cycles.pdf
10. Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2011). Financial flexibility and the impact of the global financial crisis: Evidence from France. *International Journal of Managerial Finance*, 7(2), 179-216. .

- [žiūrėta 2024-12-17] Prieiga per internetą: <https://www-emerald-com.ezproxy.ktu.edu/insight/content/doi/10.1108/1743913111122157/full/pdf?title=financial-flexibility-and-the-impact-of-the-global-financial-crisis-evidence-from-france>
11. Barkauskaitė, A., & Eglinskaitė, V. (2015). Ekonominių ciklų ypatumai ir analizė Lietuvoje. *Jaunųjų mokslininkų darbai*, 2(44), 14-21. [žiūrėta 2025-01-23] Prieiga per internetą: <https://www.zurnalai.vu.lt/jaunuju-mokslininku-darbai/article/view/23812>
 12. Bilyay-Erdogan, S. (2020). Does financial flexibility enhance firm value? A comparative study between developed and emerging countries. *Verslas: teorija ir praktika*, 21(2), 723-736. [žiūrėta 2024-12-18] Prieiga per internetą: <https://journals.vilniustech.lt/index.php/BTP/article/download/12680/10220>
 13. Böhm, M. J., & Qendrai, P. (2023). System Relevance and Firm Performance Due to COVID-19. *German Economic Review*, 24(4), 349-410. [žiūrėta 2025-01-19] Prieiga per internetą: <https://www-webofscience-com.ezproxy.ktu.edu/wos/woscc/full-record/WOS:001119941100001>
 14. Botta, M. (2020). Financial crises, debt overhang, and firm growth in transition economies. *Applied Economics*, 52(40), 4333-4350. [žiūrėta 2025-01-19] Prieiga per internetą: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00036846.2020.1734184#d1e1212>
 15. Bui, T. H., Nguyen, H. T., Pham, Y. N., Nguyen, T. T. T., Le, L. T., & Le, G. T. T. (2022). The impact of covid-19 pandemic on firm performance: empirical evidence from vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(7), 101-108. [žiūrėta 2025-01-19] Prieiga per internetą: <https://koreascience.kr/article/JAKO202220659760412.page>
 16. Butt, A. A., Shahzad, A., Ghaffar, B., & Bilal, S. (2023). Financial Flexibility and Firm Behavior: Evidence from Emerging Market. *Research Journal for Societal Issues*, 5(1), 382–394. [žiūrėta 2025-03-08] Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/374236771_Financial_Flexibility_and_Firm_Behavior_Evidence_from_Emerging_Market
 17. Çam, İ., Önal Tuğrul, N. Ö., Şimşek, K., Karaçuha, K., Karaçuha, E., & Özer, G. (2024). The effects of the investment decisions of telecommunications firms on their financial performance during the COVID-19 pandemic. *Empirical Economics*, 66(5), 2007-2047. [žiūrėta 2025-03-09] Prieiga per internetą: <https://link.springer.com/article/10.1007/s00181-023-02525-4>
 18. Chang, B. G., & Wu, K. S. (2022). Concave effect of financial flexibility on semiconductor industry performance: Quantile regression approach. *Technological and Economic Development of Economy*, 28(4), 948-978. [žiūrėta 2024-11-17] Prieiga per internetą: <https://aviation.vgtu.lt/index.php/TEDE/article/view/16622>
 19. Chih, Y. Y., & Hsiao, C. Y. L. (2023). Brace for another crisis: empirical evidence from US construction industry and firm performance during and after 2007–2009 global financial crisis. *Journal of management in engineering*, 39(1), 04022069. [žiūrėta 2025-01-19] Prieiga per internetą: <https://ascelibrary-org.ezproxy.ktu.edu/doi/10.1061/%28ASCE%29ME.1943-5479.0001102>
 20. Choi, J. (2025). Financial flexibility or financial constraints? Zero-leverage firms during the COVID-19 pandemic. *Research in International Business and Finance*, 74, 102663. [žiūrėta

