

LATVIJAS UNIVERSITĀTE
EKONOMIKAS UN VADĪBAS FAKULTĀTE



Irina Bērzkalne

**Komersabiedrību kapitāla struktūras ietekme uz
darbības finanšu rezultātiem**

PROMOCIJAS DARBS

**Ekonomikas doktora (*Dr.oec.*)
zinātniskā grāda iegūšanai**

Nozare: **Ekonomika**

Apakšnozare: **Finanses un kredīts**

Darba zinātniskā vadītāja:

Dr.oec., prof. Elvīra Zelgalve

Rīga 2016



IEGULDĪJUMS TAVĀ NĀKOTNĒ

Šis darbs izstrādāts ar Eiropas Sociālā fonda atbalstu projektā “Atbalsts doktora studijām Latvijas Universitātē”.

Saturs

TABULU RĀDĪTĀJS.....	3
ATTĒLU RĀDĪTĀJS.....	4
SAĪSINĀJUMU UN NOSACĪTO APZĪMĒJUMU SARAKSTS	5
IEVADS	6
1. KOMERCSABIEDRĪBU KAPITĀLA STRUKTŪRAS UN DARBĪBAS FINANŠU REZULTĀTU TEORĒTISKIE ASPEKTI	19
1.1. KAPITĀLA STRUKTŪRAS BŪTĪBA UN APRĒĶINA METODIKA.....	19
1.2. KAPITĀLA STRUKTŪRU IETEKMĒJOŠIE FAKTORI	32
1.3. KOMERCSABIEDRĪBU DARBĪBAS FINANŠU REZULTĀTU METODOLOĢISKAIS PAMATS	45
1.4. KAPITĀLA STRUKTŪRAS TEORIJA UN TO VĒSTURISKĀ ATTĪSTĪBA.....	62
2. KOMERCSABIEDRĪBU DARBĪBAS FINANŠU REZULTĀTU DINAMIKA UN KAPITĀLA STRUKTŪRAS VEIDOŠANAS TENDENCES UN ĪPATNĪBAS.....	82
2.1. BALTIJAS VALSTU KAPITĀLA TIRGUS NOVĒRTĒJUMS UN ATTĪSTĪBAS TENDENCES	82
2.2. LATVIJAS UZŅĒMUMU FINANŠU KOEFICIENTU UN KAPITĀLA STRUKTŪRAS DINAMIKAS ANALĪZE	98
2.3. BIRŽAS UZŅĒMUMU FINANŠU KOEFICIENTU UN KAPITĀLA STRUKTŪRAS DINAMIKAS ANALĪZE	121
2.4. KAPITĀLA STRUKTŪRAS IETEKMĒJOŠO FAKTORU ANALĪZE UN NOVĒRTĒŠANA	135
3. KAPITĀLA STRUKTŪRAS IETEKME UZ DARBĪBAS FINANŠU REZULTĀTIEM – VĒRTĒJUMS UN IZMANTOŠANA REZULTĀTU PILNVEIDOŠANĀ	162
3.1. KAPITĀLA STRUKTŪRAS IETEKMES UZ FINANŠU REZULTĀTIEM EKONOMETRISKAIS NOVĒRTĒJUMS....	162
3.2. KAPITĀLA STRUKTŪRAS INTERVĀLU PIELIETOJUMS FINANŠU REZULTĀTU PILNVEIDOŠANĀ	176
SECINĀJUMI UN PRIEKŠLIKUMI	192
IZMANTOTĀS LITERATŪRAS UN AVOTU SARAKSTS	199
PIELIKUMS NR.1. KAPITĀLA STRUKTŪRU IETEKMĒJOŠO FAKTORU REGRESIJAS MODEĻU ANALĪZES REZULTĀTI.....	213
PIELIKUMS NR.2. KAPITĀLA STRUKTŪRAS IETEKMES UZ DARBĪBAS FINANŠU REZULTĀTIEM REGRESIJAS MODEĻU ANALĪZES REZULTĀTI.....	233

Tabulu rādītājs

1.1.tabula.	Aizņemtā kapitāla ‘subsīdiju’ apmērs 2007., 2013.gadā
1.2.tabula.	LR CSP aprēķinātie kapitāla struktūras rādītāji
1.3.tabula.	Kapitāla struktūras rādītāji ārzemju publikācijās
1.4.tabula.	Visbiežāk izmantotie kapitāla struktūras rādītāji empīriskos pētījumos
1.5.tabula.	Uzņēmuma raksturlielumu sagaidāmās korelācijas ar aizņemtā kapitāla īpatsvaru kompromisa un hierarhijas teoriju kontekstā
1.6.tabula.	Kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru pētījumu rezultāti
1.7.tabula.	UIN un IIN likmes Baltijas valstīs no 2007.gada līdz 2015.gadam
1.8.tabula.	Aizņemtā kapitāla rādītāji dažādās juridiskās sistēmās
1.9.tabula.	Kapitāla struktūras pielāgošanas koeficienti (α_1) dažādās juridiskās sistēmās
1.10.tabula.	Kapitāla struktūras hierarhijas koeficienti (α_2) dažādās juridiskās sistēmās
1.11.tabula.	Finanšu rādītāju grupēšanas veidi
1.12.tabula.	Pētījumi par kapitāla struktūru un rentabilitāti
1.13.tabula.	Kapitāla struktūras pielāgošanās ātrums dažādos pētījumos
1.14.tabula.	Pētījumu rezultāti par hierarhijas un kompromisa teorijām
2.1.tabula.	Pētījuma daļā iekļauto paneldatu piemērs
2.2.tabula.	Uzņēmumu vecuma salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), gadi
2.3.tabula.	Uzņēmumu lieluma salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), aktīvu bilances kopsumma, milj.EUR
2.4.tabula.	Uzņēmumu aktīvu struktūras salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), pamatlīdzekļu īpatsvars bilances aktīvu kopsummā
2.5.tabula.	Uzņēmumu likviditātes salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), kopējās likviditātes rādītājs
2.6.tabula.	Uzņēmumu bruto rentabilitātes salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), %
2.7.tabula.	Uzņēmumu pašu kapitāla atdeves (ROE) salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), %
2.8.tabula.	Uzņēmumu finanšu cikla salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), dienas
2.9.tabula.	Vidējo rādītāju hipotēžu pārbaude Latvijas uzņēmumiem
2.10.tabula.	Lauksaimniecības uzņēmumu kapitāla struktūras salīdzinājums, 2005-2014, %
2.11.tabula.	Ražošanas uzņēmumu kapitāla struktūras salīdzinājums, 2005-2014, %
2.12.tabula.	Tirdzniecības uzņēmumu kapitāla struktūras salīdzinājums, 2005-2014, %
2.13.tabula.	Uzņēmumu vecuma salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), gadi
2.14.tabula.	Uzņēmumu lieluma salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), aktīvu bilances kopsumma, milj.EUR
2.15.tabula.	Uzņēmumu aktīvu struktūras salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), pamatlīdzekļu īpatsvars bilances aktīvu kopsummā
2.16.tabula.	Uzņēmumu likviditātes salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), kopējās likviditātes rādītājs
2.17.tabula.	Uzņēmumu bruto rentabilitātes salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), %
2.18.tabula.	Uzņēmumu NPA rādītāja salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), vienības
2.19.tabula.	Uzņēmumu P/E rādītāja salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), vienības
2.20.tabula.	Uzņēmumu pašu kapitāla atdeves (ROE) salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), %
2.21.tabula.	Uzņēmumu finanšu cikla salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), dienas
2.22.tabula.	Vidējo rādītāju hipotēžu pārbaude Baltijas biržas uzņēmumiem
2.23.tabula.	Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūras salīdzinājums, 2005-2014, %
2.24.tabula.	Kapitāla struktūras ietekmējošo faktoru regresijas modeļu mainīgie
2.25.tabula.	Lauksaimniecības uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru regresijas rezultāti
2.26.tabula.	Ražošanas uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru regresijas rezultāti
2.27.tabula.	Tirdzniecības uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru regresijas rezultāti
2.28.tabula.	Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru regresijas rezultāti
2.29.tabula.	Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru regresijas rezultāti (valstu griezumā)
2.30.tabula.	Kopsavilkuma tabula par kapitāla struktūras faktoriem
3.1.tabula.	Kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu regresijas modeļu mainīgie
3.2.tabula.	Lauksaimniecības uzņēmumu darbības finanšu rezultātu regresijas rezultāti
3.3.tabula.	Ražošanas uzņēmumu darbības finanšu rezultātu regresijas rezultāti
3.4.tabula.	Tirdzniecības uzņēmumu darbības finanšu rezultātu regresijas rezultāti
3.5.tabula.	Baltijas biržas uzņēmumu darbības finanšu rezultātu regresijas rezultāti
3.6.tabula.	Baltijas biržas uzņēmumu darbības finanšu rezultātu regresijas rezultāti (valstu griezumā)
3.7.tabula.	Kopsavilkuma tabula par kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem

Attēlu rādītājs

- 1.1.attēls. Aizņemtā un pašu kapitāla iezīmes
- 1.2.attēls. Komercsabiedrību kapitāla avotu iedalījums
- 1.3.attēls. Optimālas kapitāla struktūras shematisks attēlojums
- 1.4.attēls. Kapitāla struktūras rādītāju iedalījums
- 1.5.attēls. Kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru apkopojums
- 1.6.attēls. Komercsabiedrību darbības finanšu rezultāti gada pārskata kontekstā
- 1.7.attēls. Komercsabiedrību darbības finanšu rezultātu izvēles konceptuālais modelis
- 1.8.attēls. Kapitāla struktūru teoriju vēsturiskā attīstība
- 1.9.attēls. Kapitāla cenas atkarība no kapitāla struktūras – tradicionālā pieeja
- 1.10.attēls. Uzņēmuma tirgus vērtības atkarība no kapitāla struktūras – tradicionālā pieeja
- 1.11.attēls. Kapitāla cenas un kapitāla struktūras mijiedarbība – M.H.Millera un F.Modiljāni pieeja
- 1.12.attēls. Uzņēmuma tirgus vērtības un kapitāla struktūras mijiedarbība – M.H.Millera un F. Modiljāni pieeja
- 1.13.attēls. Vidējās svērtās kapitālas cenas izmaiņas M.H.Millera un F.Modiljāni pētījumos
- 1.14.attēls. Uzņēmuma tirgus vērtības mijiedarbība ar nodokļiem un finansiālo grūtību izmaksām - MM pieeja
- 1.15.attēls. Uzņēmuma kapitāla struktūras pielāgošanās process
- 2.1.attēls. Uzņēmuma finansējuma piesaistes dzīves cikls
- 2.2.attēls. Piesaistītais privātais kapitāls Eiropā no 2010.gada līdz 2014.gadam, finansējuma veidi
- 2.3.attēls. Piesaistītais privātais kapitāls Eiropā no 2010.gada līdz 2014.gadam, valstu grupas, mljrd.EUR
- 2.4.attēls. No jauna izsniegtie kredīti uzņēmumiem no 2011.g. 1.cet. līdz 2015.g. 2.cet. Latvijā, tūkst. EUR.
- 2.5.attēls. No jauna izsniegtie kredīti uzņēmumiem no 2011.gada 1.cet. līdz 2015.gada 2.cet., sadalījumā pa uzņēmuma veidiem Latvijā.
- 2.6.attēls. No jauna izsniegtie kredīti uzņēmumiem (2011.g.1.cet.-2015.g.2.cet.), sadalījumā pa tautsaimniecības sektoriem Latvijā.
- 2.7.attēls. Igaunijas un Lietuvas uzņēmumiem piešķirtie aizņēmumi (neatmaksātā pamatsumma) no 2004.gada marta līdz 2015.gada septembrim, milj.EUR.
- 2.8.attēls. Akciju publiskā piedāvājuma dati Baltijas valstu tirgū no 2004.gada līdz 2014.gadam
- 2.9.attēls. Uzņēmumu skaits, kuri kotē akcijas Baltijas valstu tirgos no 2008.gada līdz 2015.gadam
- 2.10.attēls. Akciju darījumu skaits Baltijas valstu tirgos no 2008.gada janvāra līdz 2015.gada septembrim.
- 2.11.attēls. Akciju tirgus apgrozījums Baltijas valstu tirgos no 2008.gada janvāra līdz 2015.gada septembrim, milj.EUR.
- 2.12.attēls. Uzņēmumu skaits, kuri kotē obligācijas Baltijas valstu tirgos no 2008.gada līdz 2015.gadam.
- 2.13.attēls. Obligāciju darījumu skaits Baltijas valstu tirgos no 2008.gada janvāra līdz 2015.gada septembrim.
- 2.14.attēls. Obligāciju tirgus apgrozījums Baltijas valstu tirgos no 2008.gada janvāra līdz 2015.gada septembrim, milj.EUR.
- 2.15.attēls. Mintos platformā izsniegto kredītu sadalījums pēc tipa uz 30.09.2015.
- 2.16.attēls. Baltijas biržas uzņēmumu izlases dalījums nozaru griezumā
- 2.17.attēls. Uzņēmumu TD/C rādītāja dinamika (Latvijas uzņēmumi), %
- 2.18.attēls. Uzņēmumu TL/C rādītāja dinamika (Latvijas uzņēmumi), %
- 2.19.attēls. Uzņēmumu LTD/C rādītāja dinamika (Latvijas uzņēmumi), %
- 2.20.attēls. Uzņēmumu LTL/C rādītāja dinamika (Latvijas uzņēmumi), %
- 2.21.attēls. Uzņēmumu STD/C rādītāja dinamika (Latvijas uzņēmumi), %
- 2.22.attēls. Uzņēmumu STL/C rādītāja dinamika (Latvijas uzņēmumi), %
- 2.23.attēls. Lauksaimniecības uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C < 10%), %
- 2.24.attēls. Lauksaimniecības uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C > 10%), %
- 2.25.attēls. Ražošanas uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C < 10%), %
- 2.26.attēls. Ražošanas uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C > 10%), %
- 2.27.attēls. Tirdzniecības uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C < 10%), %
- 2.28.attēls. Tirdzniecības uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C > 10%), %
- 2.29.attēls. Uzņēmumu TD/C rādītāja dinamika (Baltijas biržas uzņēmumi), %
- 2.30.attēls. Uzņēmumu TL/C rādītāja dinamika (Baltijas biržas uzņēmumi), %
- 2.31.attēls. Uzņēmumu LTD/C rādītāja dinamika (Baltijas biržas uzņēmumi), %
- 2.32.attēls. Uzņēmumu STD/C rādītāja dinamika (Baltijas biržas uzņēmumi), %
- 2.33.attēls. Biržas uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C < 10%), %
- 2.34.attēls. Biržas uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C > 10%), %
- 3.1.attēls. Kapitāla struktūras un finanšu rezultātu sakarību veidi
- 3.2.attēls. Latvijas nozaru uzņēmumu regresijas rezultātu apkopojums
- 3.3.attēls. Baltijas biržas uzņēmumu regresijas rezultātu apkopojums
- 3.4.attēls. Latvijas ražošanas nozares uzņēmumu finanšu saistību un finanšu cikla ilguma regresijas rezultāti
- 3.5.attēls. Latvijas biržas uzņēmumu (Baltijas Oficiālais saraksts) minimālās un maksimālās kapitāla struktūras rādītāju vērtības, 2005-2014

Saīsinājumu un nosacīto apzīmējumu saraksts

ASV – Amerikas Savienotās Valstis
BRIC – Brazīlija, Krievija, Indija, Ķīna
EBIT – peļņa pirms procentiem un nodokļiem
EBITDA – peļņa pirms procentiem, nodokļiem, nolietojuma un amortizācijas
EPS – peļņa uz vienu akciju (*earnings per share*)
EUR – euro
FEM – fiksēto efektu modelis
FKTK – Finanšu un kapitāla tirgus komisija
IIN – iedzīvotāju ienākuma nodoklis
IKP – iekšzemes kopprodukts
LIBOR – Londonas starpbanku resursu likme
LR CSP – Latvijas Republikas Centrālā Statistika pārvalde
LTD/C – ilgtermiņa finanšu saistības / kapitāla kopsumma (*long-term debt / total capital*)
LTL/C – ilgtermiņa saistības / kapitāla kopsumma (*long-term liabilities / total capital*)
M/B – akcijas tirgus vērtība / akcijas bilances vērtība (*market-to-book ratio*)
MVU – mazie un vidējie uzņēmumi
NACE – Ekonomiskās darbības statistiskā klasifikācija
NFL/C – nefinanšu saistības / kapitāla kopsumma (*non-financial liabilities / total capital*)
NPA – naudas plūsmas un aktīvu attiecība (*operating cash flow / assets*)
NPV – neto tagadnes vērtība (*Net Present Value, NPV*)
P/B – akcijas cena / akcijas bilances vērtība (*price / book*)
P/E – akcijas cena / peļņa uz vienu akciju (*price / earnings*)
P/S – akcijas cena / apgrozījums uz vienu akciju (*price / sales*)
PCF – akcijas cena / pamatdarbības naudas plūsma uz vienu akciju (*price to cash flow*)
REM – gadījuma efektu modelis
ROA - aktīvu atdeve (*return on assets*)
ROE – pašu kapitāla rentabilitāte (*return on equity*)
ROI – investīciju atdeve (*return on investment*)
ROIC – investīciju kapitāla atdeve (*return on invested capital*)
ROS – komerciālā rentabilitāte (*return on sales*)
STD/C – īstermiņa finanšu saistības / kapitāla kopsumma (*short-term debt / total capital*)
STL/C – īstermiņa saistības / kapitāla kopsumma (*short-term liabilities / total capital*)
TD/C – finanšu saistības / kapitāla kopsumma (*total debt / total capital*)
TL/C – kopējās saistības / kapitāla kopsumma (*total liabilities / total capital*)
UIN – uzņēmuma ienākuma nodoklis
WACC – vidējā svērtā kapitāla cena (*weighed average cost of capital*)

Ievads

Promocijas darba aktualitāte

Kapitāla struktūras jautājumiem ir būtiska nozīme uzņēmuma lēmumu pieņemšanas procesā. Uzņēmuma vadošajiem speciālistiem ir jāņem vērā kapitāla struktūras izmaiņu ietekme uz darbības finanšu rezultātiem, lai spētu novērtēt kapitāla piesaistes nepieciešamību. Ja kapitāla struktūras lēmumi tiek pieņemti pavirši un netiek veikta detalizēta atdeves, naudas plūsmas, maksātspējas u.c. aspektu analīze, tad uzņēmumam var rasties būtiski izaicinājumi. Piemēram, piesaistītais finansējums tiek izmantots investīciju projektos, kuriem ir negatīva neto tagadnes vērtība (*Net Present Value, NPV*). Šāda darbības scenārija rezultātā var vispirms samazināties uzņēmuma rentabilitātes rādītāji, tad citi darbības finanšu rezultāti un visbeidzot arī uzņēmuma tirgus vērtība. Uzņēmums var atlikt vai atcelt citus investīciju projektus un veikt izmaksu optimizāciju, lai saglabātu maksātspēju. Tas savukārt īstermiņā var ietekmēt negatīvi visas iesaistītās puses – uzņēmuma darbiniekus, piegādātājus, klientus u.c. Tādēļ uzņēmuma vadošajiem speciālistiem ir jāveic detalizēta kapitāla struktūras analīze, lai noteiktu piemērotāko finansējuma veidu un to ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem.

Latvijas uzņēmumu darbības finanšu rezultāti pēdējos gados var tikt raksturoti ar augstu nenoteiktību. Pēdējos desmit gados tautsaimniecībā bija novērojamas visas ekonomikas cikla fāzes. Tīkmēr pēdējo dažu gadu periods pēc finanšu krīzes var tikt raksturots gan ar zināmu stabilitāti, gan ar dažiem īstermiņa volatilitātes posmiem. Latvijā finanšu krīze bieži vien tiek saistīta ar komercbanku kredītrisku politiku, kuras rezultātā gan uzņēmumi, gan iedzīvotāji piesaistīja ievērojamu aizņemtā kapitāla apmēru. Ne vienmēr atbilstoši tika novērtēti dažādi ar kredītu saistītie riski. Finanšu krīzes sākumposmā komercbankas būtiski un strauji samazināja kredītēšanas apmērus un masu medijos sāka dominēt ziņas par dažādu uzņēmumu finanšu problēmām, jo vairs nebija iespējams atmaksāt pirmskrīzes periodā saņemtus kredītus. Daudzi uzņēmumi bija spiesti pārtraukt investīciju projektus, samazināt darbinieku skaitu un optimizēt izmaksas. Ievērojams skaits uzņēmumu ierosināja maksātspēju un būtiski samazinājās gan nodokļu ieņēmumi, gan iekšzemes kopprodukta pieaugums. Šobrīd ir atkal vērojams neliels kredītēšanas pieaugums, bet zināma piesardzība tagad ir raksturīga gan piedāvājuma pusei (galvenokārt komercbankām), gan arī pašiem uzņēmumiem. Uzņēmumu finanšu speciālistiem nepieciešams vairāk izvērtēt aizņemtā kapitāla piesaistes nepieciešamību un kā tas ietekmēs finanšu elastību volatilitātes apstākļos. Iepriekšminētais ir īpaši attiecināms uz maziem un vidējiem uzņēmumiem, jo šādu uzņēmumu vadītājiem bieži trūkst pieredzes un zināšanu par finanšu jautājumiem.

Finansēšanas lēmumi ir vieni no nozīmīgākajiem jautājumiem, kuri ir jāizskata uzņēmuma vadītājiem. Finanšu vadītājam ir jāizvērtē dažādi kapitāla avotu veidi, to cena, kā arī pašu un aizņemtā kapitāla attiecību. Pie tam ir jāņem vērā, ka kapitāla struktūrai ir būtiska nozīme uzņēmuma tirgus vērtības noteikšanā, jo pareizi izvēlēta un piemērota pašu un aizņemtā kapitāla attiecība var minimizēt vidējo svērto kapitāla cenu un izrietoši maksimizēt uzņēmuma akciju vai kapitāla daļu vērtību. Viens no kapitālu struktūru teoriju argumentiem ir tas, ka, piesaistot aizņemto kapitālu, tiek sasniegta optimāla kapitāla struktūra, kad saistību nepildīšanas risks tiek samērots ar aizņemtā kapitāla nodokļu ieguvumu. Ja šāds punkts tiek sasniegts, tad īpašnieku bagātība ir lielāka nekā tā būtu, ja uzņēmums tiktu finansēts tikai un vienīgi ar pašu kapitālu.

Tomēr uzņēmuma finanšu vadītājam jāprot sabalansēt pašu un aizņemtā kapitāla attiecību. Augsti kapitāla struktūras rādītāji nozīmē lielāku finanšu risku un finanšu elastības trūkumu, kā rezultātā uzņēmums var kļūt maksātnespējīgs. Iepriekšminēto apgalvojumu pierāda arī fakts, ka globālās ekonomiskās krīzes apstākļi parādīja, ka daļa uzņēmumu realizēja kļūdainu finansēšanas politiku, bieži neveicot padziļinātu papildus piesaistītā kapitāla ieguvumu un izmaksu analīzi. Daudziem uzņēmumiem kapitāla struktūras lēmumi ir ilgtermiņa lēmumi, proti, kapitāla piesaiste un tā atmaksa notiek ilgāk nekā vienu gadu (piemēram, ilgtermiņa aizņēmums no kredītiestādes). Tāpēc uzņēmumiem no kapitāla struktūras skatu punkta vajadzētu koncentrēties ne tikai uz uzņēmuma tirgus vērtības maksimizāciju, bet arī uz stabilitātes saglabāšanu ilgtermiņā. Ekonomikas procesiem piemīt cikliskums, tādēļ uzņēmumiem ir svarīgi saglabāt finanšu elastību.

Kapitāla struktūras teorijas pirmsākumi tiek datēti ar 1958.gadu, kad M.H.Millers un F.Modiljāni publicēja rakstu *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. 1963.gadā abi iepriekšminētie autori veica labojumus kapitāla struktūras modelī, pievienojot nodokļu faktoru (*Taxes and the cost of capital: a correction*). Vēlāk tika izstrādātas arī citas teorijas – kapitāla struktūras hierarhijas teorija, kompromisa teorija, tirgus laika izvēles teorija u.c. 21.gadsimtā turpinās optimālas kapitāla struktūras pētījumi. Piemēram, viens no jaunākajiem pētījumiem šajā jomā ir J.H.Binsbergena, J.R.Grejema un J.Janga (*J.H. Van Binsbergen, J.R.Graham, J.Yang, 2010*) publikācija par aizņemtā kapitāla cenu un optimālu kapitāla struktūru. Iepriekšminētie autori pierāda, ka optimāla kapitāla struktūra tiek sasniegta punktā, kad aizņemtā kapitāla izmantošanas marginālās izmaksas ir vienādas ar marginālajiem ieguvumiem.

Kapitāla struktūras tradicionālā pieeja (un atvasināti arī citas kapitāla struktūras pieejas un teorijas) argumentē, ka starp kapitāla struktūru un uzņēmuma tirgus vērtību pastāv nelineāra sakarība. Ja uzņēmums sākotnēji tiek finansēts tikai ar pašu kapitālu, tad papildus aizņemtā

kapitāla piesaiste nozīmē vidējās svērtās kapitāla cenas samazināšanos un uzņēmuma tirgus vērtības pieaugumu. Noteiktā kapitāla struktūras punktā tiek sasniegts vidējās svērtās kapitāla cenas minimums un uzņēmuma tirgus vērtības maksimums. Ja šajā punktā tiek piesaistīts vēl papildus aizņemtais kapitāls, tad uzņēmuma tirgus vērtība sāk samazināties. Tomēr publicēts tikai neliels skaits pētījumu par kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu nelineāro sakarību. Pie tam jāatzīmē, ka publicēto pētījumu rezultāti pilnā mērā neapstiprina iepriekšminēto sakarību starp kapitāla struktūru, uzņēmuma tirgus vērtību un citiem darbības finanšu rezultātiem.

Pētnieki joprojām strādā pie optimālas kapitāla struktūru teorijas un modeļa izstrādes, kuri būtu noderīgi praksē. Kapitāla struktūras jautājumi ir joprojām aktuāli, jo šobrīd ir nozīmīgi citi kapitāla struktūru ietekmējošie faktori nekā tradicionālo kapitāla struktūras teoriju izstrādāšanas laikā. Šim procesam ir vairāki cēloņi, piemēram, globalizācija un dažādu finanšu instrumentu straujā attīstība. Dažādu valstu zinātnieki ir izstrādājuši vairākas kapitāla struktūras teorijas, tomēr nav pētījumu par šo teoriju atbilstību Latvijas uzņēmumiem. Tāpat Latvijā nav veikti ne padziļināti kapitāla struktūras pētījumi, ne arī pētījumi par kapitāla struktūras ietekmi uz uzņēmumu darbības finanšu rezultātiem.

Ņemot vērā teorijā un praksē pastāvošās problēmas, autore secina, ka promocijas darba temats ir aktuāls.

Pētījuma objekts ir komercsabiedrību kapitāla struktūra.

Pētījuma priekšmets ir komercsabiedrību kapitāla struktūras ietekme uz darbības finanšu rezultātiem.

Promocijas darba **mērķis** ir, pamatojoties uz zinātnisko literatūru, normatīvo aktu izpēti un statistisko datu analīzi, izvērtēt Baltijas biržas un Latvijas uzņēmumu kapitāla struktūru, noteikt tās iezīmes un ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem un, balstoties uz empīriskajiem rezultātiem, izstrādāt priekšlikumus kapitāla struktūras pilnveidošanai.

Promocijas darba mērķa sasniegšanai izvirzīti šādi **uzdevumi**:

- Izvērtēt kapitāla struktūras rādītāju aprēķina metodiku;
- Izpētīt kapitāla struktūras teoriju teorētiskos aspektus un vēsturisko attīstību;
- Definēt komercsabiedrības darbības finanšu rezultātus;
- Veikt Baltijas biržas uzņēmumu un Latvijas uzņēmumu kapitāla struktūras analīzi un identificēt kapitāla struktūru ietekmējošos faktorus;
- Izpētīt Baltijas biržas uzņēmumu un Latvijas uzņēmumu kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem;
- Izstrādāt priekšlikumus komercsabiedrību kapitāla struktūras pilnveidošanai.

Pētījuma hipotēze. Kapitāla struktūra ietekmē darbības finanšu rezultātus, bet attiecību stiprums un virziens ir galvenokārt atkarīgs no komercsabiedrības nozares un lieluma.

Pamatojoties uz promocijas darba rezultātiem, autore aizstāv šādas **tēzes**:

- Pastāv būtiska atšķirība starp kapitāla struktūras rādītājiem, kuru aprēķināšanā ir ņemtas vērā tikai finanšu saistības un kapitāla struktūras rādītājiem, kuru aprēķināšanā ir izmantotas gan nefinanšu, gan finanšu saistības. Atšķirības izpaužas kā dinamikas un faktoru analīzes rezultātu disonanse, kā arī atšķirīga ietekme uz darbības finanšu rezultātiem.
- Finanšu cikla ilgums kā komercsabiedrības darbības finanšu rezultāts sniedz būtisku informāciju par uzņēmuma vadītāju lēmumiem. Aizņemtā kapitāla piesaiste disciplinē uzņēmuma vadošos speciālistus un tādēļ ir sagaidāms īsāks finanšu cikla ilgums.
- Starp kapitāla struktūru un komercsabiedrības darbības finanšu rādītājiem nepastāv skaidri izteikta un nepārprotama lineāra vai nelineāra sakarība visos aizņemtā kapitāla īpatsvara punktos. Kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu sakarība var būt izteikta tikai noteiktos aizņemtā kapitāla īpatsvara intervālos.

Pētījuma teorētiskā nozīme un novitāte:

- Izstrādāta kapitāla struktūras rādītāju tipoloģija, nošķirot tādus rādītājus kā ‘nefinanšu’ un ‘finanšu’ saistības. Pētījumos, statistikas un informācijas avotos ‘finanšu’ un ‘nefinanšu’ saistību apmērs un īpatsvars netiek izdalīti, tādēļ trūkst būtiskas informācijas par uzņēmuma kapitāla stāvokli un maksāspēju.
- Formulēti un pamatoti uzņēmumu darbības finanšu rezultāti, kuri izmantojami uzņēmumu darbības analīzē – finanšu cikla ilgums, pašu kapitāla atdeve, P/E rādītājs, kā arī naudas plūsmas un aktīvu rādītājs (NPA).
- Pirmo reizi pierādīta finanšu cikla ilguma nozīme kapitāla struktūras kontekstā. Uzņēmuma īpašnieki var izmantot aizņemtā kapitāla piesaisti, lai disciplinētu uzņēmuma vadītājus, kā rezultātā tiktu pieņemti labāki lēmumi, kas veicina uzņēmuma tirgus vērtības pieaugumu.

Promocijas darba praktiskā nozīme un novitāte:

- Pamatojoties uz veikto analīzi, atklātas sakarības starp kapitāla struktūru un darbības finanšu rezultātiem (piemēram, ilgtermiņa finanšu saistību piesaiste saīsina finanšu cikla ilgumu, ilgtermiņa saistību pieaugums saistāms ar augstāku pašu kapitāla atdevi u.c.). Šīs sakarības var izmantot citi pētnieki, lai novērtētu dažādu kapitāla veidu ietekmi uz tautsaimniecības uzņēmumu finanšu rezultātiem.

- Padziļināti veicot kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru izpēti, tika identificēts, ka kapitāla struktūras rādītājus ietekmē tādi uzņēmuma faktori kā aktīvu struktūra, rentabilitāte, likviditāte, kā arī uzņēmuma vecums un lielums.
- Pamatojoties uz pētījuma rezultātu analīzi, izstrādātas rekomendācijas uzņēmumu vadītājiem un īpašniekiem attiecībā uz kapitāla struktūras izmantošanu darbības finanšu rezultātu pilnveidošanai.
- Izstrādāti priekšlikumi statistikas pārvaldei un citiem uzņēmumu finanšu informācijas sniedzējiem atsevišķi izdalīt finanšu un nefinanšu, kā arī ilgtermiņa un īstermiņa kapitāla struktūras rādītājus.

Pētījumā izmantotās metodes

Promocijas darba izstrādāšanas gaitā tika izmantotas vispārpieņemtās ekonomikas zinātnes pētījumu kvalitatīvās un kvantitatīvās metodes, tai skaitā monogrāfiskā zinātniskās literatūras un pētījumu rezultātu analīze, grafiskā analīze, grupēšana, salīdzināšana, statistiskās un ekonometriskās analīzes metodes (fiksēto efektu modelis, gadījuma efektu modelis, Vaita tests, Broša-Godfreja sērijveida korelācijas LM tests, Hausmaņa tests u.c.). Aprēķini tika veikti, izmantojot datorprogrammas nodrošinājumu *STATA*.

Pētījuma periods

Pētījums veikts laika periodā no 2011.gada līdz 2016.gadam. Empīrisko pētījumu dati (uzņēmumu bilances, peļņas vai zaudējumu pārskata, naudas plūsmas pārskata dati) apkopoti par laika periodu no 2005.gada līdz 2014.gadam. Pētījumā iekļauto Baltijas biržas uzņēmumu skaits ir 55, savukārt Latvijas nozaru (lauksaimniecības, ražošanas un tirdzniecības) uzņēmumu skaits sastāda 1 231.

Promocijas darba teorētiskais un metodoloģiskais pamats

Promocijas darba teorētiskais un metodoloģiskais pamats ir finanšu literatūra, Latvijas un ārvalstu zinātnieku publicētie zinātniskie raksti, pētījumi un monogrāfijas, zinātnisko konferenču un semināru materiāli, uzņēmumu finanšu pārskati, LR CSP un Lursofta statistiskie dati. Kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru jomā būtiskus pētījumus ir veikuši *L.Bulan, Z.Yan (2010), C.Cotei, J.Farhat, B.Abugri (2009), S.Titman, R.Wessels (1988), E.F.Fama, K.R.French (2002), M.Z.Frank, V.K.Goyal (2003, 2009), E.Dudley (2007), L.Shyam-Sunder, S.C.Myers (1999), F.Sogorb-Mira, J.Lopez-Gracia (2003)*. Modernās kapitāla struktūras teorijas pirmsākumi meklējami *F.Modigliani, M.H.Miller (1958, 1963)* publikācijās. Kapitāla struktūras kompromisa teorija pētīta *A.Kraus, R.H.Litzenberger (1973), A.Kane, A.J.Marcus, R.L.McDonald (1984), M.C.Brennan, E.S.Schwartz (1984), M.Leary, M.Roberts (2005), A.Alti (2006), M.Flannery, K.Rangan (2006), A.Hovakimian (2006), E.Dudley (2007), C.Aybar-Arias, A.Casino-Martinez, J.Lopez-Gracia (2012)* darbos.

Kapitāla struktūras hierarhijas teorijas jautājumus ir pētījuši *G.Donaldson (1961), S.C.Myers (1984), S.C.Myers, N.S.Majlufs (1984), L.Shyam-Sunder, S.C.Myers (1999), C.Cotei, J.Farhat (2009), S.Byoun, J.C.Rhim (2005), M.Z.Frank, V.K.Goyal (2003,2009)*. Mazo un vidējo uzņēmumu kapitāla struktūra, ietekmējošie faktori un atbilstība kapitāla struktūras teorijām ir plaši pētīti: *J.P.Esperanca et al. (2003), G.Giudici, S.Paleari (2000), T.Fu et al. (2002), J.R.Fitzsimmons, E.J.Douglas (2006), N.Daskalakis, M.Psillaki (2008), D.Heyman et al. (2008), R.Cressy (2008)*. Sliekšņa regresijas modeļa pieeja izmantota *F.Lin, T.Chang (2011), N.T.Cuong, N.T.Canh (2012), F.Coricelli, N.Driffield, S.Pal, I.Roland (2011)* darbos.

Promocijas darba struktūra un apjoms

Promocijas darbs sastāv no ievada, trīs nodaļām, secinājumiem un priekšlikumiem, kā arī literatūras saraksta. Darbā iekļautas 51 tabula, 54 attēli un 2 pielikumi. Literatūras sarakstā ir iekļauti 286 izmantotās literatūras un datu avoti. Promocijas darba struktūra ir veidota, lai darbā izvirzītie uzdevumi tiktu izpildīti loģiskā secībā un sasniegtu izvirzīto mērķi.

Darba **pirmajā** nodaļā tiek analizēti komercsabiedrību kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu teorētiskie aspekti. Šajā nodaļā tiek vērtēta dažādu kapitāla struktūras rādītāju aprēķināšanas metodika un veikta kapitāla struktūras faktoru teorētisko aspektu un empīrisko pētījumu analīze. Definēti promocijas darbā izmantojamie komercsabiedrību darbības finanšu rezultāti. Kapitāla struktūras teoriju apskats un analīze tika veikta ar nolūku noteikt sagaidāmās kapitāla struktūras ietekmes uz izvēlētajiem darbības finanšu rezultātiem.

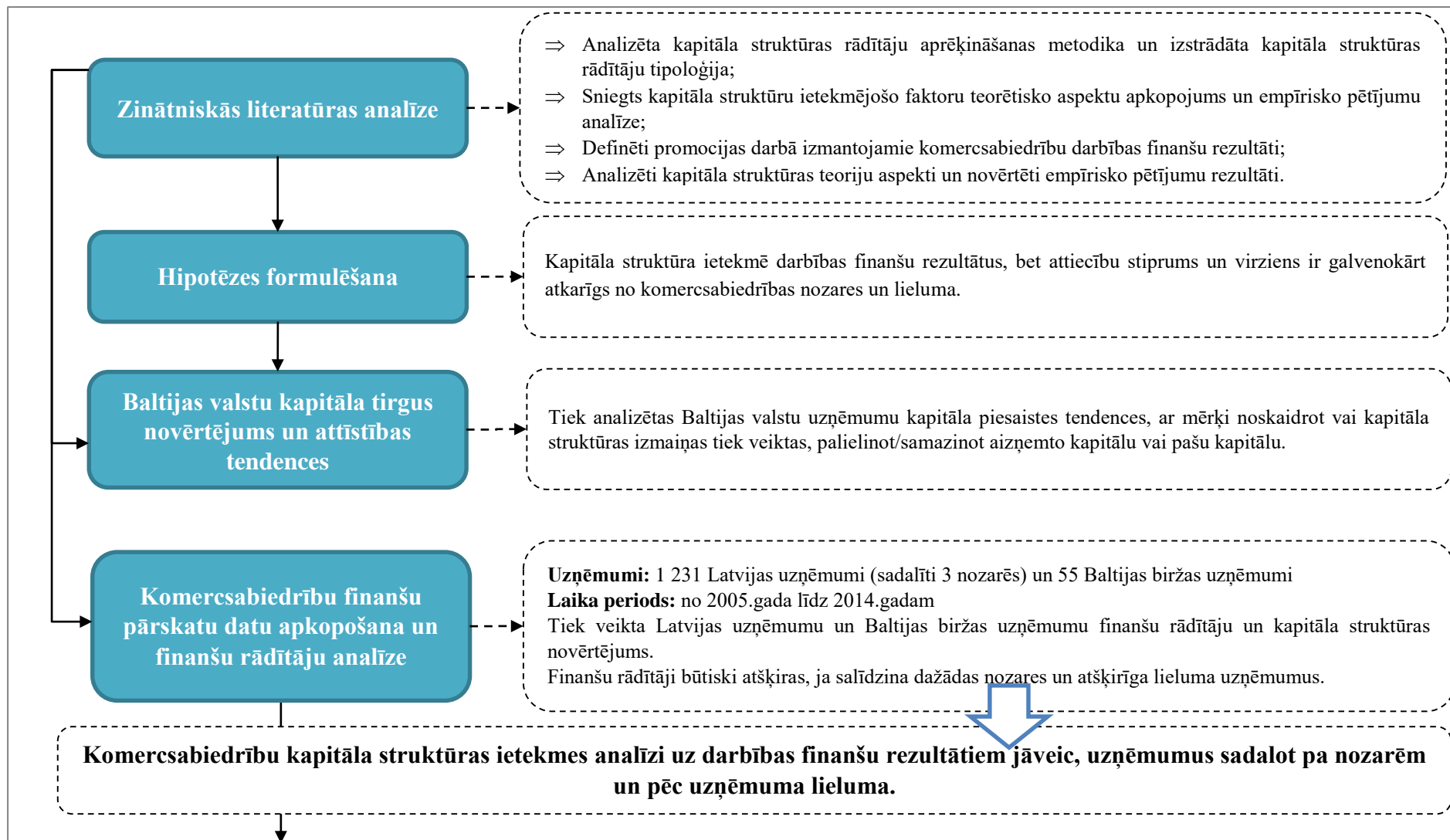
Otrajā nodaļā, pamatojoties uz iepriekšējā nodaļā izpētīto teoriju un metodiku, tiek analizēta Baltijas biržas uzņēmumu, kā arī Latvijas lauksaimniecības, ražošanas un tirdzniecības uzņēmumu kapitāla struktūra. Tiek novērtēti kapitāla struktūras faktori, lai noteiktu šo uzņēmumu kapitāla struktūras iezīmes. Iepriekšminētā analīze tiek veikta ar mērķi, lai promocijas darba pēdējā nodaļā varētu definēt nepieciešamo datu sadalījumu un veiktu kapitāla struktūras ietekmes novērtējumu uz darbības finanšu rezultātiem.

Trešajā nodaļā autore veic kapitāla struktūras ietekmes uz darbības finanšu rezultātiem analīzi, izmantojot korelācijas un regresijas analīzes metodes. Pēdējā apakšnodaļa tiek veltīta, lai atklātu kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu sakarību noteiktos kapitāla struktūras intervālos.

Darba nobeigumā tiek izklāstīti secinājumi un sniegti priekšlikumi.

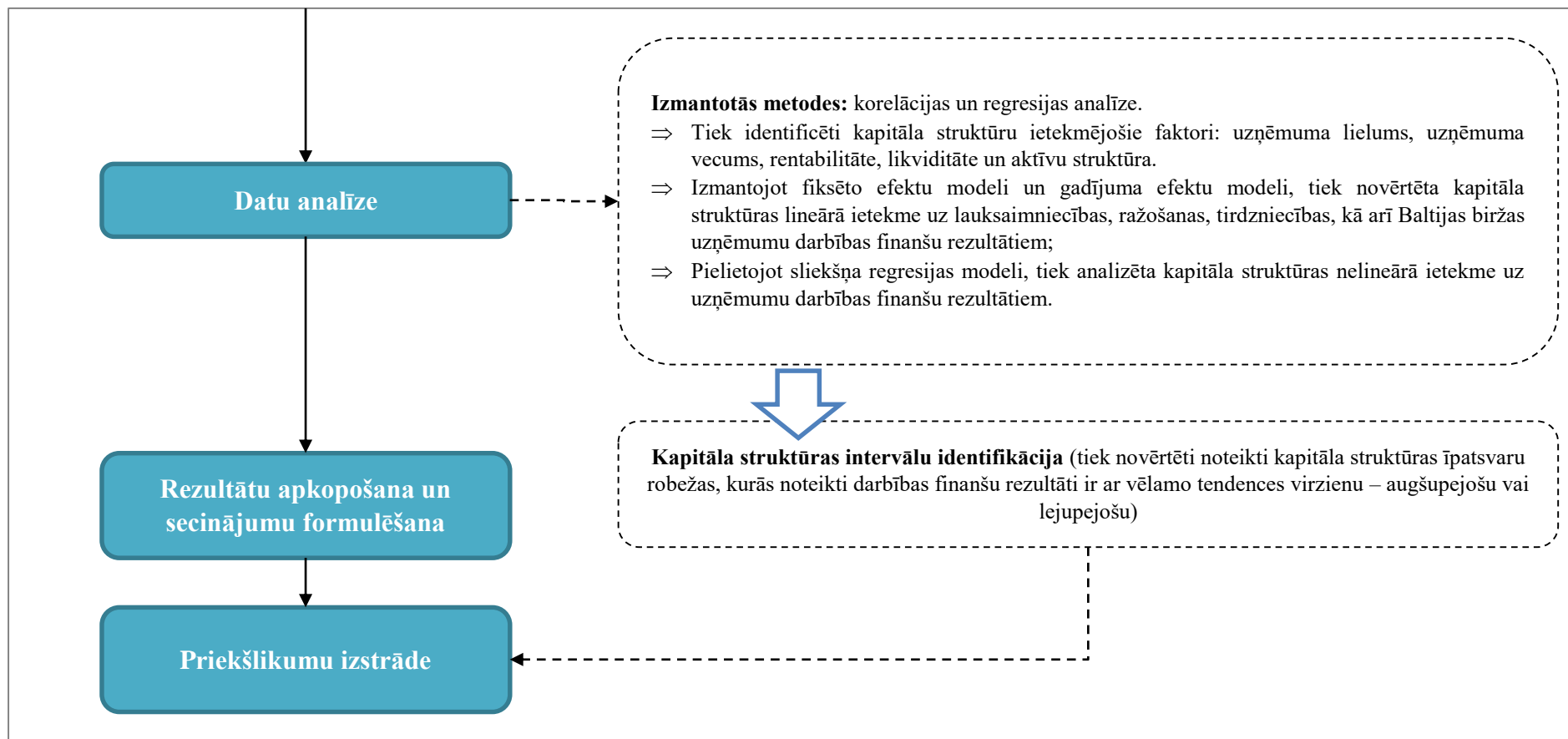
Promocijas pētījumā tiek izmantoti tikai sabiedrību ar ierobežotu atbildību (SIA) un akciju sabiedrību (AS) finanšu pārskatu dati, tādēļ autore lieto terminus ‘komercsabiedrība’ un ‘uzņēmums’ kā sinonīmus.

1.attēlā ir sniegta promocijas darba pētījuma veikšanas shēma ar katra posma īsu kopsavilkumu.



1.attēls. Pētījuma veikšanas shēma

Avots: darba autores veidots attēls.



1.attēla turpinājums. Pētījuma veikšanas shēma

Avots: darba autores veidots attēls.

Pētījuma rezultātu aprobācija

Promocijas darba rezultāti atspoguļoti **20 zinātniskās publikācijās:**

1. Bērzkalne I. (2015). Company's Capital Structure and Value: A Panel Threshold Regression Analysis. *Applied Economics: Systematic Research*, Vol.9, Issue 1 (ISSN 1822-7996). Kauņa: Vytautas Magnus University, 77-94. Iekļauts datubāzē: **EBSCO (Business Source Complete)**.
2. Bērzkalne I., Zelgalve (2015). The Impact of Debt Ratios on Corporate Financial Performance: The Case of Baltic Listed Companies. *Applied Economics: Systematic Research*, Vol.9, Issue 1 (ISSN 1822-7996). Kauņa: Vytautas Magnus University, 59-76. Iekļauts datubāzē: **EBSCO (Business Source Complete)**.
3. Bērzkalne I., Zelgalve E. (2014). Trade-off Theory vs. Pecking Order Theory – Empirical Evidence from the Baltic Countries. *Journal of Economic and Social Development*, Vol.1, No. 1 (ISSN 1849-3327). Croatia: Varazdin Development and Entrepreneurship Agency, 22-32. Iekļauts datubāzē: **Web of Science**.
4. Bērzkalne I. (2014). The Relationship between Capital Structure and Profitability: Causality and Characteristics. *The Business Review Cambridge*, Vol.22, No.1 (ISSN 1553-5827). Cambridge, 159-166.
5. Bērzkalne I., Zelgalve E. (2014). Return on Equity and Company Characteristics: An Empirical Study of Industries in Latvia. Conference Proceedings: *8th International Days of Statistics and Economics*, (ISBN 978-80-87990-02-5). Prāga, 94-103. Iekļauts datubāzē: **Web of Science**.
6. Bērzkalne I. (2014). Firm Characteristics as Determinants of Capital Structure. *Economics and Culture*, Vol.9 (ISSN 2255-7563). Rīga: EKA, 7-18.
7. Bērzkalne I., Zelgalve E. (2014). Capital Structure Choice in the Baltic Countries. *European Journal of Economics and Management*, Vol.1, No.2 (ISSN 2056-7375). Kastel Publishing, 184-195.
8. Bērzkalne I. (2013). The Effect of Capital Structure on Company Performance: Evidence from Baltic Listed Companies. Conference Proceedings: *6th International Conference 'Management Theory and Practice. Synergy in Organisational Performance: from Tangible to Intangible'* (ISBN 978-9985-4-0741-7). Tartu: University of Tartu, 26-49.
9. Bērzkalne I., Zelgalve E. (2013). Capital Raising in the Baltic States: Lessons Learned and Future Prospects. Conference Proceedings: *International Scientific Conference 'Economic Science for Rural Development'* (ISSN 1691-3078). Jelgava: LLU, 194-199. Iekļauts datubāzēs: **EBSCO (Academic Search Complete), Web of Science**.

10. Bērzkalne I. (2013). Impact of Capital Structure on Profitability: A Study of Listed Companies in the Baltic Countries. Conference Proceedings: *International Scientific Conference 'New Challenges of Economic and Business Development'* (ISBN 978-9984-45-715-4). Rīga: LU, 67-76. Iekļauts datubāzē: **Web of Science**.
11. Bērzkalne I. (2013). Determinants of Capital Structure: Evidence from the Baltic Countries. *The Journal of American Academy of Business*, Vol.19, No.1 (ISSN 1540-1200). Cambridge, 173-180.
12. Bērzkalne I. (2013). Macroeconomic Factors as Determinants of Company Performance: Evidence from the Baltic Countries. Conference Proceedings: *5th International Conference 'Economic Challenges in Enlarged Europe'* (ISBN 978-9949-430-64-2).
13. Bērzkalne I. (2013). Application of Innovative Company Valuation Methods in Latvia: Analysis and Possibilities for Improvement. *Management of Organizations: Systematic Research*, No.66 (ISSN 1392-1142). Kaunas: Vytautas Magnus University, 19-35. Iekļauts datubāzē: **EBSCO (Business Source Complete)**.
14. Bērzkalne I., Zelgalve E. (2013). Determinants of Innovation in Chemical Substances Manufacturing Companies: A Case of Latvia. Conference Proceedings: *7th International Days of Statistics and Economics* (ISBN 978-80-86175-87-4). Prāga, 122-131. Iekļauts datubāzē: **Web of Science**.
15. Bērzkalne I., Zelgalve E. (2013). Capital Structure and Innovation: A Study of the Baltic Listed Companies. Conference Proceedings: *5th International Scientific Conference 'Changes in Social and Business Environment'* (ISSN 1822-7090). Paņevėža, 13-21. Iekļauts datubāzē: **Web of Science**.
16. Bērzkalne I. (2012). Theories of Optimal Capital Structure: Assessment and Application. Conference Proceedings: *International Conference 'New Challenges of Economic and Business Development'* (ISBN 978-9984-45-518-1). Rīga: LU, 41-51. Iekļauts datubāzē: **Web of Science**.
17. Bērzkalne I. (2012). The Impact of Capital Structure on Financial Ratios in the Baltic States: A Comparative Study. Conference Proceedings: *12th Annual Hawaii International Conference on Business* (ISSN 1539-722X), Honolulu, 725-734.
18. Bērzkalne I. (2011). Capital Structure, Characteristics and Features of Chemical Substances Manufacturing Enterprises: Case of Latvia. Conference Proceedings: *International Scientific Conference 'Economic Science for Rural Development'* (ISSN 1691-3078). Jelgava: LLU, 142-148. Iekļauts datubāzēs: **EBSCO (Academic Search Complete), Web of Science**.

19. Bērzkalne I., Zelgalve E. (2011). Role of Financial Manager in the Provision for Effective Capital Structure of an Enterprise. *Management of organizations: Systematic Research*, No.57 (ISSN 1392-1142). Kaunas: Vytautas Magnus University, 115-125. Iekļauts datubāzē: **EBSCO (Business Source Complete)**.
20. Bērzkalne I. (2011). Capital Structure Change and Features During Economic Recession. Conference Proceedings: *International Conference for Doctoral Students 'Current Issues in Economic and Management Sciences'* (ISBN 978-9984-45-417-7). Rīga: LU, 92-102.

Par pētījuma rezultātiem ziņots **20 starptautiskās konferencēs 6 valstīs:**

1. *International Scientific Conference 'Management Horizons in Changing Economic Environment'*, Vytautas Magnus University (Kauņa, Lietuva, 24.09.2015.-26.09.2015.). Ziņojums "Company's Capital Structure and Value: A Panel Threshold Regression Analysis".
2. *International Scientific Conference 'Management Horizons in Changing Economic Environment'*, Vytautas Magnus University (Kauņa, Lietuva, 24.09.2015.-26.09.2015.). Ziņojums "The Impact of Debt Ratios on Corporate Financial Performance: The Case of Baltic Listed Companies".
3. *4.starptautiskā zinātniskā konference 'Pārmaiņas un iespējas: pētīt sasaisti starp teoriju un praksi'*, Ekonomikas un kultūras augstskola (Rīga, Latvija, 10.04.2014.-11.04.2014.). Ziņojums "Firm Characteristics as Determinants of Capital Structure in Latvia".
4. *The Global Business, Marketing, Finance & Economics Research Conference* (Losandželosa, ASV, 12.06.2014.-15.06.2014.). Ziņojums "The Relationship between Capital Structure and Profitability: Causality and Characteristics".
5. *8th International Days of Statistics and Economics* (Prāga, Čehija, 11.09.2014.-13.09.2014.). Ziņojums "Return on Equity and Company Characteristics: An Empirical Study of Industries in Latvia".
6. *The 2nd International Scientific Conference 'Economic and Social Development'* (Parīze, Francija, 05.04.2013.). Ziņojums "Trade-off Theory vs. Pecking Order Theory – Empirical Evidence from the Baltic Countries".
7. *The 6th International Conference 'Management Theory and Practice: Synergy in Organisations. New Developments in Organisational Performance: from Tangible to Intangible'*, University of Tartu (Tartu, Igaunija, 11.04.2013.-12.04.2013.). Ziņojums "The Effect of Capital Structure on Company Performance: Evidence from Baltic Listed Companies".

8. *International Scientific Conference 'Economic Science for Rural Development'*, Latvijas Lauksaimniecības universitāte (Jelgava, Latvija, 25.04.2013.-26.04.2013.). Ziņojums "Capital Raising in the Baltic States: Lessons Learned and Future Prospects".
9. *International Conference 'New Challenges of Economic and Business Development'*, Latvijas Universitāte (Rīga, Latvija, 09.05.2013.-11.05.2013.). Ziņojums "Impact of Capital Structure on Profitability: A Study of Listed Companies in the Baltic Countries".
10. *The Finance, Global Management, Economics & Information Technology Research Conference* (Ņujorka, ASV, 23.05.2013.-26.05.2013.). Ziņojums "Determinants of Capital Structure: Evidence from the Baltic Countries".
11. *5th International Conference 'Economic Challenges in Enlarged Europe'*, Tallinn School of Economics and Business Administration of the Tallinn University of Technology (Tallina, Igaunija, 16.06.2013.-18.06.2013.). Ziņojums "Macroeconomics Factors as Determinants of Company Performance: Evidence from the Baltic Countries".
12. *7th International Days of Statistics and Economics* (Prāga, Čehija, 19.09.2013.-21.09.2013.). Ziņojums "Determinants of Innovation in Chemical Substances Manufacturing Companies: A Case of Latvia".
13. *5th International Scientific Conference 'Changes in Social and Business Environment CISABE '13'* (Paņevėža, Lietuva, 07.11.2013.-08.11.2013.). Ziņojums "Capital Structure and Innovation: A Study of the Baltic Listed Companies".
14. *Contemporary Issues in Business, Management and Education '2013'*, Vilnius Gediminas Technical University (Viļņa, Lietuva, 14.11.2013.-15.11.2013.). Ziņojums "Intellectual Capital and Company Value".
15. *International Scientific Conference 'Economic Science for Rural Development'*, Latvijas Lauksaimniecības universitāte (Jelgava, Latvija, 26.04.2012.-27.04.2012.). Ziņojums "Standard vs. Behavioral Finance: the Case of Capital Structure in Latvia".
16. *International Conference 'New Challenges of Economic and Business Development'*, Latvijas Universitāte (Rīga, Latvija, 10.05.2012.-12.05.2012.). Ziņojums "Theories of Optimal Capital Structure: Assessment and Application".
17. *The 12th Annual Hawaii International Conference on Business* (Honolulu, ASV, 24.05.2012.-27.05.2012.). Ziņojums "The Impact of Capital Structure on Financial Ratios in the Baltic States: A Comparative Study".

18. *International Scientific Conference 'Economic Science for Rural Development'*, Latvijas Lauksaimniecības universitāte (Jelgava, Latvija, 28.04.2011.-29.04.2011.). Ziņojums "Capital Structure, Characteristics and Features of Chemical Substances Manufacturing Enterprises: Case of Latvia".
19. *International Scientific Conference 'Management Horizons in Changing Economic Environment'*, Vytautas Magnus University (Kauņa, Lietuva, 22.09.2011.-24.09.2011.). Ziņojums "Application of the Weighted-Average Cost of Capital in Latvia: Analysis, Problems and Possibilities for Improvement".
20. *International Conference for Doctoral Students 'Current Issues in Economic and Management Sciences'*, Latvijas Universitāte (Rīga, Latvija, 10.11.2011.-12.11.2011.). Ziņojums "Capital Structure Change and Features During Economic Recession".

Par pētījuma rezultātiem ziņots **4 LU gadskārtējās konferencēs:**

1. *Latvijas Universitātes 72.zinātniskā konference*, Latvijas Universitāte (Rīga, Latvija, 05.02.2014.). Ziņojums "Kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru analīze".
2. *Latvijas Universitātes 71.zinātniskā konference*, Latvijas Universitāte (Rīga, Latvija, 07.02.2013.). Ziņojums "WACC piemērošana uzņēmumu vērtības noteikšanā".
3. *Latvijas Universitātes 70.zinātniskā konference*, Latvijas Universitāte (Rīga, Latvija, 06.02.2012.). Ziņojums "Komerscābiedrību kapitāla piesaistes īpatnības un to ietekme uz finanšu rādītājiem".
4. *Latvijas Universitātes 69.zinātniskā konference*, Latvijas Universitāte (Rīga, Latvija, 03.02.2011.). Ziņojums "Ražošanas uzņēmumu kapitāla piesaistes problēmas".

1. Komerccabiedrību kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu teorētiskie aspekti

1.1. Kapitāla struktūras būtība un aprēķina metodika

Kapitāls ir galvenais elements uzņēmējdarbības finansēs. Uzņēmējdarbības nodrošināšanai ir nepieciešami finanšu resursi, lai veiktu ieguldījumus aktīvos un ražotu preces (vai sniegtu pakalpojumus). No uzņēmuma skatu punkta šie finanšu resursi tiek saukti par kapitālu. Ņemot vērā, ka pastāv arī citi kapitāla veidi, piemēram, intelektuālais kapitāls, tad promocijas darba autore atzīmē, ka pētījuma ietvaros ar kapitālu tiek saprasts konkrēti finanšu kapitāls.

Finanšu kapitāls tiek nedaudz atšķirīgi traktēts no investoru un no uzņēmuma skatu punkta. Investori par finanšu kapitālu uzskata uzņēmuma akcijas un obligācijas, kuras ir viņu īpašumā. Savukārt no uzņēmuma perspektīvas finanšu kapitāls ir pašu līdzekļi un aizņemtie līdzekļi (*K.Berman, J.Knight, J.Case, 2013*).

Starptautiskā integrētā ziņošanas padome (*International Integrated Reporting Council, IIRC*) finanšu kapitālu definē kā līdzekļu kopumu, kurš:

1. tiek izmantots preču ražošanai vai pakalpojumu sniegšanai;
2. tiek iegūts finansēšanas procesā (akcijas, aizņēmumi) vai arī tiek radīts iekšēji.

Promocijas darba autore pieturas pie iepriekšminētās starptautiskās integrētās ziņošanas padomes definīcijas, kura skata finanšu kapitālu no tā iegūšanas veida un ieguldīšanas mērķa.

Uzņēmums, lai finansētu tā aktīvus un izaugsmi, izmanto aizņemto kapitālu un pašu kapitālu. Kapitāla jautājumiem ir nozīmīga loma visu uzņēmumu vadītājiem, jo pieejamā kapitāla trūkums var liegt realizēt rentablus projektus, savukārt pārāk liels piesaistīto aizņemto līdzekļu apmērs var nozīmēt finanšu elastības un neatkarības samazināšanos. Pie tam ir jāatzīmē, ka praktiski visos uzņēmuma tirgus vērtības noteikšanas modeļos tieši vai pastarpināti tiek izmantoti kapitāla struktūras rādītāji. Lai izpētītu uzņēmuma kapitāla struktūras būtību, ir nepieciešams sākt ar kapitāla struktūras noteikšanas metodikas jautājumiem.

Divas galvenās finansējuma grupas ir aizņemtais un pašu kapitāls, kuras pārstāv attiecīgi kreditori un akcionāri. Abas finansējuma grupas sniedz noteiktu, bet atšķirīgu ienesīgumu, kurš tieši korelējas ar risku. Kreditoriem ir zemāka kontrole, taču tie saņem fiksētu maksājumu un maksātnespējas gadījumā saņem atmaksu pirms akcionāriem. Tādēļ aizņemtā kapitāla investoriem ir zemāks risks un zemāks ienesīgums, ja salīdzina ar akcionāriem. Savukārt dividenžu maksājumi nav fiksēti un dividenžu izmaksa nenotiek katru

periodu, kā arī akcijas cena var būtiski svārstīties. Pie tam akcionāri uzņēmuma maksātspējas gadījumā saņem atmaksu pēc kreditoriem. Tādēļ izriet, ka pašu kapitāla investori uzņemas lielāku risku un attiecīgi pieprasa lielāku ienesīgumu.

Aizņemtā kapitāla zemākais risks ir saistāms arī ar nodokļu ekonomiju. Vairāku valstu likumdošanās atrunāts, ka uzņēmumi samazina ar nodokli apliekamo ienākumu par samaksājamiem procentu maksājumiem. Turpretim uzņēmuma akcionāriem paredzētie dividendžu maksājumi parasti tiek aplikti ar kapitāla nodokli. Tādēļ likumdošana rada labvēlīgu vidi tam, ka priekšroka tiek dota aizņemtā kapitālam nevis pašu kapitālam.

Ar uzņēmuma ienākuma nodokli apliekamā ienākuma samazināšana par procentu summu ASV dažādās formās konstatēta jau no 1894.gada (*S.A.Bank, 2014*), savukārt šobrīd spēkā esošā prakse tika nostiprināta likumdošanā 1918.gadā. Attiecībā uz uzņēmuma ienākuma nodokli var minēt divus argumentus. Pirmkārt, šādi tika mēģināts palīdzēt vairākām tautsaimniecības nozarēm, kuru uzņēmumi bija ar augstu aizņemtā kapitāla īpatsvaru (piemēram, dzelzceļa nozare). Otrkārt, konkrētā nodokļu politika tika ieviesta, lai arī palīdzētu uzņēmumiem pārvarēt 1.pasaules kara sekas un turpināt darbību. Taču šobrīd attiecībā uz uzņēmuma ienākuma nodokli un aizņemto kapitālu vairāki pētnieki aicina likumdevējus pārskatīt esošo likumdošanu. Piemēram, ir priekšlikums samazināt UIN likmi un tajā pašā laikā arī samazināt procentu apmēru, kuru var izmantot, lai samazinātu ar nodokli apliekamo ienākumu (*R.Pozen, L.Goodman, 2012*). Šie autori papildus norāda, ka likumdošanas labvēlīgie nosacījumi aizņemtā kapitālam izkropļo finanšu un investīciju lēmumus. Proti, uzņēmums var izvēlēties piesaistīt aizņemto kapitālu, lai gan pašu kapitāla finansējums būtu vairāk piemērots atsevišķos gadījumos. Galu galā būtu jāņem vērā arī tas, ka vairāku krīžu (tai skaitā, 2008.gada finanšu krīzes) viens no cēloņiem ir tieši lielais aizņemtā kapitāla īpatsvars tautsaimniecībā. Tādēļ likumdevēji tiek aicināti pārtraukt aizņemtā kapitāla stimulēšanu.

The Economist (2015.gada 16.maija izdevums) norāda, ka šobrīd pastāv ļoti labi apstākļi nodokļu sistēmas reformai – procentu likmes ir zemas, īpašumu cenas ir stabilas un uzņēmumi strādā ar peļņu. Palielinoties procentu likmei, pieaugs arī kapitāla cena, kas var atgriezt pirmskrīzes līmeni (1.1.tabula). 2007.gadā t.s. ‘subsīdiju’ apmērs (jeb negūtīe nodokļu ieņēmumi aizņemtā kapitāla procentu dēļ) sasniedza 2.4 % - 4.9% no IKP. Savukārt 2013.gadā šis rādītājs bija samazinājies līdz 0.9% - 2.2%. Samazinājums izskaidrojams galvenokārt ar jau iepriekš minēto zemo procentu likmju faktoru, bet arī ar tendenci samazināt aizņemtā kapitāla īpatsvaru un piesaistīt vairāk pašu kapitālu. Tādēļ iecere mainīt nodokļu sistēmu, līdzsvarojot aizņemto un pašu kapitāla izmantošanu, šobrīd radītu relatīvu nelielu īstermiņa nestabilitāti, bet ilgtermiņa ieguvumi būtu lielāki.

Aizņemtā kapitāla 'subsīdiju'* apmērs 2007., 2013.gadā

	2007.gads			2013.gads		
	ASV	Eiropas valstis	Lielbritānija	ASV	Eiropas valstis	Lielbritānija
1	2	3	4	5	6	7
Finanšu uzņēmumi	3.6	1.4	2.7	0.9	0.7	0.5
Nefinanšu uzņēmumi	0.7	0.5	0.9	0.7	0.3	0.4
Hipotekārais parāds	0.6	0.5	-	0.6	0.2	-
Kopā	4.9	2.4	3.5	2.2	1.3	0.9

*Negūtie nodokļu ieņēmumu procentu dēļ, % no IKP

Avots: *The Economist* (May 16th, 2015)

Pastāv vēl viens veids kā, piesaistot aizņemto kapitālu, var samazināt maksājamo uzņēmuma ienākuma nodokli. Pasaulslavenā kompānija *Apple* uz 2015.gada 3.februāri bija piesaistījusi aptuveni 39 miljardus ASV dolārus obligāciju tirgū, lai gan uzņēmuma bilanci uz 2014.gada 31.decembri nauda un likvidie vērtspapīri sastādīja 178 miljardus ASV dolāru. Taču jāatzīmē, ka no tiem 157.8 miljardi ASV dolāri bija turēti ārvalstu filiālēs. Obligāciju tirgū piesaistītā finansējuma mērķis bija veikt akciju atpirkšanu. Uzņēmuma ieskatā racionālāk ir maksāt 3.45% par piesaistīto aizņemto kapitālu nevis maksāt nodokli 35% apmērā. Nodokļu maksājums būtu veicams, ja ārvalstu filiāles līdzekļi tiktu pārvietoti uz mātes uzņēmumu ASV (dati no *BloombergBusiness*).

D.Watsons un A.Heds (*D.Watson, A.Head, 2013*) kapitālu iedala iekšējos un ārējos finanšu avotos. Viens no iekšējiem avotiem ir brīvā naudas plūsma, kas paliek uzņēmuma rīcībā pēc obligāto maksājumu (nodokļi, procenti, dividendes u.tml.) veikšanas. Iepriekšminētie autori uzsver, ka šī naudas plūsma nav vienāda ar pārskata gada tīro peļņu, bet tā ir naudas plūsma, kuru uzņēmums var uzreiz reinvestēt. Var pastāvēt situācija, ka uzņēmuma peļņas vai zaudējumu aprēķinā ir liela tīrā peļņa, savukārt ir nelielas naudas rezerves. Kā otrs iekšējais avots tiek minēti ietaupījumi, kuri rodas no darba kapitāla efektīvas pārvaldīšanas. Jo efektīvāk tiek pārvaldīts darba kapitāls (debitori, krājumi, naudas līdzekļi un parādi piegādātājiem), jo mazākas investīcijas ir nepieciešamas darba kapitālā, tādējādi samazinot aizņemto kapitālu (piemēram, bankas overdrafta lietošanu un ar to saistīto procentu izmaksas) vai palielinot naudas rezerves.

Kā uzsver iepriekšminētie autori, tad uzņēmums dod priekšroku iekšējiem resursiem (visbiežāk izmantotais iekšējā kapitāla avots ir nesadalītā peļņa) nevis ārējiem resursiem vairāku iemeslu dēļ:

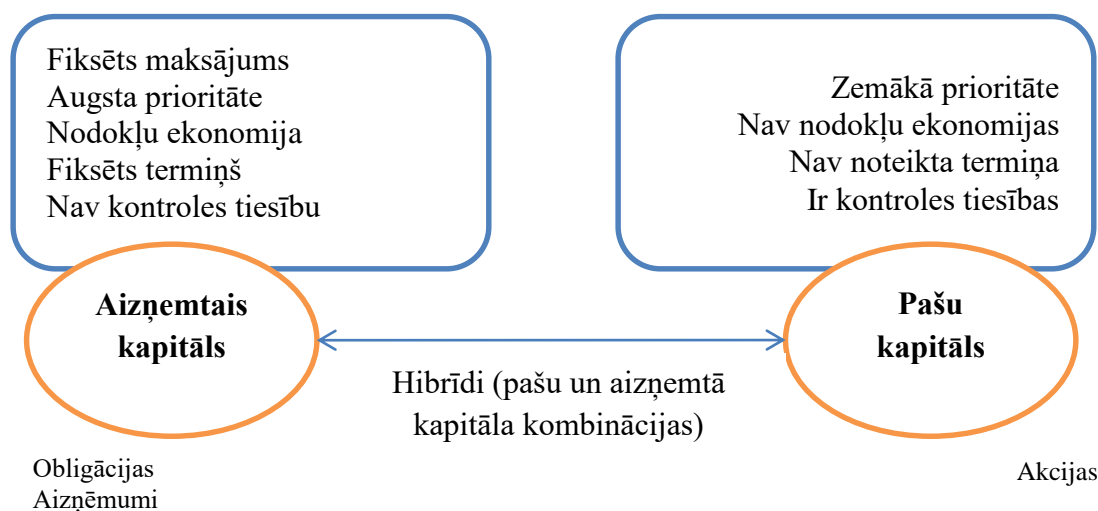
- Nesadalītā peļņa ir viegli pieejams līdzekļu avots;

- Lēmums par dividenžu izmaksu īpašniekiem ir tiek pieņemts uzņēmumā un nav nepieciešams iesaistīt trešo pusi;
- Nesadalītai peļņai nav piesaistīšanas izmaksu;
- Nav „atšķaidīšanas” (*dilution*) problēmas (kā tas būtu ar jaunu akciju emitēšanu);
- Nav darbības ierobežojumi (kā tas būtu ar aizņemto kapitālu).

Katram kapitāla veidam ir priekšrocības un trūkumi. Piemēram, V.Bočarovs un V.Ļeontjevs (*Бочаров В.В., Леонтьев В.Е., 2002*) norāda, ka pašu kapitāla priekšrocība ir finanšu stabilitātes un maksāspējas nodrošināšana ilgtermiņā. Papildus ir jāņem vērā, ka veicot publisko emisiju var piesaistīt lielu līdzekļu apjomu un paaugstināt publicitāti. Savukārt kā pašu kapitāla trūkumus var minēt augsto kapitāla cenu, augstās piesaistīšanas izmaksas, kā arī informācijas atklāšanas nepieciešamību.

Arī aizņemtā kapitāla piesaistīšana saistīta gan ar priekšrocībām, gan ar trūkumiem. Pie priekšrocībām var minēt iespēju ģenerēt pašu kapitāla rentabilitātes pieaugumu uz aizņemtā kapitāla rēķina un nodokļu ekonomijas izmantošanu (*Бочаров В.В., Леонтьев В.Е., 2002*). A.Damodarans (*A. Damodaran, 2011*) papildus norāda, ka aizņemtais kapitāls disciplinē uzņēmuma vadītājus, lai tie neuzņemtos projektus ar negatīvu NPV. Taču aizņemtā kapitāla piesaiste var būt arī sarežģīta, jo kredīta resursi ir atkarīgi no bankas iespējām, ķīlām u.tml. (*Бочаров В.В., Леонтьев В.Е., 2002*). A.Damodarans (*A.Damodaran, 2011*) kā aizņemtā kapitāla trūkumu norāda arī saistību nepildīšanas riska pieaugumu.

Mūsdienu apstākļos, kad pastāv daudzi finansējuma piesaistes avoti, dažkārt var būt sarežģīti identificēt konkrētā finanšu avota piederību aizņemtajam vai pašu kapitālam. A.Damodarans (*A. Damodaran, 2011*) izdala pašu un aizņemtā kapitāla īpašības (1.1.attēls), saskaņā ar kurām tiek klasificēti kapitāla avoti.

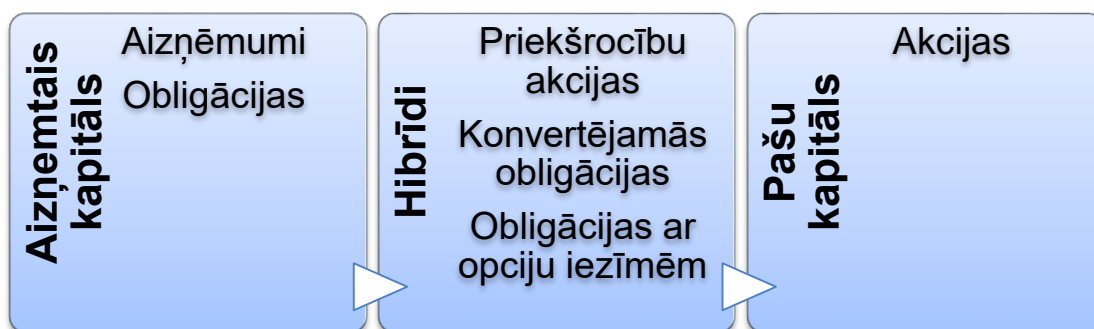


1.1.att. Aizņemtā un pašu kapitāla iezīmes

Avots: A.Damodaran, 2011

Kā galvenos hibrīda instrumentus A.Damodarans (*A.Damodaran, 2011*) uzskaita konvertējamās obligācijas, obligācijas ar opciju iezīmēm un priekšrocību akcijas. Piemēram, priekšrocību akcijām piemīt gan aizņemtā, gan pašu kapitāla iezīmes. Priekšrocību akciju īpašnieki saņem fiksētas dividendes tāpat kā kreditori, kuri saņem fiksētus maksājumus. Tāpat ir jāatzīmē, ka priekšrocību akciju īpašniekiem parasti nav arī kontroles tiesību. No otras puses, maksājumi šo akciju īpašniekiem nesamazina ar UIN apliekamo ienākumu un maksātspējas gadījumā līdzekļu sadales rindā priekšrocību akciju īpašnieki ir pēc kreditoriem. Tādēļ iepriekšminētais autors priekšrocību akciju veidoto kapitālu izdala kā trešo kapitāla sastāvdaļu.

Autore uzskata, ka ir nepieciešams atkāpties no prakses uzņēmuma kapitāla struktūru dalīt divās lielās komponentēs – aizņemtais un pašu kapitāls – un atsevišķi izdalīt tādus hibrīda instrumentus kā konvertējamās obligācijas, priekšrocību akcijas u.c. Iepriekšminētie instrumenti nevar tikt viennozīmīgi uzskatīti tikai par aizņemto kapitālu vai pašu kapitālu. Ņemot vērā finanšu inženierijas attīstību, kā arī uzņēmumu finanšu speciālistu un investoru pieprasījumu pēc arvien jauniem finanšu instrumentiem, tad katra instrumenta asignēšana pašu kapitāla vai aizņemtā kapitāla grupā var radīt maldīgu priekšstatu par uzņēmuma kapitāla struktūru. Jāatzīmē, ka jau kapitāla cenas aprēķināšanas metodoloģijā priekšrocību akcijas tiek izdalītas atsevišķi (*S.P.Pratt, R.J.Grabowski, 2014*). Tāpēc darba autore piedāvā kapitāla struktūru iedalīt trīs pamata komponentēs (1.2.attēls). Proti, tiek saglabātas A.Damodarana (*A.Damodaran, 2011*) 1.1.attēlā iekļautais kapitāla struktūras dalījums aizņemtajā un pašu kapitālā, bet tajā pašā laikā tiek izdalīti pārējie kapitāla avoti, kuri atbilst daļēji vai neatbilst vispār 1.1.attēlā iekļautajām iezīmēm.



1.2.att. Komerksabiedrību kapitāla avotu iedalījums

Avots: darba autoreis veidots attēls

Piedāvātais komerksabiedrību kapitāla avotu iedalījums nosaka, ka aizņemtā kapitāla un pašu kapitāla grupās tiek iedalīts tikai tāds finansējums, kurš nemaina finansējuma grupu konkrētā līguma ietvaros. Proti, aizņemtā kapitāla grupā ietvertās obligācijas saglabās visas

aizņemtā kapitāla iezīmes līdz līgumā noteiktajam termiņam un līgumā nav iekļauti nosacījumi, kuri paredz, ka pie noteiktiem apstākļiem obligācijas tiek konvertētās pašu kapitālā. Tas nozīmē, ka aizņemtā kapitāla un pašu kapitāla grupās nepārprotami būs tikai tāds finansējums, kurš atbilst noteiktām kapitāla iezīmēm. Tikmēr hibrīdu grupā būtu iekļauts viss pārējais finansējums, kurš neatbilst aizņemtā vai pašu kapitāla iezīmēm un kurš līguma darbības laikā var mainīties (kļūt no aizņemtā kapitāla par pašu kapitālu un otrādi). Būtisks ir arī 1.2.attēlā iekļautais finansējuma avotu izvietojums, kurš atbilst riska un ienesīguma virzienam. Aizņemta kapitāla finansējums tā kreditoriem ir saistāms ar mazāku risku un mazāku ienesīgumu. Hibrīda finansējuma riskam un ienesīgumam vajadzētu vidēji būt starp aizņemtā un pašu kapitālu, tikmēr pašu kapitāls saglabā visaugstāko risku un atdevi. Promocijas darba autore pētījumā neizmanto šādu pieeju un nesadala kapitāla avotus trīs grupās, jo uz doto brīdi uzņēmumu bilanci tas netiek darīts. Ārējam finanšu pārskatu lietotājam būtu nepieciešams veikt detalizētu pārskatu un tā pielikumu analīzi, lai patstāvīgi veiktu kapitāla avotu sadalījumu trīs sastāvdaļās.

Pēdējos gados arvien vairāk tiek pētīti uzņēmumi, kuru kapitāla struktūrā nav aizņemtā kapitāla un to darbība tiek finansēta tikai un vienīgi ar pašu kapitālu (tā sauktais nulles finanšu sviras fenomēns). ASV uzņēmumu īpatsvars, kuri īsteno nulles finanšu sviras stratēģiju pieauga no 8% 1990.gadā līdz 20% 2004. gadā (*E.Devos, U. Dhillon, M.Jagannathan, S. Krishnamurthy, 2012*). Taču šī iezīme raksturīga ne tikai ASV uzņēmumiem, bet arī citu valstu uzņēmumiem (*W.Bessler, W.Drobtz, R.Haller, I.Meier, 2012*). Pirmie šo fenomēnu sāka pētīt B.Mintons un K.Vruks (*B.A.Minton, K.H.Wruck, 2001*), apskatot uzņēmumus, kuriem aizņemtā kapitāla īpatsvars nepārsniedz 20%. Cita pētījuma rezultātā tika secināts, ka nulles finanšu sviras uzņēmumi ir mazāki nekā citi tas pašas nozares uzņēmumi, tie izmaksā vairāk dividenžu un ir ar augstāku rentabilitāti (*I.A. Strebulaev, B.Yang, 2013*).

Kapitāla struktūras tematika bieži tiek saistīta arī ar optimālas kapitāla struktūras jautājumiem. Ar optimālu kapitāla struktūru tiek saprasta aizņemtā un pašu kapitāla attiecība, pie kuras tiek minimizēta kapitāla cena un maksimizēta uzņēmuma tirgus vērtība.

Optimālās kapitāla struktūras noteikšanas metodes (*A.Damodaran, 2011*):

- Kapitāla cenas pieeja (*the cost of capital approach*)
Optimāla kapitāla struktūra ir tāda, pie kuras kapitāla cena ir vismazākā;
- Uzlabotā kapitāla cenas pieeja (*the enhanced cost of capital approach*)
Optimāla kapitāla struktūra gadījumā tiek iegūta, kad pastāv zemas kapitāla cenas un augstas peļņas kombinācija;
- Pielāgotā tagadnes vērtības pieeja (*the adjusted present value approach*)

Optimāla kapitāla struktūra ir tāda, kura maksimizē uzņēmuma kopējo tirgus vērtību;

➤ Nozares pieeja (*sector approach*)

Uzņēmumam ir optimāla kapitāla struktūra, ja tā ir līdzīga citu uzņēmumu struktūrai tajā pašā nozarē;

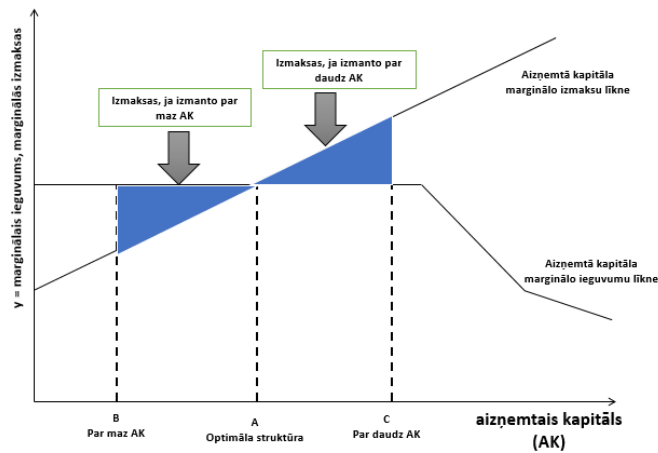
➤ Dzīvescikla pieeja (*the life cycle approach*)

Tiek izdalītas piecas uzņēmuma izaugsmes stadijas, kurās tiek definēta labākā finansējuma piesaistīšanas stratēģija.

Kopumā var secināt, ka pirmās trīs metodes balstās uz kapitāla cenas samazināšanu un uzņēmuma tirgus vērtības palielināšanu, kamēr pēdējās divas pieejas pamatojas uz tādiem uzņēmuma faktoriem kā nozare un vecums. Darba autore piekrīt, ka visi iepriekšminētie faktori ir nozīmīgi un atbilstošas kapitāla struktūras identificēšanai ir jāņem vērā gan kapitāla cena, gan uzņēmuma nozare un vecums. Izrietoši kapitāla cenas samazināšana tiek saistīta ar uzņēmuma tirgus vērtības paaugstināšanu, kamēr nozare nosaka uzņēmuma aktīvu struktūru, savukārt vecums un lielums ietekmē uzņēmumam pieejamos kapitāla tirgus.

Atbilstošas kapitāla struktūras identificēšana joprojām ir aktuāls jautājums. Piemēram, pamatojoties uz Čehijas uzņēmumiem, tika konstatēts, ka optimāls aizņemtā kapitāla īpatsvars tiek sasniegts, kad ir maksimizēta pašu kapitāla atdeve (ROE) (*I.Neumaierova, I.Neumaier, 1996*). Šeit gan ir jāatzīmē modeļa autoru pieņēmumu, ka ROE maksimizācija sakrīt ar uzņēmuma tirgus vērtības maksimizāciju. Promocijas darba autore uzskata, ka ROE ir būtisks rādītājs uzņēmuma finanšu speciālistiem un investoriem, tomēr rentabilitātes rādītājs nevar tikt izmantots kā uzņēmuma tirgus vērtības mērs.

J.H.Van Binsbergens, J.R.Grejems un J.Jangs (*J.H.Van Binsbergen, J.R.Graham, J.Yang, 2010*) izstrādāja citu optimālās kapitāla struktūras pieeju, pamatojoties uz aizņemtā kapitāla priekšrocībām un izmaksām. Optimāla kapitāla struktūra tiek definēta kā punkts, kad aizņemtā kapitāla marginālās izmaksas ir vienādas ar marginālo ieguvumu. Optimāla kapitāla struktūra tiek sasniegta punktā A (1.3.attēls). Ja uzņēmums ir piesaistījis mazāku aizņemtā kapitāla apjomu nekā optimāli nepieciešams (punkts B), tad ieguvums no aizņemtā kapitāla būtu lielāks nekā saistītās izmaksas un izrietoši šajā punktā ir ieteicams palielināt aizņemtā kapitāla īpatsvaru. Ja tiek izmantots palielināts aizņemtā kapitāla apjoms (punkts C), tad papildus ieguvums no katras naudas vienības ir mazāks nekā izmaksas un uzņēmumam ir jāsamazina aizņemtais kapitāls, lai palielinātu uzņēmuma tirgus vērtību.



1.3.att. Optimālas kapitāla struktūras shematisks attēlojums

Avots: J.H.Van Binsbergen, J.R.Graham, J.Yang, 2010

Kopumā iepriekšminētie autori secina, ka vidējais neto ieguvums no optimālas kapitāla izmantošanas svārstās intervālā no 4% līdz 13% no uzņēmuma tirgus vērtības. Papildus tiek uzsvērts, ka izmaksas punktā B (par maz aizņemtā kapitāla) ir mazākas nekā punktā C (par daudz aizņemtā kapitāla). Tas varētu izskaidrot, kāpēc daudzi uzņēmumi izvēlas saglabāt finanšu elastību un piesaistīt mazāk aizņemto kapitālu.

Promocijas darba autore uzskata, ka ņemot vērā gan transakciju izmaksas, gan laika nobīdi, tad uzņēmumiem nav lietderīgi realizēt noteiktu aizņemtā un pašu kapitāla attiecību, bet gan aprēķināt un piemērot noteiktu kapitāla struktūras intervālu. Tas ir pamatojams ar sekojošiem argumentiem. Pirmkārt, optimāla kapitāla struktūra var tikt noteikta nepareizi. Otrkārt, noteikta kapitāla struktūras punkta uzturēšana var radīt relatīvi lielas transakcijas izmaksas. Treškārt, ir jāatzīmē arī tāds faktors kā laika nobīde (lags). Kamēr uzņēmums identificē atkāpi no stingri noteiktās kapitāla struktūras, pieņem lēmumu par turpmāko rīcību un īsteno lēmumu praksē, tikmēr kapitāla struktūra būs atkal mainījusies. Kapitāla struktūras pārvaldīšana būs labāka, ja uzņēmuma finanšu vadītājam nebūtu stingri jāuztur noteikta aizņemtā un pašu kapitāla attiecība, bet gan zināmu intervālu. Rīcība no uzņēmuma vadītājiem šajā gadījumā būtu nepieciešama tikai gadījumā, ja tiek pārkāpta intervāla augšējā vai apakšējā robeža.

Kapitāla struktūras jautājumi ir tikuši bieži analizēti jau no 20.gadsimta 50.gadiem, tomēr zinātniskajā literatūrā līdz šim nav atrasta nepārprotama atbilde uz jautājumu par to kāds kapitāla struktūras rādītājs ir jāizmanto. Pētnieku viedoklis dalās pat jautājumā par to vai būtu jāizmanto bilances vai tirgus rādītāji. Piemēram, daļa zinātnieku (M.Klock, C.Thies, 1992; E.F.Fama, K.R.French, 2002) argumentē, ka bilances vērtības labāk atspoguļo mērķa kapitāla struktūru, jo akciju tirgus cenas svārstās. Pie tam akcijas tirgus cenu ietekmē arī citi

faktori, kurus uzņēmums nevar ietekmēt. No otras puses ir jāņem vērā, ka bilances pašu kapitāla vērtība var būt negatīva. Jāatzīmē arī arguments, ka pašu kapitāla bilances dati pēc būtības ir pagātnes dati, savukārt tirgus vērtība parāda arī nākotnes perspektīvas. Empīriskie pētījumi liecina, ka bilances datu izmantošana var radīt problēmas novērtēt kapitāla struktūru teorijas (R.J.Sweeney, A.D.Warga, D.Winters, 1997). Arī C.W. Mulfords (C.W.Mulford, 1985), kurš izmantoja trīs dažādus kapitāla struktūras rādītājus, secināja, ka tirgus kapitāla struktūras rādītājiem ir raksturīga augstāka korelācija ar tirgus betu (salīdzinot ar bilances kapitāla struktūras rādītājiem). Pēc promocijas darba autores domām, tirgus rādītāji būtu izmantojami biržā kotēto uzņēmumu gadījumā, ja notiek aktīva tirdzniecība ar konkrētā uzņēmuma vērtspapīriem. Savukārt, ja uzņēmums nekotējas biržā, tad būtu jāizmanto bilances rādītāji. Iepriekšminētais ir pamatojams ar to, ka nepastāv noteikta un praksē pielietojama metodoloģija kā pārreķināt bilances vērtību uz tirgus vērtību.

Pēc lēmuma pieņemšanas par bilances vai tirgus kapitāla struktūras rādītāju izmantošanu ir nepieciešams pieņemt nākamo lēmumu. Proti, empīriskā pētījuma veikšanai ir nepieciešams izvēlēties vienu vai vairākus kapitāla struktūras rādītājus. Latvijā plaši izplatīts ir izmantot kreditoru kopsummu un kopējā kapitāla kopsummu¹, lai aprēķinātu kapitāla struktūras rādītājus. Piemēram, LR CSP aprēķina trīs kapitāla struktūras rādītājus (1.2.tabula). Jāatzīmē, ka arī Igaunijā (*Statistics Estonia*: <http://www.stat.ee>) un Lietuvā (*Statistics Lithuania*: <http://www.stat.gov.lt>) statistikas pārvaldes aprēķina kapitāla struktūras rādītājus, izmantojot kopējo kreditoru kopsummu, kopējā kapitāla kopsummu un pašu kapitālu.

1.2.tabula

LR CSP aprēķinātie kapitāla struktūras rādītāji

Rādītājs	Aprēķins
1	2
Saistību īpatsvars bilancē	Visi kreditori/kopējais kapitāls
Īstermiņa saistību īpatsvars bilancē	Īstermiņa kreditori/kopējais kapitāls
Saistību attiecība pret pašu kapitālu	Visi kreditori/pašu kapitāls

Avots: LR CSP, 2014

Nepieciešams uzsvērt, ka kreditoru kopsummas izmantošana kapitāla struktūras aprēķināšanā var rezultātā sniegt pārvērtētu rādītāju. Kreditoru kopsummā ietilpst ne tikai aizņēmumi no kredītiestādēm, saistītiem uzņēmumiem, asociētiem uzņēmumiem, finanšu līzings saistības u.c., par kuriem tiek veikti procentu maksājumi, bet arī tādas pozīcijas kā parādi piegādātājiem, nākamo periodu ieņēmumi, no pircējiem saņemtie avansi, nodokļi un valsts sociālās apdrošināšanas obligātās iemaksas u.c., par kuriem netiek veikti procentu

¹ Šeit un turpmāk ar 'kopējo kapitāla kopsummu' tiek apzīmēts viss uzņēmuma kapitāls (pasīvi).

maksājumi. Iekļaujot kapitāla struktūras aprēķinā un analīzē visu kreditoru kopsummu, var iegūt rezultātus, kuri pēc būtības var neatbilst uzņēmuma patiesajam stāvoklim. Izrietoši var tikt apdraudēta attiecīgā uzņēmuma vai tautsaimniecības nozares finanšu analīze un tās interpretācija.

Pēc promocijas darba autores domām nebūtu korekti vienādi salīdzināt divu uzņēmumu aizņemtā kapitāla īpatsvaru, ja to sastāvs ir atšķirīgs. To var pamatot ar sekojošo piemēru. Viena uzņēmuma gadījumā aizņemtais kapitāls var pārsvarā sastāvēt no aizņēmumiem, savukārt otra uzņēmuma saistību kopsummu galvenokārt var veidot, piemēram, nākamo periodu ieņēmumi un no pircējiem saņemtie avansi. Ja šo abu uzņēmumu kreditoru īpatsvars kapitāla kopsummā ir vienāds, tad tāpat nedrīkst izdarīt secinājumu, ka to kapitāla struktūra un saistību nepildīšanas risks ir vienāds. Promocijas darba autore apzinās, ka nedrīkst ignorēt, piemēram, parādus piegādātājiem, tomēr būtu nepieciešams atsevišķi izdalīt finanšu saistības, par kuru izmantošanu uzņēmums maksā procentu maksājumus un pārējās saistības, par kuru izmantošanu uzņēmums nemaksā procentu maksājumus.

Turklāt šeit jāpiebilst, ka pašu kapitāls var būt negatīvs un šī situācija bieži konstatējama arī Latvijas mazo un vidējo uzņēmumu segmentā. Negatīva pašu kapitāla gadījumā formulas „pašu kapitāls / kopējais kapitāls” un „saistību kopsumma / pašu kapitāls” nedos korektus rezultātus un izrietoši nebūs iespējams izdarīt pareizus secinājumus par uzņēmuma kapitāla struktūru.

Ārzemēs izdotajās publikācijās (1.3.tabula) atrodams daudz plašāks kapitāla struktūru rādītāju klāsts.

1.3.tabula

Kapitāla struktūras rādītāji ārzemju publikācijās

Nr.	Autors	Kapitāla struktūras rādītājs
1	2	3
1	<i>R.A.Brealey, et al. (2006)</i>	Ilgtermiņa finanšu kapitāls / (ilgtermiņa finanšu kapitāls + pašu kapitāls)
2	<i>R.A.Brealey, et al. (2006)</i>	Ilgtermiņa finanšu kapitāls / pašu kapitāls
3	<i>R.A.Brealey, et al. (2006)</i>	Aizņemtais kapitāls / aktīvu kopsumma
4	<i>R.Pike, B.Neale (2005)</i>	Ilgtermiņa saistības / pašu kapitāls
5	<i>R.Pike, B.Neale (2005)</i>	Ilgtermiņa saistības / (ilgtermiņa saistības + pašu kapitāls)
6	<i>R.Pike, B.Neale (2005)</i>	Ilgtermiņa aizņemtais finanšu kapitāls / pašu kapitāls
7	<i>R.Pike, B.Neale (2005)</i>	Ilgtermiņa aizņemtais finanšu kapitāls / (ilgtermiņa aizņemtais finanšu kapitāls + pašu kapitāls)
8	<i>R.Pike, B.Neale (2005)</i>	Aizņemtais finanšu kapitāls / (aizņemtais finanšu kapitāls + pašu kapitāls)
9	<i>E.F.Brigham, J.F.Houston (2009)</i>	Aizņemtais finanšu kapitāls / aktīvu kopsumma
10	<i>A.Damodaran (2011)</i>	Aizņemtais finanšu kapitāls / (aizņemtais finanšu kapitāls + pašu kapitāls)
11	<i>D.Watson, A.Head (2013)</i>	Ilgtermiņa finanšu kapitāls / kopējais kapitāls
12	<i>D.Watson, A.Head (2013)</i>	Ilgtermiņa finanšu kapitāls / pašu kapitāls
13	<i>J.Berk, P.DeMarzo (2014)</i>	Aizņemtais finanšu kapitāls / pašu kapitāls
14	<i>J.Berk, P.DeMarzo (2014)</i>	Aizņemtais finanšu kapitāls / (aizņemtais finanšu kapitāls + pašu kapitāls)

Avots: autores veidota tabula

Pirmkārt, jāatzīmē, ka tikai trīs gadījumos aprēķinā tiek izmantota saistību kopsumma (3, 4, 5); pārējās 11 formulās tiek ņemts vērā tikai aizņemtais finanšu kapitāls, par kuru tiek veikti procentu maksājumi. Otrkārt, kā liecina 1.3.tabulas dati, tad tiek uzsvērti tieši ilgtermiņa aizņemtā finanšu kapitāla loma kapitāla struktūrā. Proti, trīs grāmatu autori atsevišķi izdala ilgtermiņa aizņemtā finanšu kapitāla īpatsvaru kopējā kapitālā vai tikai pašu kapitālā. Treškārt, tikai divos gadījumos formulas saucējā tiek izmantota bilances aktīvu kopsumma (3, 9). Pārējās formulās tiek izmantots pašu kapitāls vai kopējais kapitāls (kopējais kapitāls 1.3.tabulas kontekstā ir finanšu saistību un pašu kapitāla summa).

No augstāk minētā var izdarīt secinājumu, ka nepastāv vienota vērtējuma par labāko kapitāla struktūras rādītāju. Izrietoši arī empīriskos pētījumos zinātnieki izmanto dažādus kapitāla struktūras rādītāju (1.4.tabula).

1.4.tabula

Visbiežāk izmantotie kapitāla struktūras rādītāji empīriskos pētījumos

Kapitāla struktūras rādītājs	Pētījums (autors, publikācijas gads)
1	2
Aizņemtais finanšu kapitāls/kopējais finanšu kapitāls (aizņemtais + pašu)	<i>Белозеров, Никитюк, Николаева, Петрунина, Суханова</i> (2011), <i>Mukherjee un Mahakud</i> (2012), <i>Kokoreva un Stepanova</i> (2012), <i>Mangafic un Martinovic</i> (2015)
Aizņemtais finanšu kapitāls/kapitāla kopsumma	<i>Kaya</i> (2012), <i>Wu un Ogden</i> (2011), <i>Bulan un Yan</i> (2010), <i>Gill, Biger un Mathur</i> (2011), <i>Abu-Rub</i> (2012), <i>Kajananthan un Nimalthasan</i> (2013), <i>Cekrezi un Kukeli</i> (2013), <i>Serghiescu un Vaidean</i> (2014)
Aizņemtais kapitāls ² /kapitāla kopsumma	<i>Mohammed</i> (2013), <i>Aybar-Arias et al.</i> (2012), <i>Guo un Leinberger</i> (2012), <i>King un Mohammed</i> (2011), <i>Gill un Obradovich</i> (2012), <i>Mojtahedzadeh</i> (2011), <i>Vergas, Cerqueira un Brandao</i> (2015), <i>Acaravci</i> (2015)
Aizņemtais kapitāls/pašu kapitāls	<i>Collins, Clement, Funke</i> (2013), <i>Abu-Rub</i> (2012), <i>Kajananthan un Nimalthasan</i> (2013), <i>Acaravci</i> (2015)

Avots: autores veidota tabula

Daudzi pētnieki kapitāla struktūras formulas skaitītājā izmanto kopējo aizņemto kapitālu, lai gan tiek atzīts, ka šāda pieeja var sniegt pārvērtētu rezultātu. Pētnieku viedoklis dalās pat jautājumā par saucējā iekļaujamo pozīciju – pašu kapitāls vai kapitāla kopsumma. No augstāk minētā var izdarīt secinājumu, ka zinātnieku vidū nepastāv vienotas pieejas kapitāla struktūras rādītāju izmantošanā. Autore uzskata, ka rādītāju nepārdomāta izvēle var radīt nekorektus rezultātus un secinājumus. Turklāt, ja empīriskos pētījumos tiek izmantoti dažādi kapitāla struktūras rādītāji, tad to rezultāti nav salīdzināmi.

I.Velčs (*I.Welch, 2011*) norāda uz būtiskiem trūkumiem kapitāla struktūras pētījumos, kuros tiek izmantoti neatbilstoši rādītāji. Iepriekšminētais autors norāda, ka daudzos kapitāla struktūras empīriskos pētījumos tiek izmantots kapitāla struktūras rādītājs, kurš tiek

² Ar 'aizņemto kapitālu' šeit un turpmāk tiek apzīmēti visi uzņēmuma kreditori.

aprēķināts kā ilgtermiņa aizņemtā finanšu kapitāla un īstermiņa saistību kopsummas daļījums ar kapitāla bilances vai tirgus kopsummu. Šāds rādītājs neatspoguļo patieso stāvokli uzņēmuma kapitāla struktūrā, jo „īstermiņa saistībās” ir iekļauti gan maksājamie nodokļi, gan parādi piegādātājiem u.tml., kas nav parāds, par kuru jāmaksā procenti. Rezultātā krietni tiek pārvērtēts aizņemtā kapitāla īpatsvars uzņēmuma kapitāla struktūrā.

Iepriekšminētais autors ierosina turpmāk pētījumos izmantot kādu no sekojošiem diviem rādītājiem:

- a) Aizņemtā finanšu kapitāla īpatsvars kopējā finanšu kapitālā (aizņemtā finanšu kapitāla un pašu kapitāla kopsumma);
- b) Kopējo saistību īpatsvars kapitāla bilances (vai tirgus) kopsummā.

Pēc promocijas darba autores domām būtu atsevišķi jāizdala aizņemtais kapitāls, par kuru tiek maksāti procenti un aizņemtais kapitāls, par kuru netiek maksāti procenti. Tomēr jāpiezīmē, ka latviešu valodā nepastāv arī vienotas terminoloģijas attiecībā uz iepriekšminētajiem aizņemtā kapitāla veidiem. Publikācijās latviešu valodā tiek izmantoti tādi termini kā „kreditori”, „aizņemtais kapitāls” un „saistības”, kuri pēc būtības visbiežāk apzīmē vienu un to pašu – bilances pasīvu daļu. Jāatzīmē, ka angļu valodā dominē divi termini: „*liabilities*”, kas var tikt tulkots kā „saistības” un „*debt*”, kas var tikt interpretēts kā aizņemtais finanšu kapitāls, par kuru tiek veikti procentu maksājumi. Retāk angļu valodā publicētajos pētījumos tiek izmantoti arī tādi termini kā „*financial debt*” un „*non-financial liabilities*”, kuri pēc būtības apzīmē aizņemto finanšu kapitālu, par kuru tiek veikti procentu maksājumi un pārējās nefinanšu saistības.

Promocijas darba autore piedāvā sekojošu kapitāla struktūras terminu sadalījumu latviešu valodā. Saistības jeb aizņemtais kapitāls (*liabilities*), kuras var tikt sīkāk iedalītās kā:

- **Finanšu saistības (*debt, financial debt*);**
- **Nefinanšu saistības (*non-financial liabilities*)³.**

Turpmāk promocijas darba autore izmantos terminu „finanšu saistības”, lai apzīmētu aizņemto kapitālu, par kuru tiek veikti procentu maksājumi un „nefinanšu saistības”, analizējot aizņemto kapitālu, par kuru netiek veikti procentu maksājumi.