- 2025-01-20] Prieiga per internet:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0275531924004562>
21. Cui, L., Kent, P., Kim, S., & Li, S. (2021). Accounting conservatism and firm performance during the COVID-19 pandemic. *Accounting & Finance*, 61(4), 5543-5579. . [žiūrėta 2025-01-19] Prieiga per internetą: <https://onlinelibrary-wiley-com.ezproxy.ktu.edu/doi/10.1111/acfi.12767>
 22. Cui, W. (2021). Financial Flexibility During the Pre-and Post-Global Financial Crisis Periods. In *Modern Management based on Big Data II and Machine Learning and Intelligent Systems III* (pp. 32-39). IOS Press. [žiūrėta 2025-01-19] Prieiga per internetą: <https://ebooks.iospress.nl/doi/10.3233/FAIA210229>
 23. Dalwai, T. (2023). Impact of economic policy uncertainty on financial flexibility before and during the COVID-19 pandemic. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 30(4), 283-295. [žiūrėta 2024-12-17] Prieiga per internetą: <https://www-emerald-com.ezproxy.ktu.edu/insight/content/doi/10.1108/jabes-08-2022-0205/full/pdf?title=impact-of-economic-policy-uncertainty-on-financial-flexibility-before-and-during-the-covid-19-pandemic>
 24. Dananti, K., Nany, M., & Gusmao, E. F. (2022). Analysis of the Financial Performance of Food and Beverage Companies Before and During the Covid-19 Pandemic in Indonesia. *International Journal of Social Science*, 1(6), 977-986. [žiūrėta 2025-03-07] Prieiga per internetą: <https://www.bajangjournal.com/index.php/IJSS/article/view/1917>
 25. Dawood, T. J., & Shili, F. Z. (2023). Financial Flexibility And Its Impact On Achieving Financial Recovery, Study For A Sample Of Iraqi Commercial Banks. *Revista iberoamericana de psicología del ejercicio y el deporte*, 18(4), 409-411. [žiūrėta 2025-01-21] Prieiga per internetą: <https://www-webofscience-com.ezproxy.ktu.edu/wos/woscc/full-record/WOS:001092769600013>
 26. Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The journal of finance*, 63(5), 2263-2296. [žiūrėta 2025-03-02] Prieiga per internetą: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.2008.01397.x>
 27. Gu, Y., & Yuan, F. (2020). Internal control, financial flexibility and corporate performance—Based on empirical analysis of listed companies in information technology industry. In *Journal of Physics: Conference Series* (Vol. 1607, No. 1, p. 012118). IOP Publishing. [žiūrėta 2024-11-17] Prieiga per internetą: <https://iopscience.iop.org/article/10.1088/1742-6596/1607/1/012118/meta>
 28. Hanasa, N., & Lubis, A. W. (2023). Financial Flexibility and Health Sector Firm Performance in ASEAN-5 Countries: Moderate Role of Directors with MD Degree. In *7th Global Conference on Business, Management, and Entrepreneurship (GCBME 2022)* (pp. 112-125). Atlantis Press. [žiūrėta 2025-03-09] Prieiga per internetą: <https://www.atlantis-press.com/proceedings/gcbme-22/125991968>
 29. Hasyim, D., & Budiarta, K. (2023). Competitive Advantage in Mediating The Effect of Financial Flexibility on Financial Performance: Indonesian Sharia Stock Index. *Jurnal Aplikasi Bisnis dan Manajemen (JABM)*, 9(3), 740-740. [žiūrėta 2024-11-17] Prieiga per internetą: <https://www.semanticscholar.org/paper/Competitive-Advantage-in-Mediating-The-Effect-of-on-Hasyim-Budiarta/beb0cb20efbb83a96fb54ad3ef6703f3c64673ea>

30. Hilo, S. H., Mkalaf, K. A., & Al-Hadeethi, R. H. (2024). The Relationship between Financial Flexibility and Banking Efficiency: Application Study at Iraqi Private Banks. *Technical Journal of Management Sciences*, 1(1), 29-40. [žiūrėta 2025-03-09] Prieiga per internetą: <https://tjms.mtu.edu.iq/tjms/index.php/home/article/view/7>
31. Hu, S., & Zhang, Y. (2021). COVID-19 pandemic and firm performance: Cross-country evidence. *International review of economics & finance*, 74, 365-372. [žiūrėta 2025-01-19] Prieiga per internetą: <https://www.sciencedirect.com.ezproxy.ktu.edu/science/article/pii/S1059056021000563?via%3Dihub>
32. Ionescu, R. V., Zlati, M. L., Antohi, V. M., & Dincă, M. S. (2022). Automotive Sector Financial Performance Dynamic Model: Europe vs. Asia Case Study. *Mathematics*, 10(19), 3627. [žiūrėta 2025-03-06] Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/364167266_Automotive_Sector_Financial_Performance_Dynamic_Model_Europe_vs_Asia_Case_Study
33. Islam, M. R. (2024). How to achieve financial flexibility: The role of corporate governance. *Journal of the Knowledge Economy*, 15(2), 6541-6577. [žiūrėta 2024-11-17] Prieiga per internetą: <https://link-springer-com.ezproxy.ktu.edu/article/10.1007/s13132-023-01182-3>
34. Islam, M., Wang, M., & Dewri, L. (2019). Financial flexibility-A synthesis of literature review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 9(1), 245-256. [žiūrėta 2024-12-18] Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/profile/Leo-Dewri/publication/331093462_Financial_Flexibility_-_A_Synthesis_of_Literature_Review/links/615471a72b348727820105d8/Financial-Flexibility-A-Synthesis-of-Literature-Review.pdf
35. Knudsen, E. S., Hage, F. P., & Vethe, M. B. (2023). The more, the merrier: Performance effects of cash over the business cycle. *Scandinavian Journal of Management*, 39(1), 101255. [žiūrėta 2025-03-03] Prieiga per internetą: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0956522122000628?pes=vor&utm_source=scopus&getft_integrator=scopus
36. Kowalewski, O. (2016). Corporate governance and corporate performance: financial crisis (2008). *Management Research Review*, 39(11), 1494-1515. [žiūrėta 2025-01-14] Prieiga per internetą: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/mrr-12-2014-0287/full/html>
37. La Rocca, T., La Rocca, M., Fasano, F., & Cariola, A. (2023). Does a country's environmental policy affect the value of small and medium sized enterprises liquidity in the energy sector?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(1), 277-290. [žiūrėta 2025-01-21] Prieiga per internetą: <https://onlinelibrary-wiley-com.ezproxy.ktu.edu/doi/10.1002/csr.2354>
38. Lagesh, M. A., Srikanth, M., & Acharya, D. (2018). Corporate performance during business cycles: Evidence from Indian manufacturing firms. *Global Business Review*, 19(5), 1261-1274. [žiūrėta 2025-03-03] Prieiga per internetą: <https://journals-sagepub-com.ezproxy.ktu.edu/doi/full/10.1177/0972150918788740>
39. Luo, H., Islam, A. R. M., & Wang, R. (2021). Financing constraints and investment efficiency in canadian real estate and construction firms: a stochastic frontier analysis. *Sage Open*, 11(3), 21582440211031502. [žiūrėta 2025-03-09] Prieiga per internetą: <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/21582440211031502>

40. Mahmood, Y., Rashid, A., & Rizwan, M. F. (2022). Do corporate financial flexibility, financial sector development and regulatory environment affect corporate investment decisions?. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 38(3), 485-508. [žiūrėta 2024-12-17] Prieiga per internetą: <https://www-emerald-com.ezproxy.ktu.edu/insight/content/doi/10.1108/jeas-10-2019-0109/full/pdf?title=do-corporate-financial-flexibility-financial-sector-development-and-regulatory-environment-affect-corporate-investment-decisions>
41. Mahmood, Y., Rashid, A., Rizwan, F., & Ahmad, M. (2021). The role of macroeconomic and institutional factors in creating corporate financial flexibility. *Management decision*, 59(4), 732-746. [žiūrėta 2024-12-18] Prieiga per internetą: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/md-12-2018-1332/full/html>
42. Mahmoodi, A. A., Abdoli, M., Shahri, M., & Dehdar, F. (2024). Conditional accounting conservatism and financial flexibility: the Corona pandemic in the formation of legal claims. *International Journal of Law and Management*. [žiūrėta 2024-12-17] Prieiga per internetą: <https://www-emerald-com.ezproxy.ktu.edu/insight/content/doi/10.1108/ijlma-09-2023-0212/full/pdf?title=conditional-accounting-conservatism-and-financial-flexibility-the-corona-pandemic-in-the-formation-of-legal-claims>
43. Mai, X., Chan, R. C., & Zhan, C. (2019). Which sectors really matter for a resilient Chinese economy? A structural decomposition analysis. *Sustainability*, 11(22), 6333. [žiūrėta 2025-03-06] Prieiga per internetą: <https://www.mdpi.com/2071-1050/11/22/6333>
44. Meier, I., Bozec, Y., & Laurin, C. (2013). Financial flexibility and the performance during the recent financial crisis. *International journal of commerce and Management*, 23(2), 79-96. [žiūrėta 2024-12-17] Prieiga per internetą: <https://www-emerald-com.ezproxy.ktu.edu/insight/content/doi/10.1108/10569211311324894/full/pdf?title=financial-flexibility-and-the-performance-during-the-recent-financial-crisis>
45. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. [žiūrėta 2025-03-01] Prieiga per internetą: <https://www.nber.org/papers/w1393>
46. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297. [žiūrėta 2024-12-07]. Prieiga per internetą: https://gvpesquisa.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf
47. Naz, F., Saleem, Q., & Riaz, S. (2024). The Role of Financial Flexibility in the Financial Performance of the Automobile Sector: Asian Perspective. *Journal of Development and Social Sciences*, 5(2), 774-792. [žiūrėta 2024-11-17] Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/384011540_The_Role_of_Financial_Flexibility_in_the_Financial_Performance_of_the_Automobile_Sector_Asian_Perspective
48. Notta, O., & Vlachvei, A. (2014). The impact of financial crisis on firm performance in case of Greek food manufacturing firms. *Procedia Economics and Finance*, 14, 454-460. [žiūrėta 2025-01-19] Prieiga per internetą: <https://www-sciencedirect-com.ezproxy.ktu.edu/science/article/pii/S2212567114007345?via%3Dihub>
49. Rapp, M. S., Schmid, T., & Urban, D. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, 288-302. . [žiūrėta 2024-12-18] Prieiga per internetą: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119914000959>