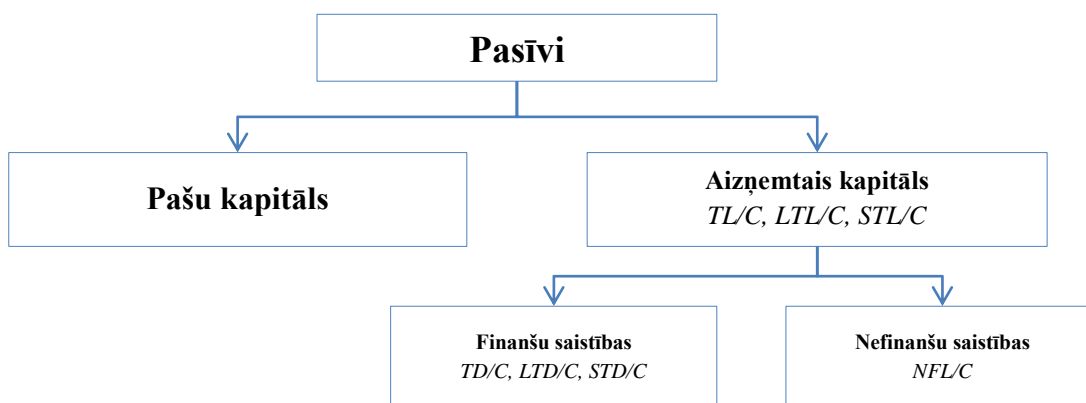
Promocijas darba empīriskajā daļā autore izmanto vairākus kapitāla struktūras rādītājus:

- Finanšu saistības / kapitāla kopsumma jeb TD/C (*total debt / total capital*);

³ Nosaukums ‘nefinanšu’ saistības nenozīmē, ka tās nav finanšu saistības. Komercsabiedrībai ir pienākums segt gan finanšu, gan nefinanšu saistības. Finanšu saistības no nefinanšu saistībām atšķiras ar to, ka par finanšu saistību izmantošanu ir nepieciešams veikt procentu maksājumus. Termins ‘nefinanšu saistības’ ir arī tiešs tulkojums no angļu valodas ‘*non-financial liabilities*’.

- Ilgtermiņa finanšu saistības / kapitāla kopsumma jeb LTD/C (*long-term debt / total capital*);
- Īstermiņa finanšu saistības / kapitāla kopsumma jeb STD/C (*short-term debt / total capital*);
- Kopējās saistības / kapitāla kopsumma jeb TL/C (*total liabilities / total capital*);
- Ilgtermiņa saistības / kapitāla kopsumma jeb LTL/C (*long-term liabilities / total capital*);
- Īstermiņa saistības / kapitāla kopsumma jeb STL/C (*short-term liabilities / total capital*);
- Nefinanšu saistības / kapitāla kopsumma jeb NFL/C (*non-financial liabilities / total capital*).

Iepriekšminētais kapitāla struktūras un to rādītāju iedalījums var tikt atspoguļots arī shematiski (1.4.att.). Visa aizņemtā kapitāla rādītāji ir TL/C, LTL/C un STL/C, kuru skaitītājā ir iekļauts aizņemtais kapitāls. Savukārt aizņemto kapitālu veido finanšu saistības un nefinanšu saistības.



1.4.att. Kapitāla struktūras rādītāju iedalījums

Avots: darba autores veidots attēls

Pirmkārt, tiek atsevišķi sadalītas kopējās finanšu saistības, ņemot vērā saistību izpildes termiņu: ilgtermiņa finanšu saistības un īstermiņa finanšu saistības. Šāda izvēle var tikt pamatota ar to, ka uzņēmuma ilgtermiņa un īstermiņa aizņemtā kapitāla piesaiste notiek, pamatojoties uz dažādiem argumentiem un mērķiem. Ilgtermiņa aizņemtais finanšu kapitāls parasti tiek piesaistīts, lai finansētu ilgtermiņa investīciju projektus, savukārt īstermiņa aizņemtais finanšu kapitāls tiek izmantots, lai nodrošinātu nepārtrauktu ikdienas darbību.

Otrkārt, lai pierādītu vienu no izvirzītajām tēzēm, darba autore analizē gan kopējo saistību, gan tikai finanšu saistību nozīmi kapitāla struktūrā. 1.4.tabulā apkopotais liecina, ka

empīriskos pētījumos plaši tiek izmantoti ļoti atšķirīgi kapitāla struktūras rādītāji. Tāpēc promocijas darba autore izmanto vairākus kapitāla struktūras rādītājus, lai pierādītu, ka iegūtie rezultāti būtiski atšķiras.

Treškārt, tiek analizēts arī nefinanšu saistību īpatsvars kopējā kapitāla kopsummā. Šo lēmumu var argumentēt ar to, ka iepriekšminētajos rādītājos tiek iekļautas tikai finanšu saistības, tomēr ir jāņem vērā, ka nefinanšu saistības arī ir daļa no uzņēmuma kapitāla struktūras. Nefinanšu saistības netiek sadalītas pēc termiņa, jo parasti nefinanšu saistības ir īstermiņa. Ilgtermiņa nefinanšu saistības identificējamās salīdzinoši reti un to īpatsvars kapitāla struktūrā ir relatīvi neliels.

Ceturtkārt, rādītāju saucējā tiek izmantots tikai kapitāla kopsumma. Praksē tiek izmantots arī pašu kapitāls vai kopējais finanšu kapitāls (finanšu saistību un pašu kapitāla summa). Taču jāatzīmē, ka pašu kapitāls var būt negatīvs un šāda situācija ir raksturīga arī Latvijas maziem un vidējiem uzņēmumiem. Tādēļ darba autore atsakās no pašu kapitāla izmantošanas saucējā. Arī kopējais finanšu kapitāls netiek izmantots līdzīga iemesla dēļ. Ja skaitītājā ir kopējās uzņēmuma saistības un pašu kapitāls ir negatīvs, tad būs novērota situācija, ka šis kapitāla struktūras rādītājs pārsniedz 1.

Noslēgumā var izdarīt slēdzienu, ka visbiežāk sastopamās problēmas ar kapitāla struktūras rādītājiem rodas no vienotas pieejas un metodikas trūkuma dēļ. Šādas pieejas neesamība apgrūtina kvalitatīvu empīrisku pētījumu veikšanu un salīdzināšanu. Tādēļ darba autore rekomendē izmantot 1.4.attēlā iekļauto kapitāla struktūras iedalījumu, kapitāla struktūras rādītājus un to apzīmējumus.

Pēc kapitāla struktūras un to rādītāju noteikšanas ir nepieciešams pāriet pie kapitāla struktūras ietekmējošo faktoru analīzes.

1.2.Kapitāla struktūru ietekmējošie faktori

Akadēmiķi un praktiķi ir vienprātis, ka atšķirīgām uzņēmumu grupām ir raksturīgas atšķirīgas kapitāla struktūras tendences un iezīmes. Piemēram, ir iespējams intuitīvi deducēt, ka lieliem uzņēmumiem kapitāla piesaisti ir veikt relatīvi vieglāk nekā maziem uzņēmumiem. Līdzīgu secinājumu varētu izdarīt arī nozaru griezumā. Piemēram, ražošanas uzņēmumiem ir sagaidāms augstāks aizņemtā kapitāla īpatsvars, jo var tikt iekļāti uzņēmuma aktīvi (iekārtas, mašīnas u.tml.). Savukārt ar IT jomu saistītiem jauniem uzņēmumiem varētu būt grūtības piesaistīt aizņemto kapitālu, jo trūkst nodrošinājuma un stabilas naudas plūsmas. Taču būtu jāņem vērā arī izaugsmes iespējas un perspektīvas, kā arī nākotnes projekti. Ņemot vērā tādu uzņēmumu kā *Facebook*, *Twitter* u.c. panākumus pēdējos desmit gados, nebūtu pārsteigums,

ja šobrīd šāda veida uzņēmumiem kapitāla piesaiste notiek ātri un lēti, jo investori un kreditori sagaida augstu atdevi nākotnē. Kopumā ir pamats uzskatīt, ka dažādu uzņēmumu kopām ir atšķirīgas kapitāla struktūras. Tādēļ promocijas darba autore šajā apakšnodaļā apskata kapitāla struktūras ietekmējošos faktorus, lai darba nākamajās nodaļās veikto analīzi varētu veikt, sadalot uzņēmumus attiecīgās grupās.

Zinātniskajā literatūrā atrodami daudzi pētījumi par kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru analīzi. Faktoru analīzei galvenokārt tiek izmantota korelācijas un regresijas analīze. Jāatzīmē, ka faktoru analīze tiek veikta, lai sasniegtu kādu no diviem mērķiem:

- 1) kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru identificēšana un to analīze;
- 2) kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru identificēšana, lai izdarītu secinājumus par atbilstību kapitāla struktūras kompromisa vai hierarhijas teorijai (1.5.tabula). Kapitāla struktūras teorijas detalizēti tiek analizētas darba 1.4.apakšnodaļā.

1.5.tabula

Uzņēmuma raksturlielumu sagaidāmās korelācijas ar aizņemtā kapitāla īpatsvaru kompromisa un hierarhijas teoriju kontekstā

Faktors	Kompromisa teorija	Hierarhijas teorija
1	2	3
Aktīvu struktūra	+	-
Uzņēmuma lielums	+	-
Likviditāte	+	-
Izaugsmes iespējas	-	+/-
Rentabilitāte	+	-

Piezīmes: "+" pozitīva korelācija, "-" negatīva korelācija.

Avots: autores veidota tabula

Var secināt no 1.5.tabulas datiem, ka kompromisa teorija prognozē pozitīvu korelāciju starp aizņemto kapitālu un aktīvu struktūru, uzņēmuma lielumu, likviditāti un rentabilitāti, savukārt tiek sagaidīta negatīva korelācija starp aizņemto kapitālu un uzņēmuma izaugsmes iespējām. Turpretim kapitāla struktūras hierarhijas teorijas ietvaros tiek sagaidīta negatīva korelācija ar aktīvu struktūru, uzņēmuma lielumu un rentabilitāti. Tāds faktors kā uzņēmuma izaugsmes iespējas uzrāda pretrunīgus rezultātus.

Aktīvu struktūra. Aktīvu struktūra var tikt uzskatīta arī kā par ķīlu, kuru var piedāvāt kreditoriem. Proti, ja aktīvu struktūrā ir liels pamatlīdzekļu īpatsvars, tad uzņēmums var piesaistīt vairāk aizņemto kapitālu. Tamdēļ kompromisa teorija sagaida pozitīvu sakarību starp aktīvu struktūru un kapitāla struktūru. No otras puses tiek argumentēts, ka uzņēmumu, kuriem ir mazāk taustāmu aktīvu bilancē, uzraudzības izmaksas ir parasti augstākas un šo uzņēmumu finanšu vadītāji izvēlēsies augstāku aizņemtā kapitāla īpatsvaru, lai samazinātu prēmiju un piemaksu patēriņu. Šāds arguments prognozē negatīvu korelāciju starp aktīvu struktūru un kapitāla struktūru hierarhijas teorijas kontekstā.

Empīriskos pētījumos kā aktīvu struktūras rādītājs tiek izmantots pamatlīdzekļu īpatsvars aktīvu struktūrā (*D.Mohammed, 2013; S.Mukherjee, J.Mahakud, 2012; C.Aybar-Arias, A.Casino-Martinez, J.Lopez-Gracia, 2012; L.Bulan, Z.Yan, 2010; C.Cotei, J.Farhat, B.Abugri, 2009; M. Dong et al., 2012; T.P.V. Le, D.N.Phung, 2013*), ilgtermiņa ieguldījumu īpatsvars aktīvu struktūrā (*A.S.King, I.Mohammed, 2011*) vai pamatlīdzekļu īpatsvars apgrozījumā (*O.S.Collins, A.A.Clement, A.R.Funke, 2013*).

Pēc promocijas darba autores domām pēdējā rādītāja – pamatlīdzekļu īpatsvars apgrozījumā – izmantošana ir nerekomendējama, jo neto apgrozījums var svārstīties daudz lielākā intervālā nekā aktīvu struktūra. Savukārt ilgtermiņa ieguldījumu īpatsvars aktīvu struktūrā var sniegt pārvērtētus rezultātus. Ilgtermiņa ieguldījumos ietilpst ne tikai uzņēmuma pamatlīdzekļi, bet arī nemateriāli ieguldījumi un finanšu ieguldījumi. Nemateriālo ieguldījumu vērtība bieži vien tiek noteikta izmantojot daudzus pieņēmumus un to ātra realizācija ir apšaubāma, tādēļ maz ticams, ka tā varētu interesēt kreditorus kā papildus ķīla. Tādēļ par labāku ir atzīstams pamatlīdzekļu īpatsvars aktīvu struktūrā.

Uzņēmuma lielums. Daudzi pētnieki argumentē, ka lielāki uzņēmumi ir vairāk diversificēti un tiem pastāv mazāks saistību nepildīšanas risks (*S.Titman, R.Wessels, 1988*). Tas nozīmē, ka ir pozitīva korelācija starp uzņēmuma lielumu un aizņemtā kapitāla īpatsvaru. No otras puses uzņēmuma lielums var tikt uzskatīts par informācijas asimetrijas rādītāju starp uzņēmumu un kapitāla tirgiem. Lieli uzņēmumi tiek vairāk uzraudzīti un tādējādi var palielināt pamatkapitālu. Tas ļauj secināt, ka hierarhijas teorijas kontekstā var sagaidīt negatīvu sakarību starp aizņemto kapitālu un lielumu, jo lieli uzņēmumi dod priekšroku pamatkapitālam nevis aizņemtajam kapitālam.

Uzņēmuma lielums parasti tiek mērīts, izmantojot aktīvu bilances kopsummu (*M.Dong et al., 2012; S.Mukherjee, J.Mahakud, 2012; V.Mojtahedzadeh, 2011; E.F.Fama, K.R.French, 2002; M.Z.Frank, V.K.Goyal, 2003; C.Cotei, J.Farhat, B.Abugri, 2009; E.Dudley, 2007; F.Sogorb-Mira, J.Lopez-Gracia, 2003; G.Kordestani, M.O.Najafi, 2008; A.S.King, I.Mohammed, 2011; S.Wu, J.P.Ogden, 2011, T.P.V. Le, D.N.Phung, 2013; A.Hovakimian, T.Opler, S.Titman, 2001; O.S.Collins, A.A.Clement, A.R.Funke, 2013; A.Gill, J.Obradovich, 2012; J.F.Caldeira, T.Loncan, 2014*) vai apgrozījumu (*D.Mohammed, 2013; C.Aybar-Arias, A.Casino-Martinez, J.Lopez-Gracia, 2012; E.Guo, G.Leinberger, 2012; H.D.Kaya, 2012; M.Z.Frank, V.K.Goyal, 2009; P.Singh, B.Kumar, 2008; S.Bagherzadeh, 2003; A.Adedeji, 2002; L.Bulan, Z.Yan, 2010; A.Cekrezi, A.Kukeli, 2013*).

Analizējot publicētos pētījumus par uzņēmuma lielumu, var secināt, ka šis jautājums tiek vairāk pētīts tikai pēdējos pāris gados. Līdzīgi kā ar kapitāla struktūras rādītājiem, tad arī attiecībā uz uzņēmumu lielumu tiek sākta diskusija par to kādu uzņēmuma lieluma rādītāju

izmantot modeļos. Piemēram, 2015.gadā publicētais pētījums (*F.Li, C.Dang, 2015*) uzsver, ka dažādu uzņēmuma lieluma rādītāju izmantošana rada atšķirīgus regresijas rezultātus. Iepriekšminētie autori apkopoja 100 pētījumu datus un analizēja trīs populārākos uzņēmuma lieluma rādītājus: aktīvu bilances kopsummu, apgrozījumu un pašu kapitāla tirgus vērtību. Aktīvu bilances kopsumma tiek izmantota 49 pētījumos, kamēr 20 gadījumos tiek pielietota pašu kapitāla tirgus vērtība, savukārt 16 pētnieku izmanto apgrozījumu. Pārējie pētījumi izmanto kādu citu rādītāju vai arī tiek izmantoti vairāki rādītāji.

Likviditāte. Ja uzņēmuma rīcībā ir vairāk likvīdi aktīvi, tad varētu apgalvot, ka to kapitāla struktūrā dominēs aizņemtais kapitāls. Iepriekšminētais var tikt pamatots ar argumentu, ka, samazinoties brīvai naudas plūsmai, uzņēmums varētu relatīvi ātri un lēti pārvērst naudā kādu no likvīdiem aktīviem. Tādējādi tiktu izpildītas saistības pret kreditoriem. Tajā pašā laikā jāatzīmē, ka šo faktoru varētu saistīt arī ar aktīvu struktūras argumentiem. Mazāks uzņēmuma likviditātes rādītājs nozīmē, ka aktīvu struktūrā dominē ilgtermiņa ieguldījumi – nekustamie īpašumi, mašīnas, iekārtas u.tml. Iepriekšminētais var kalpot kā nodrošinājums un izrietoši būtu sagaidāms augstāks aizņemtā kapitāla īpatsvars.

Empīriskos pētījumos likviditāti mēra, izmantojot kopējo likviditātes rādītāju (apgrozāmie līdzekļi / īstermiņa saistības) (*N.Sarlija, M.Harc, 2012; R.Kajananthan, S.Achcuthan, 2013; M.Masnoon, A.Saeed, 2014*).

Izaugsmes iespējas. M.C.Džensens un W.H.Meklings (*M.C.Jensen, W.H.Meckling, 1976*), kā arī S.C.Meijers (*S.C.Myers, 1977*) ir norādījuši, ka uzņēmumu vadītājiem, kuri izmanto aizņemtus līdzekļus, ir stimulēti veikt aktīvu aizstāšanu un par maz veikt investīcijas (*underinvestment*). No tā izriet kompromisa teorijas secinājums, ka uzņēmumi, kuriem ir lielākas izaugsmes iespējas, izmantos aizņemtus līdzekļus mazāk, jo tie ir motivēti izvairīties no aktīvu aizstāšanas, kas izriet no akcionāru-kreditoru konflikta. Kapitāla struktūras hierarhijas teorija nesniedz viennozīmīgus secinājumus par uzņēmuma izaugsmes iespējām. No vienas puses, hierarhijas teorija argumentē, ka pastāv pozitīva sakarība starp aizņemto kapitālu un izaugsmes iespējām. Iepriekšminētais tiek pamatots ar to, ka tiek piesaistīts aizņemtais kapitāls, ja investīcijas pārsniedz nesadalīto peļņu. No otras puses, hierarhijas teorija arī pierāda negatīvu korelāciju starp aizņemto kapitālu un uzņēmuma izaugsmes iespējām. Šāds secinājums balstās uz to, ka uzņēmumi, kuriem tiek prognozētas augstas izaugsmes iespējas, saglabā nelielu aizņemtā kapitāla apmēru, lai nākotnē izvairītos no investīciju finansēšanas no pamatkapitāla palielināšanas.

Izaugsmes iespējas parasti tiek mērītas, izmantojot apgrozījuma pieauguma tempu (*D.Margaritis, M.Psillaki, 2010; G.Cassar, S.Holmes, 2003*) vai aktīvu bilances kopsummas pieauguma tempu (*H.Degryse, P.Goeij, P.Kappert, 2010*).

Promocijas darba autore uzskata, ka šiem rādītājiem ir vairāki trūkumi. Pirmkārt, tie pēc savas būtības neatspoguļo uzņēmuma izaugsmes iespējas. Otrkārt, uzņēmuma izaugsmes iespējas ir vērstas uz nākotni, savukārt rādītāju aprēķināšanai tiek izmantoti pagātnes dati. Attiecībā uz izaugsmes iespējām, pēc darba autores domām, nav iespējams izmantot rādītājus, kuri tiek aprēķināti, izmantojot finanšu pārskatu datus.

Rentabilitāte. Kompromisa teorija prognozē, ka vairāk rentabli uzņēmumi būs ar augstāku aizņemtā kapitāla īpatsvaru. Iepriekšminētais tiek pamatots galvenokārt ar nodokļu ieguvumu no aizņemtā kapitāla izmantošanas. Kapitāla struktūras hierarhijas teorija pamato negatīvu korelāciju starp rentabilitāti un aizņemto kapitālu ar to, ka aizņemtais kapitāls pieaug, kad investīcijas pārsniedz iekšējos resursus un otrādi.

Zinātniskajā literatūrā tiek izmantoti vairāki rentabilitātes rādītāji, piemēram, ROE (*M.T.Adewale, O.B.Ajibola, 2013; J.F.Caldeira, T.Loncan, 2014; A.Cekrezi, A.Kukeli, 2013; M.Dong et al., 2012; M.Mohammadzadeh et al., 2013*), ROA (*A.Cekrezi, A.Kukeli, 2013; M.Mohammadzadeh et al., 2013; S.Mukherjee, J.Mahakud, 2012*), 3 gadu slīdošais vidējais ROA (*A.Hovakimian et al., 2001*), EBIT dalījums ar aktīviem (*A.S.King, I.Mohammed, 2011*) vai EBITDA dalījums ar aktīviem (*D.Mohammed, 2013; H.D.Kaya, 2012; C.Cotei, J.Farhat, B.Abugri, 2011; L.Bulan, Z.Yan, 2010*).

1.6.tabulā ir apkopoti iepriekšminēto kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru pētījumu rezultāti.

1.6.tabula

Kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru pētījumu rezultāti

Nr.	Publikācija	Aktīvu struktūra	Lielums	Likviditāte	Izaugsmes iespējas	Rentabilitāte
1	2	3	4	5	6	7
1	<i>W.S.Kim, E.H.Sorensen (1986)</i>				-	
2	<i>S.Titman, R.Wessel (1988)</i>		-			-
3	<i>G.R.Jensen, D.P.Solberg, T.S.Zorn (1992)</i>	+				+
4	<i>R.G.Rajan, L.Zingales (1995)</i>	+	+		-	-
5	<i>Y. Wiwattanakantang (1999)</i>		+		-	-
6	<i>L.Shyam-Sunder, S.C.Myers (1999)</i>	+				-
7	<i>L.Booth et al. (2001)</i>		+			
8	<i>I.M.Pandey (2001)</i>	-				
9	<i>R.W.Anderson (2002)</i>			+		
10	<i>V.K.Goyal, K.Lehn, S.Racic (2002)</i>	-	+		-	-
11	<i>E.F.Fama, K.R.French (2002)</i>					-
12	<i>M.Z.Frank, V.K.Goyal (2003, 2009)</i>					-
13	<i>F.Sogorb-Mira, J.Lopez-Gracia (2003)</i>				+	
14	<i>S.Bagherzadeh (2003)</i>					+
15	<i>J.Chen (2004)</i>	+	+		+	-
16	<i>E.Nivorozhkin (2005)</i>	-	+			-

1.6.tabulas turpinājums

Nr.	Publikācija	Aktīvu struktūra	Lielums	Likviditāte	Izaugsmes iespējas	Rentabilitāte
1	2	3	4	5	6	7
17	A.Kayhan, S.Titman (2007)	+	+		-	-
18	H.Sinayi (2007)					-
19	N.Delcours (2007)	+	-			-
20	J.Bartholdy, C.Mateus (2008)					-
21	A.Jong et al. (2008)		+			
22	G.Kordestani, M.O.Najafi (2008)					-
23	P.Singh, B.Kumar (2008)					-
24	I.Ramlall (2009)					+
25	V.Sibilkov (2009)			+		
26	M.L.Lipson, S.Mortal (2009)			-		
27	L.Bulan, Z.Yan (2009)					+
28	D.Datta, B.Agarwal (2009)					-
29	A.De Jong, M.Verbeek, P.Verwijmeren (2010)					+
30	C.Cotei, J.Farhat, B.Abugri (2011)	+	+		-	-
31	P.F.Alves, M.A.Ferreira (2011)		+			
32	M.Fruhvirth, M.Kabialka (2011)					+
33	V.Mojtahedzadeh (2011)		-			
34	J.Fan, S.Titman, G.J.Twitte (2012)	+	+		-	-
35	N.Sarlija, M.Harc (2012)			-		
36	M.Masnoon, A.Saeed (2014)			-		
37	B.Harrison, T.W.Widjaja (2014)	+	+	-	-	-
38	L.Serghiescu, V.Vaidean (2014)	-	+		-	-

Piezīmes: „+” pozitīva korelācija, „-” negatīva korelācija, tukša aile – nav pētīts / nav statistiski nozīmīga sakarība.

Avots: autores veidota tabula

Tādi faktori kā aktīvu struktūra, uzņēmuma lielums, likviditāte, izaugsmes iespējas un rentabilitāte dominē zinātniskajā literatūrā un empīriskajos pētījumos, taču ir vērts atzīmēt vēl dažus kapitāla struktūras faktoros.

Uzņēmuma vecums. Daudz ir pētīta arī sakarība starp uzņēmuma vecumu un kapitāla struktūru. Vairums pētījumu secina, ka aizņemtā kapitāla īpatsvars un uzņēmums vecums ir pozitīvi korelēti (I.Ramlall, 2009; P.Singh, B.Kumar, 2008; L.Bulan, Z.Yan, 2009; J.Bartholdy, C.Mateus, 2008; F.Sogorb-Mira, J.Lopez-Gracia, 2003; C.Mac an Bhaird, B.Lucey, 2010). Tas varētu būt saistāms ar sagaidāmo pozitīvo korelāciju starp uzņēmuma lielumu un vecumu.

Nozare. Nozares vidējais aizņemtā kapitāla īpatsvars var tikt izmantots kā paraugs un mēraukla nozares uzņēmumiem. Svarīga nozīme ir arī tam vai uzņēmums atrodas regulētā vai neregulētā nozarē, jo regulēto nozaru uzņēmumi parasti var tikt raksturoti ar stabilām naudas plūsmas un zemākām iespējamo finansiālo grūtību izmaksām (W.Bessler, W.Drobtz, R.Kazemieh, 2011).

Reitingi. Zinātniskajā literatūrā ir atrodami dažādi viedokļi attiecībā uz reitingu ietekmi uz kapitāla struktūru. No vienas puses uzņēmumiem ar investīciju reitingu ir vieglāk piesaistīt aizņemto kapitālu. Tādēļ šādiem uzņēmumiem tiek prognozēts augstāks aizņemtā kapitāla īpatsvars. Taču no otras puses reitinga esamība nozīmē zemāku informācijas asimetriju – ir pamats zemākam rādītājam (*W.Bessler, W.Drobtz, R.Kazemieh, 2011*).

Aizņemtā kapitāla tirgi un akciju tirgi. Atbilstoši tirgus laika teorijai (skat.1.4.apakšnodaļu) uzņēmumi piesaista vairāk aizņemto kapitālu, kad tā brīža aizņemtā kapitāla procentu likmes ir zemākas, ja salīdzina ar vēsturisko dinamiku (*C.B.Barry, S.C.Mann, V.T.Mihov, M.Rodriguez, 2008; B.J.Henderson, N.Jegadeesh, M.S.Weisbach, 2006*). Tirgus laika teorija arī prognozē, ka uzņēmuma vadošie speciālisti veiks aktīvu finansēšanas stratēģiju un palielinās pamatkapitālu pēc akciju cenas pieauguma (*W.Bessler, W.Drobtz, P.Pensa, 2008*).

Makroekonomikas apstākļi. Vairums pētnieku apstiprina, ka aizņemtā kapitāla īpatsvars ir pret-ciklisks (*H.Cho, R.W.Masulis, V.K.Nanda, 1993; M.Z.Frank, V.K.Goyal, 2009*), tikmēr daži atrod pierādījumus pro-cikliskumam (*M.Gertler, S.Gilchrist, 1993*). Kapitāla struktūras dinamiskā kompromisa teorija argumentē, ka uzņēmumi koriģē savu kapitāla struktūru, ja kādu šoku ietekmē tā ir tikusi mainīta. Piemēram, *W.Drobtz* un *G.Vanzenrīds* (*W.Drobtz, G.Wanzenried, 2006*), kā arī *D.O.Kuks* un *T.Tangs* (*D.O.Cook, T.Tang, 2010*) secināja, ka pielāgošanās ātrums ir ātrāks, ja tautsaimniecības prognozes ir pozitīvas.

Nodokļu likme. Kā jau tika secināts 1.1.apakšnodaļā, tad kapitāla struktūru būtiski ietekmē nodokļu politika. No vienas puses var izdarīt secinājumu, ka, palielinoties uzņēmuma ienākuma nodokļa (UIN) likmei, uzņēmumi piesaistīs papildus aizņemto kapitālu. No otras puses ir skaidrs, ka praksē uzņēmumi, it īpaši mazie un vidējie uzņēmumi, neveic būtiskas kapitāla struktūras izmaiņas, ja tiek mainīta UIN likme.

Baltijas valstu nodokļu sistēmas galvenās iezīmes attiecībā uz uzņēmuma ienākuma nodokli un iedzīvotāju ienākuma nodokli (IIN) (*Sorainen, 2015*):

- Igaunijas nodokļu likumdošanā ir paredzēts, ka rezidentu uzņēmumi nemaksā nodokli par nesadalīto vai reinvestēto peļņu. Uzņēmumi maksā UIN 20% apmērā, kad tiek pieņemts lēmums peļņu sadalīt dividendēs. Kapitāla pieauguma nodoklis sastāda 20%. Par saņemtajām dividendēm no Igaunijas uzņēmuma nav nepieciešams maksāt IIN.
- Latvijā UIN likme ir 15% no apliekamā ienākuma. Par saņemtajām dividendēm ir jāmaksā 10%, savukārt par kapitāla pieaugumu – 15%.

- Lietuvas uzņēmumu UIN likme ir 15% no apliekamā ienākuma. Gan kapitāla pieaugums, gan dividendžu maksājumi arī ir apliekami ar 15% nodokli.

1.7.tabulā apkopotas Baltijas valstu IIN un UIN likmju dinamika pēdējo 9 gadu periodā. Ņemot vērā iepriekšminēto un 1.7.tabulā iekļauto informāciju, var izdarīt vairākus secinājumus un identificēt iezīmes.

1.7.tabula

UIN un IIN likmes Baltijas valstīs no 2007.gada līdz 2015.gadam

IIN likme				UIN likme			
Gads	Igaunija	Latvija	Lietuva	Gads	Igaunija	Latvija	Lietuva
1	2	3	4	5	6	7	8
2007	22	25	27	2007	22	15	15
2008	21	25	27	2008	21	15	15
2009	21	25	24	2009	21	15	15
2010	21	23	15	2010	21	15	20
2011	21	26	15	2011	21	15	15
2012	21	25	15	2012	21	15	15
2013	21	25	15	2013	21	15	15
2014	21	24	15	2014	21	15	15
2015	20	23	15	2015	20	15	15

Avots: autoreis veidota tabula

Pirmkārt, Igaunijas nodokļu likmes no 2007.gada ir konsekventi vienādas, proti, izmaiņas UIN likmē ir vienādas ar IIN likmes izmaiņām. Līdzīga situācija šobrīd ir Lietuvā – gan UIN, gan IIN likmes 2015.gadā bija 15%. Taču Lietuvas gadījumā IIN likme 9 gadu periodā ir tikusi samazināta no 27% līdz 15%. Tikai Latvijā 2015.gada būtiski atšķiras uzņēmumu un iedzīvotāju ienākuma nodokļa likmes. Pie tam arī novērtētā periodā nav vērojama konverģence – UIN likme bija nemainīga, kamēr iedzīvotāju ienākuma nodokļa likme svārstījās no 23% līdz 26%. Saskaņā ar tradicionālo kapitāla struktūras teoriju (1.4.apakšnodaļa) nodokļu likme ietekmē aizņemtā kapitāla cenu, jo samaksātie procenti samazina ar uzņēmuma ienākuma nodokli apliekamo ienākumu. Tādēļ izriet, ka augstākas likmes gadījumā ir sagaidāms augstāks aizņemtā kapitāla īpatsvars. Šajā periodā tikai Igaunijā tika mainīta UIN likme; to samazinot no 22% līdz 20%. Latvijas uzņēmumu likme bija nemainīga un arī Lietuvas gadījumā likme bija konstanta 8 periodos. Taču jāatzīmē, ka Igaunijas UIN likmes samazinājums nav vērtējums kā būtisks (proti, samazinājums par 2 procentpunktiem 9 gadu periodā) un attiecīgi likmes ietekme uz kapitāla struktūru visdrīzāk ir nebūtiska.

Otrkārt, ir jāuzsver, ka Igaunijas nodokļu sistēmā attiecībā uz UIN un IIN ir būtiski atšķirīga no pārējām Baltijas valstīm. Latvijas un Lietuvas uzņēmumi maksā UIN 15% apmērā, savukārt iedzīvotāji par kapitāla pieaugumu un saņemtajām dividendēm arī maksā 15% (izņēmums ir par dividendēm Latvijā – 10%). Izriet, ka par vienu un to pašu vienību tiek samaksāts vispirms UIN un tad arī no saņemtajām dividendēm ir nepieciešams samaksāt

iedzīvotāju ienākuma nodokli. Savukārt Igaunijā ir izveidota unikāla nodokļu sistēma. 2014.gadā Igaunija bija 1.vietā starptautiskā nodokļu konkurētspējas indeksa rangā tabulā (www.taxfoundation.org). Būtiskākais arguments ir tieši UIN un IIN nodokļu piemērošana. Kā minēts iepriekš, tad Igaunijā UIN maksā tikai par peļņas daļu, kuru plāno izmaksāt dividendēs. Šī nodokļu sistēmas reforma stājās spēkā 2000.gadā (*L.Lehis, I.Klauson, H.Pahapill, E.Uustalu, 2008*). Savukārt par saņemtajām dividendēm nav jāmaksā iedzīvotāju ienākuma nodokli. Tādēļ Igaunijā nenotiek peļņas dubultā taksācija. Pie tam jāatzīmē, ka uzņēmuma ienākuma nodokļa likme un iedzīvotāju ienākuma nodokļa likme par kapitāla pieaugumu 2015.gadā ir vienāda – 20%.

Apkopot iepriekšminēto var secināt, ka uzņēmuma aizņemtā kapitāla kapacitāti un finanšu lēmumus ietekmē ne tikai tādi uzņēmuma raksturlielumi kā aktīvu struktūra, izaugsmes iespējas, rentabilitāte, uzņēmums lielums un vecums, bet arī tādi faktori kā uzņēmuma reitings un nozare. Vēl uzņēmuma kapitāla struktūru ietekmē ārējā vide, proti, gan pieejamie kapitāla tirgi, gan makroekonomikas apstākļi darbības valstī, gan arī nodokļu likumdošana. Taču kapitāla struktūru vēl ietekmē tādi valsts faktori kā, piemēram, uzņēmējdarbības tradīcijas un investoru aizsardzības mehānismi.

Valsts institucionālie faktori. Iepriekšējie pētījumi (*R. La Porta et al. 1997, 1998, 2000a, 2000b, 2002; A.Demirguc-Kunt, V.Maksimovic, 1999; F.Bancel, U.R.Mittoo, 2004*) pierāda, ka kapitāla struktūras lēmumus ietekmē ne tikai uzņēmuma faktori, bet arī valsts institucionālie faktori, kā, piemēram, tiesību sistēmas. Atšķirības valstu starpā var ietekmēt sakarības starp iespējamām finansiālo grūtību izmaksām un nodokļu ieguvumiem, kā arī informācijas asimetriju. Piemēram, valstis ar zemāku kreditoru un akcionāru aizsardzību – kontinentālās Eiropas tiesību sistēmas valstis – ir ar mazāk attīstītiem finanšu tirgiem un uzņēmumi daudz mazāk izmanto kapitāla tirgu, lai piesaistītu kapitālu.

Tiesību sistēmas tiek iedalītas divās grupās: anglosakšu tiesību sistēma (*common law*) un kontinentālās Eiropas tiesību sistēma (*civil law*). Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma izriet no franču, vāciešu un skandināvu likumiem. Šajā tiesību sistēmā ir vājākas juridiskās tiesības, salīdzinot ar anglosakšu tiesību sistēmu. R. La Porta u.c. (*R.La Porta et al., 1997, 1998*) klasificē valstis sekojoši: anglosakšu tiesību sistēmas valstīs raksturīga stipra investoru aizsardzība, franču kontinentālās tiesību sistēmas valstīs raksturīga visvājākā aizsardzība, kamēr skandināvu un vācu valstis ir pa vidu iepriekš minētajām valstu grupām.

Salīdzinot abu valstu grupas, var izdarīt dažādus secinājumus. Anglosakšu tiesību sistēmas valstīm ir raksturīgs lielāks ilgtermiņa aizņemtā kapitāla īpatsvars un mazāks īstermiņa aizņemtā kapitāla īpatsvars, ja salīdzina ar kontinentālās Eiropas tiesību sistēmas valstīm. Kontinentālās Eiropas tiesību sistēmas valstis arī vairāk paļaujas uz iekšējiem

resursiem, lai finansētu investīcijas, savukārt anglosakšu tiesību sistēmas valstis dod priekšroku ārējam finansējumam. Kopumā var izdarīt secinājumu, ka valstis ar stiprāku juridisko aizsardzību, vairāk aktīviem kapitāla tirgiem un augstākiem grāmatvedības standartiem uzlabo investoru uzticību vērtspapīru tirgiem. Šo faktoru ietekmē ārējs finansējums tiek izmantots vairāk.

C.Kotejs, J.Farhats un B.Abugri (*C.Cotei, J.Farhat, B.Abugri, 2011*) analizēja sakarības starp finansējuma piesaisti, informācijas asimetriju un juridiskām tradīcijām 37 valstīs laika periodā no 1990.gada līdz 2004.gadam (1.8.tabula).

1.8.tabula

Aizņemtā kapitāla rādītāji dažādās juridiskās sistēmās

Valsts	Sistēma	Kopējais aizņemtā kapitāla īpatsvars	Ilgtermiņa aizņemtā kapitāla īpatsvars	Īstermiņa aizņemtā kapitāla īpatsvars
1	2	4	5	6
Argentīna	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.339	0.161	0.178
Beļģija	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.275	0.139	0.136
Brazīlija	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.297	0.154	0.143
Čīle	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.268	0.157	0.111
Kīna	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.304	0.048	0.256
Dānija	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.271	0.140	0.131
Somija	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.247	0.151	0.097
Francija	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.239	0.119	0.120
Vācija	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.225	0.099	0.126
Griekija	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.301	0.134	0.167
Itālija	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.264	0.109	0.155
Japāna	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.289	0.113	0.176
Meksika	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.290	0.162	0.128
Nīderlande	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.267	0.144	0.123
Norvēģija	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.308	0.231	0.077
Filipīnas	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.290	0.133	0.157
Portugāle	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.315	0.151	0.164
Spānija	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.236	0.086	0.150
Zviedrija	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.218	0.135	0.083
Šveice	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.256	0.158	0.098
Taivāna	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.278	0.087	0.191
Turcija	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.237	0.086	0.151
Vidējais	Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.275	0.131	0.144
Austrālija	Anglosakšu tiesību sistēma	0.234	0.176	0.058
Hongkonga	Anglosakšu tiesību sistēma	0.225	0.105	0.12
Indija	Anglosakšu tiesību sistēma	0.313	0.214	0.099
Īrija	Anglosakšu tiesību sistēma	0.274	0.222	0.052
Izraēla	Anglosakšu tiesību sistēma	0.296	0.185	0.111
Malaizija	Anglosakšu tiesību sistēma	0.286	0.120	0.166
Jaunzēlande	Anglosakšu tiesību sistēma	0.310	0.254	0.056
Singapūra	Anglosakšu tiesību sistēma	0.228	0.109	0.119
Dienvīdāfrika	Anglosakšu tiesību sistēma	0.188	0.116	0.072
Taizeme	Anglosakšu tiesību sistēma	0.291	0.158	0.133
Lielbritānija	Anglosakšu tiesību sistēma	0.218	0.147	0.071
ASV	Anglosakšu tiesību sistēma	0.283	0.229	0.054
Vidējais	Anglosakšu tiesību sistēma	0.263	0.173	0.090

*Izlase sastāv no visiem nefinansu uzņēmumiem, kuri ir iekļauti WorldScope datubāzē no 1990. līdz 2004. gadam.
Avots: C.Cotei, J.Farhat, B.Abugri, 2011*

Iepriekšminētie autori testēja kapitāla struktūras hierarhijas un kompromisa teorijas, kā arī tirgus laika teoriju, izmantojot paneļdatus un regresijas analīzi. Kā liecina 1.8.tabulas dati, tad iepriekšminētie autori analizēja 22 kontinentālās Eiropas tiesību sistēmas valstis un 12 anglosakšu tiesību sistēmas valstis. Lai gan kopējais aizņemtā kapitāla īpatsvars būtiski neatšķiras abu valstu grupu vidū, tomēr kontinentālās Eiropas tiesību sistēmas valstīs izmanto mazāk ilgtermiņa un vairāk īstermiņa kapitālu, ja salīdzina ar anglosakšu tiesību sistēmas valstīm.

Jāpiebilst, ka dažādu tiesību sistēmu valstīs atšķiras ne tikai aizņemtā kapitāla īpatsvars, bet arī kapitāla struktūras teoriju empīriskie testi uzrāda atšķirīgus rezultātus. Piemēram, empīrisko pētījumu rezultāti pierāda, ka uzņēmumi anglosakšu tiesību sistēmas valstīs maina kapitāla struktūru ievērojami ātrāk nekā kontinentālās Eiropas tiesību sistēmas valstīs (C.Cotei, J.Farhat, B.Abugri, 2009). Līdzīgi secinājumi iegūti arī O.Oztekina un M.J.Flenerija (O.Oztekin, M.J.Flannery, 2010) pētījumā. Izmantojot 37 valstu izlasi, iepriekšminētie autori secina, ka anglosakšu tiesību sistēmas valstīs raksturīgs ātrāks pielāgošanās ātrums (27%), kam seko skandināvu (25%), vācu (22%) un franču (15%) tiesību sistēmas.

1.9. un 1.10.tabulās apkopoti C.Koteja, J.Farhata un B.Abugri (C.Cotei, J.Farhat, B.Abugri, 2011) pētījumu rezultāti par kapitāla struktūras kompromisa un hierarhijas teoriju atšķirībām dažādās tiesību sistēmas valstīs. Attiecībā uz kapitāla struktūras veidošanu dinamiskās kompromisa teorijas kontekstā var izdarīt secinājumu, ka nepastāv būtiskas atšķirības valstu grupās. Abu izlašu determinācijas koeficienti R^2 ir 0.190 un 0.210, savukārt pielāgošanās koeficienta starpība sastāda tikai 0.065 (anglosakšu tiesību sistēmas valstīs nedaudz ātrāk pielāgo savu kapitāla struktūru).

1.9.tabula

Kapitāla struktūras pielāgošanas koeficienti (α_1) dažādās juridiskās sistēmās

Sistēma	α_1	R^2
1	2	3
Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.307**	0.190
Anglosakšu tiesību sistēma	0.372**	0.210
Civil-Common	-0.072*	

Izlase sastāv no visiem nefinanšu uzņēmumiem, kuri ir iekļauti WorldScope datubāzē no 1990. līdz 2004.gadam.

** un * apzīmē, ka koeficients ir statistiski nozīmīgs ar 0.01 un 0.05 līmeni, attiecīgi.

Avots: C.Cotei, J.Farhat, B.Abugri, 2011

Līdzīgus secinājumus var izdarīt arī par kapitāla struktūras hierarhijas teorijas rezultātiem (1.10.tabula). Kontinentālās Eiropas tiesību sistēmas valstīs, kur tirgum ir raksturīga banku sistēma un kapitāla tirgi ir mazāk attīstīti, uzņēmumu informācija ir mazāk pieejama un izrietoši pastāv augstāka informācijas asimetrija.

Kapitāla struktūras hierarhijas koeficienti (α_2) dažādās juridiskās sistēmās

Sistēma	α_2	R^2
1	3	4
Kontinentālās Eiropas tiesību sistēma	0.231**	0.231
Anglosakšu tiesību sistēma	0.161*	0.239
Civil-Common	0.071**	

Izlase sastāv no visiem nefinanšu uzņēmumiem, kuri ir iekļauti WorldScope datubāzē no 1990. līdz 2004.gadam.

*** un * apzīmē, ka koeficients ir statistiski nozīmīgs ar 0.01 un 0.05 līmeni, attiecīgi.*

Avots: C.Cotei, J.Farhat, B.Abugri, 2011

Noslēgumā jāpiezīmē, ka vēl bez iepriekšminētajiem kapitāla struktūru ietekmējošiem faktoriem, pastāv vēl viens būtisks faktors – **uzņēmuma vadītāju finanšu lietpratība**. Uzņēmuma finanšu lēmumus pieņem uzņēmuma vadītājs. Lai gan ekonomikas teorijas atziņas bieži uzskata finanšu vadītāju par *Homo Economicus* jeb indivīdu, kura rīcībā ir visa nepieciešamā informācija un kurš var pieņemt racionālus lēmumus, tad tomēr ir skaidrs, ka praksē šāds finanšu vadītājs neeksistē. Ikdienā pieņemot kapitāla struktūras lēmumu, finanšu vadītājs balstās uz savām zināšanām, pieredzi un pieejamo informāciju. Tādējādi secināms, ka finanšu lēmumu pieņemšanas process nevar būt racionāls un kapitāla struktūras lēmumus ietekmē arī vadītāja iezīmes.

Šeit jāpiebilst, ka empīrisko pētījumu autori saskaras ar grūtībām tieši novērtēt vadītāja īpašības, jo tās nav tieši novērojamas. Daži zinātnieki ir pētījuši veidus kā definēt un izmērīt vadītāju īpašības (*U.Malmendier, G.Tate, J.Yan 2011; T.C.Campbell et al., 2009; I.Ben-David, J.R.Graham, C.R.Harvey, 2007*), lai gan jāatzīst, ka liela daļa rekomendē veikt aptaujas. Mazāk autoru apskata iespējamību veikt preses datu analīzi un izmantot grāmatvedības informāciju.

Empīrisko pētījumu rezultāti liecina, ka vairāk optimistiski vadītāji iesaistās neveiksmīgos uzņēmumu apvienošanās un pārņemšanas darījumos, izvairās no ārējiem kapitāla tirgiem, taču galu galā dod priekšroku aizņemtajam kapitālam nevis pašu kapitālam (*U.Malmendier, G.Tate, 2005a, 2005b*). Vairāki pētījumi ir apstiprinājuši, ka neliela neobjektivitāte un racionalitātes trūkums var pat palielināt uzņēmuma tirgus vērtību un īpašnieku bagātību. Piemēram, T.C.Kambels u.c. (*T.C.Campbell et al., 2009*) testēja A.M.Goela un A.V.Takora (*A.M.Goel, A.V.Thakor, 2008*) modeli, kurš paredz, ka mēreni pašpārliecināti vadītāji maksimizē uzņēmuma tirgus vērtību.

Attiecībā uz vadītāju īpašībām un to ietekmi uz kapitāla struktūru tiek pētīti arī tādi faktori kā rase (*F.C.Scherr et al., 1993; J.Hussain, H.Matlay, 2007; M.Salazar, 2007*), dzimums (*C.G.Brush, 1992; S.Carter, P.Rosa, 1998; R.J.Bolden, A.R.Nucci, 2000; S.Coleman, R.Cohn, 2000*), izglītība (*G.Cassar, 2004*), vecums (*C.A.Romano et al., 2001*), pieredze uzņēmējdarbībā (*S.Coleman, R. Cohn, 2000; G.Cassar, 2004*). Kā uzsver S.Kārteris

un P.Rosa (*S.Carter, P.Rosa, 1998*), tad, lai gan vadītāju faktori var ietekmēt finansējuma jautājumus, tie tomēr nav noteicošie.

Kopumā var secināt, ka uzņēmuma kapitāla struktūru un tās dinamiku ietekmē daudzi faktori un tos var apkopot divās grupās: ārējās vides faktori un iekšējie uzņēmuma faktori. Promocijas darba autore apkopo šajā apakšnodaļā pētītos faktoros 1.5.attēlā.



1.5. attēls. Kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru apkopojums

Avots: autores veidots attēls

Daudzus faktoros ir iespējams precīzi aprēķināt, analizēt un izdarīt secinājumus par tiem (piemēram, aktīvu struktūra). Taču uz doto brīdi uzņēmuma vadītāju ietekme uz kapitāla struktūru ir salīdzinoši maz pētīta un attiecīgi nav izstrādāta zinātniskajā literatūrā akceptējama metodoloģija. Specializētajā literatūrā un modeļos tiek uzskatīts, ka vadītājs ir racionāls un viņa rīcībā ir visa nepieciešamā informācija, taču ir vairāk nekā skaidrs, ka praksē šāds *Homo Economicus* neeksistē un vadītājam ir ārkārtīgi liela nozīme finansēšanas lēmumu pieņemšanas procesā. Turpmākajiem kapitāla struktūras pētījumiem vajadzētu vairāk pievērsties tieši vadītāja lomas izpētei un analīzei.

Nobeigumā, pamatojoties uz empīrisko pētījumu rezultātiem, var izdarīt secinājumu, ka lielākiem uzņēmumiem un uzņēmumiem ar augstu pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, ir raksturīgs augstāks aizņemtā kapitāla īpatsvars. Pētnieku viedoklis dalās jautājumā par rentabilitātes, likviditātes un izaugsmes iespēju korelāciju ar aizņemtā kapitāla īpatsvaru. Vairums pētnieku atbalsta secinājumu, ka aizņemtā kapitāla īpatsvars ir pretciklisks, un ka tas pieaug līdz ar uzņēmuma vecumu. Uzņēmumu finanšu vadītāji izmanto

labvēlīgos kapitāla tirgus nosacījumus un veic kapitāla piesaisti, ja attiecīgā tirgū ir novērojamas uzņēmumam labvēlīgas tendences. Kā pēdējos divus svarīgos kapitāla struktūras determinantus var minēt valsti un uzņēmuma vadītājus.

Pamatojoties uz šajā apakšnodaļā veikto analīzi, darba autore 2. un 3.nodaļā veic empīrisko analīzi, vispirms sadalot uzņēmumus valstu (biržas uzņēmumi) un nozaru grupās (Latvijas uzņēmumi). Iepriekšminētās valstu un nozaru grupas tiek sadalītas apakšgrupās, pamatojoties uz uzņēmuma lielumu. 2.4.apakšnodaļā tiek veikta arī atsevišķu kapitāla struktūras determinantu aprēķināšana un analīze – aktīvu struktūra, uzņēmuma lielums, likviditāte, rentabilitāte un uzņēmuma vecums. Iepriekšminētie faktori izvēlēti, jo tos ir iespējams kvantitatīvi izmērīt un novērtēt.

Pēc kapitāla struktūras rādītāju un ietekmējošo faktoru identifikācijas un analīzes nepieciešams turpināt ar diskusiju par darbības finanšu rezultātiem.

1.3. Komercesabiedrību darbības finanšu rezultātu metodoloģiskais pamats

Promocijas darba mērķis ir izpētīt kapitāla struktūras ietekmi uz komercesabiedrības darbības finanšu rezultātiem. Iepriekšējās apakšnodaļās darba autore ir pētījusi ar kapitāla struktūru saistītos aspektus, taču tagad ir nepieciešams arī definēt uzņēmuma darbības finanšu rezultātus. Jāatzīmē, ka Latvijā publicētajos izdevumos termins „uzņēmuma darbības finanšu rezultāti” netiek plaši vērtēts. Tikmēr ārvalstu pētnieku viedoklis šajā jautājumā – kādi rādītāji ir izmantojami kā uzņēmuma darbības finanšu rezultāti - dalās. Pastāv plašs finanšu koeficientu un rādītāju klāsts, taču nepastāv vienprātība pētnieku vidū par to, kuri rādītāji un koeficienti vislabāk parāda uzņēmuma darbības finanšu rezultātus.