50. Raza, A., Hamid, K., Sajid, M., & Rasheed, A. (2021). Mediating and moderating role of investment efficiency and investment scale between financial flexibility and firm performance: evidence from non-financial sector of Pakistan. *International Journal of Management (IJM)*, 12(4). [žiūrėta 2024-11-17] Prieiga per internetą: https://www.researchgate.net/publication/378287947_MEDIATING_AND_MODERATING_ROLE_OF_INVESTMENT_EFFICIENCY_AND_INVESTMENT_SCALE_BETWEEN_FINANCIAL_FLEXIBILITY_AND_FIRM_PERFORMANCE_EVIDENCE_FROM_NON-FINANCIAL_SECTOR_OF_PAKISTAN Mediating and Moderating R
51. Reyes, T., Vassolo, R. S., Kausel, E. E., Torres, D. P., & Zhang, S. (2022). Does overconfidence pay off when things go well? CEO overconfidence, firm performance, and the business cycle. *Strategic Organization*, 20(3), 510-540. [žiūrėta 2025-03-03] Prieiga per internetą: <https://journals-sagepub-com.ezproxy.ktu.edu/doi/full/10.1177/1476127020930659>
52. Rijanto, A. (2019). Financial Flexibility in Highly Regulated Market: Indonesian Telecommunication Case during Tariff Pricing War. *Jurnal Karya Ilmiah Prasetya Mulya*. [žiūrėta 2025-01-22] Prieiga per internetą: <https://pdfs.semanticscholar.org/3904/21d0c6ec64840c3498bc2fe68577a0f106b4.pdf>
53. Stewart, M., & Nicholas, M. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [žiūrėta 2024-12-17] Prieiga per internetą: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
54. Susilowati, D., Ernayani, R., Yudaruddin, Y. A., & Yudaruddin, R. (2023). Performance of energy sector companies in time of pandemic COVID-19; International evidence. *Research in Globalization*, 7, 100177. [žiūrėta 2025-03-09] Prieiga per internetą: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2590051X23000679>
55. Teng, X., Chang, B. G., & Wu, K. S. (2021). The role of financial flexibility on enterprise sustainable development during the COVID-19 crisis—a consideration of tangible assets. *Sustainability*, 13(3), 1245. [žiūrėta 2025-03-01] Prieiga per internetą: <https://www.mdpi.com/2071-1050/13/3/1245>
56. Wijerathna, H. S., Anuradha, N., & Ajward, R. (2024). Do selected board governance mechanisms strengthen the link between institutional and macroeconomic variables and the financial flexibility of corporations? Empirical evidence from an emerging economy. *Journal of Asia Business Studies*, 18(2), 412-429. [žiūrėta 2024-12-17] Prieiga per internetą: <https://www-emerald-com.ezproxy.ktu.edu/insight/content/doi/10.1108/jabs-06-2023-0219/full/pdf?title=do-selected-board-governance-mechanisms-strengthen-the-link-between-institutional-and-macroeconomic-variables-and-the-financial-flexibility-of-corporations-empirical-evidence-from-an-emerging-economy>
57. World Bank. (2025). *GDP growth (annual %)*. [žiūrėta 2025-03-07]. Prieiga per internetą: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=EU&start=2006&end=2023>
58. Wu, W., Alkaraan, F., & Le, C. (2023). The moderating effects of corporate governance and investment efficiency on the nexus between financial flexibility and firm performance. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. [žiūrėta 2024-12-18] Prieiga per internetą: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/jfra-05-2023-0234/full/html>