Angļu valodā termins „uzņēmuma darbības finanšu rezultāti” tiek apzīmēts kā „*corporate financial performance*”. Angļu valodā publicētajos izdevumos ir maz pētījumu par to, kas būtu vislabāk izmantojams kā uzņēmuma darbības finanšu rezultātu mērs. Pēdējos gados ir tendence uzņēmuma finanšu rezultātus vērtēt kontekstā ar jautājumu par korporatīvo sociālo atbildību. Taču vairums pētījumu apskata empīriski kāda aspekta ietekmi uz finanšu rezultātiem, maz iedziļinoties metodoloģijas jautājumos.

Viens no Latvijas informācijas tehnoloģiju uzņēmuma ‘Lursoft’ piedāvātajiem pakalpojumiem ir uzņēmuma finanšu analīze. Pakalpojums ietver vairāku finanšu rādītāju aprēķināšanu un papildus tiek norādīts visu uzņēmumu vidējais un konkrētās nozares uzņēmumu vidējais rādītājs par noteikto periodu. Finanšu analīzes ietvaros tiek aprēķināti sekojoši rādītāji (informācija no www.lursoft.lv):

1. Likviditāte:
 - 1.1. Vispārējais apgrozāmo līdzekļu koeficients (*current ratio*) = apgrozāmie līdzekļi / īstermiņa parādi;
 - 1.2. Precīzais (stingrais) apgrozāmo līdzekļu koeficients = (agrozāmie līdzekļi – krājumi) / īstermiņa parādi;
 - 1.3. Brīvie apgrozāmie līdzekļi = apgrozāmie līdzekļi – īstermiņa parādi.
2. Aktivitātes analīze:
 - 2.1. Pircēju un pasūtītāju debeta apgrozījums = neto apgrozījums / debitori kopā;
 - 2.2. Vidējais iekasēšanas periods (dienas) = 365 / pircēju un pasūtītāju debeta apgrozījums;
 - 2.3. Apgrozāmo līdzekļu kustība = neto apgrozījums / apgrozāmie līdzekļi;
 - 2.4. Kopējo aktīvu apgrozījums = neto apgrozījums / kopējie aktīvi;
 - 2.5. Krājumu apgrozījums = pārdotās produkcijas ražošanas izmaksas / krājumi;
 - 2.6. Krājumu apgrozījuma periods (dienas) = 365 / krājumu apgrozījums.
3. Kapitāla struktūras analīze:
 - 3.1. Finanšu līdzsvara koeficients = kopējie aktīvi / pašu kapitāls;
 - 3.2. Parāds pret pašu kapitālu = kreditori / pašu kapitāls;
 - 3.3. Ilgtermiņa aktīvi pret pašu kapitālu = ilgtermiņa ieguldījumi / pašu kapitāls.
4. Ienesīguma (rentabilitātes) analīze:
 - 4.1. Bruto peļņas robeža = bruto peļņa vai zaudējumi / neto apgrozījums * 100%;
 - 4.2. Kapitāla atdeve = pārskata perioda peļņa vai zaudējumi pēc nodokļiem (tīrie ieņēmumi) / pašu kapitāls * 100%
 - 4.3. Aktīvu atdeve = pārskata perioda peļņa vai zaudējumi pēc nodokļiem (tīrie ieņēmumi) / aktīvu bilance * 100%;
 - 4.4. Ilgtermiņa ieguldījumu atdeve = pārskata perioda peļņa vai zaudējumi pēc nodokļiem (tīrie ieņēmumi) / ilgtermiņa ieguldījumi * 100% (*Lursoft, 2015*).

Centrālā statistikas pārvalde arī publicē komercsabiedrību finanšu analīzes rādītājus (gada datiem, NACE 2.red.):

- Saistību īpatsvars bilancē (gada beigās, reizes) = visi kreditori / bilances aktīvs;
- Īstermiņa saistību īpatsvars bilancē (gada beigās, reizes) = īstermiņa kreditori / bilances aktīvs;
- Saistības pret pašu kapitālu (gada beigās, reizes) = visi kreditori / pašu kapitāls;
- Kopējā likviditāte (gada beigās, reizes) = apgrozāmie līdzekļi / īstermiņa saistības;
- Absolūtā likviditāte (gada beigās, reizes) = (īstermiņa finanšu ieguldījumi + nauda) / īstermiņa kreditori;

- Visu aktīvu aprīte (reizes) = neto apgrozījums / bilances aktīvu vidējā vērtība;
- Komerčiālā rentabilitāte pēc nodokļiem (%) = peļņa vai zaudējumi pēc nodokļiem / neto apgrozījums;
- Ekonomiskā rentabilitāte pirms nodokļiem (%) = peļņa vai zaudējumi pirms nodokļiem / bilances aktīva vidējā vērtība;
- Ekonomiskā rentabilitāte pēc nodokļiem (%) = peļņa vai zaudējumi pēc nodokļiem / bilances aktīva vidējā vērtība;
- Finansiālā rentabilitāte pirms nodokļiem (%) = peļņa vai zaudējumi pirms nodokļiem / pašu kapitāla vidējā vērtība;
- Finansiālā rentabilitāte pēc nodokļiem (%) = peļņa vai zaudējumi pēc nodokļiem / pašu kapitāla vidējā vērtība (*LR CSP, 2015*).

Baltijas birža publicē faktu lapas par uzņēmumiem, kur tiek iekļauta tāda informācija kā akciju cenas dinamika, pārdošanas apjomi, dividendes, kā arī vairāki pārskatu dati un finanšu koeficienti:

- Peļņas vai zaudējumu aprēķina dati – apgrozījums, bruto peļņa, EBIT, tīrā peļņa;
- Bilances dati – pašu kapitāls, aizņemtālais kapitāls, aktīvu bilances kopsumma u.c.;
- Naudas plūsmas dati – pamatdarbības naudas plūsma, brīvā naudas plūsma;
- Koeficienti – peļņa uz vienu akciju, dividendes uz vienu akciju, ROA, ROE, ROIC (*return on invested capital*), P/E (*price/earnings*), P/S (*price/sales*), P/B (*price/book*) (*Baltijas birža, 2015*).

Kā pēdējo piemēru varētu minēt Londonas fondu biržas faktu lapā iekļautos rādītājus un koeficientus: P/E, P/S, P/B, PCF (*price to cash flow*), EV/EBITDA (*enterprise value/EBITDA*), pašu kapitāla atdeve, kapitāla struktūras rādītāji un dividenžu rādītāji (*London Stock Exchange, 2015*).

Var minēt vēl vairākus piemērus, bet promocijas darba autore uzskata, ka jau šie iepriekšminētie piemēri un rādītāji atklāj galvenās tendences praksē. Pirmkārt, vairāki avoti apskata kapitāla struktūru absolūtā vai relatīvā aspektā. Tādēļ tas vēl vienu reizi pierāda, ka kapitāla struktūra ir investoriem būtiska. Otrkārt, dominē dažādi rentabilitātes rādītāji – ROE, ROA, ROS u.c. Rentabilitāte neapšaubāmi ir svarīgs rādītājs investoru skatījumā. Taču jāatzīmē, ka pastāv ārkārtīgi plašs rentabilitātes rādītāju klāsts. Rādītāja skaitītājā var izmantot bruto peļņu, EBIT, EBITDA un neto peļņu. Savukārt saucējā var būt apgrozījums, vidējie aktīvi, vidējais pašu kapitāls, vidējie ilgtermiņa ieguldījumi u.c. Ņemot vērā, ka nav iespējams aprēķināt visus rādītājus, tad darba autore uzskata, ka ROE ir vairāk nozīmīgs nekā citi

rentabilitātes rādītāji. Šis rādītājs izmanto neto peļņu skaitītājā un vidējo pašu kapitālu saucējā. Tieši šī informācija ir investoriem būtiska – cik konkrētajā periodā uzņēmums ir nopelnījis pēc nodokļu un citu maksājumu veikšanas un kāda ir atdeve pret ieguldītajiem līdzekļiem.

Treškārt, uzmanība tiek pievērsta arī aktivitātes rādītājiem. Piemēram, LR Centrālā statistikas pārvalde publicē visu aktīvu aprites rādītāju, savukārt informācijas tehnoloģiju uzņēmums 'Lursoft' apskata gan krājumu, gan debitoru, gan kreditoru aprites rādītājus. Šie visi ir būtiski rādītāji, jo parāda cik ātri tiek atgūti debitoru parādi, cik ātri tiek atmaksāti kreditoru parādi un cik ātri uzņēmums pārdod krājumus. Taču to visu var apvienot vienā rādītājā – finanšu cikla ilgums. Izmantojot finanšu cikla rādītāju (debitoru aprites laiks + krājumu aprites laiks – kreditoru aprites laiks) iespējams ar vienu ciparu indikatīvi novērtēt cik efektīvi strādā uzņēmuma vadošie speciālisti. Tiek uzskatīts, ka īsāks cikls norāda uz labāku līdzekļu vadību. Protams, ka tikai viena aprites rādītāja izmantošana ir saistāma ar vairākam iespējamām problēmām un neprecizitātēm. Piemēram, finanšu cikla ilguma viena no aprēķina vienībām var būt ļoti īsa, savukārt otra – ļoti gara, bet rezultātā tiktu aprēķināts pieņemams vidējs rādītājs. Pie tam ir jāņem vērā noteiktie piegādātāju termiņi. Piemēram, kreditoru aprites rādītājs var būt relatīvi īss un nenorādīt uz problēmām, taču noteiktie samaksas termiņi var būt vēl īsāki. Taču kopumā ņemot, iepriekšminētās problēmās un nobīdes tomēr varētu būt raksturojamas kā nestandarta un tādēļ ir sagaidāms, ka uzņēmumu vidējam rādītājam būtu jāatspoguļo patiesais stāvoklis.

Ceturtkārt, kotēto uzņēmumu gadījumā biržas apskata arī naudas plūsmu. Baltijas birža faktu lapā iekļauj absolūtos rādītājus (pamatdarbības naudas plūsmu un brīvo naudas plūsmu), savukārt Londonas birža aprēķina naudas plūsmas koeficientus. Promocijas darba autore viennozīmīgi piekrīt, ka naudas plūsma ir ārkārtīgi nozīmīga, lai novērtētu uzņēmuma darbību. Peļņas vai zaudējumu aprēķins balstās uz vairākiem pieņēmumiem un pēc būtības neatspoguļo naudu uzņēmuma kontā. Var minēt vairākus argumentus: ieņēmumi tiek uzskaitīti preces pārdošanas brīdī, pārdotās produkcijas ražošanas izmaksas tiek uzskaitītas atbilstoši pārdotai precei, kā arī pārskata gada peļņu ietekmē nolietojums un amortizācija, kas neatspoguļo ienākošās vai izejošās naudas transakcijas. Savukārt naudas plūsmas pārskats uzskatāmi parāda cik naudas līdzekļu bija uzņēmuma kontā pārskata perioda sākumā un beigās, kā arī tiek uzskaitītas naudas pozīcijas. Tādēļ var argumentēt, ka naudas plūsmas pārskats satur būtisku informāciju un noteiktos apstākļos var sniegt ticamāku informāciju par uzņēmuma finanšu stāvokli un maksātspēju. Var minēt ASV uzņēmuma *Enron* bankrotu 2001.gadā – uzņēmuma gada pārskatos bija izcili ieņēmumu un peļņas dati, taču naudas plūsmas pārskati uzrādīja problēmas jau no 1997.gada (*B.G.Dharan, W.R.Bufkins, 2002*).

Nobeigumā arī jāpiebilst, ka no grāmatvedības perspektīvas ir daudz vieglāk manipulēt ar peļņas vai zaudējuma datiem, taču to pašu nav iespējams izdarīt ar naudas plūsmas pārskatiem. Tādēļ naudas plūsmu un tās koeficientus var uzskatīt par relatīvi labiem un būtiskiem uzņēmuma darbības finanšu rādītājiem.

Piektkārt, ir nepieciešams uzsvērt arī akcijas cenas nozīmi kotēto uzņēmumu gadījumā. Akcijas cena ir viens no investoru atdeves un peļņas avotiem. Investora atdeve ir pozitīva, ja izdodas pārdot akciju par augstāku cenu nekā tā tika iegādāta (neņemot vērā transakcijas izmaksas). Pie tam akcijas cena ir savā ziņā unikāls uzņēmuma darbības rādītājs. Visi iepriekšminētie rādītāji tiek iegūti no gada pārskata datiem, kuri savukārt tiek gatavoti vienu reizi gadā nekotēto uzņēmumu gadījumā, savukārt kotētie uzņēmumi finanšu pārskatus parasti iesniedz pēc katra ceturkšņa beigām. Tomēr jāatzīmē, ka gan gada, gan ceturkšņa pārskati tiek iesniegti ar nobīdi vairāku nedēļu un mēnešu garumā. Savukārt akcijas cena mainās daudz biežāk, taču to ietekmē ne tikai uzņēmuma finanšu rādītāji, bet arī vairāki citi kvalitatīvi rādītāji un procesi. Uzņēmuma vadītāju maiņa, jaunu inovatīvu projektu uzsākšanu, atklātās krāpšanas – tas viss relatīvi ātri atspoguļojas akcijas cenā. Te savukārt var uzreiz saskatīt arī trūkumus, proti, investoru pirkšanas un pārdošanas darījumi var nebalstīties tikai uz fundamentālo analīzi, bet gan arī uz psiholoģiskiem faktoriem. Akciju īpašnieki var sākt akciju pārdošanu, pamatojoties tikai uz baumām vai uz faktu, ka akciju pārdošanu veic citi. Neskatoties uz to akcijas cena tomēr ir būtisks indikatīvs uzņēmuma rādītājs. Baltijas birža faktu lapā norāda gan peļņu uz vienu akciju, gan dividendes uz vienu akciju. Baltijas un Londonas biržas aprēķina arī tādus koeficientus kā P/E, P/S un P/B.

K.Bermane, J.Naits un J.Keiss (*Berman, Knight, Case, 2013*) kā galvenos darbības finanšu rezultātus (no investoru perspektīvas) nosauc ieņēmumu pieauguma tempu, peļņu uz vienu akciju (EPS), peļņu pirms nodokļiem, procentiem, amortizācijas un nolietojuma (EBITDA), brīvo naudas plūsmu, kā arī ROE. Promocijas darba autore atbalsta finanšu koeficientu izmantošanu (ROE un EPS), bet finanšu rādītāju (ieņēmumi, peļņa un naudas plūsma) izmantošana būtu jāveic piesardzīgi.

Zinātniskajā literatūrā ir dažādi finanšu koeficientu grupēšanas veidi (1.11.tabula). Tradicionāli uzsvars tiek likts uz kapitāla struktūras, rentabilitātes, likviditātes un aprites rādītājiem. Jāatzīst, ka pēdējos 10-20 gados pētnieki uzsver naudas plūsmas rādītāju un vērtības rādītāju nozīmīgumu. Tomēr arī pēdējos gados izdotajās publikācijās dominē tradicionālais rādītāju iedalījums. Galvenokārt literatūrā, kura skata uzņēmuma tirgus vērtības jautājumus, ir atrodams lielāks akcents uz naudas plūsmas pārskatu un tā rādītājiem (*G.Chacko, C.L.Evans, 2014; B.S.Petitt, K.R.Ferris, 2013*).

Finanšu rādītāju grupēšanas veidi

Autors	Rādītāju iedalījums
1	2
<i>E.R.Muresan, P.Wolitzer (2004)</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Rentabilitātes rādītāji (bruto rentabilitāte, operatīvās darbības rentabilitāte, ROS, ROA, ROE) 2. Aprites rādītāji (krājumu aprite, krājumu apgrozījuma periods, vidējais iekasēšanas periods, pamatlīdzekļu aprite, visu aktīvu aprite) 3. Ilgtermiņa maksāspējas rādītāji / kapitāla struktūras rādītāji (saistības/aktīvi, ilgtermiņa aizņemtais finanšu kapitāls/pašu kapitāls, aktīvi/pašu kapitāls, ilgtermiņa finanšu aizņemtais kapitāls/(ilgtermiņa finanšu aizņemtais kapitāls + pašu kapitāls), u.c.) 4. Tirgus vērtības rādītāji / investīciju atdeves rādītāji (P/E rādītājs, dividenžu atdeve, akcijas bilances vērtība) 5. Īstermiņa maksāspējas rādītāji / likviditātes rādītāji (vispārējais apgrozāmo līdzekļu koeficients, precīzais (stingrais) apgrozāmo līdzekļu koeficients, absolūtās likviditātes koeficients)
<i>E.F.Brigham, J.F.Houston (2009)</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Likviditātes rādītāji (vispārējais apgrozāmo līdzekļu koeficients, precīzais (stingrais) apgrozāmo līdzekļu koeficients) 2. Aprites rādītāji (krājumu aprites rādītājs, krājumu apgrozījuma periods, pamatlīdzekļu aprites rādītājs, visu aktīvu aprites rādītājs) 3. Kapitāla struktūras rādītāji (aizņemtais finanšu kapitāls/aktīvi, procentu seguma koeficients = EBIT/procentu maksājumi) 4. Rentabilitātes rādītāji (operatīvās darbības rentabilitāte, ROS, ROA, ROE) 5. Tirgus vērtības rādītāji (P/E rādītājs, akcijas bilances vērtība)
<i>K.Berman, J.Knight, J.Case (2013)</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Rentabilitātes rādītāji (bruto rentabilitāte, ROS, ROE, ROA) 2. Kapitāla struktūras rādītāji (saistības/pašu kapitāls, procentu seguma koeficients) 3. Likviditātes rādītāji (vispārējais apgrozāmo līdzekļu koeficients, precīzais (stingrais) apgrozāmo līdzekļu koeficients) 4. Aprites rādītāji (pamatlīdzekļu aprite, visu aktīvu aprite, vidējais iekasēšanas periods, krājumu apgrozījuma periods, kreditoru parādu aprites periods)
<i>G.Chacko, C.L.Evans (2014)</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Rentabilitātes rādītāji (ROE, ROA, ROS, visu aktīvu aprite) 2. Kapitāla struktūras rādītāji (saistības/aktīvi, saistības/pašu kapitāls, aktīvi/pašu kapitāls, procentu seguma koeficients = (peļņa pirms nodokļiem + procentu izdevumi)/procentu izdevumi) 3. Likviditātes rādītāji (vispārējais apgrozāmo līdzekļu koeficients, precīzais (stingrais) apgrozāmo līdzekļu koeficients) 4. Aprites rādītāji (vidējais iekasēšanas periods, krājumu apgrozījuma periods, kreditoru parādu aprites periods).
<i>J.Berk, P.DeMarzo (2014)</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Rentabilitātes rādītāji (bruto rentabilitāte, operatīvās darbības rentabilitāte, ROS) 2. Likviditātes rādītāji (vispārējais apgrozāmo līdzekļu koeficients, absolūtās likviditātes koeficients) 3. Darba kapitāla rādītāji (krājumu aprites rādītājs, kreditoru parādu aprites periods, vidējais iekasēšanas periods) 4. Procentu seguma rādītāji 5. Kapitāla struktūras rādītāji (aizņemtais finanšu kapitāls/pašu kapitāls, aizņemtais finanšu kapitāls/(pašu kapitāls + aizņemtais finanšu kapitāls), neto aizņemtais finanšu kapitāls = aizņemtais finanšu kapitāls – (nauda + īstermiņa finanšu ieguldījumi)) 6. Vērtības rādītāji (P/E rādītājs) 7. Investīciju atdeves rādītāji (ROE, ROA, ROIC)

Avots: darba autore veidota tabula

Pamatojoties uz 1.11.tabulas datiem, var izdarīt secinājumu, ka zinātniskajā literatūrā ir pieņemts tradicionāli finanšu rādītājus klasificēt 4 grupās: kapitāla struktūras rādītāji, rentabilitātes rādītāji, aprites rādītāji un likviditātes rādītāji. Tādēļ promocijas darba autore, veicot izpēti un pieņemot lēmumu par dažādu finanšu rādītāju izmantošanu, balstījās uz iepriekšminēto 4 grupu klasifikāciju. Viens vai divi finanšu rādītāji nevarētu visaptveroši un

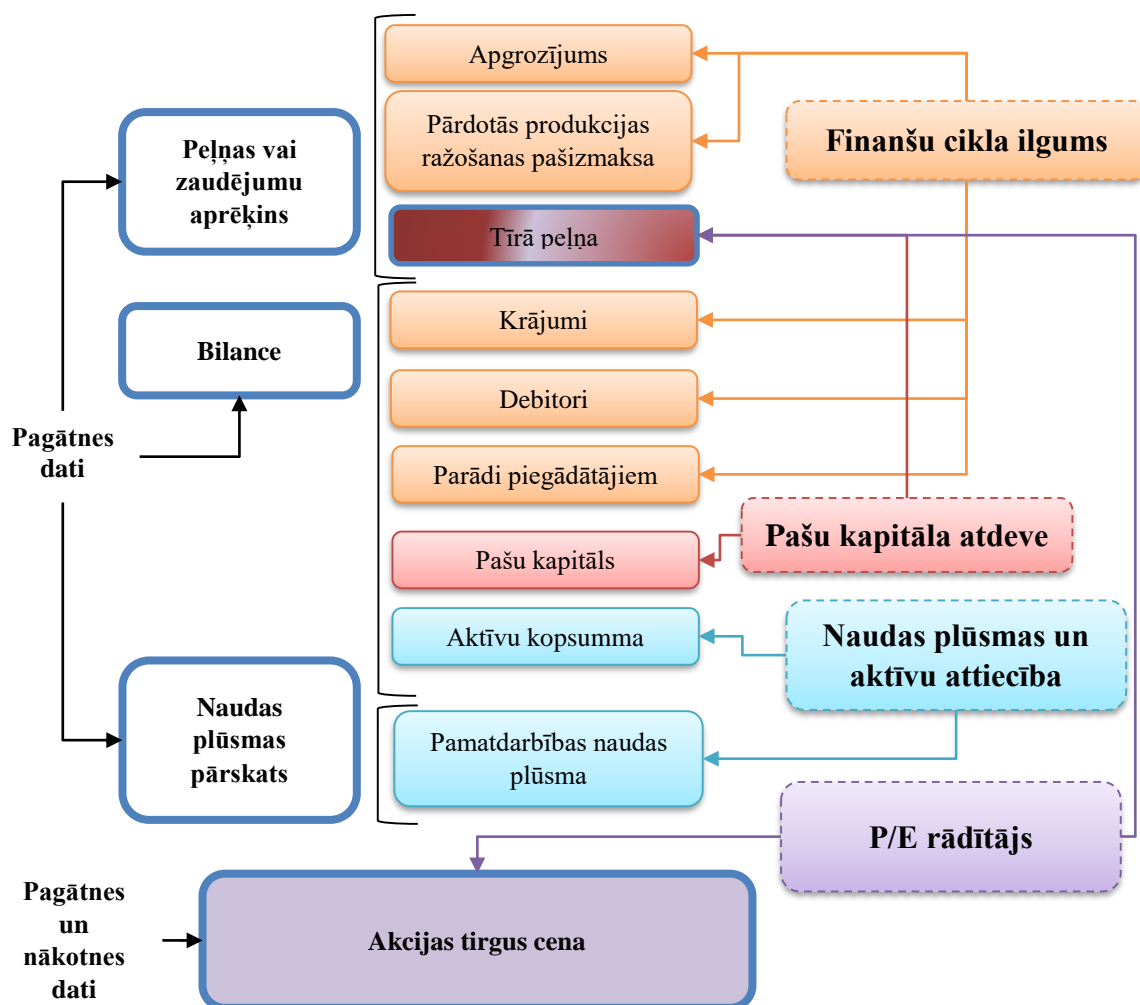
kvalitatīvi raksturot komercsabiedrības darbību. Turpretim nebūtu racionāli izmantot arī lielu skaitu finanšu rādītāju. Pirmkārt, starp daudziem finanšu rādītājiem ir sagaidāma augsta korelācija, ja skaitītājā vai saucējā tiek izmantota kāda kopīga peļņas vai zaudējuma aprēķina, bilances vai naudas plūsmas pārskata pozīcija. Piemēram, ROS, ROA un ROE aprēķinā tiek izmantota tīrā peļņa no peļņas vai zaudējuma aprēķina, dažādu likviditātes rādītāju aprēķinā tiek iekļautas īstermiņa saistības un tamlīdzīgi. Otrkārt, dažādi finanšu rādītāji var sniegt atšķirīgas norādes par komercsabiedrības finanšu stāvokli un izrietoši var tikt iegūti pretrunīgi secinājumi un priekšlikumi. Piemēram, likviditātes rādītāji var norādīt uz nepieciešamību samazināt saistības un palielināt pašu kapitālu, kas rezultātā var samazināt pašu kapitāla atdevi.

Tāpēc ir pamatojama promocijas darba autores izvēle izmantot četrus finanšu rādītājus kā galvenos komercsabiedrības darbības finanšu rezultātu mērus: pašu kapitāla atdevi (ROE), finanšu cikla ilgums, P/E rādītājs, naudas plūsmas un aktīvu attiecība (NPA).

1.6.attēlā iekļauti izvēlētie komercsabiedrības darbības finanšu rezultāti un to aprēķinā izmantojamie dati no finanšu pārskata dokumentiem (peļņas vai zaudējumu aprēķins, bilance, naudas plūsmas pārskats). Promocijas darba autore uzskata, ka ir būtiski izvēlēties tādu finanšu rezultātu mērus, kuri iegūti, izmantojot datus no visiem iepriekšminētajiem dokumentiem. Tomēr ir jāņem vērā, ka bilances, peļņas vai zaudējumu aprēķins un naudas plūsmas pārskats sniedz informāciju par komercsabiedrības stāvokli pagātnē. Savukārt var uzskatīt, ka akcijas tirgus cenā ir iekļauta gan pagātnes informācija, gan arī investoru gaidas attiecībā uz komercsabiedrības nākotnes perspektīvām.

Autores izvēlētie četri darbības finanšu rezultāti pārstāv gan pagātnes datus (peļņas vai zaudējumu aprēķins, bilance un naudas plūsmas pārskats), gan arī pagātnes un nākotnes datus (akcijas tirgus cena). Finanšu cikla ilgums tiek aprēķināts, izmantojot peļņas vai zaudējuma aprēķina (apgrozījums, pārdotās produkcijas ražošanas pašizmaksa) un bilances (krājumi, debitori, parādi piegādātājiem) datus. Pašu kapitāla atdeves aprēķinā tiek izmantoti peļņas vai zaudējuma aprēķina (tīrā peļņa) un bilances dati (pašu kapitāls). Savukārt naudas plūsmas un aktīvu attiecība (NPA) tiek aprēķināta, pamatojoties uz bilances (aktīvu kopsumma) un naudas plūsmas pārskata datiem (pamatdarbības naudas plūsma). Visbeidzot P/E rādītāja aprēķinā tiek izmantota tīrā peļņa no peļņas vai zaudējumu aprēķina un akcijas tirgus cenas dati. Tīrā peļņa tiek izmantoti divu darbības finanšu rezultātu aprēķinā – pašu kapitāla atdevi un P/E rādītājs. Ņemot vērā iepriekšminēto, promocijas darba autore uzskata, ka izvēlētie četri darbības finanšu mēri sniedz informāciju gan par pagātnes rezultātiem, gan arī par nākotnes

perspektīvām un tiek pietiekami izmantoti dati no peļņas vai zaudējuma aprēķina, bilances un naudas plūsmas pārskata.

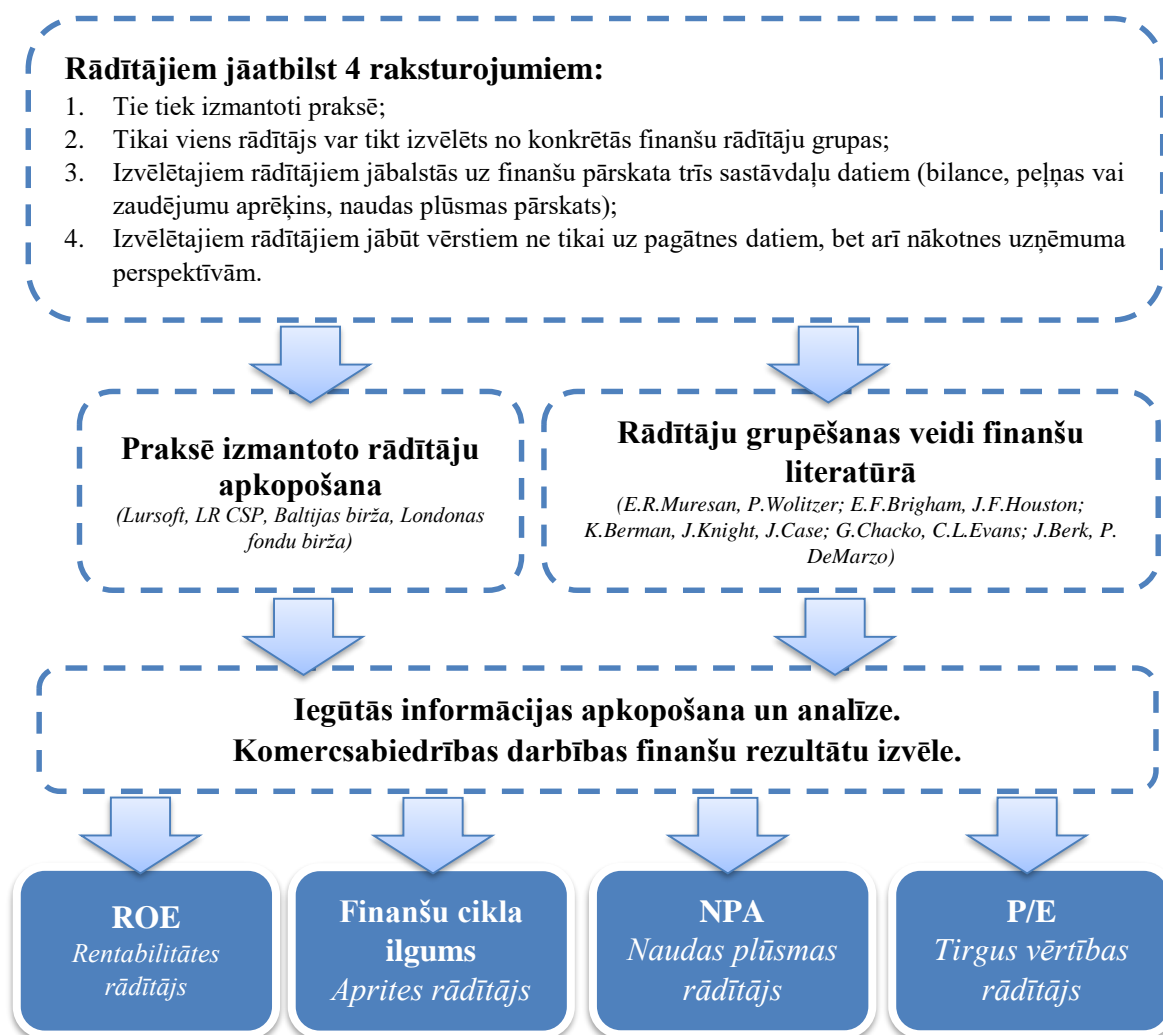


1.6. attēls. Komercsabiedrību darbības finanšu rezultāti gada pārskata kontekstā

Avots: autorei veidots attēls

1.7.attēlā ir apkopota komercsabiedrību finanšu rezultātu izvēles pamatojums un metodoloģija. Vispirms tika definētas vadlīnijas, kurām būtu jāatbilst izvēlētajiem darbības finanšu rezultātiem. Pirmkārt, izvēlētajiem rādītājiem vairāk vai mazāk jābūt izmantojamiem praksē. Šādam nosacījumam pilnā mērā atbilst pašu kapitāla atdeve (ROE) un P/E rādītājs. Savukārt attiecībā uz finanšu cikla ilgumu var minēt, ka praksē vairāk izmantojami tā atsevišķo sastāvdaļu dati (kreditoru aprīte, debitoru aprīte un krājumu aprīte). Tāpat arī naudas plūsmas un aktīvu attiecība (NPA) nav plaši atspoguļota biržas uzņēmumu rezultātu apkopojumos, tomēr tā vietā biežāk tiek izmantoti naudas plūsmas absolūtie rādītāji. Tādēļ var uzskatīt, ka visi četri izvēlētie darbības finanšu rezultāti atbilst pirmajam nosacījumam. Otrkārt, promocijas darba autore ieskatā nav racionāli izmantot vairākus rādītājus no vienas finanšu rādītāju grupas (piemēram, no rentabilitātes rādītāju grupas izvēloties ROE un ROS),

tāpēc tiek ieviests viena rādītāja ierobežojums. Treškārt, izvēlētajiem rādītājiem kvalitatīvi jāatspoguļo komercsabiedrību finanšu stāvoklis, tāpēc rādītāju aprēķināšanai ir nepieciešams izmantot peļņas vai zaudējumu aprēķina, bilances un naudas plūsmas pārskata datus. Ceturtkārt, būtisks nosacījums ir arī tas, ka vismaz kādam rādītājam ir jāatspoguļo ne tikai pagātnes dati, bet jāsniedz informācija arī par nākotnes perspektīvām.



1.7.attēls. Komersabiedrību darbības finanšu rezultātu izvēles konceptuālais modelis

Avots: autore veidots attēls

Atbilstoši 1.posmā noteiktajām prasībām, 2.posmā tika veikta datu apkopošana: tika analizēti praksē izmantojamie darbības finanšu rezultāti, kā arī veikts finanšu literatūrā definēto finanšu rādītāju klasifikācijas novērtējums. 3.posmā pētījuma autore apkopoja iegūtos datus un veica darbības finanšu rezultātu izvēli, pamatojoties uz iepriekš definētajām prasībām.

Lai gan daudzi autori un pētnieki izdala atsevišķi arī kapitāla struktūras rādītāju grupu, tomēr darba autore neizmanto nevienu rādītāju no šīs grupas kā darbības finanšu rezultātu.

Kapitāla struktūras rādītāji pēc būtības sniedz informāciju par komercsabiedrības finansējuma avotiem un tie tieši nenorāda uz uzņēmuma darbības rentabilitāti un efektivitāti. Pie tam promocijas darba mērķis ir saistāms ar kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem un nebūtu loģiski un pamatoti pētīt kāda viena kapitāla struktūras rādītāja ietekmi uz kādu citu kapitāla struktūras rādītāju.

No rentabilitātes rādītāju grupas tika izvēlēta pašu kapitāla atdeve. Tikmēr finanšu cikla ilgums raksturo gan aprites rādītājus, gan arī likviditātes rādītājus. Finanšu cikla ilguma aprēķina sastāvdaļas iekļauj dažādus aprites rādītājus (cik ātri apriņķi, debitoru un kreditoru parādi). Reizē finanšu cikla ilgums var norādīt uz problēmām attiecībā uz likviditāti, ja debitoru parādu atmaksa notiek ļoti lēni, bet kreditori samaksu pieprasa ātri.

Visbeidzot tika pieņemts lēmums iekļaut arī rādītājus, kuri raksturotu uzņēmuma tirgus vērtību un naudas plūsmu. Tā kā no gada pārskata datiem ārējam lietotājam ir praktiski neiespējami precīzi noteikt uzņēmuma fundamentālo jeb patieso vērtību, tad pētījuma ietvaros tiek izmantots tirgus vērtības mērs – P/E rādītājs. Jāatzīmē, ka literatūrā nav daudz relatīvo naudas plūsmas rādītāju, lai gan tā nozīme pēdējos 10-20 gados ir būtiski pieaugusi. Tāpēc tiek izmantots koeficients, kurš raksturo naudas plūsmas un aktīvu attiecību (jeb cik uz vienu aktīvu vienību ir ģenerēta naudas plūsma).

Turpmākajās apakšnodaļās lappusēs tiek pētīta šo četru darbības finanšu rezultātu aprēķina kārtība un empīriskos pētījumu rezultāti.

Pašu kapitāla atdeve (*return on equity, ROE*)

Liela daļa autoru ir vienprātis, ka uzņēmuma darbības finanšu rezultātu vislabāk raksturo rentabilitātes rādītāji. Tā, piemēram, empīriskos pētījumos kā uzņēmuma darbības finanšu rezultāts tiek izmantots ROA (*S. Berman et al., 1999; J.Choi, H.Wang, 2009*), ROE (*L.Preston et al.,1997; B. Agle et al., 1999*), ROS (*S. Graves et al., 1999; S.Callan, J.Thomas, 2009*), kā arī bruto rentabilitāte (*S.Ogden, R.Watson, 1999; E.Hamman et al., 2009*). Retāk tiek izmantoti tādi rādītāji kā neto apgrozījuma pieauguma temps (*L.Mahoney et al.,2008; H.Fauzi et al., 2009*), Tobina Q rādītājs (*J.Choi, H.Wang, 2009; C. Rose, 2007*). Taču ir arī pētījumi, kuru rezultāti liecina, ka rentabilitātes rādītājiem ir svarīga loma uzņēmuma darbības finanšu rezultātu kontekstā, taču ne galvenā. Piemēram, zinātnieku grupa 1995.gadā veica vērtspapīru analītiķu aptauju par viņu uzskatiem attiecībā uz finanšu rādītājiem (*K.Matsumoto, M.Shivaswamy, J.P.Hoban, 1995*). Tika secināts, ka izaugmes rādītāji ir visnozīmīgākie, kuriem seko tirgus vērtības mēri, savukārt rentabilitātes rādītāji ierindojās tikai trešajā vietā. Jāatzīmē, ka par svarīgiem tika atzīti arī tādi rādītāji kā EPS un

finanšu svira. Turklāt, kā uzsver iepriekšminētā pētījuma autori, rezultāti būtiski atšķirās starp tirdzniecības un ražošanas uzņēmumiem.

Nepieciešams atzīmēt, ka jau 20.gadsimta 90.gados finanšu analītiķi, uzņēmumu vadītāji, pētnieki u.c. atzina, ka rentabilitātes un citi koeficienti, kuri ir aprēķināti, pamatojoties uz grāmatvedības datiem, ir neatbilstoši, lai varētu novērtēt uzņēmuma darbību. Tomēr nedaudz paradoksāli ir tas, ka pirms dažiem gadiem veiktās finanšu vadītāju aptaujas rezultāti norāda, ka nav notikusi iepriekš prognozētā pāreja no rentabilitātes rādītājiem uz jauniem rādītājiem, kuri spētu labāk novērtēt uzņēmuma darbību (*D.Venanzi, 2010*). Lai gan zinātnieki publicē pētījumus, kuros argumentē, ka labāk izmantojami nevis peļņas rādītāji un koeficienti, bet, piemēram, naudas plūsma vai uzņēmuma tirgus vērtība, tomēr saskaņā ar finanšu vadītāju aptaujas datiem joprojām par svarīgāko uzņēmuma darbības finanšu rezultātu uzskata peļņu (*J.R.Graham et al., 2005*). Peļņas rādītāju un koeficientu – konkrēti ROE - izmantošana tiek argumentēta sekojoši:

- Pastāv milzīgs finanšu rādītāju un koeficientu klāsts, savukārt investoriem ir nepieciešams vienkāršs un skaidrs rādītājs, kurš raksturotu uzņēmuma rezultātus, būtu viegli saprotams un kuru varētu salīdzināt ar citiem uzņēmumiem. ROE izpilda visu iepriekšminēto;
- ROE rādītājs tiek visplašāk atspoguļots medijos;
- Kā par galveno darbības rādītāju uzskatot vienu skaitli, ir relatīvi vienkārši veikt rādītāja prognozēšanu.

Tādējādi secināms, ka par vienu no uzņēmuma darbības finanšu rezultātu mēriem būtu jāizmanto kāds rentabilitātes rādītājs. Taču šeit jāpiebilst, ka pastāv vairāki rentabilitātes rādītāji un koeficienti.

ROS tiek aprēķināts kā procentuāli izteikts neto peļņas un apgrozījuma dalījums. Taču kā atzīst vairāki autori, tad visvieglāk manipulēt ir tieši ar apgrozījuma datiem (*K.Berman, J.Knight, J.Case, 2013*), tādēļ ROS var neatpoguļot patieso situāciju. Savukārt ROA norāda, cik procentuāli liela peļņa tiek atgriezta no katras uzņēmuma investētās naudas vērtības. Atšķirībā no citiem rentabilitātes rādītājiem ROA atsevišķās situācijās var būt pārāk augsts. ROA, kurš ir ievērojami augstāks par nozares vidējo rādītāju, var norādīt uz to, ka uzņēmums neatjauno savu aktīvu bāzi, t.i., nepērk jaunas mašīnas un iekārtas. ROA var būt arī mākslīgi paaugstināts, apzināti samazinot aktīvu bāzi. Kā piemēru var minēt ASV uzņēmumu *Enron*, kura bija septītā lielākā ASV kompānija un kuras bankrots 2001.gadā bija lielākais valsts vēsturē. Uzņēmuma aktīvi tika pārdoti saistītiem uzņēmumiem (šo uzņēmumu īpašnieki bija *Enron* finanšu direktors un citi augstākā līmeņa vadītāji), kā rezultātā ieņēmumi no šo aktīvu pārdošanas palielināja peļņu, savukārt aktīvi tika samazināti. Uzņēmuma ROA rādītājs

sniedza labus rezultātus, taču to pašu nevar apgalvot par pašu uzņēmumu kopumā (K.Berman, J.Knight, J.Case, 2013).

Pašu kapitāla atdeve sniedz informāciju par peļņu, kuru uzņēmums iegūst uz katru pašu kapitālā investēto naudas vienību. ROE nenorāda uz to, cik lieli naudas resursi tiks atgriezti akcionāriem, jo tas ir atkarīgs no dividenžu lēmumiem un akciju cenas dinamikas. Tajā pašā laikā ROE indikatīvi norāda uz to vai uzņēmums ir spējīgs ģenerēt atdevi, kura varētu nosegt investīciju risku. Šeit jāatzīmē, ka ir arī pētījumi, kuri pierāda cēlonību starp pašu kapitāla atdevi un pašu kapitāla naudas plūsmām (S.Kim, Y.Kim, 2010).

1.12.tabulā apkopoti kapitāla struktūras pētījumu rezultāti, kuros tiek analizēta kapitāla struktūras un rentabilitātes mijiedarbība.

1.12.tabula

Pētījumi par kapitāla struktūru un rentabilitāti

Pētījums	Izlase			Uzņēmuma darbības finanšu rezultāts	Galvenie rezultāti
	Uzņēmumu skaits	Valsts	Laika periods		
1	2	3	4	5	6
<i>P.Bauer (2004)</i>	305	Čehija, Ungārija, Polija, Slovākija	2000-2001	ROA	-
<i>M.Kebewar (2013)</i>	2240	Francija	1999-2006	ROA	Netiek identificēta sakarība
<i>A.Gill, N.Biger, N.Mathur (2011)</i>	272	ASV	2005-2007	ROE	+(LTD) +(STD) +(TD)
<i>M.Salim, R.Yadav (2012)</i>	237	Malaizija	1995-2011	ROA ROE	-(STD) -(LTD) -(TD) -(STD) -(LTD) -(TD)
<i>M.M.K.Tailab (2014)</i>	30	ASV	2005-2013	ROE ROA	-(TD) +(STD) -(TD)

Piezīmes: TD (total debt) – visas finanšu saistības, LTD (long-term debt) – ilgtermiņa finanšu saistības, STD (short-term debt) – īstermiņa finanšu saistības. “-” apzīmē negatīvu korelāciju, “+” apzīmē pozitīvu korelāciju.
Avots: autores veidota tabula

Kopumā var izdarīt secinājumu, ka ROE un ROA rādītāji visbiežāk tiek izmantoti kā rentabilitātes rādītāji kapitāla struktūras pētījumos. Mazāk izplatīta ir ROI un ROCE izmantošana. Kā liecina 1.12.tabulas dati, tad empīrisko pētījumu rezultāti ir neviennozīmīgi. Daudzos pētījumos tiek identificēta pozitīva korelācija starp aizņemto kapitālu un rentabilitāti, taču ir arī pētījumi, kur iegūti pretēji rezultāti. Var izdarīt arī secinājumu, ka aizņemtā kapitāla īpatsvara ietekme uz rentabilitāti ir atkarīga no aizņemtā kapitāla termiņa.

Atsevišķi ir vērts pieminēt pētījumus par Baltijas valstu uzņēmumiem. R.Norvaišiene (R.Norvaisiene, 2012) izmantoja 70 Baltijas uzņēmumu (28 no Lietuvas, 14 no Igaunijas un

28 no Latvijas) datus par laika periodu no 2002.gada līdz 2011.gadam. Iepriekšminētā autore uzņēmuma sniegumu raksturoja ar bruto peļņas rentabilitāti, neto peļņas rentabilitāti, pašu kapitāla atdevi, aktīvu atdevi, likviditātes rādītāju, kā arī ar aktīvu aprites rādītāju. Pētījuma noslēguma daļā tiek secināts, ka aizņemtā kapitāla īpatsvara palielinājums negatīvi ietekmē rentabilitāti. Identiskus rezultātus ieguva arī J.Bistrova, N.Lāce un V.Peleckiene (*J.Bistrova, N.Lāce, V.Peleckiene, 2011*) – pastāv negatīva korelācija starp aizņemtā kapitāla īpatsvaru un rentabilitāti.

Nemot vērā iepriekšminēto, darba autore kā rentabilitātes rādītāju izmanto ROE. Pirmkārt, zinātniskajā literatūrā šis rādītājs tiek uzskatīts kā viens no nozīmīgākajiem, it īpaši investoru vidū. Otrkārt, ROE ir viens no diviem rentabilitātes rādītājiem, kurš dominē kapitāla struktūras pētījumos. Empīrisko pētījumu rezultāti sniedz pretrunīgus rezultātus, taču pierāda, ka kapitāla ietekme uz rentabilitāti ir atkarīga arī no aizņemtā kapitāla termiņa.

Finanšu cikla ilgums (*cash conversion cycle*)

Finanšu cikls nav atrodams citu zinātnieku pētījumos kā viens no uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem. Tomēr promocijas darba autore uzskata, ka finanšu cikls sniedz plašu un nozīmīgu informāciju par uzņēmuma vadošo speciālistu lēmumiem. Darba autores lēmums var tikt arī pamatots ar argumentu, ka aģentu izmaksu teorija (skat.1.4.apakšnodaļu) pierāda, ka aizņemtā kapitāla piesaiste disciplinē un motivē uzņēmuma vadītājus pieņemt labākus lēmumus, kuri palielinātu uzņēmumu tirgus vērtību. Ja uzņēmuma vadošos speciālistus kontrolē kreditori, tad ir sagaidāms, ka pieņemot kvalitatīvus lēmumus, uzlabosies, piemēram, aprites rādītāji. Vērtējot iepriekšminēto, secināms, ka piesaistot aizņemto kapitālu, finanšu cikla ilgumam vajadzētu samazināties.

Finanšu cikla ilgums tiek aprēķināts, saskaitot krājumu aprites periodu un debitoru parādu aprites periodu un no tā atņemot kreditoru parādu aprites periodu. Debitoru parādu periods parāda, cik ilgā laikā debitori sedz savus parādus uzņēmumam. Analogiski kreditoru parādu periods sniedz informāciju par to cik dienu laikā uzņēmums samaksā saviem piegādātājiem. Dienu skaitu, kurš nepieciešams, lai krājumi tiktu realizēti, norāda krājumu perioda rādītājs. Jo garāks ir finanšu cikls, jo lielākas investīcijas ir nepieciešamas darba kapitālā.

Zinātniskajā literatūrā dominē empīriskie pētījumi par finanšu cikla un rentabilitātes mijiedarbību. Visbiežāk pētījumu rezultāti pierāda, ka starp finanšu ciklu un rentabilitāti pastāv apgriezta sakarība – samazinoties finanšu cikla ilgumam, rentabilitāte palielinās (*D.M.Azam, S.I.Haider, 2011; A.Gill, N.Biger, N.Mathur, 2010; A.Raheman et al., 2010; A.Uyar, 2009; M.Muscettola, 2014*). Citi pētījumi pievēršas jautājumam vai un kā finanšu

cikla ilgums var tikt izmantots, lai novērtētu uzņēmuma likviditāti (*S. Stojanovic, 2014; L. Lin et al., 2014*).

Tomēr arī šādai pieejai – izmantot tikai ROE un finanšu cikla ilgumu kā rādītājus, kuri raksturo uzņēmuma darbības finanšu rezultātus – ir vairāki trūkumi. Pirmkārt, šie finanšu rādītāji tiek aprēķināti, izmantojot finanšu pārskatu datus. Finanšu pārskati tiek sagatavoti vienu reizi ceturksnī, parasti atspoguļot informāciju uz ceturkšņa beigām, vai vienu reizi gadā. Tas nozīmē, ka, sagatavojot pārskatus uz citu dienu, var iegūt atšķirīgus rezultātus. Otrkārt, ir relatīvi viegli manipulēt ar finanšu datiem, it īpaši ar peļņas vai zaudējumu aprēķinu. Tāpēc grāmatvedības dati un finanšu rādītāji ir jāizmanto ar piesardzību. Treškārt, finanšu pārskatu dati, kuri izmantoti rādītāju aprēķināšanai atspoguļo pagātnes datus.

Tādēļ promocijas darba autore apzinās, ka iepriekšminētie divi rādītāji ir nepietiekami promocijas darba mērķa sasniegšanai un rādītāju grupai pievieno naudas plūsmas un tirgus vērtības rādītājus.

P/E rādītājs (*price-earnings ratio*)

Lielākā daļa pētnieku, finanšu speciālistu un uzņēmumu vadītāju ir vienprātis, ka, pieņemot lēmumus, uzņēmuma vadošo speciālistu galvenais mērķis ir maksimizēt uzņēmuma tirgus vērtību. Taču nepastāv vienprātība attiecībā par to, vai tā būtu pašu kapitāla vai visa uzņēmuma tirgus vērtības maksimizācija. Katrai uzņēmumā iesaistītai pusei – vadītāji, īpašnieki, kreditori, darbinieki - ir savas intereses un mērķi un tie var radīt konfliktsituācijas. No otras puses tiek argumentēts, ka indivīdi investē, sagaidot, ka pārdošanas brīdī to investīciju vērtība būs palielinājusies tik daudz, lai vismaz tiktu kompensēts uzņemtais risks. Kā uzsver T.Kollers, M.Godharts un D.Vessels (*T.Koller, M.Goedhart, D.Wessels, 2010*), tad viņu analīze un pieredze sniedz pierādījumus tam, ka, uzņēmumam virzoties uz ilgtermiņa tirgus vērtības pieaugumu, tas nekaitē citām iesaistītajām pusēm. Iepriekšminētie autori norāda, ka uzņēmumi, kuru tirgus vērtība pieaug parasti rada jaunas darba vietas, rūpējas par ārējo vidi u.tml.

Ja mērķis ir uzņēmuma īpašnieku bagātības maksimizācija, tad parasti tiek pieņemts, ka īpašnieku bagātība ir maksimizēta, ja tiek maksimizēta akcijas cena. Šī pieeja tiek arī daudz kritizēta, norādot, ka akciju cenas ir vairāk jūtīgas un atkarīgas no īstermiņa nevis ilgtermiņa lēmumiem. Piemēram, uzņēmuma vadošo speciālistu lēmums, kurš ilgtermiņā paaugstina īpašnieku bagātību, var samazināt akcijas cenu īstermiņā.