59. Wu, W., Le, C., Shi, Y., & Alkaraan, F. (2024). The influence of financial flexibility on firm performance: the moderating effects of investment efficiency and investment scale. *Journal of Applied Accounting Research*. [žiūrėta 2024-12-17] Prieiga per internetą: <https://www-emerald-com.ezproxy.ktu.edu/insight/content/doi/10.1108/jaar-07-2023-0192/full/pdf?title=the-influence-of-financial-flexibility-on-firm-performance-the-moderating-effects-of-investment-efficiency-and-investment-scale>
60. Wu, W., Zhang, S., Fan, Y., & Shi, Y. (2024). Financial flexibility, firm performance, and financial distress: A comparative study of China and the US during pandemics. *International Review of Financial Analysis*, 103706. [žiūrėta 2024-12-18] Prieiga per internetą: <https://www-sciencedirect-com.ezproxy.ktu.edu/science/article/pii/S1057521924006380>
61. Xiaojuan, S., & Yuxiang, A. (2024). The nonlinear impact of financial flexibility on corporate sustainability: Empirical evidence from the Chinese manufacturing industry. *Heliyon*, 10. [žiūrėta 2025-01-22] Prieiga per internetą: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2405844024038568>
62. Zeitun, R., & Goaid, M. (2022). The nexus between debt structure, firm performance, and the financial crisis: non-linear panel data evidence from Japan. *Applied Economics*, 54(40), 4681-4699. [žiūrėta 2025-01-19] Prieiga per internetą: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/00036846.2022.2033680#abstract>
63. Zhang, D., & Liu, L. (2022). Does ESG performance enhance financial flexibility? Evidence from China. *Sustainability*, 14(18), 11324. [žiūrėta 2024-12-18] Prieiga per internetą: <https://www.mdpi.com/2071-1050/14/18/11324>
64. Žigienė, G., & Žiūkaitė, M. (2010). Lietuvos verslo sektorių jautrumo cikliniams svyravimams tyrimas. *Taikomoji ekonomika: sisteminiai tyrimai*, 4(2), 47-64. [žiūrėta 2025-01-23] Prieiga per internetą: <https://portalcris.vdu.lt/server/api/core/bitstreams/320c36e7-d4e5-433e-b224-a4c52dcfbcb6/content>

Priedai

1 priedas. ROA regresinės analizės augimo laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai

Model Summary

Sektoriųjautrumas	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.00	1	.547 ^a	.299	.295	3.7518535001
1.00	1	.459 ^b	.210	.201	4.2189272843

a. Predictors: (Constant), Materialumas, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas, Amžius2

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

ANOVA^a

Sektoriųjautrumas	Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
.00	1	Regression	5903.991	5	1180.798	83.885	<.001 ^b
		Residual	13851.182	984	14.076		
		Total	19755.173	989			
1.00	1	Regression	1901.616	5	380.323	21.367	<.001 ^c
		Residual	7137.538	401	17.799		
		Total	9039.155	406			

a. Dependent Variable: ROA

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas, Amžius2

c. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

Coefficients^a

Sektoriųjautrumas	Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
			B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
.00	1	(Constant)	-13.714	1.217		-11.266	<.001		
		Finansinis_lankstumas	13.368	.769	.519	17.395	<.001	.799	1.251
		Dydis	1.797	.165	.354	10.877	<.001	.673	1.486
		Amžius2	-.010	.003	-.100	-3.332	<.001	.789	1.267
		Augimo_galimybės	.078	.007	.285	10.646	<.001	.992	1.009
		Materialumas	.013	.008	.042	1.546	.122	.961	1.041
1.00	1	(Constant)	-2.722	1.480		-1.839	.067		
		Finansinis_lankstumas	10.593	1.273	.433	8.322	<.001	.729	1.372
		Dydis	.152	.174	.045	.872	.384	.746	1.341
		Amžius2	.002	.003	.032	.697	.486	.963	1.039
		Augimo_galimybės	.044	.011	.177	3.919	<.001	.963	1.039
		Materialumas	-.010	.014	-.035	-.737	.462	.892	1.121

a. Dependent Variable: ROA

2 priedas. ROA regresinės analizės nuosmukio laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai

Model Summary

Sektoriujautrumas	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.00	1	.580 ^a	.336	.330	4.2056868321
1.00	1	.510 ^b	.261	.243	4.6321616049

a. Predictors: (Constant), Materialumas, Finansinis_lankstumas, Augimo_galimybės, Amžius2, Dydis