Tomēr zinātniskajā literatūrā tiek pieņemts, ka, pieņemot lēmumus, uzņēmuma vadošo speciālistu galvenajam mērķim ir jābūt akcijas cenas maksimizācijai. Šis lēmums visbiežāk tiek pamatots ar sekojošiem argumentiem:

- Akcijas cena ir relatīvi viegli novērojama, salīdzinot ar citiem darbības finanšu rezultātiem. Finanšu pārskatu dati tiek publicēti vienu reizi ceturksnī vai vienu reizi gadā, kamēr akciju cenas tiek atjaunotas nepārtraukti, atspoguļot jaunāko informāciju par uzņēmumu;
- Ja investori ir racionāli un pastāv tirgus efektivitāte, tad akciju cena atspoguļo uzņēmuma ilgtermiņa lēmumu efektu. Tādi grāmatvedības dati kā apgrozījums vai peļņa un tādi pārdošanas rezultāti kā tirgus daļa parāda tikai vēsturisko darbību sekas, kamēr akciju cena norāda uz uzņēmuma ilgtermiņa perspektīvām (A.Damodaran, 2011).

Sabiedrībā plaši ir izplatīts viedoklis, ka uzņēmumam kā galveno mērķi būtu jāizvirza rentabilitāte nevis uzņēmuma tirgus vērtība. Tiek argumentēts, ka peļņa ir vieglāk izmērāma nekā tirgus vērtība un ka augstāki peļņas rādītāji rada ilgtermiņā tirgus vērtības pieaugumu. Tomēr var iebilst iepriekšminētajam, jo uzsvars uz īstermiņa peļņas rādītājiem var radīt uzņēmuma tirgus vērtības samazinājumu gan īstermiņā, gan ilgtermiņā. Kā vēl vienu pretargumentu var minēt to, ka peļņas rādītāji pēc būtības ir grāmatvedības dati, ar kuriem ir relatīvi viegli manipulēt.

Uzņēmuma akcionāru bagātība tiek maksimizēta divos veidos: uzņēmumam veicot dividendu izmaksu un pieaugot akciju cenai. Finanšu literatūrā tiek pieņemts, ka bagātība tiek maksimizēta, ja tiek maksimizēta akcijas cena. Tiek pieņemts, ka akcijas cena uzrāda gaidas par nākotnes dividendēm. No augstāk minētā var izdarīt secinājumu, ka īpašnieku bagātība tiek maksimizēta tad, kad ir maksimizēts tirgus kapitalizācijas rādītājs. Zinātniskajā literatūrā tirgus kapitalizācija kā uzņēmuma tirgus vērtības mērs tiek izmantots bieži (P.Pignataro, 2013).

Finanšu literatūrā tiek minēti vēl vairāki citi uzņēmuma vērtība veidi. Promocijas darba autore izvēli izmantot uzņēmuma tirgus vērtību jeb tirgus kapitalizāciju pamato ar sekojošo:

- *Bilances vērtības* aprēķināšana balstās uz bilances datiem. Kā jau minēts iepriekš, tad bilances dati uzrāda vēsturisku informāciju, kas tai skaitā var būt arī neprecīza;
- *Likvidācijas vērtība* tiek iegūta, ja uzņēmumam ir finansiālas grūtības un tas tiek likvidēts. Šādu uzņēmumu pētišana neatbilst izvirzītajam promocijas darba mērķim;
- *Fundamentālā jeb iekšējā vērtība* ir uz nākotni vērsta, taču tās aprēķināšana ārējam finanšu pārskatu lietotājam nav iespējama.

Attiecībā uz kapitāla struktūras un uzņēmuma tirgus vērtības pētījumiem ir iegūti pretrunīgi rezultāti. Izmantojot 333 ASV uzņēmumu datus par laika periodu no 2009.gada līdz

2011.gadam, tika atrasta pozitīva korelācija starp aizņemtā kapitāla īpatsvaru un uzņēmuma tirgus vērtību (*A.Gill, J.Obradovich, 2012*). Taču ir arī pētījumi, kuri neidentificē sakarību starp kapitāla struktūru un uzņēmuma tirgus vērtību (*R.Dhankar, A.Boora, 1996*).

Atsevišķi būtu pieminami pētījumi, kuri atrod nelineāras attiecības starp kapitāla struktūru, uzņēmuma tirgus vērtību un finanšu rādītājiem (*J.S.Bahng, H.Jeong, 2012*), kā arī pētījumi, kur aprēķināti konkrēti aizņemtā kapitāla īpatsvara 'punkti'. Piemēram, N.T.Cungs un N.T.Kāns (*N.T.Cuong, N.T.Canh, 2012*), izmantojot 92 Vjetnamas uzņēmumu izlasi par laika periodu 2005.-2010.gads, secināja, ka uzņēmuma tirgus vērtība tiek palielināta, ja aizņemtā kapitāla īpatsvars ir mazāks nekā 59.27% (uzņēmuma tirgus vērtība šajā pētījumā tika mērīta ar ROE). Var minēt arī F.Lina un T.Čanga (*F.Lin, T.Chang, 2011*) pētījumu par 196 Taivānas uzņēmumiem laika periodā no 1993.gada līdz 2005.gadam. Ja aizņemtā kapitāla īpatsvars ir mazāks nekā 9.86%, tad Tobina Q rādītājs pieaug par 0.0546% (par 1% pieaugot aizņemtā kapitāla apmēram). Ja aizņemtā kapitāla īpatsvars ir intervālā no 9.86% līdz 13.33%, tad Tobina Q rādītājs pieaug tikai par 0.0057%. Savukārt, ja aizņemtā kapitāla īpatsvars ir virs 33.33%, tad nav statistiski nozīmīgas sakarības starp aizņemto kapitālu un uzņēmuma tirgus vērtību. Šeit gan jāatzīmē, ka iegūto regresijas koeficientu vērtības ir ļoti nelielas, tādēļ kapitāla struktūras ietekmi uz uzņēmuma tirgus vērtību var raksturot kā ļoti vāju.

Promocijas darba autore nepiekrīt ROE un Tobina Q rādītāja izmantošanai kā uzņēmuma tirgus vērtības mēram. ROE ir rentabilitātes rādītājs un, kā minēts iepriekš, tad uzņēmuma finanšu speciālists var pieņemt īstermiņa lēmumus, kuri palielina kapitāla atdevi un samazina uzņēmuma tirgus vērtību. Savukārt Tobina Q rādītājs pēc būtības parāda pamatkapitāla tirgus vērtības attiecību pret bilances vērtību un tas parasti svārstās ap 1. Iepriekšminētie rādītāji nevar tikt izmantoti kā uzņēmuma tirgus vērtības rādītāji. Tādēļ darba autore izmanto P/E rādītāju (*price-earnings*), kurš tiek aprēķināts kā akcijas tirgus cenas dalījums ar peļņu uz vienu akciju.

P/E izmanto akciju vērtības noteikšanā. Tas ir viens no galvenajiem rādītājiem, kuru izmanto investori. Pēc būtības tas parāda cik investors ir gatavs maksāt par uzņēmuma akcijām, ņemot vērā peļņu uz vienu akciju (EPS). Šis rādītājs arī parāda investoru pārliecību par uzņēmuma sagaidāmo nākotnes rezultātu. Ja konkrētā uzņēmuma P/E rādītājs ir augstāks nekā citu, tad tas norāda, ka tirgus ir pārliecināts, ka tā peļņa nākotnē pieaugs (*D.Watson, A.Head, 2013*). P/E rādītājs būs augstāks nozarēs, kur sagaidāms augstāks pieauguma temps. Kā arī jāatzīmē riska ietekme, proti, uzņēmumiem ar augstāku risku būs zemāks P/E rādītājs (*J.Berk, P.DeMarzo, 2014*).

Taču jāatzīmē, ka tāpat kā ar citiem rādītājiem, tad pastāv situācijas, kad augsts P/E rādītājs nav augstas vērtības indikators. Proti, jo zemāks ir saucējs (EPS), jo augstāks būs

rezultāts (P/E). Savukārt iepriekšminētais – EPS samazināšanās un P/E pieaugums – nav vēlama situācija.

Finanšu literatūrā ir vispārpieņemts, ka šis rādītājs vienmēr ir jāanalizē kontekstā ar vidējo nozares vai kopējo tirgus rādītāju. Proti, ja konkrētā uzņēmuma P/E rādītājs ir augstāks (zemāks) par nozares vidējo rezultātu, tad var izdarīt secinājumu, ka akcija tirgū ir pārvērtēta (nenovērtēta).

Naudas plūsmas un aktīvu attiecība, NPA (*operating cash flow / assets*)

Pēc promocijas darba autores domām naudas plūsmas rādītāji sniedz labāku un ticamāku priekšstatu par uzņēmuma maksātspēju. Jau iepriekš tika minēts uzņēmuma *Enron* gadījums, kad tā peļņas vai zaudējuma pārskats sniedza informāciju par augstu peļņas līmeni un izaugsmi. Tīkmēr naudas plūsmas vairākus gadus pirms bankrota uzrādīja pazīmes par uzņēmuma slikto finanšu stāvokli.

Uzņēmuma vadītāji var daudz vieglāk manipulēt ar peļņas vai zaudējuma datiem nekā ar naudas plūsmas pārskatu. Piemēram, var mainīt ieņēmumu atzīšanas metodi un nolietojuma aprēķināšanas metodi (piemēram, no degresīvās uz lineāro). Naudas plūsmas manipulācijas – lai gan iespējamās – tomēr ir grūtāk realizējamas praksē, jo naudas plūsmas pārskata gada sākuma un beigu atlikumiem jāsakrīt ar naudas līdzekļu apjomu bankas kontos un kasē.

K.Subatnieks (2007) naudas plūsmas koeficientus iedala trīs daļās: maksātspējas koeficienti, izaugsmes finansēšanas spējas koeficienti un naudas iegūšanas spējas koeficienti. Maksātspējas koeficienti parasti saucējā vai skaitītājā satur kādu no kapitāla struktūras rādītājiem vai samaksātos procentus. Tā kā pētījuma mērķis ir pētīt kapitāla struktūras rādītāju ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem, tad promocijas darba autore neizvēlas darbības finanšu rādītāju, kuru aprēķināšanā jau tiek izmantots kapitāla struktūras rādītājs. Izaugsmes finansēšanas spējas koeficienti arī visdrīzāk nesniegs informāciju par esošo uzņēmuma darbību, bet būs vairāk vērsta tieši uz izaugsmi, projektiem un dažādiem kapitāla struktūras veidiem. Tādēļ vislabāk ir izmantot kādu naudas iegūšanas spējas koeficientu, lai novērtētu komercsabiedrības darbības finanšu rezultātus.

K.Subatnieks (2007) atzīmē trīs galvenos naudas iegūšanas spējas koeficientus:

- Naudas plūsmas atdeve (NPAT) = pamatdarbības neto naudas plūsma / tīrā peļņa;
- Naudas plūsmas un apgrozījuma attiecība (NPNA) = pamatdarbības neto naudas plūsma / neto apgrozījums;
- Naudas plūsmas un aktīvu attiecība (NPA) = pamatdarbības neto naudas plūsma / aktīvu vidējā vērtība.

Kā norāda iepriekšminētais autors, tad NPAT rādītāja interpretācijas iespējas ir ļoti šauras. Savukārt promocijas darba autore atsakās arī no NPNA rādītāja izmantošanas, jo tā aprēķināšana ir izmantots neto apgrozījums. Neto apgrozījums ir svārstīgs finanšu rezultāts, ja salīdzina ar uzņēmuma aktīviem. Tādēļ kā naudas plūsmas rādītājs tiek izvēlēts NPA rādītājs.

Rādītāja aprēķināšanā tiek izmantota neto pamatdarbības naudas plūsma un tajā ietilpst (MK noteikumi nr.481):

- Ieņēmumi no preču pārdošanas un pakalpojumu sniegšanas;
- Maksājumi piegādātājiem, darbiniekiem, pārējiem pamatdarbības izdevumiem;
- Pārējās uzņēmuma pamatdarbības ieņēmumi vai izdevumi;
- Izdevumi procentu maksājumiem;
- Izdevumi uzņēmumu ienākuma nodokļa maksājumiem;
- Naudas plūsma no ārkārtas posteņiem.

Naudas plūsmas rādītāju izmantošana kapitāla struktūras pētījumos ir nestandarta izvēle. Tomēr ir pētījumi, kuros naudas plūsmas rādītājs vai koeficients tiek izmantots, lai novērtētu komercsabiedrības darbības finanšu rezultātus (*A.Heshmati, H.Loof, 2008; Z.Hong, Y.Shuting, Z.Meng, 2012; K.Ryu, S.Jang, 2004; G.Y.Wang, 2010*).

Kopumā var secināt, ka zinātniskajā literatūrā pētnieku viedoklis dalās par to, kādi rādītāji un koeficienti vislabāk atspoguļo uzņēmuma darbības finanšu rezultātus. Ņemot vērā iepriekšminēto, tad arī empīriskos pētījumos izmantots plašs rādītāju klāsts, tomēr publikāciju autori reti iedziļinās metodoloģijas jautājumos. Promocijas darba autore uzskata, ka nevar ar vienu rādītāju parādīt pareizu uzņēmuma darbības novērtējumu, tāpēc tika izvēlēti četri rādītāji – pašu kapitāla atdeve, finanšu cikla ilgums, naudas plūsmas un aktīvu attiecība NPA, kā arī P/E rādītājs. Nākamajā apakšnodaļā autore pēta kapitāla struktūras teorijas, lai noteiktu sagaidāmās attiecības starp kapitāla struktūru un darbības finanšu rezultātiem dažādu kapitāla struktūru pieeju un teoriju kontekstā.

1.4.Kapitāla struktūras teorijas un to vēsturiskā attīstība

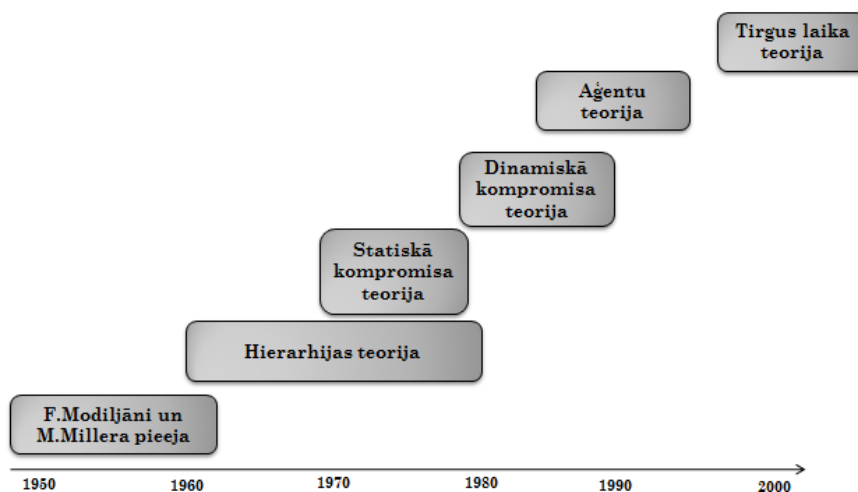
Zinātniskajā literatūrā ir daudzas teorijas, kuras definē kā uzņēmumi veido savu kapitālu struktūru. Jāatzīmē, ka teorijās būtiska nozīme ir kapitāla struktūras ietekmei uz uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem. Vadoties pēc zinātniskās literatūras atzinumiem, kapitāla struktūras teorijas tiek daudz testētas empīriski un bieži empīriskos pētījumos tiek meklēta optimāla kapitāla struktūra. Optimāla kapitāla struktūra ir tāds finansēšanas avotu salikums, kurš maksimizē uzņēmuma tirgus vērtību. Taču šeit jāpiemin arī citu autoru

uzskatu, ka uzņēmuma tirgus vērtība nav atkarīga no finansēšanas avotiem; izrietoši tiek argumentēts, ka optimāla kapitāla struktūra neeksistē (*F.Modigliani, M.H.Miller, 1958*).

Modernās kapitāla struktūras teorijas pirmsākumi meklējami F.Modigliāni un M.H.Millera (*F. Modigliani, M.H.Miller, 1958*) pētījumos. Viņi pirmie sāka pētīt uzņēmuma tirgus vērtības un kapitāla struktūras aspektus. Savos pētījumos abi iepriekšminētie autori pierāda, ka perfekta tirgus apstākļos uzņēmuma tirgus vērtība nav atkarīga no tās kapitāla struktūras. Tiek pierādīts, ka pie ļoti stingriem pieņēmumiem ne kapitāla struktūra, ne dividendžu lēmumi neietekmē uzņēmuma tirgus vērtību.

Pētnieki nākamajos 50 gados modeļos ieviesa dažādas tirgus nepilnības, piemēram, nodokļus, finansiālo grūtību izmaksas, informācijas asimetriju u.c. Lai gan zinātniskajā literatūrā šobrīd tiek atzīts, ka kapitāla struktūra ietekmē uzņēmuma tirgus vērtību, tomēr nav izstrādāts visaptverošs kapitāla struktūras modelis. Pastāv vairākas pieejas un modeļi, kuras apskata kādu vienu konkrētu aspektu. Pēc būtības vairākas pieejas un teorijas pārklājas un ir līdzīgas savos pieņēmumos. Ņemot vērā, ka daudzas teorijas ir līdzīgas savos pieņēmumos, tad ir iespējams veikt grupēšanu un turpmāk darba autore apskata šādas kapitāla struktūras teorijas (1.8.attēlā pieejas un teorijas attēlotas hronoloģiskā secībā):

- a) Tradicionālā pieeja;
- b) Millera un Modiljāni pieeja;
- c) Hierarhijas teorija;
- d) Statiskā kompromisa teorija;
- e) Dinamiskā kompromisa teorija;
- f) Aģentu izmaksu teorija;
- g) Tirgus laika teorija.



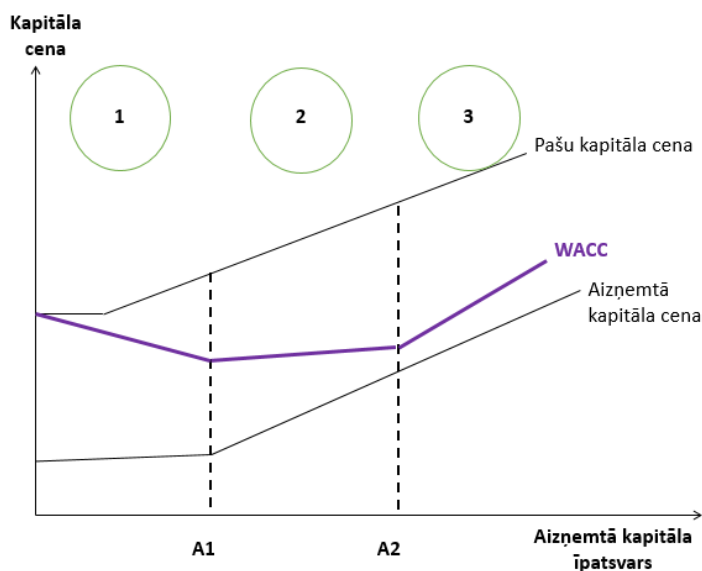
1.8.attēls. Kapitāla struktūru teoriju vēsturiskā attīstība

Avots: autores veidots attēls

Kapitāla struktūras tradicionālā pieeja

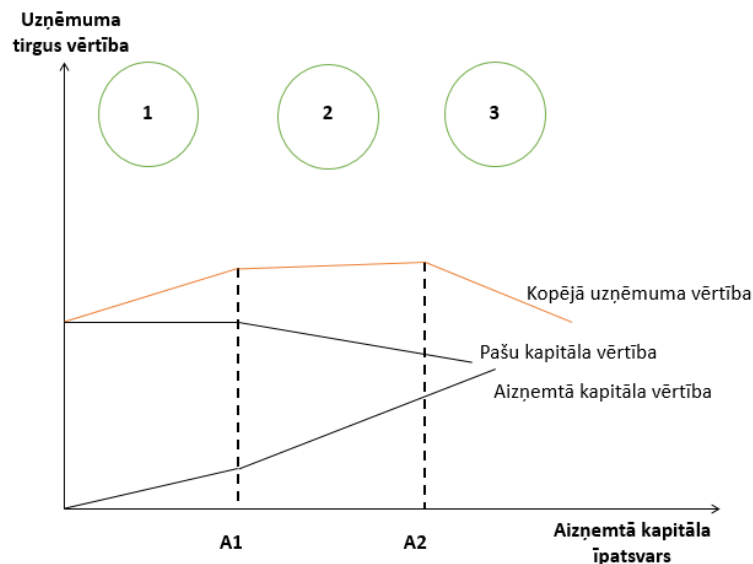
Kapitāla struktūras tradicionālā pieeja balstās uz dažādu finansējuma avotu atšķirīgo kapitāla cenu. Pašu kapitāls ir dārgāks par aizņemto kapitālu. Tajā pašā laikā aizņemto kapitāla palielināšanu nevar veikt nepārtraukti, jo tas būtiski paaugstina uzņēmuma saistību nepildīšanas risku.

Kapitāla struktūras un cenas mijiedarbību ar uzņēmuma tirgus vērtību var paskaidrot ar trīs posmiem (1.9., 1.10.att.). 1.posmā lētā aizņemtā kapitāla izmantošana vairāk nekā pārsniedz pašu kapitāla cenu. Pašu kapitāla cena pieaug, jo palielinās arī finanšu risks, jo uzņēmums ir piesaistījis aizņemto kapitālu. Pastāv maza iespēja, ka arī kreditori pieprasīs palielināt viņu atdevi, jo ir vēl neliels aizņemtā kapitāla līmenis, tāpēc aizņemtā kapitāla cena paliek vairāk vai mazāk konstanta. Kopējais efekts – vidējā svērtā kapitāla cena samazinās un uzņēmuma tirgus vērtība palielinās. 2.posma sākumā uzņēmums jau ir piesaistījis ievērojamu aizņemtā kapitāla apmēru. Pašu kapitāla cena turpina pieaugt, jo palielinās finanšu risks. Arī kreditori sāk pieprasīt papildus prēmiju. Šajā posmā var sasniegt vidējās svērtās kapitāla cenas minimumu. 3.posmā pieaug gan pašu kapitāla cena, gan aizņemtā kapitāla cena. Izrietoši vidējā svērtā kapitāla cena pieaug un uzņēmuma tirgus vērtība samazinās (A.G.Puxty, J.C.Dodds, 1991).



1.9.attēls. Kapitāla cenas atkarība no kapitāla struktūras – tradicionālā pieeja

Avots: A.G.Puxty, J.C.Dodds, 1991



1.10.attēls. Uzņēmuma tirgus vērtības atkarība no kapitāla struktūras – tradicionālā pieeja

Avots: A.G.Puxty, J.C.Dodds, 1991

Tādējādi secināms, ka saskaņā ar kapitāla struktūras tradicionālo pieeju uzņēmuma kapitāla struktūra ietekmē tā tirgus vērtību. Uzņēmuma tirgus vērtība ir maksimizēta, ja uzņēmums izvēlas tādus pašu un aizņemtā kapitāla avotus, kuri minimizē vidējo svērto kapitāla cenu. Jāatzīmē, ka uzņēmuma tirgus vērtība pieaug arī teorijas 1.posmā, kad uzņēmums piesaista papildus aizņemto kapitālu. Iepriekšminētais varētu izskaidrot to, kāpēc daudzi uzņēmumi ir konservatīvi attiecībā uz finansēšanas politiku un izvēlas mazāku finanšu sviru nekā būtu optimāli saskaņā ar kapitāla struktūras tradicionālo pieeju.

M.H.Millera un F.Modiljāni kapitāla struktūras pieeja

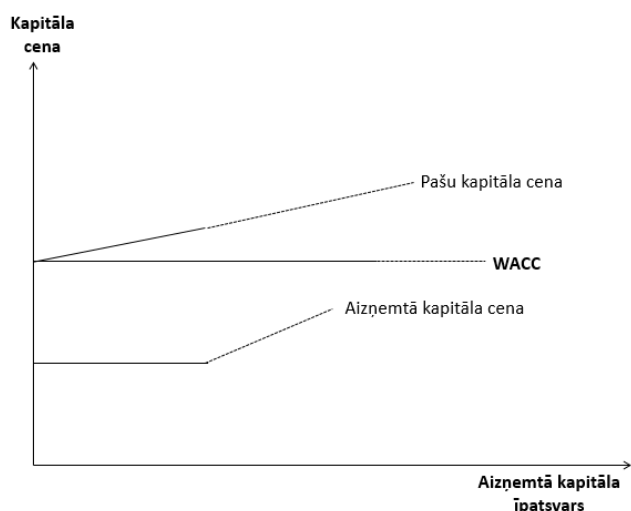
Pretēji kapitāla struktūras tradicionālai pieejai M.H.Millers un F.Modiljāni pierāda, ka finanšu lēmumi neietekmē uzņēmuma tirgus vērtību perfektos kapitāla tirgos. Iepriekšminētie autori argumentē, ka uzņēmuma darbība un nevis tā finanšu lēmumi ietekmē uzņēmuma tirgus vērtību. M.H.Millera un F.Modiljāni pirmais pētījums tika publicēts 1958.gadā un tas balstās uz trim apgalvojumiem:

1.apgalvojums: Kapitāla cena un uzņēmuma tirgus vērtība nav atkarīga no tās kapitāla struktūras.

2.apgalvojums: Piesaistot aizņemto kapitālu, nekavējoties palielinās akcionāru finanšu risks, kuri pieprasa papildus prēmiju, lai kompensētu paaugstināto finanšu risku. Tas kompensē zemāko aizņemtā kapitāla cenu, izrietoši vidējā svērtā kapitāla cena un uzņēmuma tirgus vērtība nemainās.

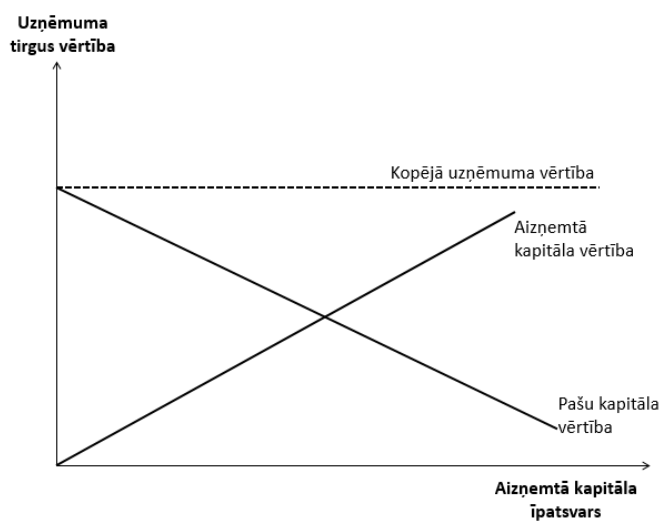
3.apgalvojums: Akceptējamiem projektiem ir jābūt ar atdevi k^* , kura ir lielāka par vidējo svērto kapitāla cenu (M.H.Miller, F.Modigliani, 1958).

Pēc būtības M.H.Millera un F.Modiljāni 1958.gada teoriju var arī apkopot attēlos (1.11., 1.12.attēli).



1.11.attēls. Kapitāla cenas un kapitāla struktūras mijiedarbība – M.H.Millera un F.Modiljāni pieeja

Avots: F.Modigliani, M.H.Miller, 1958

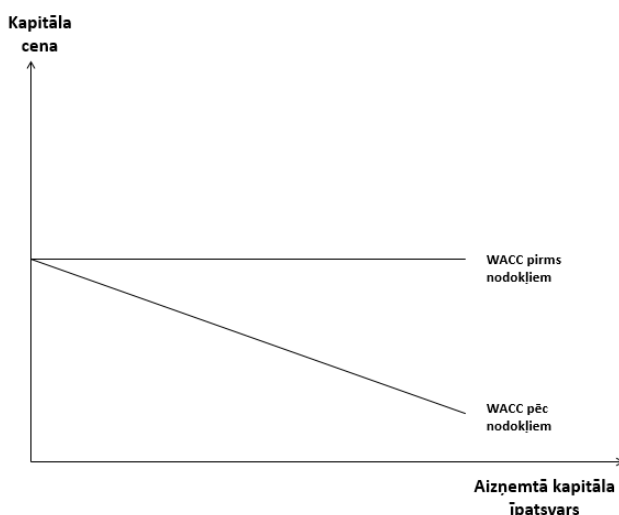


1.12.attēls. Uzņēmuma tirgus vērtības un kapitāla struktūras mijiedarbība – M.H.Millera un F. Modiljāni pieeja

Avots: F.Modigliani, M.H.Miller, 1958

1.11., 1.12.attēlos parādīts, ka, mainoties aizņemtā un pašu kapitāla cenām, vidējā svērtā kapitāla cena paliek nemainīga. Rezultātā arī laika gaitā mainās aizņemtā un pašu kapitāla vērtība, taču uzņēmuma tirgus vērtība ir konstanta.

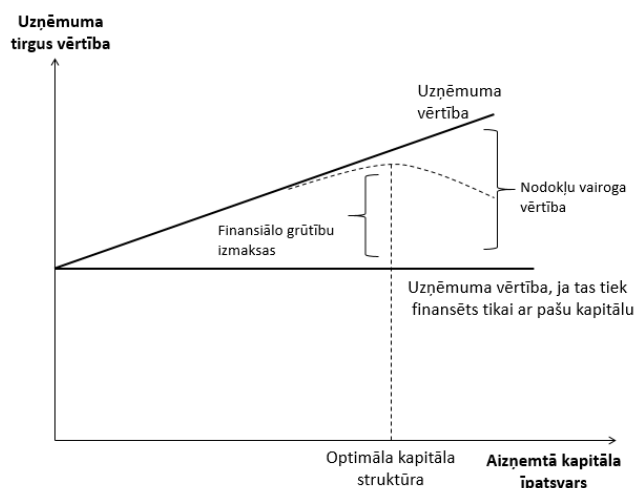
Pēc pieciem gadiem (1963.gadā) tika publicēts otrs pētījums un tajā tika analizēta nodokļu ietekme uz uzņēmuma kapitāla struktūru un tirgus vērtību. Šajā pētījumā tika iegūti atšķirīgi secinājumi un M.H.Millers un F.Modiljāni atzina kapitāla struktūras nozīmi uzņēmuma tirgus vērtības aspektā. Procentu maksājumi par aizņemto kapitālu tiek klasificēti kā izdevumi, kuri samazina ar uzņēmuma ienākuma nodokli apliekamo ienākumu. Citiem vārdiem sakot, jo lielāks ir aizņemtā kapitāla īpatsvars, jo mazāks ir nodokļu maksājums. Tādēļ M.H.Millers un F.Modiljāni 1963.gadā veica kapitāla struktūras pieejas korekciju. Jauniegūtais modelis ar nodokļiem ir līdzīgs tradicionālai kapitāla struktūras pieejai. Līdz ar aizņemtā kapitāla īpatsvara pieaugumu, samazinās vidējā svērtā kapitāla cena, taču netiek sasniegts optimuma punkts, jo kapitāla cena samazinās neierobežoti (1.13.attēls) (*M.H.Miller, F.Modigliani, 1963*).



1.13.attēls.Vidējās svērtās kapitālas cenas izmaiņas M.H.Millera un F.Modiljāni pētījumos

Avots: *F.Modigliani, M.H.Miller, 1958*

Tomēr jāpiebilst, ka šāda situācija nav iespējama praksē un ir skaidrs, ka vidējā svērtā kapitāla cena sāks pieaugt, ja uzņēmuma kapitāla struktūrā sāks dominēt aizņemtais kapitāls. Tādēļ savā otrajā pētījumā M.H.Millers un F.Modiljāni apskata ne tikai nodokļu ietekmi uz kapitāla cenu un tirgus vērtību, bet tiek ņemts vērā finansiālo grūtību izmaksu faktors (1.14.attēls). Proti, aizņemtā kapitāla izmantošana sniedz tādas priekšrocības kā ‘nodokļu vairogs’, bet, pieaugot aizņemtā kapitāla īpatsvaram, uzņēmumam rodas arī finansiālo grūtību izmaksas. M.H.Millers un F.Modiljāni secina, ka kapitāla struktūra ir optimāla un uzņēmuma tirgus vērtība ir maksimāla punktā, kad ‘nodokļu vairoga’ ieguvumi tiek samēroti ar finansiālo grūtību izmaksām.



1.14.attēls. Uzņēmuma tirgus vērtības mijiedarbība ar nodokļiem un finansiālo grūtību izmaksām - M.H.Millera un F.Modiljāni pieeja

Avots: F.Modigliani, M.H.Miller, 1958

No augstāk minētā var izdarīt secinājumu, ka, lai gan pirmajā pētījumā F.Modiljāni un M.H.Millers atzina, ka kapitāla struktūra neietekmē uzņēmuma tirgus vērtību, tad tomēr otrajā publikācijā tiek pieļauta kapitāla struktūras nozīme uzņēmuma tirgus vērtības pieaugumā, ņemot vērā uzņēmuma ienākuma nodokļa likmi un finansiālo grūtību izmaksas.

Kapitāla struktūras kompromisa teorija

Lai gan kompromisa teorija izriet no M.H.Millera un F. Modiljāni 1963.gada pētījuma par nodokļu un finansiālo grūtību izmaksu ietekmi uz kapitāla cenu, tomēr par statistiskās kompromisa teorijas autoriem tiek uzskatīti A.Krauss un R.H.Licenbergs (*A.Kraus, R.H.Litzenberger, 1973*). Saskaņā ar statistiskās kompromisa teoriju tiek argumentēts, ka uzņēmumi meklē kompromisu starp aizņemtā kapitāla ieguvumiem (nodokļu ekonomija) un finansiālo grūtību izmaksām. Tā kā samaksātie procentu maksājumi par aizņemto kapitālu samazina ar nodokli apliekamo ienākumu, tad veidojas tā sauktais ‘nodokļu vairogs’, kurš palielina uzņēmuma tirgus vērtību. Ja nepieaugtu finanšu risks, tad uzņēmuma tirgus vērtība būtu maksimizēta, ja kapitāla struktūra sastāvētu tikai un vienīgi no aizņemtā kapitāla. Tomēr iepriekšminētais praksē nav iespējams, jo palielinās saistību nepildīšanas risks.

Jāpiebilst, ka finansiālo grūtību izmaksas var tikt iedalītas divās daļās: tiešās izmaksas un netiešās izmaksas (*R.A.Haugen, W.S.Lemma, 1978*). Tiešās izmaksas sastāv no juridiskām izmaksām, restrukturizācijas izdevumiem u.c. Netiešās izmaksas var raksturot ar pircēju un piegādātāju uzticības zudumu, darbinieku lojalitātes krišanos u.tml.

Ir pamats apgalvot, ka uzņēmums realizē statistisko kompromisa teoriju, ja tā kapitāla struktūru nosaka viena perioda līdzsvars starp nodokļu ieguvumu un iespējamām finansiālo

grūtību izmaksām. Statiskā teorija apskata tikai viena perioda lēmumus, tikmēr dinamiskā kompromisa teorija analizē vairākus periodus. Dinamiskā kompromisa teorija balstās uz nostādni, ka optimāla kapitāla struktūra uzņēmumam var dārgi izmaksāt, jo, lai saglabātu noteiktu kapitāla cenu, ir nepieciešams nepārtraukti pārskatīt pašu un aizņemto kapitālu. Tas savukārt rada transakciju izmaksas, jo uzņēmumam ir pastāvīgi jāveic pašu un aizņemtā kapitāla izmaiņas.

A.Keins, A.J.Markus un R.L.McDonalds (*A.Kane, A.J.Marcus, R.L.McDonald, 1984*), kā arī M.C.Brennans un E.S.Švarcs (*M.C.Brennan, E.S.Schwartz, 1984*) pirmie argumentēja, ka pastāv aizņemtā kapitāla intervāls, kurā tiek atļauts svārstīties aizņemtā kapitālam īpatsvaram. Ja aizņemtā kapitāla īpatsvars pārsniedz zemāko vai augstāko robežu, tad uzņēmums pārskata kapitālu struktūru un veic nepieciešamās izmaiņas. Atšķirībā no statiskās kompromisa teorijas, kur uzņēmums ir ierobežots ar noteiktu optimuma punkta saglabāšanu, tad dinamiskās kompromisa teorijas ietvaros uzņēmums ievēro noteikta intervāla robežas.

Dinamiskā kompromisa teorija ir tikusi plaši testēta empīriski (*M.Leary, M.Roberts, 2005; A.Alti, 2006; M.Flannery, K.Rangan, 2006; A.Hovakimian, 2006; A.Kayhan, S.Titman, 2007; R.Huang, J.R.Ritter, 2009*). Atsevišķi tiek vērtēti faktori, kuri nosaka optimālās kapitālas struktūras intervālu (*E.Fischer, R.Heinkel, J.Zechner, 1989; E.Dudley, 2007*) un faktorus, kuri nosaka, cik ātri uzņēmumi pielāgo kapitāla struktūru (*V.Dang, M.Kim, Y.Shin, 2012; M.Leary, M.Roberts, 2005*). Lielākā daļa pētījumu apstiprina vidēju vai vidēji ātru pielāgošanās ātrumu (1.13.tabula). Kā liecina 1.13.tabulas dati, tad ir iegūti atšķirīgi rezultāti un ātrums svārstās intervālā no 0.076 līdz 0.75. Jāņem vērā, ka pētījumi balstīti uz dažādām izlasēm un tiek analizēti gan dažādi laika periodi, gan atšķirīgi uzņēmumu tipi.

1.13.tabula

Kapitāla struktūras pielāgošanās ātrums dažādos pētījumos

Pētījums	Laika periods	Rezultāts
1	2	3
<i>L.Shyam-Sunder, S.C.Myers (1999)</i>	1971-1989	0.75
<i>M.Z.Frank, V.K.Goyal (2003)</i>	1971-1989	0.28
	1990-1998	0.15
	1971-1989 (visi uzņēmumi)	0.332
<i>A.De Jong, M.Verbeek, P.Verwijmeren (2010)</i>	1971-1989 (mazi uzņēmumi)	0.223
	1971-1989 (lieli uzņēmumi)	0.763
	1990-2005 (visi uzņēmumi)	0.226
	1990-2005 (mazi uzņēmumi)	0.207
	1990-2005 (lieli uzņēmumi)	0.667
<i>B.Seifert, H.Gonenc (2010)</i>	1985-2004 (<i>emerging</i> valstis)	0.458
	1985-2004 (ASV)	0.185
<i>L.Bulan, Z.Yan (2010)</i>	1970-2008 (augoši uzņēmumi)	0.076
	1970-2008 (stabili uzņēmumi)	0.422
<i>J.Ni, M.Yu (2008)</i>	2004	0.152
<i>J.Sanchez-Vidal, J.F.Martin-Ugedo (2005)</i>	1994-2000	0.75

Avots: autores veidota tabula

Zinātniskajā literatūrā kā standarta daļējas pielāgošanās modelis ir pieņemts sekojošs (L.Shyam-Sunder, S.C.Myers, 1999):

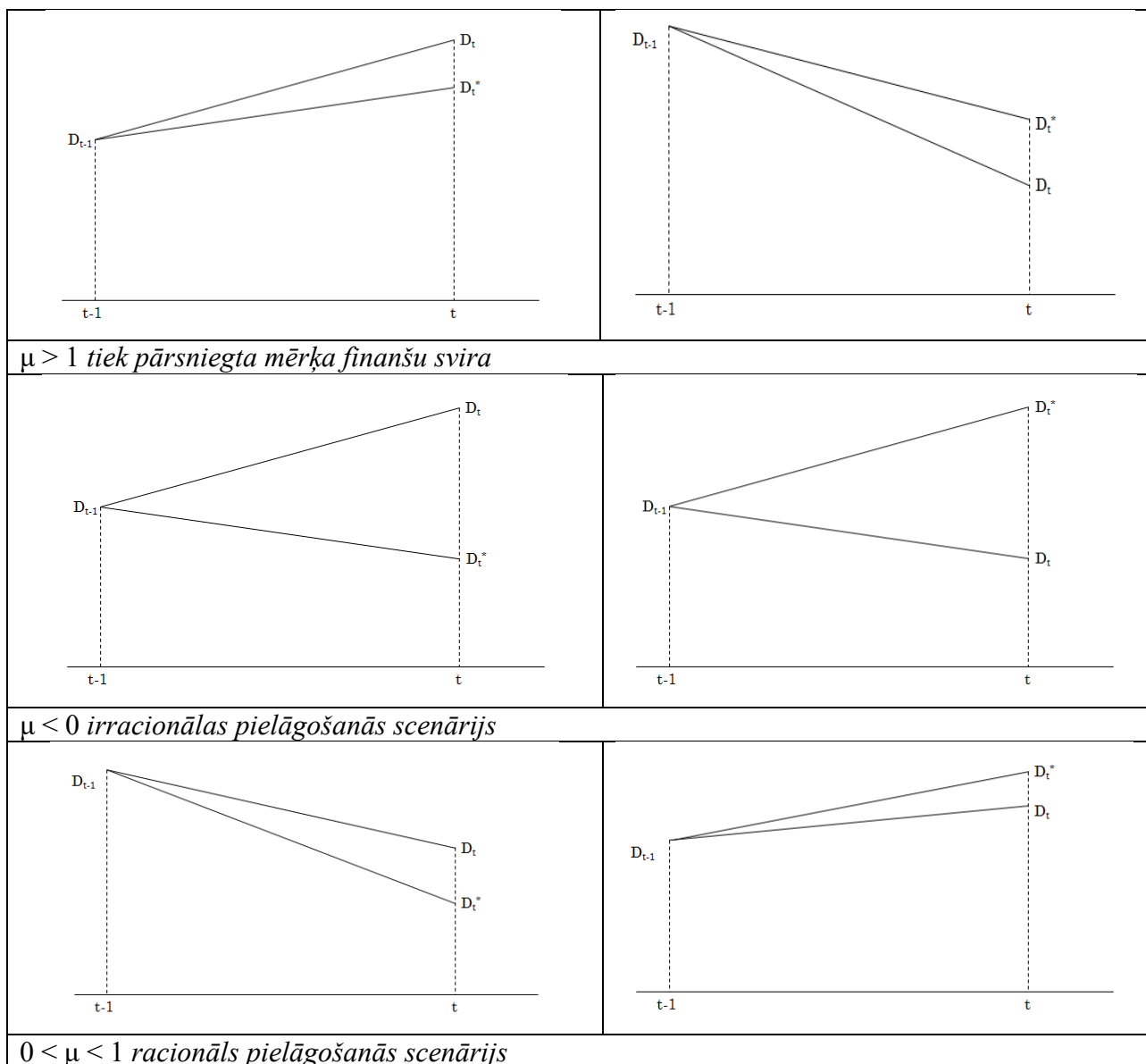
$$\text{Lev}_t - \text{Lev}_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{Lev}_t^* - \text{Lev}_{t-1}) + \varepsilon_t, \quad (1.1.)$$

kur Lev_t – aizņemtā kapitāla īpatsvars laikā t , Lev_t^* – optimālais aizņemtā kapitāla īpatsvars laikā t , α_1 – korekcijas koeficients, ε_t – kļūda.

Ja $\alpha_1 = 0$, tad nepastāv pielāgošanās mērķa svirai, savukārt, ja $0 < \alpha_1 < 1$, tad tas atspoguļo daļēju korekciju un pastāv arī transakcijas izmaksas. $\alpha_1 = 1$ gadījumā var izdarīt secinājumu, ka uzņēmums pilnībā pielāgo savu kapitāla struktūru un šajā scenārijā nepastāv transakcijas izmaksas.

L.Šajama-Sandera un S.C.Majera (L.Shyam-Sunder, S.C.Myers, 1999) izstrādāto pārbaudes metodoloģiju savos pētījumos ir izmantojuši arī G.Mazens (G.Mazen, 2012), C.Kotejs un J.Farhats (C.Cotei, J.Farhat, 2009), kā arī S.Bujons un J.C.Rims (S.Byoun, J.C.Rhim, 2005). Kā uzsver C.Ajabar-Arias u.c. (C.Aybar-Arias et al., 2012), tad perfekta kapitāla tirgus apstākļos uzņēmumi vienmēr sasniegs mērķa kapitāla struktūru. Turpretim, ja kapitāla tirgi nav perfekti, tad transakcijas izmaksas kavē realizēt kapitāla struktūras atbilstību mērķa rādītājam un uzņēmumi salīdzina nesabalansētās pozīcijas izmaksas ar pielāgošanās izmaksām. Šādu pieeju var uzskatīt par pamatotu, ja uzņēmuma pielāgošanās izmaksas pārsniedz nesabalansētās pozīcijas uzturēšanas izmaksas. C.Ajabar-Arias u.c. (C.Aybar-Arias et al., 2012) arī apkopo dažādus pielāgošanās scenārijus un ko tas var liecināt par uzņēmuma uzvedību (1.15.attēls).

Uzņēmums ir racionāls, ja periodā t tas samazina plaisu starp mērķi un no perioda $t-1$ uz periodu t , vai nu palielinot aizņemto kapitālu (ja $D_{it}^* - D_{it-1} > 0$) vai nu samazinot aizņemto kapitālu (ja $D_{it}^* - D_{it-1} < 0$). Ja uzņēmums ir racionāls, tad μ būs starp 0 un 1. Ja $\mu > 1$, tas nozīmē, ka uzņēmums ir pārsniedzis mērķa sviru un ja $\mu < 0$, tad tas norāda uz neracionālu pielāgošanos.



1.15.attēls. Uzņēmuma kapitāla struktūras pielāgošanās process

Avots: C.Aybar-Arias, A.Casino-Martinez, J.Lopez-Gracia, 2012

Piezīmes: D_t – faktiskais aizņemtā kapitāla īpatsvars periodā t , D_t^* – mērķa / vēlamais aizņemtā kapitāla īpatsvars periodā t , μ - pielāgošanās koeficients.

Jāatzīst, ka pētnieku viedoklis dalās jautājumā par to kāds rādītājs var būt izmantots kā mērķa aizņemtā kapitāla īpatsvars laikā t . Pētījumos tiek izmantots vidējais aizņemtā kapitāla īpatsvars izlases periodā (A.Jalilvand, R.S.Harris, 1984; L.Shyam-Sunder, S.C.Myers, 1999), vidējais rādītājs nozarē (B.Lev, 1969), kā arī trīs gadu slidošais vidējais rādītājs (A.Jalilvand, R.S.Harris, 1984). Kā alternatīva tiek izmantots arī regresijas modelis, kur tiek pētīta kapitāla struktūras atkarība no uzņēmuma lieluma, rentabilitātes, aktīvu struktūras un izaugsmes (M.Kokoreva, A.Stepanova, 2012).

Otrs modelis, kurš tiek izmantots kompromisa teorijas testēšanai ir R.G.Rajana un L.Zingales (R.G.Rajan, L.Zingales, 1995) izstrādātais modelis:

$$D_{it} = \alpha + \beta_T T_{it} + \beta_{MBV} MBV_{it} + \beta_{LS} LS_{it} + \beta_{LCR} LCR_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (1.2.)$$

kur T – aktīvu struktūra, MBV – tirgus vērtība/bilances vērtība, LS – uzņēmuma lielums, LCR – rentabilitāte (ROE).

Apstiprinoties kompromisa teorijai, tiek sagaidītas pozitīvas korelācijas ar aktīvu struktūru, lielumu un rentabilitāti, savukārt negatīva sakarība ar izaugsmes iespējām (MBV).

Vērtējot statistiskās un dinamiskās kompromisa teorijas aspektus, ir secināms, ka kapitāla struktūras kompromisa teorija pierāda, ka pastāv optimuma punkts vai intervāls, kurā tiek maksimizēta vai paaugstināta uzņēmuma tirgus vērtība. Statiskā kompromisa teorija definē, ka eksistē konkrēts optimuma punkts, taču darba autore piekrīt citiem pētniekiem, ka šāda optimuma punkta uzturēšana var radīt uzņēmumam lielas izmaksas. Pēc darba autores domām praktiski vieglāk īstenojama ir dinamiskā kompromisa teorija, jo uzņēmums ir ierobežots noteikta intervāla robežās. Intervāla robežās nav jāveic kapitāla struktūras izmaiņas un uzņēmuma finanšu speciālistam finansēšanas lēmumi ir jāpārskata tikai tad, ja tiek pārkāpta intervāla augšējā vai apakšējā robeža. Tādēļ ir pamats apgalvot, ka dinamiskā kompromisa teorija uzņēmumam ir gan vieglāk realizējama, gan ir saistīta ar mazākām transakcijas izmaksām.

Kapitāla struktūras hierarhijas teorija

Par kapitāla struktūras hierarhijas teorijas pamatlicēju tiek uzskatīts G.Donaldsons (*G.Donaldson, 1961*). Viņš veica pētījumu, izmantojot lielu uzņēmumu izlasi, kur uzņēmuma finanšu vadītāji deva priekšroku iekšējiem resursiem, salīdzinot ar ārējiem resursiem. S.C.Majers (*S.C.Myers, 1984*) savukārt izstrādā hierarhijas teoriju un definē uzņēmumu finanšu lēmumu pieņemšanas procesu. Kā parāda S.C.Majers un N.S.Majlufs (*S.C.Myers, N.S.Majlufs, 1984*), tad, ja ārējie investori ir mazāk informēti par uzņēmuma darbiniekiem, tad akcijas cena tirgū var būt nepareizi novērtēta. Jāatzīmē, ka pretēji kompromisa teorijai hierarhijas teorijā nepastāv konkrēts optimālā kapitāla struktūras stāvoklis.

Hierarhijas teorija balstās uz informācijas asimetrijas principu. Uzņēmuma vadošie speciālisti zina daudz vairāk par uzņēmumu un tā nākotnes perspektīvām, salīdzinot ar investoriem un kreditoriem, tamdēļ investori un kreditori pēta uzņēmuma finanšu lēmumus. Tā kā uzņēmuma vadītājiem ir vairāk informācijas par uzņēmuma fundamentālo vērtību, tad viņi negribēs emitēt jaunas akcijas, ja viņiem šķiet, ka uzņēmums ir nepietiekami novērtēts, jo jaunu akciju emitēšana izraisa esošo akcionāru akciju atšķaidīšanu. Citiem vārdiem sakot, jaunie akcionāri iegūs uz veco akcionāru rēķina. Jaunas akcijas tiks emitētas, ja uzņēmuma vadītāji uzskatīs, ka uzņēmums ir pārvērtēts. Paziņojot par jaunu akciju emitēšanu, uzņēmums

pēc būtības sniedz informāciju tirgum, ka tā pamatkapitāls ir par dārgu. Attiecīgi uzņēmums izmanto iekšējos resursus, lai nerastos informācijas asimetrijas problēma. Ja iekšējie resursi ir nepietiekami, tad tiek piesaistīts aizņemtālais kapitāls, pēc tam hibrīda instrumenti un tikai pašās beigās tiek palielināts pamatkapitāls.

Zinātniskajā literatūrā pastāv divas teorijas par informācijas asimetrijas avotiem (*C. Mac an Bhaird, B.Lucey, 2010*). Viena pieeja balstās uz to, ka ārējiem kapitāla piegādātājiem ir labāka informācija gan par uzņēmuma investīciju projektiem, gan par uzņēmuma nākotnes izredzēm. Viens no iepriekšminētā pierādījumiem ir tas, ka uzņēmumi, kurus finansē bankas, ir ar augstākām 'izdzīvošanas' izredzēm (*G.C.Reid, 1991*); tas norāda, ka finanšu institūcijas var palīdzēt jauniem uzņēmumiem ar padomiem finansēšanas jomā. Literatūrā vairāk izplatīta ir otra pieeja, kura uzskata, ka pašam uzņēmumam ir pieejama plašāka informācija par investīciju projektiem, salīdzinot ar ārējiem investoriem. Izrietoši uzņēmumi izvēlēsies vispirms izmantot iekšējos finanšu resursus (savi līdzekļi, nesadalītā peļņa), tad īstermiņa aizņemto finansējumu, ilgtermiņa aizņemto finansējumu un visbeidzot pieņems lēmumu par pamatkapitāla palielināšanu. Šis informācijas asimetrijas veids ir vairāk raksturīgs nobriedušiem uzņēmumiem (*M.J.Garmaise, 2001*). Teorija ir empīriski pētīta un to ir pierādījuši V.Kraskers un citi (*W.Krasker, 1986; C.Aybar-Arias, A. Casino-Martinez, J. Lopez-Gracia, 2012; M.P.Narayanan, 1988; R.Heinkel, C.Zechner, 1990*).

J.Helvigs un N.Liangs (*J.Helwege, N.Liang, 1996*) arī ir testējuši kapitāla struktūras hierarhijas teoriju un pētījuši, kā mainās mazu uzņēmumu finanšu lēmumi laika gaitā (maziem uzņēmumiem kļūstot vecākiem). Empīriskie rezultāti neatbalsta hierarhijas teoriju, taču tika secināts, ka uzņēmumi ar lieliem naudas krājumiem izvairās no kapitāla tirgiem. Hierarhijas teoriju nav izdevies pierādīt arī J.R.Grejemam un C.R.Harvejam (*J.R.Graham, C.R.Harvey, 2001*), kuri veica 392 finanšu direktoru aptauju un neatrada pierādījumus, ka viņi ņemtu vērā informācijas asimetriju. Arī A. De Jonga un C.Velds (*A. De Jong, C.Veld, 2001*) neapstiprināja hierarhijas teoriju. S.Agca un A.Mozumdars (*S.Agca, A.Mozumdar, 2005*) argumentē, ka teorijas pretrunīgie pierādījumi ir saistīti ar mazu un lielu uzņēmumu finansēšanas prakses dažādību. Iepriekšminētie autori argumentē, ka mazos uzņēmumos nav iespējams identificēt kapitāla struktūras hierarhijas teoriju, jo pastāv maza parāda kapacitāte, tādēļ viņi ir spiesti veikt pamatkapitāla palielināšanu.

L.Šajams-Sanders un S.C.Majers (*L.Shyam-Sunder, S.C.Myers, 1999*) piedāvā sekojošu modeli kapitāla struktūras hierarhijas teorijas testēšanai:

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta_{PO} DEF_{it} + e_{it}, \quad (1.3.)$$

kur ΔD_{it} – atmaksājama vai piesaistītais aizņemtā kapitāla apmērs, DEF_t – kapitāla deficīts.

Tiek sagaidīts, ka $\alpha = 0$ un $\beta=1$. β_{PO} tiek saukts arī par kapitāla struktūras hierarhijas koeficientu.

Savukārt kapitāla deficīts (DEF_t) tiek aprēķināts sekojoši:

$$DEF_t = DIV_t + X_t + \Delta W_t + R_t - C_t, \quad (1.4.)$$

kur C_t – pamatdarbības naudas plūsma, DIV_t – dividenžu maksājumi, X_t – izdevumi par kapitāla izmantošanu, ΔW_t – darba kapitāla izmaiņas, R_t – ilgtermiņa aizņemtā kapitāla apmērs perioda sākumā.

Iepriekšminētais modelis zinātniskajā literatūrā ir ticis pieņemts un modelis daudz testēts empīriski. L.Šajams-Sandera un S.C.Majera (*L.Shyam-Sunder, S.C.Myers, 1999*) metodoloģija tiek izmantota arī citos pētījumos (*P.F.Amaral et al., 2012; G.Mazen, 2012; C.Cotei, J.Farhat, 2009; S.Byoun, J.C.Rhim, 2005; M.Z.Frank, V.K.Goyal, 2003*).

M.Z.Franks un V.K.Gojals (*M.Z.Frank, V.K.Goyal, 2003*) secina, ka šis koeficients parasti (a) ir mazāks par vienu, (b) ir lielāks lielākiem uzņēmumiem (ja salīdzina ar maziem uzņēmumiem), un (c) tas samazinās laika gaitā. A.D.Jongs u.c. (*A.D.Jong et al, 2010*) apgalvo, ka koeficients ir augstāks (zemāks), kad uzņēmumam ir finanšu pārpalikums (deficīts), secinot, ka ir vairāk iespējams, ka uzņēmums atmaksās aizņemto kapitālu, kad tiem ir pārpalikums nevis piesaista aizņemto kapitālu, kad ir deficīts.

Tajā pašā laikā daudzi autori ir kritizējuši šo modeli. Piemēram, R.S.Čirinko un A.R.Singha (*R.S.Chirinko, A.R.Singha, 2000*) norāda, ka hierarhijas koeficients var būt ievērojami mazāks par vienu pat tad, ja uzņēmumi piemēro kapitāla struktūras hierarhijas teoriju. Pamatojums ir tāds, ka, ja deficīts ir ārkārtīgi liels, tad uzņēmumam var būt ierobežotas iespējas piesaistīt aizņemto kapitālu un uzņēmums ir spiests nenosegtā deficīta daļu finansēt ar pašu kapitālu.

Jāpiebilst, ka bieži empīriskos pētījumos secinājumi par kapitāla struktūras hierarhijas teoriju tiek izdarīti, pamatojoties uz korelāciju starp rentabilitāti un aizņemto kapitālu (hierarhijas teorijā tiek sagaidīta negatīva korelācija). Taču daži autori norāda, ka negatīvā sakarība starp kapitāla struktūru un rentabilitāti ne vienmēr nozīmē, ka tiek apstiprināta hierarhijas teorija (*D.Vasiliou, N.Eriotis, N.Daskalakis, 2009*). Arī promocijas darba autore piekrīt, ka statistiski nozīmīga un negatīva korelācija starp rentabilitāti un aizņemto kapitālu nevar būt kā pierādījums kapitāla struktūras hierarhijas teorijai.

Kapitāla struktūras pētījumos tiek piedāvāti arī citi kapitāla struktūras hierarhijas teorijas modeļi. Piemēram, G.Mazens (*G.Mazen, 2012*) izvirza šāda kombinētā modeļa izmantošanu:

$$\Delta D_{it} = \alpha + \beta_{TA}(D_{it}^* - D_{it-1}) + \beta_{PO}DEF_{it} + e_{it} \quad (1.5.)$$

Ņemot vērā to, ka L.Šajams-Sanders un S.C.Majers (*L.Shyam-Sunder, S.C.Myers, 1999*) izstrādāja gan kapitāla struktūras kompromisa teorijas, gan kapitāla struktūras hierarhijas teorijas modeļus pirms 15 gadiem, tad šajā laika periodā abas divas teorijas ir daudz pārbaudītas empīriski (1.14.tabula). Pētnieki apskata gan katru teoriju atsevišķi, gan arī tiek mēģināts pierādīt, ka abas teorijas mijiedarbojas un ir identificējamās vienlaicīgi.

1.14.tabula

Pētījumu rezultāti par hierarhijas un kompromisa teorijām

Hierarhijas teorija	Kompromisa teorija	Izlases periods un uzņēmumu skaits	Pētījuma autori, gads
1	2	3	4
+	-	1971-1989 157 uzņēmumi	<i>L.Shyam-Sunder, S.C.Myers</i> (1999)
-	-	2004-2008 400 uzņēmumi	<i>И.В.Иваишкова, П.В.Макаров</i> (2010)
+	-	2000-2010	<i>P.F.Amaral, F.G.Lima, A.C. da Silva Filho, A.A. Neto</i> (2012)
+	+	1998-2002 122 uzņēmumi	<i>G.Mazen</i> (2012)
+	+	1980-2001 89 591 uzņēmumi	<i>C.Cotei, J.Farhat</i> (2009)

„+” teorijas apstiprināta, „-” teorija noraidīta
 Avots: autores veidota tabula

1.14.tabulas dati liecina, ka vairāku zinātnieku pētījumi ir devuši pretrunīgus rezultātus. Dažos pētījumos ir pierādītas abas teorijas, tikmēr citi pētnieki tikai daļēji apstiprina teoriju nozīmīgu uzņēmumu kapitāla struktūras veidošanas procesā vai arī neapstiprina vispār.

J.P.Ogdens un S.Vu (*J.P.Ogden, S.Wu, 2012*) kritizē plaši veiktos kapitāla struktūras kompromisa teorijas empīriskos testus. Pirmkārt, tiek norādīts uz negatīvo sakarību starp kapitāla struktūru un rentabilitāti. Iepriekš promocijas darba autore minēja problēmu, ka daudzos pētījumos negatīva korelācija starp aizņemto kapitālu un rentabilitāti tiek pieņemta kā pietiekams pierādījums kapitāla struktūras teoriju identificēšanai praksē. Otrkārt, J.P.Ogdens un S.Vu (*J.P.Ogden, S.Wu, 2012*) norāda, ka regresijas modeļu rezultāti sastāda diezgan zemu determinācijas koeficientu (ap 20%). Šajā kontekstā iepriekšminētie autori pozitīvi atsaucas uz dinamisko kompromisa teoriju, jo tā var sniegt novērtējumus par vidējo

pielāgošanās ātrumu, kā arī ir spējīga izskaidrot apgriezto attiecību starp rentabilitāti un aizņemto kapitālu.

Kopumā var secināt, ka kapitāla struktūras hierarhijas teorijas ietvaros nepastāv noteikts optimuma punkts, kad tiek maksimizēta uzņēmuma tirgus vērtība. Tā vietā teorija argumentē, ka uzņēmums, pieņemot finanšu lēmumus, ņem vērā informācijas asimetriju. Empīriskie pētījumi nesniedz viennozīmīgus rezultātus un zinātniskajā literatūrā bieži tiek argumentēts, ka šī teorija nebūs identificējama maziem uzņēmumiem. Promocijas darba autore piekrīt iepriekšminētajam, jo mazi un vidēji uzņēmumi parasti ir ar ierobežotiem finanšu resursiem un tādēļ tie nevar pieņemt finanšu lēmumus, pamatojoties uz hierarhijas teoriju, ja, piemēram, uzņēmumam ir nepietiekami iekšējie resursi.

Aģentu izmaksu teorija

Aģentu izmaksu teorija balstās uz pieņēmumu, ka uzņēmuma akcionāriem, kreditoriem un vadītājiem ir atšķirīgas intereses un mērķi. Zinātniskajā literatūrā bieži tiek pieņemts, ka visas iepriekšminētās puses pieņem lēmumus, vadoties pēc uzņēmuma tirgus vērtības maksimizācijas aspekta, tomēr ir vairāk nekā skaidrs, ka kāda puse mēģinās maksimizēt personīgo ieguvumu. M.C.Džensens un W.H.Meklings (*M.C.Jensen, W.H.Meckling, 1976*) definē divus konflikta veidus: konflikts starp akcionāriem un vadītājiem, kā arī konflikts starp akcionāriem un kreditoriem. M.C. Džensens (*M.C.Jensen, 1986*) apgalvo, ka maksājumi par aizņemto kapitālu samazina brīvo naudas plūsmu, kura ir pieejama 'savtīgajiem' vadītājiem. Aģentu izmaksu teorijas galvenais arguments ir tāds, ka ar aizņemto kapitālu ir iespējams disciplinēt uzņēmuma vadošos speciālistus, lai tie neiegulda uzņēmuma finanšu resursus riskantos projektos vai projektos ar negatīvu neto tagadnes vērtību (NPV).

Vairāki autori, lai analizētu aģentu izmaksu ietekmi uz kapitāla struktūru, izmanto apgrozījuma īpatsvaru kopējā aktīvu kopsummā (*J.S.Ang et al., 2000; H.Li, L.Cui, 2003; D.Mohammed, 2013*). Iepriekšminētā rādītāja izmantošana tiek pamatota sekojoši: jo vairāk aktīvu tiek ģenerēti no ieņēmumiem, jo vairāk efektīvi ir uzņēmuma vadītāji, vadot un izmantojot aktīvus. Tādējādi, ja šis rādītājs ir augsts, tad tiek uzskatīts, ka tiek veikti optimāli investīciju lēmumi. Citos pētījumos savukārt tiek secināts, ka pastāv apgriezta sakarība starp aizņemto kapitālu un aģentu izmaksām (*D.Mohammed, 2013*).

Promocijas darba autore uzskata, ka pozitīvo aizņemtā kapitāla ietekmi uz uzņēmuma vadītājiem ir iespējams pārbaudīt ar tāda rādītāja kā finanšu cikla ilguma dinamiku. Ja saskaņā ar aģentu izmaksu teoriju aizņemtais kapitāls disciplinē uzņēmuma vadošos speciālistus pieņemt labākus lēmumus, tad ir jābūt izmaiņām uzņēmuma finanšu ciklā.

Finanšu cikls aptver trīs nozīmīgas uzņēmuma ikdienas darbības aspektus – krājumu, debitoru un kreditoru parādu vadību. Ņemot vērā šīs teorijas argumentus, tad piesaistot aizņemto kapitālu, uzņēmuma finanšu cikla ilgumam vajadzētu samazināties.

Tirgus laika teorija

Šī gadsimta sākumā atdzima iepriekš piemirsta teorija, ka uzņēmumi kapitāla struktūras lēmumus pieņem, pamatojoties uz apstākļiem kapitāla tirgos. M.Beikers un J.Vurglers (*M.Baker, J.Wurgler, 2002*) secina, ka mēģinājumi izmantot tirgus situāciju ietekmē uzņēmuma kapitāla struktūru. Iepriekšminētie autori secina, ka uzņēmumi pielāgo akciju emisiju akciju tirgus apstākļiem. Šādas kapitāla struktūras izmaiņas pastāv ilgāku laiku, jo uzņēmumi neveic korekcijas, lai novirzītu aizņemtā kapitāla īpatsvaru uz noteiktu mērķa lielumu. Pēc būtības uzņēmuma kapitāla struktūru var uzskatīt par kumulatīviem pagātnes lēmumiem.

Empīriskie pētījumi ir pierādījuši, ka tirgus apstākļi spēlē nozīmīgu lomu finanšu lēmumu pieņemšanā un palielina atkāpes no vēlamās kapitāla struktūras īstermiņā (*M.Leary, M.Roberts, 2005; A.Alti, 2006; A.Kayhan, S.Titman, 2007*). Iepriekšminētie pētījumi arī argumentē, ka pastāv dinamiskās kompromisa teorijas modificētā versija, kurā tiek iestrādāts īstermiņa tirgus faktors.

Tirgus laika teorijai ir divi novirzieni. Viens atzars apskata informācijas asimetrijas aspektu. Daļa pētnieku analizē finanšu lēmumu pieņemšanu dažādos uzņēmumos (*R.Korajczyk, D.J.Lucas, R.L.McDonald, 1992*), savukārt otra daļa apskata finanšu lēmumu izmaiņas laika gaitā (*H.Cho, R.W.Masulis, V.K.Nanda, 1993*). Šo pētījumu rezultāti liecina, ka pastāv lielāka varbūtība, ka uzņēmums emitēs jaunas akcijas tautsaimniecības augšupejas periodā, kad investoriem ir pozitīvas tautsaimniecības prognozes. Otrs tirgus laika teorijas atzars pēta akciju tirgu un irracionālus investorus vai vadītājus. Finanšu vadītāju aptaujas rezultāti (*J.R.Graham, C.R.Harvey, 2001*) parāda, ka tiek mēģināts saskaņot tirgus stāvokli ar akciju emitēšanu. Atbalsts šai teorijai pierādīts arī citos pētījumos (*A.Hovakimian, G.Hovakimian, H.Tehrani, 2004*).

K.Jungs, Y.C.Kims un R.M.Stulcs (*K.Jung, Y.C.Kim, R.M.Stulz, 1996*) neatrod pierādījumus tirgus laika teorijai, H.De Andželo, L.De Andželo, R.Stulcs (*H.DeAngelo, L.DeAngelo, R.Stulz, 2010*) atrod daļēju tirgus laika efektu uz akciju emitēšanu, savukārt A.Gomezs un G.Filips (*A.Gomes, G.Phillips, 2007*), kā arī I.R.Setjavans un B.Frensidijs (*I.R.Setyawan, B.Frensidy, 2013*) apstiprina teoriju. Citi pētnieki apstiprina, ka uzņēmuma aizņemtā kapitāla piesaiste galvenokārt balstās uz tirgus apstākļiem (*A.Antoniou, H.Zhao,*

B.Zhou, 2009), savukārt citi neatrod pierādījumus argumentam tam, ka vadītāji var saskaņot un izmantot tirgus apstākļus (*C.B.Barry, S.C.Mann, V.T.Mihov, M.Rodriguez, 2009*).

Pēdējos gados daudz biežāk tiek novērtēta finanšu lēmumu ietekme ilgtermiņā. Piemēram, K.Bugatefs un J.Čiči (*K.Bougatef, J.Chichti, 2010*) veic tirgus apstākļu ietekmi uz kapitāla struktūru, izmantojot Tunisijas un Francijas kotētos uzņēmumus. Iepriekšminētie autori secina, ka uzņēmumi palielina pamatkapitālu, kad tā tirgus vērtība ir salīdzinoši augstāka par bilances vērtību. Pēc pamatkapitāla palielināšanas uzņēmumiem ir neliels aizņemtā kapitāla īpatsvars, kurš tiek saglabāts īstermiņā. Saskaņā ar iepriekšminēto pētījumu šāda kapitāla struktūra tiek saglabāta vismaz astoņus gadus.

Vairāki zinātnieki pēdējos gados arī veic pētījumus, kur tiek analizētas vairākas teorijas. M.Dongs, I.Lonkarskijs, J. Terhorsts, C.Velds (*M.Dong, I.Loncarski, J. ter Horst, C.Veld, 2012*) pēta vienlaicīgi gan hierarhijas teoriju, gan tirgus laika teoriju, izmantojot Kanādas uzņēmumu izlasi laika periodā no 1998.gada līdz 2007.gadam. Izlasē tika iekļauti uzņēmumi, kuri šajā laika periodā palielināja pamatkapitālu vai aizņemto kapitālu vai arī veica akciju atpirkšanu. Tika atrasti pierādījumi, ka abas teorijas praksē mijiedarbojas. Pastāv lielāka varbūtība, ka uzņēmums mēģinās pielāgot akciju emitēšanu un atpirkšanu, kad viņi ir vismazāk finansiāli ierobežoti.

Savukārt J.A.Dukas, J.Guo, B.Žu (*J.A.Doukas, J.Guo, B.Zhou, 2011*) analizēja aizņemtā kapitāla piesaisti laika periodā no 1970.gada līdz 2006.gadam. Rezultāti norāda, ka, kad aizņemtā kapitāla tirgus ir 'karsts', tad tas atstāj ietekmi uz uzņēmuma kapitāla struktūru un uzņēmumi neveic struktūras līdzsvarošanu, lai paliktu noteiktā kapitāla struktūras intervālā.

Promocijas darba autore piekrīt, ka kapitāla tirgiem ir liela nozīme uzņēmuma finanšu lēmumu pieņemšanas procesā. Tomēr no otras puses nav racionāli piesaistīt kapitālu, ja uzņēmumam nav labu investīciju projektu. Pēc darba autores domām, šādā gadījumā uzņēmums vairāk zaudē nekā iegūst, ja tiek piesaistīts pēc būtības nevajadzīgs kapitāls. Ja uzņēmums šos finanšu līdzekļus neiegulda ilgtermiņa investīciju projektos, tad uzņēmums maksā procentus vai dividendes par šo kapitālu, turot finanšu līdzekļus iesaldētus vai iztērējot īstermiņa vai nerentabliem projektiem.

Noslēgumā apkopojot kapitāla struktūru teoriju argumentus par kapitāla struktūras ietekmi uz uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem, var secināt, ka vairākas teorijas pamato kapitāla struktūras ietekmi uz uzņēmuma tirgus vērtību (tradicionālā kapitāla struktūras pieeja, F.Modiljāni un M.H.Millera kapitāla struktūras pieeja, statiskā kompromisa teorija, dinamiskā kompromisa teorija). Turpretim kapitāla struktūras hierarhijas teorija un tirgus laika teorija pamato uzņēmuma vadošo speciālistu finanšu lēmumus atkarībā no iekšējiem vai

ārējiem faktoriem. Savukārt aģentu izmaksu teorija pamato argumentu, ka aizņemtais kapitāls disciplinē uzņēmuma vadītājus un tādēļ ir sagaidāma uzņēmuma darbības finanšu rezultātu uzlabošana pēc aizņemtā kapitāla piesaistes. Kopumā kapitāla struktūras teoriju pētījumi pierāda aizņemtā kapitāla ietekmi uz uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem, tomēr empīrisko pētījumi rezultāti ir neviennozīmīgi.

Mazo un vidējo uzņēmumu kapitāla struktūras pētījumi

Ņemot vērā, ka Baltijas valstu uzņēmumu struktūrā dominē mazie un vidējie uzņēmumi, tad nodaļas nobeigumā promocijas darba autore pēta arī kapitāla struktūras pētījumus, kur analizēti mazo un vidējo uzņēmumu finansēšanas lēmumi.

MVU kapitāla struktūra ir pētīta dažādās valstīs, piemēram, Lielbritānija (*F.Chittenden et al., 1996*), ASV (*S.Balakrishnan, I.Fox, 1993*), Portugāle (*J.P.Esperanca et al., 2003*), Beļģija (*S.Manigart et al., 1997; D.Heyman et al., 2008*), Spānija (*F.Sogorb-Mira, J.Lopez-Gracia, 2003; P.J.Garcia-Teruel, P.Martinez-Solano, 2007*), Itālija (*G.Giudici, S.Paleari, 2000*), Zviedrija (*R.Cressy, C.Olofsson, 1997; B.Berggren et al., 2000*), Taivāna (*T.Fu et al., 2002*), Indija (*S.Ghosh, 2007*), Vācija (*D.B.Audretsch, J.A.Elston, 1997; R.Elsas, J.P.Krahn, 1998*), Austrālija (*G.Cassar, S.Holmes, 2003; J.R.Fitzsimmons, E.J.Douglas, 2006*), Grieķija (*N.Daskalakis, M.Psillaki, 2008*), Īrija (*C.Mac an Bhaird, B.Lucey, 2010*).

Daudzi autori ir pētījuši kompromisa teorijas atbilstību maziem un vidējiem uzņēmumiem (*D.Heyman et al.*). Pētījumi apliecina, ka mazi uzņēmumi nav tik rentabli kā lieli uzņēmumi (*R.R.Pettit, R.F.Singer, 1985; E.Vos, C.Forlong, 1996; N.Michaelas et al., 1999*), tādējādi nav iespējams pilnībā izmantot 'nodokļu vairogu' (*C.Mac an Bhaird, B.Lucey, 2010*).

MVU atbilstība kapitāla struktūras hierarhijas teorijai arī ir apstiprināta daudzos empīriskos pētījumos (*F. Chittenden et al., 1996; G.Hall et al., 2004; F.Voulgaris et al., 2004; B.T.Gregory et al., 2005; P.C.Johnsen, R.G.P.McMahon, 2005; C.Ou, G.W.Haynes, 2006; N.Daskalakis, M.Psillaki, 2008; C.Mac an Bhaird, B.Lucey, 2010*).

Daži citi pētījumi norāda uz modificētas hierarhijas teorijas esamību mazos un vidējos uzņēmumos, t.s. augsto tehnoloģiju hierarhijas kārtības hipotēze (*High Technology Pecking Order Hypothesis, HTPOH*) (*R.P.Oakey, 1984; P.Brierley, 2001; T.Hogan, E.Hutson, 2005*). Šī hipotēze nosaka, ka uzņēmumi ar noteiktu raksturojumu (augsto tehnoloģiju uzņēmumi ar augstu izaugsmes tempu) dod priekšroku vispirms iekšējiem resursiem, tad ārējā pamatkapitāla palielināšanai un visbeidzot aizņemtajam kapitālam. Iepriekšminētais tiek apstiprināts arī empīrisku testu rezultātā.

Vairāki zinātnieki pēta arī finansējuma piedāvājuma aspektu. S.Holms un P.Kents (*S.Holmes, P.Kent, 1991*) finansēšanas plaisu (*financing gap*) raksturo ar divām komponentēm:

- a) Zināšanu plaisa (uzņēmuma īpašniekam vai īpašniekiem ir ierobežotas zināšanas par finansējuma piesaistes jautājumiem);
- b) Piedāvājuma plaisa (finansējums nav pieejams maziem uzņēmumiem vai arī aizņemtā kapitāla cena ir ļoti augsta).

R.Kresijs (*R.Cressy, 2008*) argumentē, ka mazu uzņēmumu īpašniekiem aizņemšanās psiholoģiskās izmaksas pārsniedz ieguvumus, tāpēc maziem uzņēmumiem nepatīk kreditoru iesaistīšanās. Taču iepriekšminētajā pētījumā tiek arī secināts, ka uzņēmumam attīstoties un paplašinoties, nepatika pret kreditoriem samazinās.

Kopumā var secināt, ka mazu un vidēju uzņēmumu kapitāla piesaistes lēmumi atšķiras no lielo uzņēmumu lēmumu pieņemšanas procesa un faktoriem. Mazie un vidējie uzņēmumi ir ierobežoti galvenokārt ar kapitāla tirgiem, jo, piemēram, akciju tirgus šiem uzņēmumiem var būt saistīts ar relatīvi lielām izmaksām. Tādēļ MVU, pieņemot kapitāla piesaistes lēmumus, ir jāņem vērā pieejamie finanšu avoti, kuri parasti ir ierobežoti. Papildus ir jāpievērš uzmanība arī faktam, ka MVU vadošajiem speciālistiem var būt ierobežotas zināšanas finansējuma piesaistes jomā. Tādēļ jāsecina, ka atšķirsies faktori, kuri ietekmē mazu un vidēju uzņēmumu vai lielu uzņēmumu kapitāla struktūru.

Nodaļas nobeigumā var secināt, ka **lielākā daļa kapitāla struktūras teoriju uzsver aizņemtā kapitāla priekšrocību un trūkumu nozīmi kapitāla struktūras veidošanas procesā. Tradicionālā kapitāla struktūras pieeja, MM modelis ar nodokļiem, kompromisa teorija un aģentu izmaksu teorija argumentē, ka uzņēmuma tirgus vērtība palielinās līdz ar aizņemtā kapitāla īpatsvara pieaugumu līdz noteiktam līmenim. Pēc noteikta punkta pārsniegšanas aizņemtā kapitāla īpatsvars ir relatīvi liels un palielinās uzņēmuma finanšu risks. Rezultātā uzņēmuma tirgus vērtība sāk samazināties. Neskatoties uz iepriekšminēto, tikai neliela daļa kapitāla struktūras pētījumu apskata nelineāru sakarību starp kapitāla struktūru un uzņēmuma tirgus vērtību. Lielākā daļa empīrisku pētījumu var tikt iedalīta trīs grupās:**

1. Liela daļa pētījumu pēta un pārbauda kapitāla struktūras atbilstību noteiktai teorijai. Daudzi pētnieki izmanto kompromisa un hierarhijas teoriju metodoloģiju noteiktai uzņēmumu izlasei. Parasti tiek izmantota L.Šajama-Sandera un S.C.Majera (*L.Shyam-Sunder, S.C.Myers, 1999*) izstrādātā empīriskā pētījuma metodika. Taču iepriekšminētā pieeja tikai parāda kapitāla struktūras pielāgošanās ātrumu (proti, cik ātri uzņēmumu finanšu speciālisti maina esošo kapitāla struktūru, lai to pielāgotu nepieciešamajam

īpatsvaram). Šīs grupas pētījumi nemeklē un neaprēķina kapitāla struktūras stāvokli, kad mainās uzņēmuma darbības finanšu rezultātu tendences – no pieauguma uz samazinājumu.

2. Daudzi pētnieki arī analizē kapitāla struktūras ietekmējošos faktorus. Šādiem pētījumiem parasti ir divi mērķi. Pirmkārt, tiek meklēti faktori, kuri izskaidro kapitāla struktūru un tās tendences. Otrkārt, izmantojot atrastos faktorus, pētījumu autori secina, kurai kapitāla struktūras teorijai atbilst konkrētā uzņēmumu izlase (parasti šādi apskata kapitāla struktūras kompromisa vai/un hierarhijas teorijas). Piemēram, atrodot pozitīvu korelāciju starp kapitāla struktūru un tādiem faktoriem kā aktīvu struktūra, lielums un rentabilitāte, tiek secināts, ka uzņēmuma kapitāla struktūra atbilst kompromisa teorijai. Arī šie pētījumi nemeklē noteiktu kapitāla struktūras intervālu vai punktu, kad mainās uzņēmuma tirgus vērtības dinamikas tendence.
3. Vairāki pētījumi arī analizē sakarību starp kapitāla struktūru un uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem. Populāri ir izmantot tādus uzņēmuma tirgus vērtības rādītājus kā pašu kapitāla atdeve, akcijas cena un citus rādītājus. Galvenais šo pētījumu trūkums ir koncentrēšanās uz lineāru sakarību, kamēr lielākā daļa kapitāla struktūru teoriju argumentē nelineāru attiecību starp kapitāla struktūru un darbības finanšu rezultātiem.

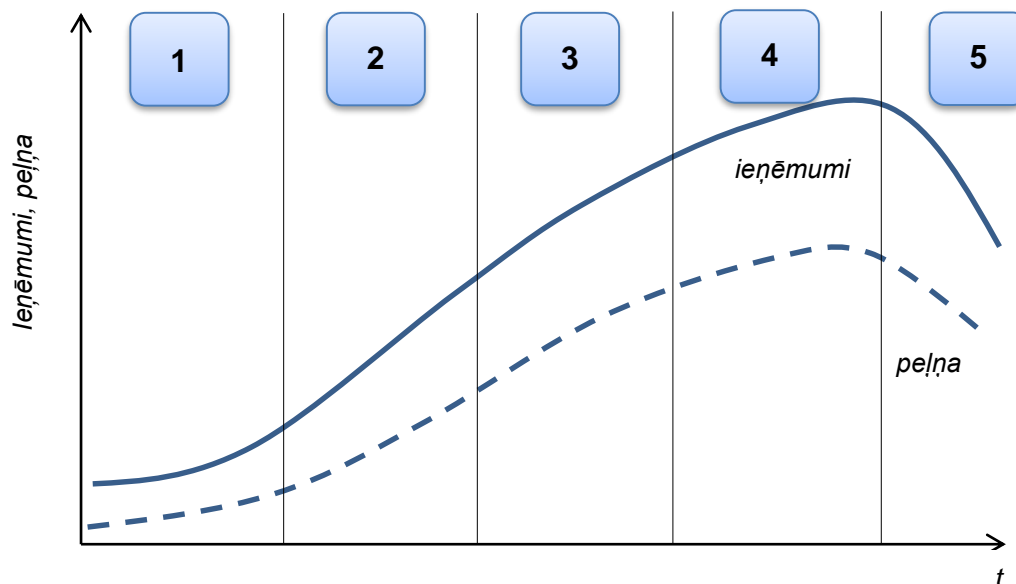
2. Komerccabiedrību darbības finanšu rezultātu dinamika un kapitāla struktūras veidošanas tendences un īpatnības

2.1. Baltijas valstu kapitāla tirgus novērtējums un attīstības tendences

Baltijas valstu uzņēmumiem ir pieejami vairāki kapitāla avoti, neskatoties uz to, ka, piemēram, salīdzinot ar ASV vai Rietumeiropas valstu tirgiem, Baltijas valstu kapitāla tirgus nav tik attīstīts. Var minēt sekojošus finansējuma piesaistes iespējas:

- a. Pašu resursi (personīgie resursi, ģimenes un draugu resursu);
- b. Privātie investori un privātie kapitāla fondi;
- c. Aizņēmumi no kredītiestādēm;
- d. Akcijas;
- e. Obligācijas;
- f. Savstarpējo aizdevumu platformas;
- g. u.c.

Iepriekšminētos finansējuma piesaistes avotus ir iespējams saistīt ar noteiktu uzņēmuma dzīves cikla posmu (2.1.attēls). Dažādos posmos uzņēmuma raksturlielumi ir atšķirīgi, kā arī to ārējā un iekšējā finansējuma vajadzības var atšķirties.



2.1.attēls. Uzņēmuma finansējuma piesaistes dzīves cikls

Avots: A.Damodaran, 2011.

Posmu raksturojums (A.Damodaran, 2011):

1. **Start-up** (jaunuzņēmums). Uzņēmuma sākuma stadija, kad tiek uzsākta uzņēmējdarbība. Visbiežāk uzņēmums ir ierobežots ar finansējuma piesaistes iespējām nelielas klientu bāzes, kā arī apgrozījuma un peļņas dēļ. Tādēļ visbiežāk uzņēmuma

kapitāla struktūra sastāv galvenokārt no pašu kapitāla un dažādiem aizņēmumiem (privātpersonu un/vai kredītiestāžu).

2. **Neliela izaugsme.** Uzņēmums ir izveidojis nepieciešamo klientu bāzi un ir sācis nostiprināt pozīciju tirgū, tādēļ ir nepieciešams papildus finansējums, lai varētu paplašināt darbību. Tā kā šajā posmā ir nelielas iespējas ģenerēt augstu naudas plūsmu, tad parasti uzņēmumi meklē privātos investorus vai privātos kapitāla fondus, lai veiktu nepieciešamā finansējuma piesaisti. Atsevišķos gadījumos šajā posmā ir iespējams arī sākotnējais publiskais piedāvājums (*IPO*).
3. **Strauja izaugsme.** Šajā posmā uzņēmuma finansējuma piesaistes iespēju klāsts ir ļoti plašs. Uzņēmuma apgrozījuma un peļņas pieauguma tempi ir augsti. Raksturīgs finansējuma avots ir gan sākotnējais publiskais piedāvājums, gan otrreizējais publiskais piedāvājums, kā arī konvertējamās obligācijas u.tml.
4. **Mērena izaugsme.** Uzņēmuma apgrozījums un peļņa turpina pieaugt, taču pieauguma tempi jau ir mērenāki, ja salīdzina ar iepriekšējo posmu. Jaunu projektu finansējuma nepieciešamība sāk samazināties. Šāda veida uzņēmumiem raksturīga aizņemtā kapitāla piesaiste banku aizņēmumu un/vai obligāciju formā.
5. **Noriets.** Uzņēmuma apgrozījums un peļņa samazinās. Tirgū ienāk jauni konkurenti, kuri samazina konkrētā uzņēmuma tirgus daļu. Esošie investīciju projekti turpina ģenerēt pozitīvas naudas plūsmas, lai gan pieauguma temps kļūst negatīvs. Uzņēmumam ir neliela vajadzība pēc papildu finansējuma. Akciju publiskie piedāvājumi vai jaunu obligāciju izlaišana ir maz ticama šajā posmā. Parasti notiek esošā aizņemtā kapitāla atmaksa, kā arī akciju atpiršana.

Tālāk promocijas darba autore apskata galveno un biežāk izmantojamo finansējumu avotu raksturojumu un dinamiku Baltijas valstu tirgū – privātie investori un privātie kapitāla fondi, aizņēmumi no kredītiestādēm, akcijas, obligācijas un savstarpējo aizdevumu platformas.

Privātie investori un privātie kapitāla fondi.

Privātais kapitāls (*private equity*) ir investīcijas biržā vēl nekotētos uzņēmumos un tās veic šim nolūkam dibināti privātā kapitāla fondi. Privātais kapitāls tiek sadalīts apakšklasēs: riska kapitāls (*venture capital*) un izpiršanas finansējums (*buyout*).

Latvijā privātā kapitāla fondu finansējums ir salīdzinoši jauns avots, tomēr tā pozitīvais aspekts ir elastīgums. Šo kapitāla veidu var izmantot uzsākot uzņēmējdarbību, veicot esoša uzņēmuma paplašināšanu vai reorganizāciju, kā arī uzlabojot uzņēmuma parādu struktūru.

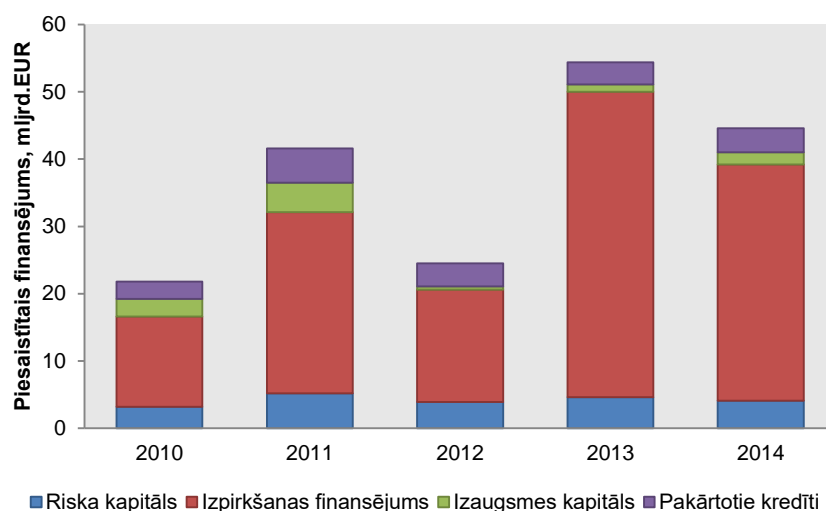
Riska kapitāla investīciju raksturojums (*Latvijas Riska kapitāla asociācija*):

- Vidēja un ilgtermiņa;

- Nav ķīlas, investors kļūst par uzņēmuma partneri, ieguldot īpašumā kapitāldaļas;
- Nav atmaksas grafika un procentu maksājumu. Investors ir orientēts uz uzņēmuma vērtības pieaugumu;
- Nostiprina bilanci, uzlabojot pašu kapitāla attiecību pret saistībām. Dod iespēju piesaistīt papildus aizņēmumus;
- Pretendē uz peļņas daļu veiksmīgas darbības gadījumā;
- Katra investīcija ir īpaša, uzņēmuma analīze un lēmuma pieņemšana prasa vairāk laika;
- Meklē uzņēmumus ar straujas izaugsmes potenciālu, gatavi uzņemties lielāku risku;
- Līdzdalība uzņēmuma pārvaldē;
- Neveiksmes gadījumā investors ir vienlīdzīgā situācijā ar pārējiem kapitāldaļu turētājiem.

Lai veicinātu riska kapitāla nozares attīstību Latvijā, ir izveidota Latvijas Riska kapitāla asociācija. Šo sabiedrisko organizāciju dibināja septiņi lielākie uzņēmumi, kuri darbojas riska kapitāla nozarē Latvijā – “Baltcap Management Latvia”, “EKO Investors”, “Hanseatic Capital Latvia”, “NCH Advisors INC.”, “Norvēģijas – Latvijas uzņēmējdarbības attīstības fonds”, “Small Enterprise Assistance Funds”, ka arī “Latvijas Attīstības aģentūra”. 2015.gada septembrī asociācija apvienoja 34 organizācijas (*Latvijas Riska kapitāla asociācija*). Kā vienu no pēdējiem finansējuma piesaistes piemēru var minēt SIA Hanzas Elektronika finansējuma piesaisti 600,000 EUR apmērā no *FlyCap* riska kapitāla fonda.

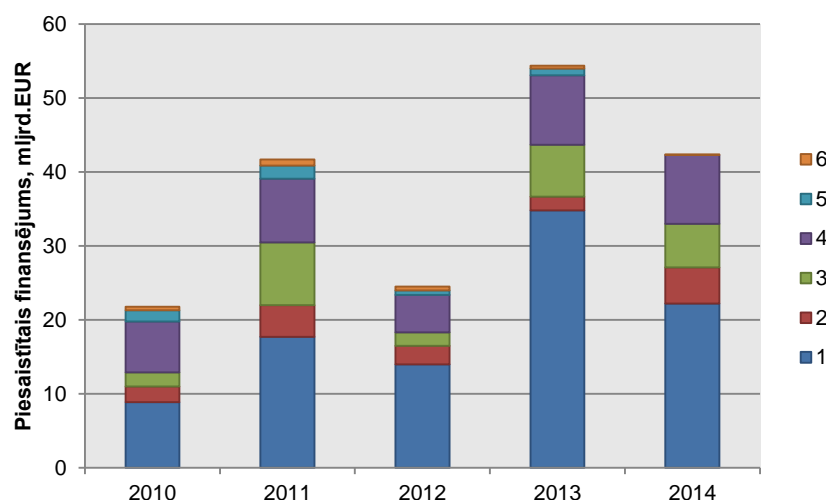
2.2.attēlā iekļauti statistikas dati par piesaistīto privātā kapitāla finansējumu Eiropā no 2010.gada līdz 2014.gadam. Šajā piecu gadu periodā statistika ir diezgan neviennozīmīga – nav novērojama tikai pieaugoša tendence (2012., 2014.gados piesaistītais finansējums samazinājās, salīdzinot ar iepriekšējo periodu). Riska kapitāla, izaugsmes kapitāla un pakārtoto kredītu dinamika ir relatīvi stabila un lielākās izmaiņas attiecas tieši uz izpirkšanas finansējumu. Izpirkšanas darījums nozīmē, ka privātā kapitāla fonds veic uzņēmuma pārpirkšanu, iegādājoties uzņēmuma daļas no līdzšinējiem īpašniekiem. Atšķirībā no citiem privātā kapitāla veidiem, izpirkšanas darījumi parasti notiek, kad uzņēmums jau spēj nodrošināt stabilu naudas plūsmu, tādēļ šie darījumi notiek uzņēmuma brieduma fāzē (*J.Grišins u.c., 2009*). Tādēļ ir prognozējams, ka vidējā viena darījuma apmērs var sniegties miljonos un pat miljardos. Izrietoši tas nozīmē, ka nestabilā dinamika saistāma tikai ar piemēroto uzņēmumu un darījumu skaitu.



2.2.attēls. Piesaistītais privātais kapitāls Eiropā no 2010.gada līdz 2014.gadam, finansējuma veidi

Avots: darba autore veidots attēls, izmantojot European private equity and venture capital association datus

Lai gan Eiropas tirgū (2.2.attēls) kopējais piesaistītais finansējums svārstās no vairāk nekā 20 miljardiem līdz gandrīz 55 miljardiem gadā, tomēr ir jāņem vērā arī ģeogrāfiskais kapitāla sadalījums (2.3.attēls).



2.3. attēls. Piesaistītais privātais kapitāls Eiropā no 2010.gada līdz 2014.gadam, valstu grupas, mljrd.EUR

- 1.-Lielbritānija un Īrija
- 2.-DACH valstis (Austrija, Vācija, Šveice)
- 3.-Nordics valstis (Dānija, Somija, Norvēģija, Zviedrija)
- 4.-Francija un Beniluksa valstis
- 5.-Dienvidēiropa (Grieķija, Itālija, Portugāle, Spānija)
- 6.-CEE (Centrāleiropa un Austrumeiropas reģions)

Avots: darba autore veidots attēls, izmantojot European private equity and venture capital association datus

2.3.attēlā iekļauts piesaistītais finansējums no 2010.gada līdz 2014.gadam Eiropā, sadalot valstis 6 grupās. Lielākā daļa no privātā kapitāla finansējuma tiek piesaistīta Lielbritānijā un

Īrijā. Ievērojami mazāks finansējums tiek piesaistīts Francijā un Beniluksa valstīs, kā arī Ziemeļeiropas valstīs. Dienvideiropas valstīs (Grieķija, Itālija, Portugāle un Spānija) šajā laika periodā tika piesaistīti 4,8 miljardi EUR. Mazāks finansējuma apmērs visdrīzāk saistāms ar pēdējo gadu nestabilo finanšu situāciju šajā reģionā. Tomēr kopumā vismazāk privātā kapitāla finansējums tiek piesaistīts Centrāleiropas un Austrumeiropas reģiona valstu grupai, kurā ietilpst arī Baltijas valstis.

Apskatot privāto investoru un privātā kapitāla fondu finansējumu no kapitāla struktūras perspektīvas, tad var apgalvot, ka šī finansējuma piesaistes veids palielina pašu kapitāla īpatsvaru uzņēmuma kapitāla struktūrā un ievērojami paaugstina vidējo svērto kapitāla cenu. Privātie investori un privātā kapitāla fondi pieprasa ļoti augstu atdevi, salīdzinot ar citiem kapitāla avotiem, tāpēc tiek paaugstināta pašu kapitāla cena un attiecīgi arī vidējā svērtā kapitāla cena.

Apkopojot iepriekšminēto var secināt, ka privāto investoru un privāto kapitāla fondu piedāvātais finansējums gan skaita, gan apjoma ziņā Baltijas valstīs ir relatīvi neliels. Nākamajās promocijas darba apakšnodalās autore apskata divas uzņēmumu izlases – Baltijas biržas uzņēmumus, kā arī Latvijas uzņēmumus. Latvijas uzņēmumu izlasē tika iekļauti tikai tie uzņēmumi, kuriem ir vismaz 10 gadu pieredze nozarē (proti, pēc uzņēmuma dibināšanas un reģistrācijas datuma ir pieejami vismaz 10 gadu pārskati). Promocijas darba autore izdara pieņēmumu, ka lielākā daļa uzņēmumu ir ar nelielu, strauju vai mērenu izaugsmi (atbilstoši dzīves cikla posmiem 2.1.attēlā), savukārt *startup* un norieta fāžu uzņēmumu skaits ir neliels un tas būtiski neietekmē kopējo tendenci. Atbilstoši iepriekšminētajam izriet, ka privāto kapitāla fondu finansējums nav aktuāls pētījuma daļā analizētajiem uzņēmumiem un neveido būtisku ietekmi uz pašu kapitālu. Nelielas, straujas vai mērenas izaugsmes uzņēmumi kapitāla piesaista galvenokārt akciju, obligāciju un banku aizņēmumu formā, tādēļ šie finansējuma veidi tiek pētīti turpmāk.

Aizņēmumi no kredītiestādēm.

Aizņēmumus var saņemt no radniecīgiem un asociētiem uzņēmumiem, citām juridiskām personām, fiziskām personām, dalībniekiem, darbiniekiem u.c., taču tradicionāli un visbiežāk tiek piesaistīts kredītiestādes aizņēmums.

Vispārējie noteikumi komercbanku kredīta saņemšanai (*J.Dubrovskis, 2009*):

- Uzņēmumam ir vairākus gadus ilga sekmīga attīstība, pieaugošs apgrozījums un peļņas rādītāji;
- Biznesa modelis un naudas plūsmas ir viegli izprotamas un analizējamas;
- Uzņēmumam ir kvalitatīva ķīla, ko iespējams novērtēt un realizēt par augstu cenu;

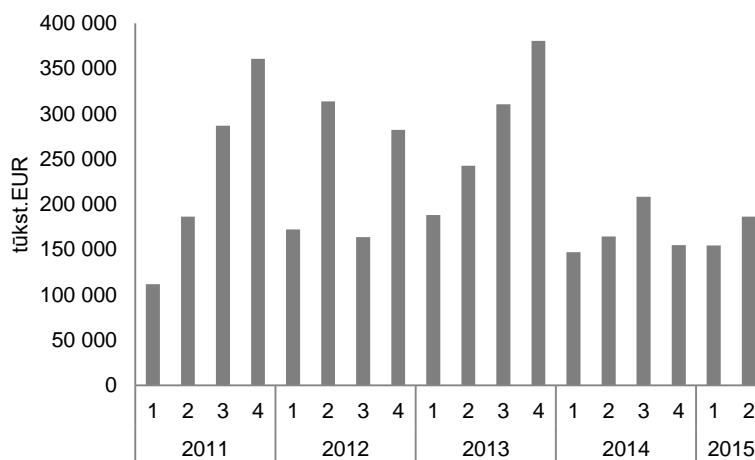
- Uzņēmums jau aktīvi izmanto vai izmantos citus banku pakalpojumus – norēķinu kontus, depozītus, maksājumu kartes, valūtas maiņu u.t.t.;
- Neliels aizņemto līdzekļu īpatsvars.

Tomēr kredītiestādes aizņēmuma izmantošanas izmaksas nav saistāmas tikai ar procentu maksājumiem par aizņēmuma lietošanu. Jāņem vērā arī tādi faktori kā:

- Komisijas maksas par kredīta piešķiršanu, veiktajām izmaiņām aizdevuma līguma nosacījumos, maksa par kredīta daļēju vai pilnīgu pirmstermiņa dzēšanu, tai skaitā, arī pārkreditējoties uz citu kredītiestādi;
- Nekustamā īpašuma (vai citas ķīlas) novērtēšanas izmaksas;
- Notāra pakalpojumi;
- Nodevas (valsts un kancelejas) par hipotēkas reģistrāciju un komercķīlas nostiprināšanu;
- Ikgadējā maksa par ķīlas apdrošināšanu.

Aizņemoties no kredītiestādes, ir jāņem vērā dažādi ierobežojumi, kuri ne vienmēr veicina uzņēmuma attīstību un ir uzņēmuma interesēs. Piemēram, aizdevuma līgumā var tikt iekļauts nosacījums, ka uzņēmumam jānodrošina 100% apgrozījums caur konkrētās bankas kontiem (kaut gan iespējams, ka citas bankas piedāvā zemākas komisijas par pārskaitījumiem, bet uzņēmums, nepildot aizdevuma līguma nosacījumu, var tikt pakļauts riskam, ka banka pirms termiņa var lauzt līgumu un pieprasīt aizdevuma atmaksu). Var pastāvēt vēl citi līguma nosacījumi – aizliegums bez bankas atļaujas aizņemties un/vai aizdot, aizliegums bez bankas atļaujas izmaksāt dividendes un citi ierobežojumi.

Latvijas komercbanku no jauna uzņēmumiem piešķirto kredītu statistika apkopota 2.4., 2.5. un 2.6.attēlos.

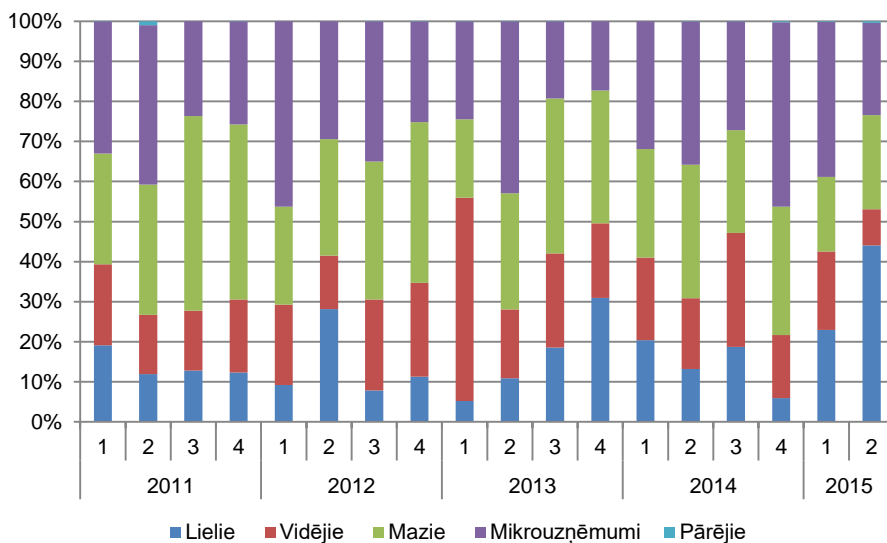


2.4.attēls. No jauna izsniegtie kredīti uzņēmumiem no 2011.gada 1.cet. līdz 2015.gada 2.cet. Latvijā, tūkst. EUR.