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

ANOVA^a

Sektoriujautrumas	Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
.00	1	Regression	4782.315	5	956.463	54.075	<.001 ^b
		Residual	9445.286	534	17.688		
		Total	14227.601	539			
1.00	1	Regression	1633.182	5	326.636	15.223	<.001 ^c
		Residual	4634.695	216	21.457		
		Total	6267.877	221			

a. Dependent Variable: ROA

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Finansinis_lankstumas, Augimo_galimybės, Amžius2, Dydis

c. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

Coefficients^a

Sektoriujautrumas	Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
			B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
.00	1	(Constant)	-10.733	1.934		-5.551	<.001		
		Finansinis_lankstumas	13.159	1.154	.466	11.400	<.001	.743	1.345
		Dydis	1.402	.262	.241	5.361	<.001	.617	1.620
		Amžius2	-.008	.005	-.073	-1.820	.069	.775	1.290
		Augimo_galimybės	.118	.011	.391	10.833	<.001	.954	1.048
		Materialumas	-.017	.013	-.050	-1.359	.175	.908	1.101
1.00	1	(Constant)	-4.148	2.050		-2.023	.044		
		Finansinis_lankstumas	11.025	1.747	.423	6.310	<.001	.763	1.311
		Dydis	.412	.253	.108	1.627	.105	.770	1.298
		Amžius2	-.005	.004	-.075	-1.258	.210	.954	1.048
		Augimo_galimybės	.069	.018	.230	3.822	<.001	.947	1.056
		Materialumas	-.026	.020	-.080	-1.277	.203	.877	1.140

a. Dependent Variable: ROA

3 priedas. ROE regresinės analizės augimo laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai

Model Summary

Sektoriųjautrumas	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.00	1	.455 ^a	.207	.203	7.9868608050
1.00	1	.231 ^b	.053	.041	11.468195077

a. Predictors: (Constant), Materialumas, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas, Amžius2

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

ANOVA^a

Sektoriųjautrumas	Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
.00	1	Regression	16419.693	5	3283.939	51.481	<.001 ^b
		Residual	62769.306	984	63.790		
		Total	79188.999	989			
1.00	1	Regression	2965.659	5	593.132	4.510	<.001 ^c
		Residual	52739.319	401	131.519		
		Total	55704.978	406			

a. Dependent Variable: ROE

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas, Amžius2

c. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

Coefficients^a

Sektoriųjautrumas	Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
			B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
.00	1	(Constant)	-19.792	2.591		-7.638	<.001		
		Finansinis_lankstumas	11.795	1.636	.229	7.210	<.001	.799	1.251
		Dydis	4.152	.352	.408	11.805	<.001	.673	1.486
		Amžius2	-.026	.006	-.132	-4.142	<.001	.789	1.267
		Augimo_galimybės	.165	.016	.301	10.555	<.001	.992	1.009
		Materialumas	-.026	.018	-.043	-1.485	.138	.961	1.041
1.00	1	(Constant)	2.422	4.023		.602	.548		
		Finansinis_lankstumas	10.021	3.460	.165	2.896	.004	.729	1.372
		Dydis	.269	.473	.032	.568	.571	.746	1.341
		Amžius2	.003	.008	.017	.350	.726	.963	1.039
		Augimo_galimybės	.077	.031	.124	2.505	.013	.963	1.039
		Materialumas	-.058	.038	-.080	-1.552	.122	.892	1.121

a. Dependent Variable: ROE

4 priedas. ROE regresinės analizės nuosmukio laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai

Model Summary

Sektoriųjautrumas	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.00	1	.502 ^a	.252	.245	9.3036371752
1.00	1	.385 ^b	.148	.128	12.972376252

a. Predictors: (Constant), Materialumas, Finansinis_lankstumas, Augimo_galimybės, Amžius2, Dydis