Avots: darba autores veidots attēls, izmantojot FKTK datus

Jāatzīmē, ka no 2011.gada 1.ceturkšņa līdz 2013.gada 4.ceturksnim vidēji no jauna tika izsniegti ~ 50 milj. EUR, kamēr no 2014.gada 1.ceturkšņa līdz 2015.gada 2.ceturksnim no jauna piešķirtā finansējums samazinājās un vidēji ir 34 milj. EUR ceturksnī.

Apskatot no jauna izsniegto kredītu struktūru (2.5.attēls), var secināt, ka lieliem uzņēmumiem izsniegto kredītu īpatsvars svārstās no aptuveni 5% līdz pat 30%. Tieši pēdējos trīs ceturkšņos (2014:4 – 2015:2) komercbankas arvien lielāko daļu jauno kredītu piešķir tieši šai uzņēmumu grupai. Kopumā jāatzīmē, ka lielākā finansējuma daļa tiek piešķirta tieši mikro un maziem uzņēmumiem (kopā vidēji nedaudz virs 50%).

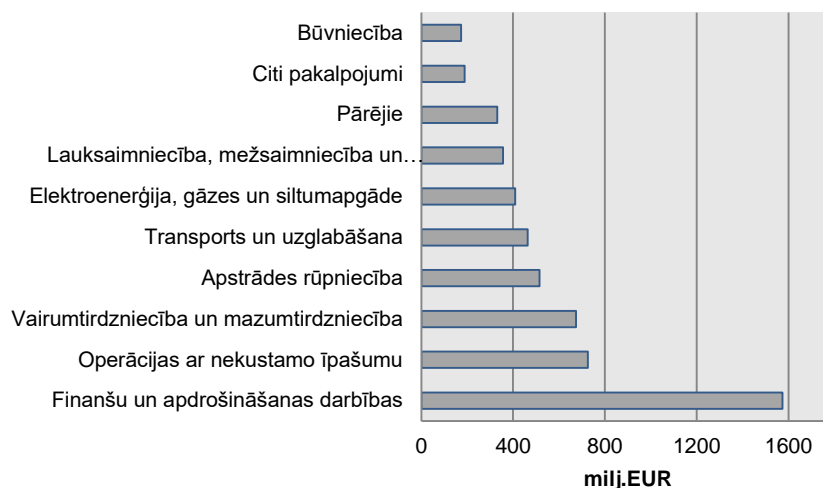


2.5.attēls. No jauna izsniegtie kredīti uzņēmumiem no 2011.gada 1.cet. līdz 2015.gada 2.cet., sadalījumā pa uzņēmuma veidiem Latvijā.

Avots: darba autores veidots attēls, izmantojot FKTK datus

Pēdējos ceturkšņos vērojams samazinājums no jauna izsniegto kredītu dinamikā un lielāks uzsvars uz lielo uzņēmumu finansēšanu var būt saistīts ar nestabilo ģeopolitisko un finanšu situāciju. Kā atzīmē Latvijas Banka, tad nenoteiktība ārējā vidē saistībā ar Krievijas un Ukrainas konfliktu vairo gan kredītiestāžu, gan potenciālo aizņēmēju piesardzību. Kredītiestādes pesimistiskāk vērtē atsevišķu tautsaimniecības nozaru un nefinanšu sabiedrību attīstības perspektīvas un tautsaimniecības attīstību kopumā. Kredītiestāžu vērtējumā arī nefinanšu sabiedrību pieprasījums pēc kredītiem 2014.gadā saruka, un to noteica mazāks pieprasījums pēc ilgtermiņa aizdevumiem (*Finanšu stabilitātes pārskats 2015*).

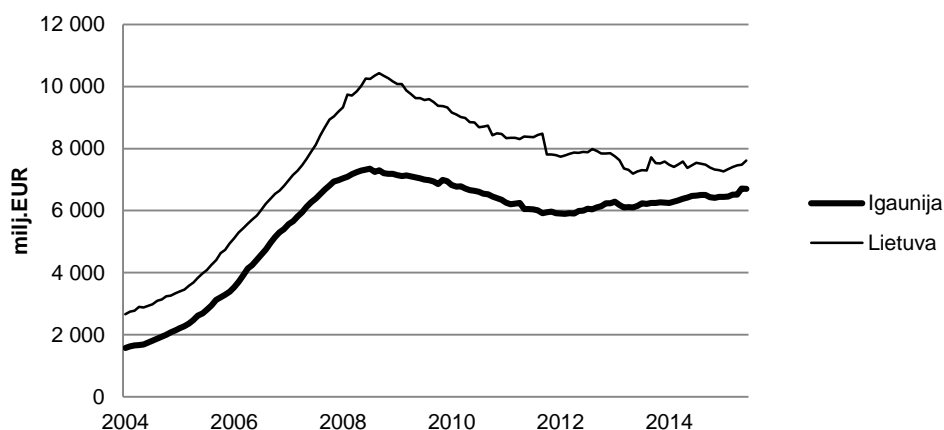
Apskatot no jauna izsniegto kredītu statistiku pa tautsaimniecības sektoriem (2.6.attēls), var secināt, ka lielākā daļa līdzekļu tiek piešķirtas finanšu un apdrošināšanas uzņēmumiem, kā arī nekustamo īpašumu uzņēmumiem. Tomēr arī tirdzniecības, ražošanas un lauksaimniecības nozares uzņēmumiem šajā periodā tika piešķirti līdzekļi (šo nozaru uzņēmumu kapitāla struktūra tiek analizēta nākamajās apakšnodaļās).



2.6.attēls. No jauna izsniegtie kredīti uzņēmumiem (2011.g.1.cet.-2015.g.2.cet.), sadalījumā pa tautsaimniecības sektoriem Latvijā.

Avots: darba autore veidots attēls, izmantojot FKTK datus

Visbeidzot apskatot arī pārējo Baltijas valstu – Lietuvas un Igaunijas – uzņēmumiem piešķirtos kredītiestāžu kredītu statistiku (2.7.attēls), var saskatīt līdzīgas tendences ar Latvijas tirgu. Līdz 2008.gadam bija vērojama ļoti strauja izaugsme un piešķirto kredītu pieauguma tempi bija augsti. 2008.gada globālās finanšu krīzes ietekmē arī Baltijas valstīs strauji tika samazināti kredītiestāžu portfeļi – maz izsniedzot jaunus kredītus, norakstot sliktos kredītus un pieprasot esošo kredītu pirmstermiņa atmaksu. Tomēr pēdējo pāris gadu laikā ir vērojama zināma stabilitāte un pat neliels pieaugums. Līdzīgi kā Latvijas kredītiestādes, arī Igaunijas un Lietuvas institūcijas ir piesardzīgas ar jauno kredītu izsniegšanu un kredītportfeļa pieaugumu.



2.7.attēls. Igaunijas un Lietuvas uzņēmumiem piešķirtie aizņēmumi (neatmaksātā pamatsumma) no 2004.gada marta līdz 2015.gada septembrim, milj.EUR.

Avots: darba autore veidots attēls, izmantojot Eesti Pank un Central Bank of the Republic of Lithuania statistikas datus.

Apkopojot iepriekšminēto par kredītiestāžu kredītiem, var secināt, ka gan skaita, gan apjoma ziņā šis finansējuma veids ir vairāk pieejams un izmantojams no Baltijas valstu uzņēmumu puses. Taču jāatzīmē pēdējo ceturkšņu mērenie kredītorfeļa pieauguma tempi; tas norāda uz zināmu piesardzību, tādēļ uzņēmumi varētu saskarties ar stingrākiem kredīta piešķiršanas nosacījumiem (īsāks termiņš, augstāka procentu likme un ķīlas nodrošināšana). Sagaidāms, ka Baltijas biržas uzņēmumiem nav būtisku šķēršļu šī finansējuma piesaistei. Biržas uzņēmumi parasti ir lielākie savā nozarē ar relatīvi zemāku risku un plašām finansējumu piesaistes iespējām. Savukārt mazie un vidējie uzņēmumi var izmantot dažādas valsts atbalsta programmas. Piemēram, 2015.gadā apvienojās 'Latvijas attīstības finanšu institūcija', 'Latvijas Garantiju aģentūra' un 'Lauku attīstības fonds', izveidojot vienotu finanšu institūciju AS 'Attīstības finanšu institūcija Altum'. Šīs institūcijas mērķis ir ar valsts atbalsta finanšu instrumentu palīdzību efektīvi un profesionāli sniegt atbalstu noteiktām mērķa grupām finanšu instrumentu veidā (aizdevumi, garantijas, ieguldījumi riska kapitāla fondos, u.tml.), konkrētu programmu ietvaros papildinot to arī ar nefinanšu atbalstu (*Altum, 2015*).

No kapitāla struktūras perspektīvas finansējuma piesaiste aizņēmuma formā palielina aizņemtā kapitāla īpatsvaru, taču samazina vidējo svērto kapitāla cenu (salīdzinot ar uzņēmumu, kura kapitāla struktūra sastāv tikai no pašu kapitāla). Tā kā uzņēmuma kreditoru prasības tiek apmierinātas vispirms likvidācijas gadījumā, tad to pieprasītais ienesīgums parasti ir ievērojami zemāks par pašu kapitāla turētājiem. Papildus ir vēlreiz jāatzīmē, ka samaksātie procentu maksājumi samazina ar uzņēmuma ienākuma nodokli apliekamo ienākumu, kā rezultātā samazinās uzņēmuma vidējā svērtā kapitāla cena.

Akcijas kā kapitāla piesaistes veids.

Parasto akciju turētāji uzņemas risku, kurš ir lielāks nekā kreditoru risks. Tas ir saistāms ar noteikto kārtību, kurā tiek apmierinātas visas prasības uzņēmuma likvidācijas gadījumā. Vispirms tiek apmierinātas nodrošināto kreditoru prasības (obligāciju turētāji, kredītiestādes), tad nenodrošināto kreditoru prasības un piegādātāju parādi. Nākamie prasību kārtībā ir priekšrocību akciju turētāji. Tikai pēc tam tiek apmierinātas parasto akciju turētāju prasības, ja pēc visu iepriekšējo prasību apmierināšanas ir palikuši aktīvi. Tādēļ parasto akciju turētāji ir prasību kārtībā paši pēdējie un tādējādi tie uzņemas ievērojamu risku. No kapitāla struktūras un kapitāla cenas perspektīvas izriet, ka parasto akciju turētāji sagaida augstu ienesīgumu. Tas nozīmē, ka tiek sagaidīts augstāks ienesīgums – dividenžu un kapitāla pieauguma formā – nekā kreditoru un priekšrocību akciju turētāju ienesīgums. Tādēļ pašu kapitāla cena ir ievērojami augstāka par aizņemtā kapitāla cenu.

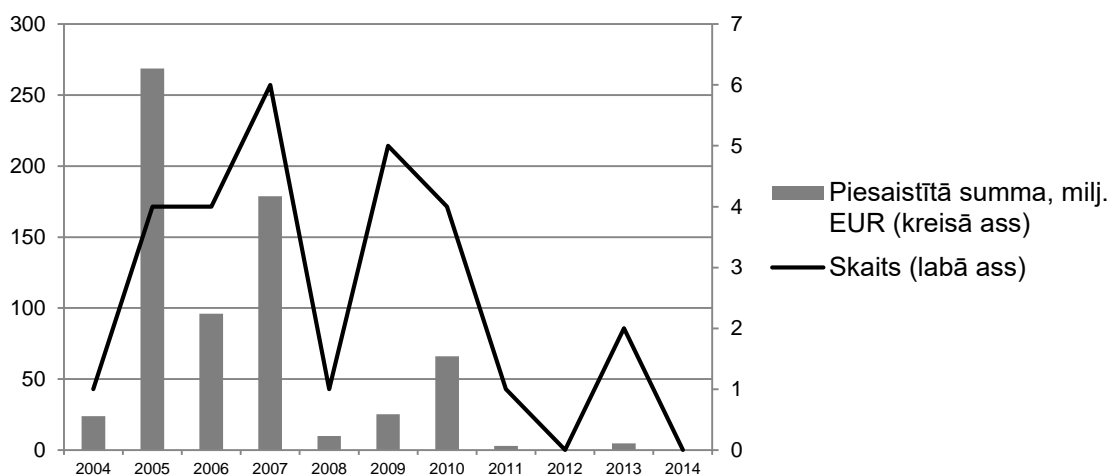
Papildus parastajām akcijām pastāv arī priekšrocību akcijas un konvertējamās priekšrocību akcijas. Priekšrocību akciju turētāji saņem dividendes pirms parasto akciju īpašniekiem, taču parasti tām nav balstiesības. Savukārt konvertējamās priekšrocību akcijas satur opciju tās konvertēt parastajās uzņēmuma akcijās.

Biržā kotētam uzņēmumam ir vairākas priekšrocības – liels kopējais piesaistīto līdzekļu apjoms, augsts uzņēmuma novērtējums, papildu finansējuma avots, iespēja saglabāt kontroli pār operacionālo vadību, publicitāte un augsta darījuma varbūtība (*M.Krūtainis, 2009*).

Pieci lielākie akciju publiskie piedāvājumi Baltijas vērtspapīru tirgū no 2004.gada līdz 2014.gadam bija (*Baltijas biržas dati*):

- 183 milj. EUR *Tallink* 2005.gadā (Nasdaq Tallinn, Baltijas Oficiālais saraksts);
- 97 milj. EUR *Arco Vara* 2007.gadā (Nasdaq Tallinn, Baltijas Oficiālais saraksts);
- 71,8 milj. EUR *Olympic Entertainment Group* 2006.gadā (Nasdaq Tallinn, Baltijas Oficiālais saraksts);
- 55,5 milj. EUR *Tallinna Vesi* 2005.gadā (Nasdaq Tallinn, Baltijas Oficiālais saraksts);
- 36,1 milj. EUR *Ekspress Grupp* 2007.gadā (Nasdaq Tallinn, Baltijas Oficiālais saraksts).

Visi pieci lielākie akciju publiskie piedāvājumi notika Igaunijas tirgū un ar uzņēmumiem no Baltijas Oficiālā saraksta. Pie tam jāuzsver, ka visi šie darījumi notika pirms finanšu krīzes, kad investoru prognozes bija pozitīvas. Visbeidzot arī jāatzīmē, ka 2012.gadā un 2014.gadā nenotika neviens akciju publiskais piedāvājums. Kopā šajā periodā tika piesaistīti vairāk nekā 676 milj. EUR. Tomēr gan skaita, gan apjoma ziņā lielāka aktivitāte bija novērojama no 2004.gada līdz 2007.gadam (2.8.att.).



2.8.attēls. Akciju publiskā piedāvājuma dati Baltijas valstu tirgū no 2004.gada līdz 2014.gadam

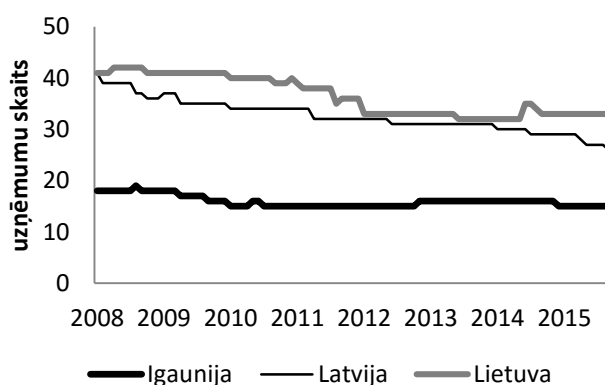
Avots: darba autores veidots attēls, izmantojot Baltijas biržas datus

Kopējo akciju publisko piedāvājumu skaits šajā periodā sastāda 28, no kurām 14 notika Igaunijas tirgū. No atlikušajām 14 emisijām 7 notika Latvijas un 7 Lietuvas tirgos. Lielākā daļa no kopējiem piesaistītajiem līdzekļiem tika iegūti Igaunijā – vairāk nekā 511 milj. EUR. Savukārt Latvijas tirgū tika piesaistīts aptuveni 81 milj EUR, bet Lietuvas tirgū – 84 milj. EUR (*Baltijas biržas dati*).

Visbeidzot apskatot arī Latvijas Centrālā depozitārija datus attiecībā uz aktīvo akciju tirgu uz 17.10.2015, tika iegūti dati par 71 aktīvām akcijām. 29 gadījumos akcijas emitētas publiskā piedāvājumā, savukārt lielākā daļu akciju (42 gadījumi) tiek emitētas slēgtās emisijās.

Tomēr publiskais piedāvājums, pirmkārt, tā stingrā regulēšanas dēļ, otrkārt, potenciālo risku dēļ, ir viens no dārgākajiem kapitāla piesaistes veidiem. Kopējās darījuma izmaksas var sasniegt pat 5-10% no piesaistīto līdzekļu apjoma un aprūtinā uzņēmumu ar izmaksām arī pēc kapitāla piesaistes. Pie tam akciju tirgos kapitālu uz izdevīgiem nosacījumiem var piesaistīt tikai labvēlīgos tirgus apstākļos, savukārt tirgus ir ciklisks, kas ierobežo potenciālo emisiju (*M.Krūtainis, 2009*).

Uzņēmumu skaits, kurš kotē akcijas Igaunijas tirgū pēdējo septiņu gadu laikā nav būtiski mainījies (2.9.attēls). Savukārt Lietuvā šādu uzņēmumu skaits samazinājās no 41 uzņēmumiem 2008.gada janvārī līdz 33 uzņēmumiem 2015.gada septembrī. Tomēr visvairāk ir samazinājies uzņēmumu skaits Latvijā – par 15 uzņēmumiem šo septiņu gadu periodā. Vislielākās izmaiņas konstatējamas krīzes gados, kad iespējams uzņēmumi, izvērtējot kotācijas priekšrocības un izmaksas, pieņēma lēmumu pārtraukt kotāciju.

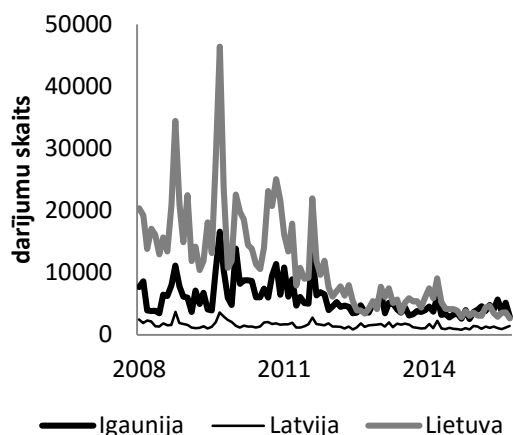


2.9.attēls. Uzņēmumu skaits, kuri kotē akcijas Baltijas valstu tirgos no 2008.gada janvāra līdz 2015.gada septembrim.

Avots: darba autores veidots attēls, izmantojot Baltijas biržas datus

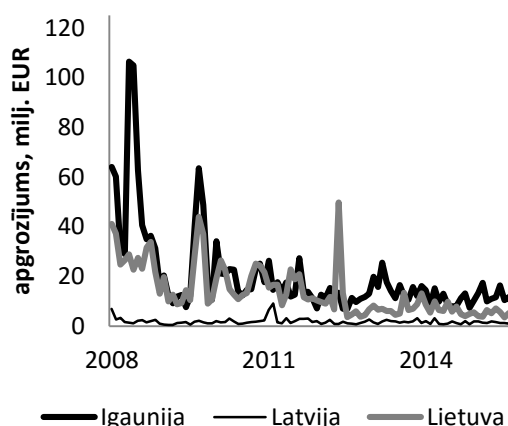
Uzņēmumu skaita samazinājums acīmredzami ietekmēja arī darījumu skaitu un apgrozījumu (2.10., 2.11.attēls). Jāatzīmē, ka Latvijas gadījumā kotēto uzņēmumu skaita

samazinājums par gandrīz 37% būtiski nav ietekmējis ne darījumu skaitu, ne akciju tirgus apgrozījumu. Tas nozīmē, ka šo 15 uzņēmumu akcijas tika maz apgrozītas kopējā tirgū.



2.10.attēls. Akciju darījumu skaits Baltijas valstu tirgos no 2008.gada janvāra līdz 2015.gada septembrim.

Avots: darba autores veidots attēls, izmantojot Baltijas biržas datus



2.11.attēls. Akciju tirgus apgrozījums Baltijas valstu tirgos no 2008.gada janvāra līdz 2015.gada septembrim, milj.EUR.

Avots: darba autores veidots attēls, izmantojot Baltijas biržas datus

Lai gan Lietuvas kotēto uzņēmumu skaits ir gandrīz divas reizes lielāks nekā Igaunijas gadījumā, tomēr to apgrozījuma dati ir ļoti līdzīgi. Tas nozīmē, ka Igaunijas akciju cenas ir augstākas (ņemot vērā arī to, ka akciju darījumu skaits Lietuvas un Igaunijas tirgos ir ļoti līdzīgs, it īpaši pēdējos pārskata gados).

No kapitāla struktūras skatu punkta akciju kapitāla finansējums samazina aizņemtā kapitāla īpatsvaru, taču palielina pašu kapitāla cenu. Papildus ir jāreķinās gan ar sākotnējā publiskā piedāvājuma augstajām izmaksām, gan arī ar izmaksām nākamajos periodos. Kopumā gan jāsecina, ka Baltijas valstīs akciju tirgus nav būtiski aktīvs. Pēdējos gados ir ievērojami samazinājies gan uzņēmumu skaits, gan darījumu skaits, gan arī akciju tirgus apgrozījums. Pie tam no 2010.gada tikai 7 uzņēmumi ir veikuši sākotnējo akciju publisko piedāvājumu Baltijas biržas tirgū. Tādēļ gan Baltijas biržas uzņēmumu, gan Latvijas mazo un vidējo uzņēmumu izlasēs šis finansējuma piesaistes veids nav būtisks.

Obligācijas kā kapitāla piesaistes veids.

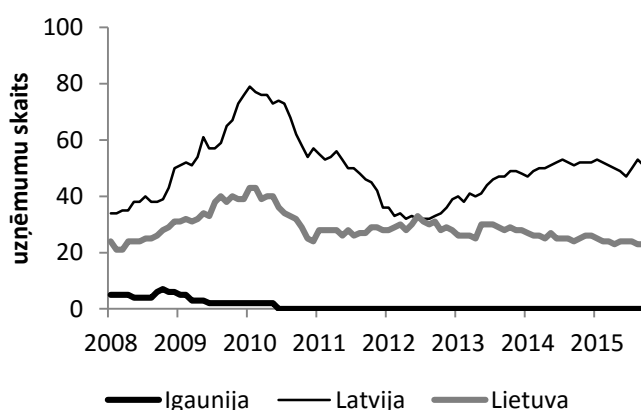
Piesaistot finansējumu obligāciju veidā, uzņēmums aizņemas līdzekļus no neierobežota investora loka uz paša definētiem nosacījumiem. Obligācijas izmanto, ja nepieciešams aizņemties uz izdevīgākiem noteikumiem nekā piedāvā bankas un, ja bankas nedod aizdevumu, jo aizdevums neatbilst bankas kredītriska politikai.

Obligāciju īpašnieki nepedalās peļņas sadalē un tiem nav balsstiesību. Tomēr ir jāņem vērā, ka procentu maksājumi par obligācijām ir obligāti. Pie tam obligācijas ir jāatmaksā noteiktā termiņā, kas rada lielu izejošo naudas plūsmu uzņēmumam. Obligāciju emisiju ir izdevīgāk veikt lieliem un pazīstamiem uzņēmumiem, jo tiem būtu vieglāk veikt investoru piesaisti.

Noteiktos apstākļos var rasties situācijas, kad bankas uz laiku aptur kreditēšanu, bet uzņēmumi joprojām var aizņemties obligāciju tirgū. Obligāciju īpašnieki visbiežāk no emitenta sagaida, ka jebkādi īpašnieku vai saistīto personu aizdevumi būs ar zemāku likmi un garāku atmaksas termiņu par obligācijām, bez nodrošinājuma un pakārtoti obligācijām. Konvertējamo obligāciju gadījumā tās tiek konvertētas kapitāldaļās, tādējādi samazinot spiedienu uz naudas plūsmu. Tomēr, līdzīgi kā komercbanku aizdevumu gadījumā, tad arī obligāciju emisijas nosacījumi bieži paredz darbības ierobežojumus (piemēram, finanšu rādītāju atrašanās noteiktā intervālā).

Visbeidzot apskatot arī Latvijas Centrālā depozitārija datus attiecībā uz aktīvo korporatīvo vērtspapīru tirgu uz 17.10.2015, tika iegūti dati par 270 aktīvām obligācijām. 114 gadījumos obligācijas emitētas publiskā piedāvājumā, savukārt lielākā daļu obligāciju (156 gadījumi) tiek emitētas slēgtās emisijās.

Baltijas akciju tirgū liela nozīme un īpatsvaram bija Igaunijas uzņēmumiem, taču tas pats nav secināms par obligāciju tirgu. Kopš 2010.gada Baltijas biržā vairs netiek kotēti Igaunijas uzņēmumu obligācijas (2.12.attēls).

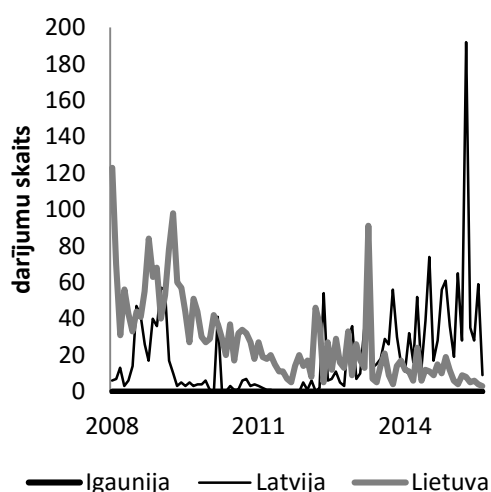


2.12.attēls. Uzņēmumu skaits, kuri kotē obligācijas Baltijas valstu tirgos no 2008.gada janvāra līdz 2015.gada septembrim.

Avots: darba autores veidots attēls, izmantojot Baltijas biržas datus

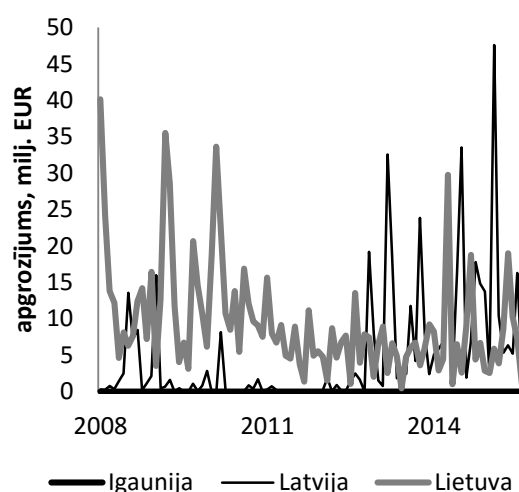
Nozīmīga tendence konstatējama pirmajos krīzes gados. Latvijas uzņēmumu skaits no 2008.gada janvāra līdz 2010.gada janvārim pieauga no 34 līdz 79. Savukārt Lietuvas tirgū kotēto uzņēmumu skaits pieauga no 24 2008.gada sākumā līdz 43 2010.gada sākumā. Tas

varētu būt saistāms un izskaidrojams ar vairākiem faktoriem. Pirmkārt, tautsaimniecības recesijas apstākļos veikt akciju emisiju ir relatīvi dārgi un iegūtais ieguvums ir salīdzinoši neliels. Pie tam uzņēmumi var saskarties ar stingrāku kredītiestāžu politiku, kā rezultātā arī kredīti kļūst dārgi. Tādēļ uzņēmumi var pievērsties obligāciju tirgum, kur ir iespējams piesaistīt nepieciešamo finansējumu arī tautsaimniecības lejupslīdes periodā. Otrkārt, šis finansējuma veids ir lētāks nekā akciju finansējums un arī investori saskaras ar mazāku risku, salīdzinot ar akciju turētājiem. Tas viss ietekmēja aktivitātes pieaugumu obligāciju tirgū. Iepriekšminētais attiecas ne tikai uz kotēto vērtspapīru skaitu, bet arī uz darījumu skaitu un obligāciju tirgus apgrozījumu (2.13., 2.14.attēls).



2.13.attēls. Obligāciju darījumu skaits Baltijas valstu tirgos no 2008.gada janvāra līdz 2015.gada septembrim.

Avots: darba autores veidots attēls, izmantojot Baltijas biržas datus



2.14.attēls. Obligāciju tirgus apgrozījums Baltijas valstu tirgos no 2008.gada janvāra līdz 2015.gada septembrim, milj.EUR.

Avots: darba autores veidots attēls, izmantojot Baltijas biržas datus

Attiecībā uz darījumu skaitu ir vērojama lejupejoša tendence Lietuvas tirgū, savukārt Latvijas obligāciju tirgū pēdējos 2-3 gados var konstatēt aktivitātes pieaugumu. Tajā pašā laikā šajos pēdējos 2-3 gados apgrozījums Latvijas un Lietuvas tirgos ir samērā līdzīgs.

Obligāciju finansējuma piesaiste nozīmē aizņemtā kapitāla īpatsvara pieaugumu. Tā kā tas ir aizņemtais kapitāls, kurš ir relatīvi lētāks par pašu kapitālu, tad šī finansējuma piesaiste var samazināt vidējo svērto kapitāla cenu un palielināt uzņēmuma tirgus vērtību. Izvērtējot akciju un obligāciju tirgu aktivitāti Baltijas valstīs, var secināt, ka obligāciju tirgus ir ievērojami aktīvāks Latvijā un Lietuvā gan pēc skaita, gan apgrozījuma ziņā. Izrietoši var secināt un pieņemt, ka šis finansējuma veids ir nozīmīgs kapitāla avots Baltijas biržas uzņēmumiem Latvijā un Lietuvā.

Savstarpējo aizdevumu platformas (*peer-to-peer lending* jeb P2P).

Šis finansējuma veids ir salīdzinoši jauns gan pasaulē, gan arī Latvijā. Pirmā šāda veida platforma pasaulē reģistrēta Lielbritānijā 2005.gadā (*Zopa*), savukārt Latvijā šis finansējuma avots parādījās 2015.gada sākumā. Arī 2015.gada septembrī Latvijas tirgū ir tikai viens uzņēmums – Mintos.

P2P platformas saved kopā aizņēmējus un aizdevējus. Potenciālais aizņēmējs iesniedz pieteikumu, definējot nepieciešamo summu, piedāvāto nodrošinājumu u.tml. Platformas nodrošina kredītu izvērtēšanu, piešķirot noteiktu riska pakāpi (atkarībā no aizņēmēja kredītvēstures, maksāspējas, nodrošinājuma u.c. faktoriem). Visbeidzot potenciālais aizdevējs (vai investors) izvērtē piedāvātos projektus un pieņem lēmumu par līdzekļu piešķiršanu. Šis finansējuma veids piedāvā relatīvi augstu elastību investoriem, proti, var pieņemt lēmumu investēt vienā projektā vai arī vairākos uzreiz. Darba autore uzskata, ka tā ir viena no šī finansējuma veida labākajām priekšrocībām – diversifikācijas iespēja.

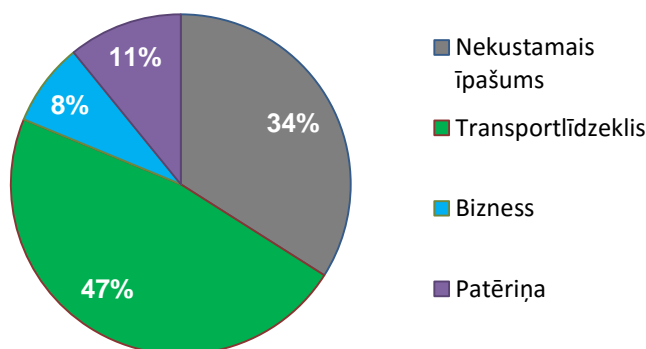
Papildus var uzskaitīt vēl vairākus faktoros, kuri sekmēja P2P straujo popularitāti un izaugsmi pēdējos gados. Pirmkārt, ļoti zemu procentu likmju vidē investori meklē augstākas atdeves iespējas. Piemēram, ASV bāzētās platformas *Lending Club* (www.lendingclub.com) statistika 2015.gada septembrī liecina, ka investori var sagaidīt vidējo atdevi intervālā no 5% līdz 9%. Otrkārt, kopējās izmaksas – gan no investoru, gan no aizņēmēju puses – parasti ir zemākas, ja salīdzina, piemēram, ar tradicionālo banku finansējumu. Treškārt, mūsdienu straujā dinamiskā vide pieprasa, ka arvien vairāk mūsu dzīves aspektu notiek internetā. Tādēļ ir tikai likumsakarīgi, ka kādreiz arī finansējuma piesaiste un investīcijas notiek arvien vairāk interneta vidē. Ceturkārt, jāmin arī banku reputācijas faktors. Ņemot vērā banku lomu 2008.gada finanšu krīzē un dažādus skandālus (piemēram, manipulācijas ar Libor likmēm), varētu apgalvot, ka pieaug to iedzīvotāju īpatsvars, kuri izvēlas nesadarboties ar bankām, ja pastāv šāda iespēja.

Tajā pašā laikā var uzskaitīt arī vairākus platformu trūkumus. Pirmkārt, pretēji noteiktam depozītu līmenim, kurš vienmēr ir garantēts, tad P2P saistāms ar risku zaudēt pilnīgi visus ieguldītos līdzekļus. Jāpiebilst, ka pēdējā laikā platformas mēģina samazināt šo risku. Tiek izstrādāti dažādi uzkrājumu fondi, kuri tiktu izmantoti, kad aizņēmēji nepilda noteiktās saistības. Papildus tiek spriests arī par apdrošināšanas iesaisti P2P procesos. Taču iepriekšminētais palielina morālo risku (*moral hazard*). Otrkārt, investoriem ir mazākas likviditātes iespējas. Investori savus līdzekļus iegulda biežāk vidēja un ilgtermiņa projektos, savukārt tas samazina iespēju nepieciešamības gadījumā ātri un ar mazām transakcijas izmaksām atgūt ieguldītos līdzekļus. Tomēr iepriekšminēto risku samazina arī pieaugošais otrreizējais P2P tirgus, kur investori var pārdot prasījuma tiesības (parasti ar diskontu).

Latvijas tirgū darbojas P2P platforma Mintos. Atšķirībā no tradicionālās P2P darbības shēmas, Mintos gadījumā aizņēmējam līdzekļus piešķir izsniedzējs, ar kuru sadarbojas Mintos (piemēram, Mogo, Capitalia). Tikai pēc kredīta izsniegšanas tie tiek izvietoti Mintos platformā. Attiecīgi vispirms tiek slēgts aizdevuma līgums starp aizņēmēju un kredīta izsniedzēju, savukārt vēlāk tiek noformēts cesijas līgums.

2015.gada janvārī investoru ieguldītā summā sastādīja 247 010 EUR, savukārt 2015.gada 30.septembrī kopējais ieguldīto līdzekļu apjoms bija gandrīz 6 milj. EUR. Šī platforma uztur gan pirmreizējo tirgu, gan arī otrreizējo tirgu. 2015.gada septembrī pirmreizējā tirgū bija reģistrēti 676 projekti, savukārt otrreizējo tirgu sastādīja 3780 kredīti. Iepriekšminētie dati iegūti no Mintos mājas lapas.

Taču ir nepieciešams vērst uzmanību uz kredītu sadalījumu pēc to tipa (2.15.att.). Lielāko daļu veido patēriņa kredīti un kredīti pret nekustamā īpašuma ķīlu – 81% no kopējā piedāvājuma. Tikai neliela kredītu daļa var tikt klasificēta kā uzņēmējdarbībai nepieciešamā finansējuma piesaiste.



2.15. attēls. Mintos platformā izsniegto kredītu sadalījums pēc tipa uz 30.09.2015.

Avots: autores veidots attēls, pamatojoties uz www.mintos.com pieejamo informāciju.

Apkopojot iepriekšminēto var apgalvot, ka vismaz uz doto brīdi šim finansējuma piesaistes veidam nav būtiskas nozīmes gan Baltijas biržas uzņēmumu grupā, gan arī Latvijas mazo un vidējo uzņēmumu gadījumā. Prognozējams, ka savstarpējo aizdevumu platformu piesaistītie līdzekļi tuvākajos dažos gados pieaugs, tomēr tiem nebūs būtiska nozīme tautsaimniecībai kopumā.

Papildus var minēt *crowdfunding* jeb pūļa finansējumu, kas ir nedaudz līdzīgs P2P finansējumam. Galvenā līdzība ir tā, ka finansējumu nodrošina liels skaits indivīdu vai uzņēmumu. Tomēr pastāv būtiska atšķirība attiecībā uz finansējuma mērķi. Parasti pūļa finansējumu piesaista kādas idejas attīstīšanai, ziedojumiem, pētījumu veikšanai u.tml. Pie

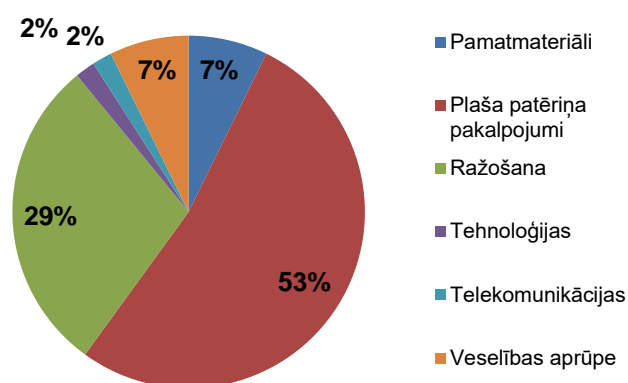
tam pūļa finansējums ir raksturīgs *startup* uzņēmumiem, savukārt nobrieduši uzņēmumi izvēlas piesaistīt finansējumu izmantojot P2P platformas. Visbeidzot arī jāmin, ka pūļa finansējums Baltijas valstīs ir vēl mazāk raksturīgs kā P2P finansējuma piesaistes forma. Tādēļ šis finansējuma veids nebūs aktuāls Baltijas valstu uzņēmumu kapitāla struktūras kontekstā.

Apakšnodaļas nobeigumā var secināt, ka **Baltijas valstu uzņēmumiem pastāv vairāki finansējuma piesaistes veidi, tomēr lielāka nozīme ir tieši aizņemtā kapitāla veidiem – kredītiestāžu aizņēmumiem un obligācijām. Pašu kapitāla piesaistes veidi ir relatīvi dārgi un maz pēc darījuma skaita.** Tādēļ arī kapitāla struktūras analīze tiek veikta, vērtējot aizņemtā kapitāla izmaiņas.

2.2.Latvijas uzņēmumu finanšu koeficientu un kapitāla struktūras dinamikas analīze

Šajā apakšnodaļā promocijas darba autore pēta Latvijas uzņēmumu finanšu koeficientu un kapitāla struktūras dinamikas tendences no 2005.gada līdz 2014.gadam. Vispirms tiek sniegta informācija par pētījumā iekļauto uzņēmumu izlases veidošanu, kā arī datu apraksts.

Viena uzņēmumu izlase sastāv no Baltijas biržā kotētajiem uzņēmumiem. Lai gan kopējais kotēto uzņēmumu skaits sastādīja 75 (2015.gada jūlijā), tomēr izlasē tika iekļauti tikai uzņēmumi, kuru gada pārskati pieejami par vismaz 10 gadu periodu (no 2005.gada līdz 2014.gadam, ieskaitot). Papildus izlasē netika iekļauti finanšu, nekustamo īpašumu un labiekārtojumu nozares uzņēmumi. Rezultātā tika iegūta 55 uzņēmumu izlase, kuras sastāvā ir 24 uzņēmumi no Baltijas Oficiālā Akciju saraksta un 31 uzņēmumi no Baltijas Otrā Akciju saraksta. Virsproporcionāli dominē Latvijas un Lietuvas uzņēmumi: 25 no Latvijas, 20 no Lietuvas un 10 uzņēmumi no Igaunijas tirgus. Tomēr izlases uzņēmumu sadalījums nozaru griezumā arī nav homogēns (2.16.attēls). Lielākā daļa – 53% jeb 29 – uzņēmumu pārstāv plaša patēriņa pakalpojumu nozari, savukārt 29% jeb 16 ir ražošanas uzņēmumu. Atlikušie 10 uzņēmumi pārstāv 4 nozares (pamatmateriāli – 4, veselības aprūpe – 4, tehnoloģijas – 1, telekomunikācijas – 1). Iepriekšminētais uzņēmumu nozaru sadalījums iegūts no Baltijas fondu biržas mājas lapas.



2.16.attēls. Baltijas biržas uzņēmumu izlases dalījums nozaru griezumā

Avots: darba autores veidots attēls, izmantojot Baltijas biržas datus

Jāpiebilst, ka visi šajā izlasē iekļautie uzņēmumi tika novēroti vienādu laiku un tika iegūti finanšu pārskati par visiem perioda gadiem – no 2005.gada līdz 2014.gadam, ieskaitot. Finanšu pārskatu dati tika iegūti no Baltijas biržas mājas lapas (<http://www.nasdaqomxbaltic.com>) un **kopējais novērojumu skaits ir 550 (10 gadi x 55 uzņēmumi)**. Pētījuma daļā iekļauto datu piemērs uzskatāmi parādīts 2.1.tabulā. Proti, visiem izlasē iekļautajiem uzņēmumiem tika aprēķināti nepieciešamie kapitāla struktūras rādītāji, darbības finanšu rezultāti un citi rādītāji (piemēram, vecums). Visi iepriekšminētie rādītāji tika aprēķināti katram gadam atsevišķi.

2.1.tabula

Pētījuma daļā iekļauto panelādatu piemērs

Uzņēmums	Gads	Aizņemtais finanšu kapitāls, %	Pašu kapitāla atdeve, %	Bruto rentabilitāte, %	Finanšu cikla ilgums, dienas	Aktīvu struktūra, %
Uzņēmums_1	2005	12,63	18,01	48,18	120,46	18,40
	2006	18,97	21,62	52,22	139,44	28,37
	2007	11,88	19,63	51,69	181,81	36,05
	2008	10,02	20,56	54,43	181,79	42,05
	2009	14,89	7,10	48,01	223,53	38,72
	2010	13,29	14,95	54,41	217,82	37,35
	2011	12,92	10,54	54,80	259,48	35,27
	2012	10,38	10,85	56,13	266,63	34,07
	2013	8,74	9,09	53,10	263,61	32,83
	2014	7,46	-3,10	43,32	322,08	32,55
Uzņēmums_2	2005	X1 ₂₀₀₅	X2 ₂₀₀₅	X3 ₂₀₀₅	X4 ₂₀₀₅	X5 ₂₀₀₅
	2006	X1 ₂₀₀₆	X2 ₂₀₀₆	X3 ₂₀₀₆	X4 ₂₀₀₆	X5 ₂₀₀₆
	2007	X1 ₂₀₀₇	X2 ₂₀₀₇	X3 ₂₀₀₇	X4 ₂₀₀₇	X5 ₂₀₀₇
	2008	X1 ₂₀₀₈	X2 ₂₀₀₈	X3 ₂₀₀₈	X4 ₂₀₀₈	X5 ₂₀₀₈
	2009	X1 ₂₀₀₉	X2 ₂₀₀₉	X3 ₂₀₀₉	X4 ₂₀₀₉	X5 ₂₀₀₉
	2010	X1 ₂₀₁₀	X2 ₂₀₁₀	X3 ₂₀₁₀	X4 ₂₀₁₀	X5 ₂₀₁₀
	2011	X1 ₂₀₁₁	X2 ₂₀₁₁	X3 ₂₀₁₁	X4 ₂₀₁₁	X5 ₂₀₁₁
	2012	X1 ₂₀₁₂	X2 ₂₀₁₂	X3 ₂₀₁₂	X4 ₂₀₁₂	X5 ₂₀₁₂
	2013	X1 ₂₀₁₃	X2 ₂₀₁₃	X3 ₂₀₁₃	X4 ₂₀₁₃	X5 ₂₀₁₃
	2014	X1 ₂₀₁₄	X2 ₂₀₁₄	X3 ₂₀₁₄	X4 ₂₀₁₄	X5 ₂₀₁₄

Avots: darba autores veidota tabula

Baltijas biržas uzņēmumu finanšu datu izmantošanai un analīzei ir galvenokārt trīs mērķi. Pirmkārt, ir iespējams salīdzināt visu trīs Baltijas valstu uzņēmumu kapitāla struktūras un finanšu koeficientus. Tādēļ var salīdzināt uzņēmumu darbības finanšu rādītājus un izdarīt secinājumus par tautsaimniecības vidi, kā arī par likumdošanas ietekmi uz uzņēmējdarbību. Otrkārt, kapitāla struktūras teorijas visbiežāk uzsver kapitāla struktūras ietekmi uz uzņēmuma tirgus vērtību. Nekotēto uzņēmumu tirgus vērtības aprēķināšana saistāma ar daudziem pieņēmumiem, neprecizitātēm un trūkumiem, tādēļ kapitāla struktūras un uzņēmuma tirgus vērtības jautājumus labāk pētīt, pamatojoties uz kotēto uzņēmumu izlasi. Šiem uzņēmumiem akcijas tiek pārdotas tirgū un ir iespējams iegūt datus par akcijas tirgus vērtību un izrietoši arī par uzņēmuma tirgus vērtību. Treškārt, visiem Baltijas biržas uzņēmumiem ir pieejami naudas plūsmas pārskati un ir iespējams veikt kapitāla struktūras un naudas plūsmas analīzi. Tikai neliela Latvijas vidējo un mazo uzņēmumu daļa gatavo un iesniedz naudas plūsmas pārskatu.

Promocijas darba autore apzinās, ka iepriekšminētai izlasei ir arī vairāki trūkumi. Pirmkārt, ir iekļauts salīdzinoši neliels uzņēmumu skaits. Tas saistīts ar mazo Baltijas valstu uzņēmumu skaitu, kuri ir iekļauti Baltijas biržas akciju sarakstos (~70-80). Lai iegūtu sabalansētu datu kopu, bija nepieciešams samazināt izlasē iekļauto uzņēmumu skaitu līdz 55. Otrkārt, izlase nav sabalansēta valstu griezumā un, piemēram, ir iekļauti tikai 10 Igaunijas uzņēmumi. Tas neļauj veikt pilnvērtīgu valstu rezultātu analīzi un izdarīt secinājumus. Treškārt, Baltijas biržas akciju sarakstos kotētie Latvijas uzņēmumi ir praktiski lielākie savā nozarē. Ņemot vērā, ka Latvijas uzņēmumu struktūrā dominē mazie un vidējie uzņēmumi, biržas izlases rezultātu secinājumi nebūtu attiecināmi uz Latvijas maziem un vidējiem uzņēmumiem.

Tādēļ, lai promocijas darba rezultātus varētu attiecināt uz plašāku Latvijas tautsaimniecības uzņēmumu skaitu, autore izmanto arī **1 231 Latvijas uzņēmumu gada pārskatu datus par laika periodu no 2005.gada līdz 2014.gadam**, ieskaitot. Vispirms tika izvēlētas trīs tautsaimniecības nozares: augkopība un lopkopība, medniecība un saistītās palīgdarbības (857 uzņēmumi), mēbeļu ražošana (505 uzņēmumi) un mazumtirdzniecība nespecializētajos veikalos, kuros galvenokārt pārdod pārtikas preces, dzērienus vai tabaku (1 710 uzņēmumi). Nākamajā solī tika atlasīti uzņēmumi, kuri nav likvidēti uz 2015.gada 1.jūliju, ir sabiedrības ar ierobežotu atbildību un ir pieejami finanšu dati par nepieciešamo 10 gadu periodu. Tātad visiem šajā izlasē iekļautajiem uzņēmumiem ir pieejami bilances un peļņas vai zaudējuma aprēķina dati par laika periodu no 2005.gada līdz 2014.gadam. Visi izlasē iekļautie uzņēmumi tika dibināti 2004.gadā vai agrāk un lielāks īpatsvars ir tieši vecākiem uzņēmumiem. 77% uzņēmumu tika reģistrēti no 1991.gada līdz 1999.gadam, ieskaitot. Tikai 283 uzņēmumi (jeb 23%) dibināti no 2000.gada līdz 2004.gadam. Tādēļ var

uzskatīt, ka šie uzņēmumi ir nobrieduši un bez nopietnām finansiālajām grūtībām, jo izlasē netika iekļauti uzņēmumi, kuriem 2015.gada 1.jūlijā ir pasludināta maksātnespēja vai notiek tiesiskās aizsardzības process/ārpustiesas tiesiskās aizsardzības process (TAP/ĀTAP).

Pēc datu apstrādes Latvijas mazo un vidējo uzņēmumu izlase sastāv no 330 lauksaimniecības uzņēmumiem (NACE 2.0 kods 01), 174 ražošanas uzņēmumiem (NACE 2.0 kods 31) un 727 tirdzniecības uzņēmumiem (NACE 2.0 kods 47.11). Gada pārskatu dati tika iegūti no Latvijas informācijas tehnoloģiju uzņēmuma 'Lursoft'. Ņemot vērā uzņēmuma vecumu, tad var izdarīt pieņēmumu, ka lielākai daļai uzņēmumu ir raksturīga neliela, strauja vai mērena izaugsme (atbilstoši dzīves cikla posmiem 2.1.attēlā). Tādēļ ir sagaidāma līdzīga finansējuma piesaistes nepieciešamība.

Apakšnodaļas turpinājumā promocijas darba autore apskata uzņēmuma raksturlielumu (uzņēmuma lielums, uzņēmuma vecums, likviditāte, bruto rentabilitāte un aktīvu struktūra), darbības finanšu rezultātu (pašu kapitāla atdeve, finanšu cikla ilgums, P/E rādītājs un NPA rādītājs), kā arī kapitāla struktūras rādītāju (NFL/C, TD/C, TL/C, LTD/C, LTL/C, STD/C un STL/C) dinamiku Latvijas nozares uzņēmumiem un Baltijas biržas uzņēmumiem. Papildus iepriekšminētajam visi dati tiek dalīti vēl divās grupās: 1) ja uzņēmuma finanšu saistību īpatsvars kapitāla struktūrā nepārsniedz 10%; 2) ja uzņēmuma finanšu saistību īpatsvars pārsniedz 10%. Daudzi uzņēmumi apzināti neuzņemas finanšu saistības, kā arī ir iespējami citi ierobežojumi aizņemtā kapitāla piesaistei. Tādēļ, ja aprēķina gaitā tiek izmantota visu uzņēmumu izlase, tad var tikt iegūti nekorekti dati, kas apgrūtina pareizu secinājumu un priekšlikumu izstrādi.

Atsevišķs skaidrojums nepieciešams attiecībā uz uzkrājumiem. Zinātniskajā literatūrā nepastāv skaidri izteikta definējuma vai uzkrājumi būtu uzskatāmi par pašu kapitālu vai aizņemto kapitālu. Saskaņā ar Latvijas grāmatvedības standartu nr.8 "Uzkrājumi, iespējamās saistības un iespējamie aktīvi" uzkrājumi ir saistības, kas attiecas uz pārskatu gadu vai iepriekšējiem gadiem un gada pārskata sastādīšanas laikā ir paredzamas vai zināmas un kuru apjoms vai saistību rašanās vai segšanas datums nav skaidri zināms. Līdzīgi uzkrājumus definē arī LR CSP – uzkrājumi ir grāmatvedības bilances pasīva daļa, kurā ietilpst rezerves līdzekļi maksājumiem, kuru termiņš vai summa nav precīzi noteikta, kā arī iespējamie zaudējumi (uzkrājumus veido, palielinot pārskata perioda izmaksas par noteiktu summu). Tādēļ no vienas puses uzkrājumi uzskatāmi par saistībām (rezerves līdzekļi paredzamiem maksājumiem), taču no otras puses uzkrājumi var tikt uzskatīti par pašu kapitālu, jo tie tiek veidoti no uzņēmuma līdzekļi (proti, uzkrājumu veidošanai netiek piesaistīts aizņemtais kapitāls). Pie tam jāatzīmē, ka uzkrājumi tiek veidoti maksājumiem, kuri nav paredzami (nav zināms precīzs apmērs un segšanas datums).