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

ANOVA^a

Sektoriųjautrumas	Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
.00	1	Regression	15553.053	5	3110.611	35.937	<.001 ^b
		Residual	46221.793	534	86.558		
		Total	61774.846	539			
1.00	1	Regression	6306.547	5	1261.309	7.495	<.001 ^c
		Residual	36349.030	216	168.283		
		Total	42655.577	221			

a. Dependent Variable: ROE

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Finansinis_lankstumas, Augimo_galimybės, Amžius2, Dydis

c. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

Coefficients^a

Sektoriųjautrumas	Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	Collinearity Statistics	
			B	Std. Error				Tolerance	VIF
.00	1	(Constant)	-14.126	4.278		-3.302	.001		
		Finansinis_lankstumas	13.928	2.553	.237	5.454	<.001	.743	1.345
		Dydis	3.060	.579	.252	5.288	<.001	.617	1.620
		Amžius2	-.016	.010	-.067	-1.581	.114	.775	1.290
		Augimo_galimybės	.247	.024	.392	10.219	<.001	.954	1.048
		Materialumas	-.091	.028	-.125	-3.183	.002	.908	1.101
1.00	1	(Constant)	-6.181	5.742		-1.076	.283		
		Finansinis_lankstumas	15.223	4.894	.224	3.111	.002	.763	1.311
		Dydis	1.342	.710	.135	1.891	.060	.770	1.298
		Amžius2	-.023	.012	-.121	-1.874	.062	.954	1.048
		Augimo_galimybės	.185	.050	.236	3.661	<.001	.947	1.056
		Materialumas	-.073	.057	-.086	-1.280	.202	.877	1.140

a. Dependent Variable: ROE

5 priedas. Tobin's Q regresinės analizės augimo laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai

Model Summary

Sektoriųjautrumas	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.00	1	.460 ^a	.211	.207	.4944599
1.00	1	.466 ^b	.217	.208	.6293399

a. Predictors: (Constant), Materialumas, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas, Amžius2

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

ANOVA^a

Sektoriųjautrumas	Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
.00	1	Regression	64.521	5	12.904	52.780	<.001 ^b
		Residual	240.579	984	.244		
		Total	305.099	989			
1.00	1	Regression	44.117	5	8.823	22.278	<.001 ^c
		Residual	158.824	401	.396		
		Total	202.941	406			

a. Dependent Variable: Tobins_Q

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas, Amžius2

c. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

Coefficients^a

Sektoriųjautrumas	Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	Collinearity Statistics	
			B	Std. Error				Tolerance	VIF
.00	1	(Constant)	-.410	.160		-2.557	.011		
		Finansinis_lankstumas	.927	.101	.290	9.149	<.001	.799	1.251
		Dydis	.264	.022	.418	12.107	<.001	.673	1.486
		Amžius2	-.002	.000	-.203	-6.382	<.001	.789	1.267
		Augimo_galimybės	.005	.001	.148	5.191	<.001	.992	1.009
		Materialumas	-.006	.001	-.158	-5.468	<.001	.961	1.041
1.00	1	(Constant)	2.712	.221		12.282	<.001		
		Finansinis_lankstumas	-.221	.190	-.060	-1.162	.246	.729	1.372
		Dydis	-.148	.026	-.292	-5.709	<.001	.746	1.341
		Amžius2	.000	.000	-.030	-.660	.510	.963	1.039
		Augimo_galimybės	.004	.002	.102	2.268	.024	.963	1.039
		Materialumas	-.014	.002	-.315	-6.746	<.001	.892	1.121

a. Dependent Variable: Tobins_Q

6 priedas. Tobin's Q regresinės analizės nuosmukio laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai

Model Summary

Sektorijautrumas	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.00	1	.467 ^a	.218	.210	.4629048
1.00	1	.438 ^b	.201	.173	.5387435

a. Predictors: (Constant), Materialumas, Finansinis_lankstumas, Augimo_galimybės, Amžius2, Dydis

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

ANOVA^a

Sektorijautrumas	Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
.00	1	Regression	31.845	5	6.369	29.723	<.001 ^b
		Residual	114.426	534	.214		
		Total	146.271	539			
1.00	1	Regression	14.847	5	2.969	10.869	<.001 ^c
		Residual	62.693	216	.290		
		Total	77.540	221			

a. Dependent Variable: Tobins_Q

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Finansinis_lankstumas, Augimo_galimybės, Amžius2, Dydis

c. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

Coefficients^a

Sektorijautrumas	Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
			B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
.00	1	(Constant)	-.748	.213		-3.515	<.001		
		Finansinis_lankstumas	.979	.127	.342	7.710	<.001	.743	1.345
		Dydis	.287	.029	.485	9.954	<.001	.617	1.620
		Amžius2	-.001	.000	-.125	-2.877	.004	.775	1.290
		Augimo_galimybės	.002	.001	.077	1.970	.049	.954	1.048
		Materialumas	-.004	.001	-.125	-3.112	.002	.908	1.101
1.00	1	(Constant)	2.564	.238		10.752	<.001		
		Finansinis_lankstumas	-.462	.203	-.159	-2.273	.024	.763	1.311
		Dydis	-.119	.029	-.282	-4.042	<.001	.770	1.298
		Amžius2	.000	.001	-.035	-.562	.574	.954	1.048
		Augimo_galimybės	-.001	.002	-.019	-.302	.763	.947	1.056
		Materialumas	-.012	.002	-.330	-5.056	<.001	.877	1.140

a. Dependent Variable: Tobins_Q

7 priedas. Investicijų apimtys regresinės analizės augimo laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai

Model Summary

Sektoriųjautrumas	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.00	1	.544 ^a	.296	.292	2.7565315
1.00	1	.530 ^b	.281	.272	2.8615652

a. Predictors: (Constant), Materialumas, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas, Amžius2

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

ANOVA^a

Sektoriųjautrumas	Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
.00	1	Regression	3139.847	5	627.969	82.644	<.001 ^b
		Residual	7476.891	984	7.598		
		Total	10616.738	989			
1.00	1	Regression	1285.220	5	257.044	31.391	<.001 ^c
		Residual	3283.611	401	8.189		
		Total	4568.831	406			

a. Dependent Variable: Investicijų_apimtis

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas, Amžius2

c. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

Coefficients^a

Sektoriųjautrumas	Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	Collinearity Statistics	
			B	Std. Error				Tolerance	VIF
.00	1	(Constant)	-1.026	.894		-1.147	.252		
		Finansinis_lankstumas	1.816	.565	.096	3.215	.001	.799	1.251
		Dydis	.233	.121	.063	1.917	.056	.673	1.486
		Amžius2	-.002	.002	-.031	-1.020	.308	.789	1.267
		Augimo_galimybės	.009	.005	.045	1.673	.095	.992	1.009
		Materialumas	.124	.006	.551	20.181	<.001	.961	1.041
1.00	1	(Constant)	-.287	1.004		-.286	.775		
		Finansinis_lankstumas	2.975	.863	.171	3.445	<.001	.729	1.372
		Dydis	.020	.118	.008	.167	.867	.746	1.341
		Amžius2	.001	.002	.017	.393	.694	.963	1.039
		Augimo_galimybės	.026	.008	.147	3.417	<.001	.963	1.039
		Materialumas	.115	.009	.549	12.242	<.001	.892	1.121

a. Dependent Variable: Investicijų apimtis

8 priedas. Investicijų apimties regresinės analizės nuosmukio laikotarpiu tarp jautrių ir mažiau jautrių sektorių rezultatai

Model Summary

Sektoriųjautrumas	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.00	1	.527 ^a	.277	.271	2.6289590
1.00	1	.533 ^b	.284	.268	2.6341726

a. Predictors: (Constant), Materialumas, Finansinis_lankstumas, Augimo_galimybės, Amžius2, Dydis

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

ANOVA^a

Sektoriųjautrumas	Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
.00	1	Regression	1415.902	5	283.180	40.973	<.001 ^b
		Residual	3690.701	534	6.911		
		Total	5106.603	539			
1.00	1	Regression	595.717	5	119.143	17.170	<.001 ^c
		Residual	1498.795	216	6.939		
		Total	2094.512	221			

a. Dependent Variable: Investicijų_apimtis

b. Predictors: (Constant), Materialumas, Finansinis_lankstumas, Augimo_galimybės, Amžius2, Dydis

c. Predictors: (Constant), Materialumas, Amžius2, Augimo_galimybės, Dydis, Finansinis_lankstumas

Coefficients^a

Sektoriųjautrumas	Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	Collinearity Statistics	
			B	Std. Error				Tolerance	VIF
.00	1	(Constant)	-1.878	1.209		-1.553	.121		
		Finansinis_lankstumas	1.309	.722	.077	1.815	.070	.743	1.345
		Dydis	.424	.164	.122	2.596	.010	.617	1.620
		Amžius2	2.557E-5	.003	.000	.009	.993	.775	1.290
		Augimo_galimybės	.029	.007	.161	4.274	<.001	.954	1.048
		Materialumas	.113	.008	.541	14.026	<.001	.908	1.101
1.00	1	(Constant)	.981	1.166		.841	.401		
		Finansinis_lankstumas	.460	.994	.030	.462	.644	.763	1.311
		Dydis	.029	.144	.013	.199	.843	.770	1.298
		Amžius2	.001	.002	.023	.390	.697	.954	1.048
		Augimo_galimybės	.037	.010	.212	3.588	<.001	.947	1.056
		Materialumas	.100	.012	.528	8.593	<.001	.877	1.140

a. Dependent Variable: Investicijų_apimtis