Ņemot vērā iepriekšminēto, promocijas darba autore uzskata, ka nav korekti pieskaitīt izveidotos uzkrājumus pie uzņēmuma aizņemtā kapitāla. Uzkrājumu veidošana ir pozitīvs signāls par uzņēmuma saistību pildīšanas disciplīnu, tādēļ nebūtu pamatoti šo bilances pozīciju pieskaitīt pie aizņemtā kapitāla un tādējādi palielinot uzņēmuma aizņemtā kapitāla īpatsvaru. Kā vēl vienu argumentu var minēt nelielo uzkrājumu īpatsvaru kapitāla kopsummā. Baltijas biržas uzņēmumu vidējais uzkrājumu īpatsvars kapitāla kopsummā no 2010.gada līdz 2014.gadam svārstās no 0.21% līdz 0.33%. Ņemot vērā nelielo uzkrājumu īpatsvaru, to ietekme uz komercsabiedrību kapitāla struktūru ir nebūtiska un tādēļ uzkrājumu postenis netiek pieskaitīts pie aizņemtā kapitāla.

Papildus nepieciešams arī īsumā analizēt nākamo periodu ieņēmumu nozīmi kapitāla struktūrā. Nākamo periodu ieņēmumi ir ieņēmumi, kas saņemti pārskata periodā, bet attiecas uz nākamajiem periodiem. Proti, uzņēmums ir saņēmis maksājumu, bet prece nav piegādāta vai pakalpojums nav sniegts. Izrietoši nākamo periodu ieņēmumi tiek klasificēti kā aizņemtais kapitāls, jo uzņēmumam ir saistības piegādāt precī (vai sniegt pakalpojumu). Pretējā gadījumā uzņēmumam ir pienākums atgriezt saņemtos līdzekļus. Kā piemērus var minēt periodisko izdevumu abonēšana. Komercsabiedrība (kura izdod avīzi vai žurnālu) parasti saņem abonēšanas maksu pārskata perioda sākumā (gads, ceturksnis), bet prece tiek piegādāta nākamajos mēnešos. No vienas puses nākamo periodu ieņēmumi būtiski atšķiras no citām bilances kreditoru pozīcijām, jo nav sagaidāma izejoša naudas plūsmas (kā tas ir, piemēram, ar parādiem piegādātājiem u.tml.). Taču no otras puses ir jāņem vērā arguments, ka pie noteiktiem apstākļiem uzņēmumam var rasties arī pienākums atgriezt iepriekš saņemtos naudas līdzekļus. Tāpēc promocijas darba autore neizslēdz nākamo periodu ieņēmumus no saistību rādītāju aprēķina un tie tiek uzskatīti par nefinanšu saistībām. Kā vienu pamatojumu var minēt to, ka izslēdzot nākamo periodu ieņēmumus no kapitāla struktūras rādītāju aprēķina, dažādu rādītāju kopsumma vairs nebūs vienāda ar 1 (pašu kapitāla īpatsvars, finanšu saistību īpatsvars un nefinanšu saistību īpatsvars).

Uzņēmuma vecums (2.2.tabula) tiek rēķināts gados no tā reģistrācijas gada. Analīzes perioda sākuma punktā 2005.gadā vidējais lauksaimniecības uzņēmumu vecums bija 9-11 gadi, ražošanas uzņēmumu 8-9 un tirdzniecības uzņēmumu 9-10 gadi. Apskatot nozaru uzņēmumu vidējos rādītājus dažādu aizņemtā kapitāla grupās, var secināt, ka būtiskas atšķirības nevar konstatēt. Piemēram, ražošanas uzņēmumu starpība starp abām grupām ir vismazākā (12,59 gadi uzņēmumiem ar mazu finanšu saistību īpatsvaru un 12,45 gadi pārējiem uzņēmumiem).

Uzņēmumu vecuma salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), gadi

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa			Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa		
	L	R	T	L	R	T
1	2	3	4	5	6	7
2005	10,50	8,58	9,75	9,35	8,22	9,65
2006	10,98	9,46	10,88	9,90	9,42	10,45
2007	11,71	10,46	11,68	11,10	10,07	12,03
2008	13,36	11,48	12,87	11,75	11,18	12,77
2009	13,94	12,24	13,82	12,67	12,32	14,15
2010	15,74	12,81	14,73	13,33	13,29	14,97
2011	15,96	14,48	15,99	14,75	14,27	16,08
2012	16,67	15,46	17,09	15,92	15,24	16,83
2013	18,00	16,00	18,21	16,57	16,02	17,66
2014	18,98	17,13	19,40	17,91	17,19	18,61
Vidēji	14,51	12,59	14,35	13,29	12,45	13,99

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: L – lauksaimniecības uzņēmumi, R – ražošanas uzņēmumi, T – tirdzniecības uzņēmumi.

Kā uzņēmuma lieluma rādītājs tiek izmantota aktīvu bilances kopsumma. Uzreiz jāatzīmē, ka jau izlases veidošanas process noteica, ka tajā tiks iekļauti galvenokārt nozares lielākie uzņēmumi. Izlasē tika iekļauti uzņēmumi, kuri veic aktīvu saimniecisko darbību vismaz vienu gadu (pirms 2005.gada), bet lielāks uzsvars ir likts tieši uz vecākiem uzņēmumiem. Tādēļ ir sagaidāms un secināms, ka izlasē iekļauti uzņēmumi ar relatīvi augstu bilances aktīvu kopsummu.

Var izdarīt vairākus secinājumus par Latvijas nozaru uzņēmumu lielumu (2.3.tabula). Šeit un turpmāk ar pelēku krāsu iekrāsoti 2.grupas rezultāti, kuri ir augstāki par 1.grupas rezultātiem. Neiekrašoti ir rezultāti, kuri samazinās vai nemainās. Šādi uzreiz uzskatāmi var secināt vai dažādās kapitāla struktūras grupās iegūstamie rezultāti ir būtiski atšķirīgi.

Uzņēmumu lieluma salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), aktīvu bilances kopsumma, milj.EUR

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa			Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa		
	L	R	T	L	R	T
1	2	3	4	5	6	7
2005	0,73	0,21	0,81	1,24	0,57	0,87
2006	0,92	0,26	0,26	1,38	0,65	1,77
2007	0,89	0,29	1,12	1,55	0,70	1,53
2008	1,19	0,23	1,29	1,81	0,72	1,85
2009	1,31	0,15	1,27	2,12	0,74	1,88
2010	1,32	0,20	1,61	2,35	0,71	1,96
2011	0,96	0,25	1,30	2,86	0,73	1,87
2012	1,57	0,40	1,48	2,99	0,79	1,99
2013	1,86	0,15	1,47	3,38	0,82	1,90
2014	2,24	0,29	1,77	3,55	0,89	2,04
Vidēji	1,30	0,24	1,24	2,32	0,73	1,77

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: L – lauksaimniecības uzņēmumi, R – ražošanas uzņēmumi, T – tirdzniecības uzņēmumi.

Pirmkārt, tirdzniecības uzņēmumi ir lielāki par ražošanas uzņēmumiem, savukārt lauksaimniecības uzņēmumi ir lielāki par tirdzniecības uzņēmumiem abās aizņemtā kapitāla grupās (pēc to bilances aktīvu kopsummas). Ražošanas uzņēmumiem varētu būt relatīvi augsts ilgtermiņa ieguldījumu īpatsvars aktīvu struktūrā (mašīnas, iekārtas u.tml.), taču prognozējama augsta krājumu aprite. Tirdzniecības uzņēmumu aktīvu struktūrā varētu būt relatīvi neliels ilgtermiņa ieguldījumu apjoms, taču ir sagaidāms lielāks apgrozāmo līdzekļu apjoms. Visbeidzot lauksaimniecības uzņēmumi iegūto datu rezultātā izriet kā lielākie. Tas varētu būt izskaidrojams gan ar augsto ilgtermiņa ieguldījumu līmeni, gan ar relatīvi lielāku krājumu līmeni (ja salīdzina ar pārējām nozarēm). Lauksaimniecības uzņēmumu bilancēs varētu būt gan nekustamie īpašumi (lauksaimniecībā izmantojamā zeme u.tml.), gan iekārtas un mašīnas (traktori u.tml.), kā arī bioloģiskie aktīvi. Uzņēmējdarbības sezonālības rezultātā ir iespējams arī augsts krājumu un debitoru parādu apmērs.

Otrkārt, salīdzinot visu trīs nozaru vidējos rādītājus abās kapitāla struktūra grupās, var izdarīt secinājumu, ka aizņemtā kapitāla investori dod priekšroku uzņēmumiem ar lielāku aktīvu bāzi. Šis secinājums var tikt attiecināts uz visām trim Latvijas nozarēm un ir atbilstošs kapitāla struktūras teorijai, kas nosaka, ka lielākiem uzņēmumiem ir labākas iespējas piesaistīt aizņemto kapitālu.

Treškārt, nav iespējams konstatēt būtiskas atšķirības un iezīmes dinamikā. Visu trīs nozaru uzņēmumi novērtētajā 10 gadu periodā pieaug vienmērīgi abās kapitāla struktūras grupās.

Uzņēmumu aktīvu struktūra tiek analizēta izmantojot pamatlīdzekļu īpatsvaru kopējā aktīvu struktūrā. Šis rādītājs zināmā mērā korelējas ar uzņēmuma lieluma rādītāju, jo ir prognozējams, ka uzņēmumi ar augstāku pamatlīdzekļu īpatsvaru būs arī ar lielāku kopējo aktīvu bāzi. No tā izriet arī pirmais secinājums, ka ražošanas uzņēmumu pamatlīdzekļu īpatsvars aktīvu struktūrā ir augstāks par tirdzniecības uzņēmumu rādītāju (2.4.tabula). Savukārt vislielākais pamatlīdzekļu īpatsvars ir lauksaimniecības uzņēmumiem. Arī šeit spēkā ir iepriekšminētie argumenti par dažādu nozaru uzņēmumu aktīvu struktūras raksturojumu. Lauksaimniecības uzņēmumu, kuru finanšu saistību īpatsvars ir mazāks par 10%, pamatlīdzekļu īpatsvars ir 45,36%. Savukārt uzņēmumiem ar augstu aizņemtā kapitāla līmeni šis rādītājs ir lielāks par gandrīz 15 procentpunktiem. Līdzīgi rezultāti iegūstami arī ražošanas uzņēmumiem (starpība vairāk nekā 7 procentpunkti) un tirdzniecības uzņēmumiem (12 procentpunktu starpība). Arī šis rezultāts ir atbilstošs kapitāla struktūras kompromisa teorijai, kura prognozē augstāku aizņemtā kapitāla īpatsvaru uzņēmumiem, kuriem ir iespēja piedāvāt kreditoriem nodrošinājumu.

Uzņēmumu aktīvu struktūras salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), pamatlīdzekļu īpatsvars bilances aktīvu kopsummā

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa			Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa		
	L	R	T	L	R	T
1	2	3	4	5	6	7
2005	40,57	40,52	27,73	57,96	49,07	43,65
2006	42,62	46,09	29,28	60,31	53,88	41,04
2007	47,16	50,65	27,75	58,29	53,72	44,70
2008	46,16	50,65	29,91	59,28	55,81	42,93
2009	46,86	58,55	31,01	57,72	53,65	42,89
2010	47,76	40,16	27,33	56,07	52,97	40,43
2011	48,63	37,18	26,63	56,74	50,46	41,10
2012	44,75	41,16	27,32	60,05	47,99	37,67
2013	44,04	33,19	28,47	62,95	43,49	35,55
2014	46,08	39,83	29,05	61,58	49,34	35,75
Vidēji	45,36	43,61	28,45	59,11	51,23	40,88

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: L – lauksaimniecības uzņēmumi, R – ražošanas uzņēmumi, T – tirdzniecības uzņēmumi.

Visbeidzot var izdarīt arī secinājumus par struktūras izmaiņu dinamiku. No 2005.gada līdz 2007.gadam lauksaimniecības uzņēmumiem ar mazu finanšu saistību īpatsvaru ir konstatējams būtisks pamatlīdzekļu pieaugums aktīvu struktūrā (par gandrīz 7 procentpunktiem), lai gan pēc tam dinamika ir vienmērīga un rādītājs svārstās intervālā no 44% līdz 49%. Kā viens izskaidrojošais faktors var būt ES dažādu fondu līdzekļu apguve, kā rezultātā tika palielināta pamatlīdzekļu bāze. Arī ražošanas uzņēmumu izlasē (mazs finanšu saistību īpatsvars) pirmajos trīs gados konstatējams straujš pieaugums par 10 procentpunktiem. Iepriekšminēto arī šīs nozares uzņēmumiem var izskaidrot gan ar ES fondu līdzekļu apguvi, gan arī ar tautsaimniecības stāvokli un uzņēmēju prognozēm šajā trīs gadu periodā. No 2005.gada līdz 2007.gadam Latvijas tautsaimniecībā bija vērojams augsts IKP pieaugums, kā rezultātā arī uzņēmēji veica ieguldījumus jaunos investīciju projektos. Tirdzniecības uzņēmumu abās grupās nav konstatētas būtiskas atšķirības un iezīmes dinamikā. Visos gadījumos aktīvu struktūras ir būtiski atšķirīgas, ja salīdzina uzņēmumus ar mazu finanšu saistību īpatsvaru un uzņēmumus ar finanšu saistību īpatsvaru virs 10% no kapitāla kopsummas.

Uzņēmumu likviditāte tiek raksturota ar kopējās likviditātes koeficientu (kas tiek aprēķināts, dalot apgrozāmo līdzekļu summu ar īstermiņa saistību kopsummu). Likviditātes rādītājs ir samērā neviennozīmīgi vērtēts rādītājs. Finanšu literatūrā ir vispārpieņemts, ka pārāk mazs kopējās likviditātes rādītājs norāda uz uzņēmuma maksātspējas problēmām, savukārt pārāk liels rādītājs nozīmē, ka uzņēmuma vadošie speciālisti veic neefektīvu resursu pārvaldīšanu un rezultātā netiek maksimizēta uzņēmuma tirgus vērtība. Tāpat finanšu literatūrā tiek uzsvērts, ka konkrētā uzņēmuma aprēķinātais rādītājs ir jāsalīdzina ar nozares

vidējo rādītāju un/vai jāveic likviditātes analīze dinamikā. Taču, piemēram, VID savā mājas lapā norāda, ka kopējam likviditātes rādītājam ir jābūt 2 vai augstāk (*www.vid.gov.lv*). Savukārt Latvijas Centrālās statistikas pārvalde norāda, ka šim rādītājam ir rekomendējams būt robežās no 1 līdz 2 (*www.csb.gov.lv*).

Latvijas uzņēmumu dati apkopoti 2.5.tabulā. No tabulas datiem var izdarīt vairākus secinājumus. Pirmkārt, ražošanas uzņēmumu likviditātes rādītājs ir augstāks par tirdzniecības uzņēmumu rādītāju. Savukārt lauksaimniecības uzņēmumu likviditāte ir augstāka par ražošanas uzņēmumu.

2.5.tabula

Uzņēmumu likviditātes salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), kopējās likviditātes rādītājs

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10%			Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10%		
	1.grupa			2.grupa		
	L	R	T	L	R	T
1	2	3	4	5	6	7
2005	6,67	2,16	1,62	2,81	1,54	1,40
2006	6,12	1,70	1,73	2,71	1,61	1,44
2007	5,20	1,79	1,55	2,70	1,50	1,32
2008	5,33	1,93	1,53	2,45	1,39	1,33
2009	5,83	1,34	1,57	3,05	1,34	1,19
2010	6,73	1,68	1,57	2,87	1,26	1,12
2011	5,67	1,59	1,56	2,86	1,46	1,28
2012	6,06	1,65	1,64	3,14	1,41	1,25
2013	5,97	1,53	1,47	2,44	1,45	1,33
2014	5,84	1,45	1,43	2,36	1,41	1,35
Vidēji	5,96	1,71	1,57	2,73	1,44	1,31

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: L – lauksaimniecības uzņēmumi, R – ražošanas uzņēmumi, T – tirdzniecības uzņēmumi.

Kopumā ir jāatzīmē augstais likviditātes rādītājs, kurš konstatējams lauksaimniecības uzņēmumiem (5,96 un 2,73). Tas norāda, ka šo uzņēmumu apgrozāmie līdzekļi ir daudz lielāki par īstermiņa saistībām. No vienas puses tik augsts rezultāts varētu būt vērtējams negatīvi, taču no otras puses ir jāņem vērā arī nozares iezīmes. Lauksaimniecības nozares uzņēmumi saskaras ar augstu naudas plūsmas nenoteiktību (piemēram, gada raža ir atkarīga arī no tādiem faktoriem kā sausums u.tml.) un izteiktu sezonalitāti. Pārējo divu nozaru uzņēmumiem ir iegūti līdzīgi likviditātes rezultāti. Tie svārstās intervālā no 1,31 līdz 1,71 un var apgalvot, ka nav būtisku maksāspējas problēmu.

Otrkārt, uzņēmumiem, kuru finanšu īpatsvars ir lielāks par 10%, ir konstatējama zemāka likviditāte. Šāds rezultāts bija prognozējams, jo uzņēmumu finanšu saistības bilancē tiek sadalītas ilgtermiņa un īstermiņa daļās. Attiecīgi lielāks finanšu īpatsvars bilancē nozīmē arī lielākas īstermiņa saistības. Izrietoši šai kapitāla struktūras grupai tiek konstatēta zemāka likviditāte. Treškārt, visu trīs nozaru uzņēmumu rādītāja dinamikas ir stabilas un nav vērojama lejupejoša vai augšupejoša tendence.

Kā pēdējais Latvijas uzņēmumu raksturlielums tiek pētīts bruto peļņas rentabilitātes rādītājs, kurš tiek aprēķināts kā bruto peļņas un apgrozījuma dalījums (izteikts procentos). Latvijas nozaru dati apkopoti 2.6.tabulā. Lauksaimniecības uzņēmumiem raksturīga izteikti negatīva bruto rentabilitāte, savukārt ražošanas uzņēmumu vidējais bruto rentabilitātes rādītājs ir visaugstākais. Uzņēmumiem, kuru finanšu īpatsvars kapitāla struktūra pārsniedz 10%, ir konstatējama zemāka bruto rentabilitāte. Šī atšķirība ir it īpaši izteikta ražošanas uzņēmumiem – gandrīz četrus procentpunktu starpība. Savukārt abām pārējām nozarēm atšķirības dažādās kapitāla struktūras grupās ir mazākas (lauksaimniecības uzņēmumiem – 1,5 procentpunkta starpība un tirdzniecības uzņēmumiem – 0,2 procentpunkta starpība). Taču ir nepieciešams arī atzīmēt un uzsvērt faktu, ka atsevišķos gados uzņēmumi ar augstāku aizņemtā kapitāla īpatsvaru uzrādīja labākus bruto rentabilitātes rezultātus. Piemēram, 2012.gadā 2.grupas (TD/C > 10%) tirdzniecības uzņēmumu bruto rentabilitāte bija par procentpunktu lielāka nekā 1.grupas (TD/C < 10%) rezultāts. Visbeidzot, analizējot iegūtos datus dinamikā, konstatēts zemākais punkts 2009.gadā visām trim nozarēm. Kopš 2010.gada tirdzniecības un ražošanas uzņēmumu bruto rentabilitātes rādītājam ir tendence pieaugt, kamēr lauksaimniecības uzņēmumiem iegūti neviennozīmīgi rezultāti.

2.6.tabula

Uzņēmumu bruto rentabilitātes salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), %

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa			Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa		
	L	R	T	L	R	T
1	2	3	4	5	6	7
2005	-0,25	15,07	8,32	-3,25	16,50	8,62
2006	-4,55	22,61	8,50	-5,03	16,72	8,59
2007	2,66	21,53	9,07	3,32	17,17	8,68
2008	-7,82	16,67	9,83	-10,83	11,01	8,49
2009	-21,35	8,76	7,68	-25,77	8,10	8,23
2010	-15,02	10,66	8,70	-11,46	13,01	9,60
2011	-12,00	18,33	7,84	-7,61	10,82	8,93
2012	3,90	21,63	9,73	-6,61	13,61	10,74
2013	-7,86	15,35	11,93	-9,55	14,66	9,70
2014	-13,93	18,95	12,20	-15,41	16,83	11,29
Vidēji	-7,47	17,26	9,40	-9,06	13,92	9,20

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: L – lauksaimniecības uzņēmumi, R – ražošanas uzņēmumi, T – tirdzniecības uzņēmumi.

Tālāk tiek analizēti Latvijas nekotēto uzņēmumu galvenie darbības finanšu rezultāti – pašu kapitāla atdeve (ROE) un finanšu cikls. Pašu kapitāla atdeve tiek aprēķināta kā tīrās peļņas un vidējā pašu kapitāla dalījums (izteikts procentos). Latvijas nozaru uzņēmumu dati iekļauti 2.7.tabulā. Ja salīdzina ar bruto rentabilitātes rezultātiem 2.6.tabulā, tad pašu kapitāla atdeves rezultāti nozaru griezumā ir vienmērīgāki un nav konstatējamas krasas atšķirības. Taču ir nepieciešams atzīmēt lauksaimniecības nozares uzņēmumus – to bruto rentabilitāte ir

negatīva, savukārt pašu kapitāla atdeve ir izteikti pozitīva abās kapitāla struktūras grupas un visos pārskata periodos. Tas norāda, ka lauksaimniecības uzņēmumi papildus tiešajiem saimnieciskajiem ieņēmumiem (neto apgrozījums) saņem vēl dažādus maksājumus (ES fondi, kā arī citas subsīdijas un dotācijas), kuri sedz negatīvo bruto peļņu un citas izmaksas.

2.7.tabula

Uzņēmumu pašu kapitāla atdeves (ROE) salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), %

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10%			Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10%		
	1.grupa			2.grupa		
	L	R	T	L	R	T
1	2	3	4	5	6	7
2005	30,27	34,16	19,02	24,91	21,81	21,71
2006	18,34	51,81	23,48	20,30	20,31	16,76
2007	13,99	30,71	31,07	19,70	32,39	20,97
2008	10,68	19,18	16,79	13,20	-8,17	11,14
2009	5,65	-32,11	-0,35	0,13	-20,99	2,21
2010	16,20	23,49	15,77	18,40	-11,83	13,51
2011	6,95	13,04	13,02	11,65	11,20	6,14
2012	18,11	12,91	12,33	16,81	0,87	8,66
2013	13,03	16,27	10,83	8,15	-3,32	6,57
2014	8,53	-4,70	11,64	5,35	21,75	9,02
Vidēji	14,52	18,82	15,87	13,90	7,28	12,24

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: L – lauksaimniecības uzņēmumi, R – ražošanas uzņēmumi, T – tirdzniecības uzņēmumi.

Iepriekšminētie dati par pašu kapitāla atdevi parāda, ka rentabilitāte ir augstāka uzņēmumiem ar zemāku finanšu saistību īpatsvaru. Šāds rezultāts konstatējams visās trīs nozarēs. Vismazākā starpība konstatējama lauksaimniecības uzņēmumiem (0,62 procentpunkti), savukārt ražošanas uzņēmumi ar nelielu finanšu saistību īpatsvaru ir vidēji par 11,54 procentpunktiem rentablāki. Ļoti augsti rādītāji (virs 20%) mijas ar dažu procentu vai pat negatīvu atdevi.

Uzņēmumu vidējie finanšu cikla rezultāti apkopoti 2.8.tabulā. Finanšu cikls tiek aprēķināts, saskaitot krājumu aprites periodu un debitoru parādu aprites periodu un no tā atņemot kreditoru parādu aprites periodu. Promocijas darba autore jau iepriekš vērtēja iespējamās situācijas, kad šis rādītājs varētu nekorekti atspoguļot uzņēmuma darbību (piemēram, krājumu aprites periods var būt ļoti īss un debitoru parādu aprites periods relatīvi garš, kā rezultātā vidējais rezultāts neparāda šīs ievērojamās novirzes), taču tiek sagaidīts, ka visu nozares uzņēmumu vidējais rezultāts atspoguļos patieso situāciju.

Šeit vispirms ir jāatzīmē, ka lauksaimniecības uzņēmumu vidējais finanšu cikla ilgums pārskata periodā ir 192-201 dienas. Ražošanas uzņēmumu finanšu cikla ilgums ir vidēji 33 dienas (TD/C < 10%) un 64 dienas (TD/C > 10%). Savukārt tirdzniecības uzņēmumu finanšu cikls ir visīsākais un arī starpība starp abām kapitāla struktūras grupām ir vismazākā (nedaudz vairāk par 6 dienām).

Uzņēmumu finanšu cikla salīdzinājums (Latvijas uzņēmumi), dienas

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa			Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa		
	L	R	T	L	R	T
1	2	3	4	5	6	7
2005	199,88	45,84	21,80	177,22	50,12	24,59
2006	221,93	23,22	20,58	187,75	59,48	26,52
2007	183,94	31,33	16,07	204,39	62,33	24,14
2008	198,02	37,83	17,41	209,13	61,81	25,74
2009	223,26	28,03	27,09	246,22	83,45	29,80
2010	187,46	54,87	26,38	206,40	56,59	28,86
2011	160,93	42,34	20,97	205,92	69,08	29,33
2012	157,58	29,05	23,07	185,17	71,52	27,04
2013	188,76	15,39	19,98	187,38	68,73	28,89
2014	200,16	20,22	18,25	199,49	63,66	30,72
Vidēji	192,20	33,12	20,92	201,07	64,27	27,33

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: L – lauksaimniecības uzņēmumi, R – ražošanas uzņēmumi, T – tirdzniecības uzņēmumi.

Lauksaimniecības uzņēmumiem un ar tiem saistītiem uzņēmumiem (debitori, kreditori) jāreķinās ar nozares nenoteiktību. Šīs nozares uzņēmumu riska līmenis saistāms arī ar laika apstākļiem un to ietekmi uz ražu, kā arī neskaidrām nākotnes prognozēm attiecībā uz ES fondu līdzekļiem, citām subsīdijām un dotācijām, kā arī kvotām u.tml. Nozarei raksturīgs arī sezonālības faktors. Viss iepriekšminētais norāda uz iespējamiem garā finanšu cikla cēloņiem. Ražošanas un tirdzniecības uzņēmumu vadītājiem tomēr nav jāsaskaras un jāreķinās ar iepriekšminētajiem riskiem, kā rezultātā ir iespējams labāk veikt ikdienas darba plānošanu, ko arī parāda iegūti rezultāti šīm nozarēm.

Rezultātu atšķirības abām kapitāla struktūras grupām liecina, ka aizņemtā kapitāla piesaiste neuzlabo finanšu cikla rādītāju. Promocijas darba autore uzskata, ka kreditoru piesaiste var uzņēmuma vadošos speciālistus motivēt labāk veikt aktīvu pārvaldību ar mērķi palielināt uzņēmuma īpašnieku bagātību. Saskaņā ar aģentu izmaksu teoriju aizņemtā kapitāla piesaiste uzņēmuma finanšu vadītājus motivē ieguldīt labos investīciju projektos, lai uzņēmums būtu spējīgs veikt nepieciešamos procentu un pamatsummas maksājumus. Proti, uzņēmuma vadošie speciālisti piesardzīgāk izturās pret pieejamiem līdzekļiem un veic to efektīvu pārvaldību un ieguldīšanu, lai uzņēmumam nebūtu maksāspējas problēmu un nākotnē tiktu saglabātas darba vietas. Pie tam kreditori var noteiktos gadījumos arī palīdzēt uzņēmuma vadošajiem speciālistiem ar padomu, konsultāciju un informāciju (it īpaši tas varētu būt attiecināms uz maziem un vidējiem nozares uzņēmumiem). Šajā apakšnodaļā iegūtie rezultāti liecina, ka papildus finanšu saistību piesaiste neuzlabo uzņēmuma aktīvu pārvaldīšanu, jo finanšu cikla ilgums otrai grupai (TD/C > 10%) ir garāks par pirmās grupas (TD/C < 10%) rezultātu.

Jāatzīmē, ka lauksaimniecības uzņēmumu volatilitāte parādās arī finanšu cikla dinamikas analīzē. Lauksaimniecības uzņēmumu finanšu cikls analīzes periodā svārstās no 158 līdz 223 dienām (1.finanšu saistību grupa) vai no 177 līdz 246 dienām (2.finanšu saistību grupa). Rezultātā var aprēķināt starpību starp maksimuma un minimuma rādītājiem – 66 vai 69 dienas. Ražošanas uzņēmumu finanšu cikla rezultāti svārstās divreiz mazākā amplitūdā – 39 vai 33 dienas. Savukārt vismazākā starpība starp periodu maksimuma un minimuma rādītājiem ir tirdzniecības uzņēmumiem – 11 vai 7 dienas. Tātad tirdzniecības uzņēmumu gadījumā kreditoru piesaiste nozīmē nedaudz mazāku volatilitāti finanšu cikla dinamikā.

Viens no pētījuma posmiem bija arī vidējo rādītāju statistiskā analīze, lai noteiktu vai abu kapitāla struktūras grupu vidējo rādītāju atšķirības ir būtiskas. Hipotēžu testa rezultāti apkopoti 2.9.tabulā. Ja p-vērtība ir mazāka par 0.05, tad tas nozīmē, ka grupu vidējo atšķirības ir statistiski nozīmīgas. Izrietoši var izdarīt secinājumu, ka kapitāla struktūras ietekme uz ietekmējošiem faktoriem un darbības finanšu rezultātiem ir būtiska. Statistiski nozīmīgi rezultāti ir ietonēti ar pelēku krāsu.

2.9.tabula

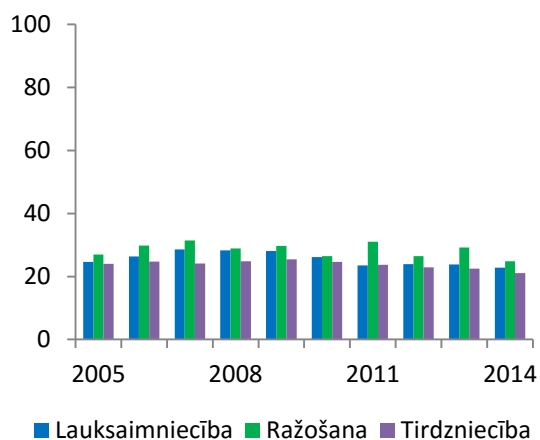
Vidējo rādītāju hipotēžu pārbaude Latvijas uzņēmumiem

Rādītājs	Lauksaimniecības uzņēmumi	Ražošanas uzņēmumi	Tirdzniecības uzņēmumi
	Hipotēze par divu izlašu vidējo salīdzināšanu	Hipotēze par divu izlašu vidējo salīdzināšanu	Hipotēze par divu izlašu vidējo salīdzināšanu
	$H_0: \mu_1 = \mu_2$ $H_1: \mu_1 \neq \mu_2$	$H_0: \mu_1 = \mu_2$ $H_1: \mu_1 \neq \mu_2$	$H_0: \mu_1 = \mu_2$ $H_1: \mu_1 \neq \mu_2$
	p-vērtība	p-vērtība	p-vērtība
1	2	3	4
Uzņēmuma vecums	0.0000	0.7103	0.0460
Uzņēmuma lielums	0.0000	0.0000	0.0000
Aktīvu struktūra	0.0000	0.0000	0.0000
Likviditāte	0.0000	0.0041	0.0000
Bruto rentabilitāte	0.4322	0.0295	0.6466
Pašu kapitāla atdeve (ROE)	0.6569	0.0056	0.0518
Finanšu cikla ilgums	0.2723	0.0000	0.0000

Avots: darba autore veidota tabula

Visu trīs nozaru kapitāla struktūra apkopota 2.17. un 2.18.attēlos. TD/C rādītājs tiek aprēķināts, dalot visu finanšu saistību kopsummu pret kapitāla kopsummu. Savukārt TL/C rādītāja aprēķinā ņemtas vērās visas saistības – gan finanšu (aizņēmumi no kredītiestādēm u.tml.), gan nefinanšu (parādi piegādātājiem, nesamaksātie nodokļi u.tml.) saistības. Pēc būtības TL/C rādītāja aprēķināšanu veic arī visu trīs Baltijas valstu statistikas pārvaldes, nesniedzot detalizētāku informāciju par tā sadalījumu finanšu un nefinanšu saistībās. Darba autore uzskata, ka visu saistību (tas ir, visa aizņemtā kapitāla izmantošana) izmantošana

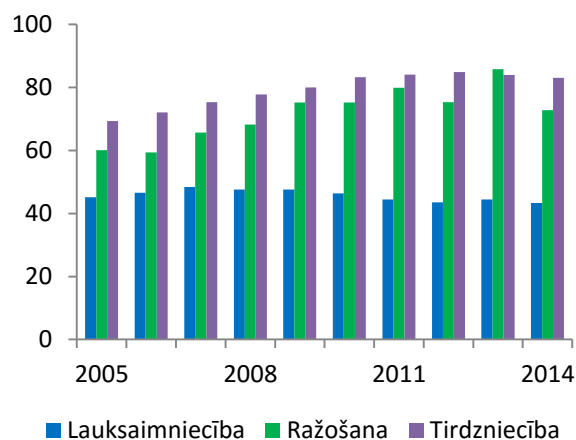
kapitāla struktūras analīzē nesniedz korektus rezultātus. Izrietoši tiek veikti nepareizi secinājumi un izstrādāti nepiemēroti priekšlikumi.



2.17.attēls. Uzņēmumu TD/C rādītāja dinamika (Latvijas uzņēmumi), %

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: TD/C – finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā



2.18.attēls. Uzņēmumu TL/C rādītāja dinamika (Latvijas uzņēmumi), %

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: TL/C – kopējo saistību īpatsvars kapitāla kopsummā

Kā liecina abu attēlu rezultāti (2.17., 2.18.), tad finanšu saistību īpatsvars kapitāla struktūrā ir vidēji 2 reizes (un dažkārt pat 3 reizes) mazāks par kopējo saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā. Piemēram, tirdzniecības uzņēmumiem 2014.gadā konstatējams TD/C rādītājs 21% apmērā, savukārt TL/C rādītājs nedaudz pārsniedz 83%. Analizējot tikai TL/C rezultātu, visticamāk tiks izdarīts secinājums, ka uzņēmumam ir ļoti augsts aizņemtā kapitāla īpatsvars un ir nepieciešams samazināt aizņemtā kapitāla īpatsvaru un tādējādi samazinot finanšu risku. Savukārt abu rādītāju aprēķinātie rezultāti liecina, ka uzņēmumu kapitāla struktūrā dominē nefinanšu saistības. Tādēļ drīzāk būtu jādomā nevis par pirmstermiņa aizņēmuma atmaksu, bet gan jāpārskata tādas pozīcijas kā parādi piegādātājiem, parādi darbiniekiem, nesamaksātie nodokļi u.tml. un nepieciešams pārliecināties, ka netiek kavēti maksājumi šiem kreditoriem.

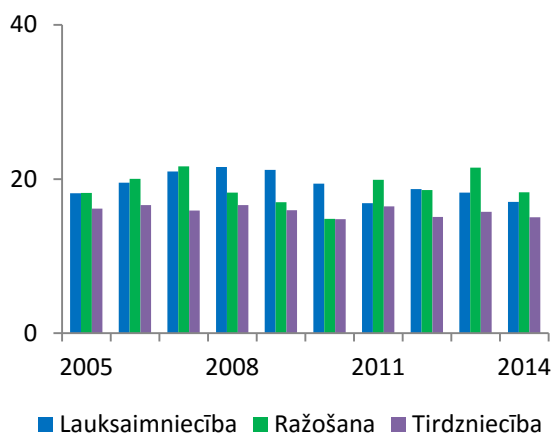
Tādējādi jāsecina, ka tikai viena kapitāla struktūras rādītāja izmantošana (un bieži šis rādītājs ir visu saistību dalījums ar kapitāla kopsummu) sniedz nepilnīgus rezultātus par uzņēmuma kapitāla struktūru. Abu iepriekšminēto rādītāju aprēķināšana un analīze dod labāku priekšstatu par uzņēmuma finanšu un nefinanšu saistībām, kā arī pašu un aizņemtā kapitāla attiecību. Papildus tiek uzskatāmi sniegta informācija par aktīvu daļu, kura tiek finansēta ar finanšu kapitālu, kā arī par aktīvu daļu, kuru uzņēmums apmaksā ar pašu un nefinanšu aizņemto kapitālu. Piemēram, lauksaimniecību uzņēmumu TD/C un TL/C rādītāji 2005.gadā sastādīja attiecīgi 25% un 45%. Izriet vairāki secinājumi:

- 25% no uzņēmuma aktīviem tiek finansēti ar finanšu saistībām, savukārt atlikušie 75% tiek apmaksāti ar pašu kapitālu un nefinanšu saistībām;
- Uzņēmuma pasīvu struktūru veido pašu kapitāls (55%), finanšu saistības (25%) un nefinanšu saistības (20%).

Visbeidzot var izdarīt arī secinājumus par nozaru atšķirībām finansējuma piesaistē novērtētajā periodā. TD/C īpatsvars lauksaimniecības un tirdzniecības uzņēmumiem ir līdzīgs, savukārt ražošanas uzņēmumu kapitāla struktūrā tomēr finanšu saistības dominē vairāk. Šāds secinājums atbilst iepriekšējās nodaļas secinātajam – ražošanas uzņēmumi var piedāvāt labāku ķīlu un arī to pieprasījums pēc ilgtermiņa finansējuma varētu būt lielāks (salīdzinot ar abām pārējām nozarēm).

Lai iegūtu vēl labāku priekšstatu par uzņēmumu finansējuma piesaisti, tālāk finanšu saistības un visas saistības tiek sadalītas ilgtermiņa un īstermiņa pozīcijās (2.19., 2.20., 2.21., 2.22.attēli). LTD/C tika aprēķināts kā ilgtermiņa finanšu saistību attiecība pret kapitāla kopsummu, savukārt LTL/C ir visu saistību un kapitāla kopsummas dalījums. Tāpat tika aprēķināti arī STD/C un STL/C rādītāji. Uzņēmums klasificē saistības kā ilgtermiņa, ja norēķinu termiņš pārsniedz 12 mēnešus pēc bilances datuma. Savukārt īstermiņa saistības ir tādas, kuru norēķinu termiņš nepārsniedz 12 mēnešus pēc bilances datuma. Papildus jāatzīmē, ka uzņēmumam ilgtermiņa aizņēmums jebkurā gadījumā ir jāsadala ilgtermiņa un īstermiņa pozīcijās (proti, nākamo 12 mēnešu atmaksājamo pamatsummu ir jāklasificē kā īstermiņa saistības).

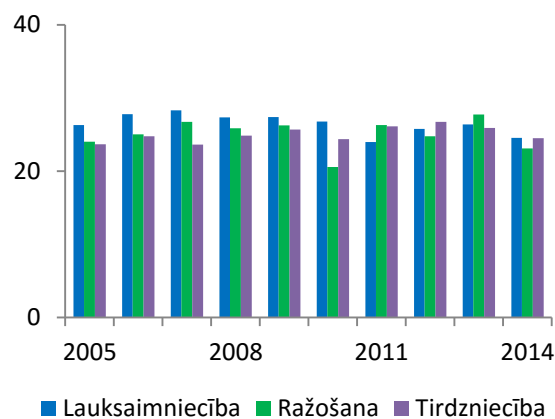
Kā liecina 2.19., 2.20., 2.21. un 2.22.attēlu rezultāti, tad ilgtermiņa kapitāla struktūras rādītāji (LTD/C un LTL/C) parāda līdzīgus rezultātus gan procentuālā ziņā, gan dinamikas aspektā. Šāds rezultāts bija sagaidāms, jo uzņēmuma bilances ilgtermiņa saistību sadaļā parasti dominē galvenokārt finanšu saistības (aizņēmumi no kredītiestādēm, obligācijas u.tml.). Tādēļ arī šo rādītāju atšķirības nav tik krasi atšķirīgas. Pretējs secinājums ir izdarāms attiecībā uz īstermiņa kapitāla struktūras rādītājiem (STD/C un STL/C). Pirmkārt, STL/C iegūtie rezultāti parasti ir pat vairākas reizes lielāki par STD/C rezultātiem (piemēram, lauksaimniecības uzņēmumiem 2012.gadā STD/C bija 7,83%, savukārt STL/C sasniedza 17,76%). Otrkārt, apskatot STL/C dinamiku, var secināt gandrīz tikai augšupejošu tendenci ražošanas un tirdzniecības uzņēmumu grupā. Tikmēr STD/C aprēķināto rezultātu izmaiņas pārskata periodā labāk atspoguļo tendenci tautsaimniecībā (pieaugums līdz 2009.gadam ieskaitot, kam seko finanšu saistību īpatsvara samazinājums kapitāla struktūrā).



2.19.attēls. Uzņēmumu LTD/C rādītāja dinamika (Latvijas uzņēmumi), %

Avots: Lursoft; autores aprēķini

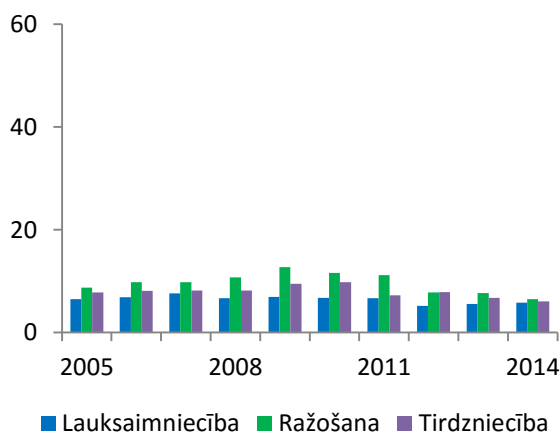
Piezīmes: LTD/C – ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā



2.20.attēls. Uzņēmumu LTL/C rādītāja dinamika (Latvijas uzņēmumi), %

Avots: Lursoft; autores aprēķini

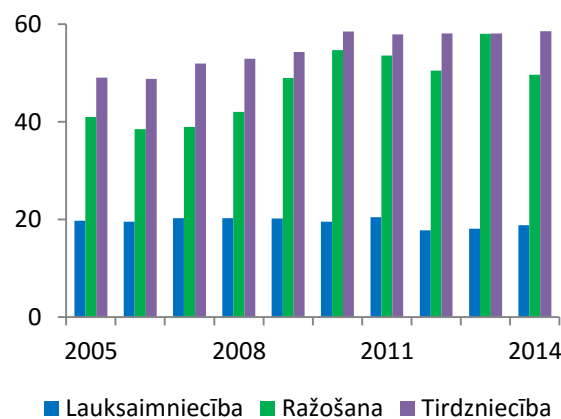
Piezīmes: LTL/C – kopējo ilgtermiņa saistību īpatsvars kapitāla kopsummā



2.21.attēls. Uzņēmumu STD/C rādītāja dinamika (Latvijas uzņēmumi), %

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: STD/C – īstermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā



2.22.attēls. Uzņēmumu STL/C rādītāja dinamika (Latvijas uzņēmumi), %

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: STL/C – kopējo īstermiņa saistību īpatsvars kapitāla kopsummā

No iegūtajiem rezultātiem var izdarīt sekojošus secinājumus par dažādu nozaru uzņēmumu finansēšanas iezīmēm:

- Lauksaimniecības un ražošanas uzņēmumi raksturojami ar augstu nepieciešamību pēc ilgtermiņa finanšu kapitāla. To ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars ir nemainīgi augstāks par tirdzniecības uzņēmumu saistībām. Šāds rezultāts un secinājums atbilst nozares vajadzībām. Proti, lauksaimniecības un ražošanas uzņēmumiem varētu būt lielāka nepieciešamība pēc ilgtermiņa kapitāla, lai varētu finansēt to ilgtermiņa investīciju projektus. Savukārt tirdzniecības uzņēmumu ilgtermiņa ieguldījumu projektu varbūtība un iespēja varētu būt krietni mazāka un tādēļ nav tik augsts ilgtermiņa kapitāla pieprasījums;

- Ražošanas un tirdzniecības uzņēmumiem ir augstāks īstermiņa finanšu saistību īpatsvars (salīdzinot ar lauksaimniecības uzņēmumiem). It īpaši ir jāatzīmē šī finansējuma veida pieaugums līdz 2009.gadam, ieskaitot. Tas savukārt varētu būt visdrīzāk izskaidrojams ar tādu kredītiestāžu produktu kā overdrafts un kredītlinija izmantošana. Kredītliniju limiti piešķirti ekonomikas augšupejas periodā, tomēr to izmantošana tajā pašā perioda varētu būt relatīvi neliela, jo tautsaimniecības pieauguma fāzē naudas plūsma varētu būt pietiekama uzņēmuma darbības nodrošināšanai. Savukārt, finanšu krīzes sākumā kredītlimiti nav samazināti, bet ir būtiski pieaudzis uzņēmumu pieprasījums pēc papildus finansējuma.

Apkopojot iepriekšminēto analīzi attiecībā uz kapitāla struktūras determinantiem, darbības finanšu rezultātiem un kapitāla struktūru, nevar izdarīt viennozīmīgus secinājumus par kapitāla struktūru un tās mijiedarbību ar darbības finanšu rezultātiem. Salīdzinot Latvijas trīs nozaru uzņēmumu rezultātus, var konstatēt sekojošo:

- Lauksaimniecības uzņēmumi ir lielāki, ar augstāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, lielāku likviditātes rādītāju un ilgāku finanšu ciklu (salīdzinot ar ražošanas un tirdzniecības uzņēmumiem);
- Bruto rentabilitāte ir augstāka ražošanas uzņēmumiem, savukārt pašu kapitāla atdeves rezultāts atšķiras dažādās kapitāla struktūras grupās. Augstākā atdeve ir ražošanas uzņēmumiem, kuri izmanto nelielu finanšu saistību īpatsvaru (mazāk par 10% no kapitāla kopsummas). Savukārt lauksaimniecības uzņēmumiem ar augstāku aizņemtā kapitāla īpatsvaru ir raksturīga arī lielāka pašu kapitāla atdeve;
- Visvairāk finanšu saistību piesaisti izmanto ražošanas uzņēmumi un lielāks uzsvars tiek likts tieši uz īstermiņa finanšu kapitālu. Savukārt lauksaimniecības uzņēmumi vairāk piesaista ilgtermiņa finanšu saistības;
- Uzņēmumi ar mazāku aizņemtā kapitāla īpatsvaru ir raksturojami ar augstāku likviditāti, bruto un pašu kapitāla atdevi, kā arī īsāku finanšu ciklu (salīdzinot ar uzņēmumiem, kuru kapitāla struktūrā finanšu saistības pārsniedz 10%);
- Finanšu saistības sekmīgāk piesaista nozares lielie uzņēmumi un uzņēmumi ar augstāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā.

Kopumā var secināt, ka kapitāla struktūras determinanti atbilst teorētiskiem aspektiem un citiem empīriskiem pētījumiem. Savukārt vidējo uzņēmumu darbības finanšu rezultātu salīdzināšana divās kapitāla struktūras grupās liecina, ka finanšu saistību piesaiste negatīvi ietekmē pašu kapitāla atdevi un finanšu ciklu.

Apakšnodaļas nobeigumā promocijas darba autore pēta arī abu kapitāla struktūru grupu izmaiņu dinamikā. Kā jau tika minēts iepriekš, tad daļa uzņēmumu nepiesaista vai

piesaista nelielā apmērā finanšu saistības. Pētnieki šādu situāciju sauc par nulles finanšu sviras fenomenu (skat.1.1.apakšnodaļu). Šo fenomenu – ka uzņēmumi nepiesaista vai piesaista ļoti maz aizņemto kapitālu – nespēj izskaidrot plašu popularitāti ieguvušās kapitāla struktūras kompromisa un hierarhijas teorijas.

2.10.tabulā apkopoti lauksaimniecības nozares uzņēmumu kapitāla struktūras dinamika no 2005.gada līdz 2014.gadam abās kapitāla struktūras grupās.

2.10.tabula

Lauksaimniecības uzņēmumu kapitāla struktūras salīdzinājums, 2005-2014, %

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa						Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa					
	TD/C %	LTD/C %	STD/C %	TL/C %	LTL/C %	STL/C %	TD/C %	LTD/C %	STD/C %	TL/C %	LTL/C %	STL/C %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	4,01	2,23	1,79	20,83	7,51	13,32	31,88	23,71	8,16	53,72	32,88	21,95
2006	4,32	2,56	1,76	20,92	8,04	13,20	33,05	24,65	8,39	54,37	33,77	21,45
2007	4,57	2,94	1,63	20,36	8,19	12,96	35,77	26,36	9,40	56,80	34,35	22,45
2008	4,43	2,83	1,60	22,13	7,93	14,20	36,81	28,27	8,54	56,69	34,31	22,45
2009	4,23	2,39	1,83	25,99	9,11	16,87	36,40	27,69	8,71	55,11	33,74	21,37
2010	3,07	1,06	2,01	20,51	6,96	13,55	32,61	24,53	8,08	53,57	32,32	21,25
2011	3,18	2,33	0,84	25,56	8,39	17,16	30,19	21,61	8,58	50,58	29,07	21,51
2012	3,80	2,71	1,09	21,83	8,88	12,94	30,29	23,79	6,51	50,43	31,14	19,29
2013	4,64	3,31	1,33	23,33	8,40	14,93	30,04	23,12	6,93	51,39	32,30	19,09
2014	5,75	3,35	2,40	23,75	8,96	14,79	28,08	21,23	6,85	49,39	29,38	20,02
Vid.	4,21	2,59	1,62	22,52	8,24	14,39	32,55	24,52	8,03	53,26	32,36	21,10

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: TD/C – finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, TL/C – kopējo saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, LTD/C – ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, LTL/C – kopējo ilgtermiņa saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, STD/C – īstermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, STL/C – kopējo īstermiņa saistību īpatsvars kapitāla kopsummā.

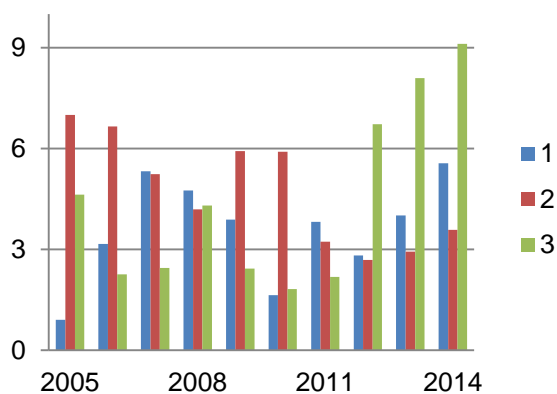
Analizējot 2.10. tabulas datus, var izdarīt vairākus secinājumus. Pirmkārt, 1.kapitāla struktūras grupas uzņēmumiem bija tendence pirmajos analīzes gados palielināt kopējo finanšu saistību īpatsvaru. Iepriekšminētais pieaugums gan nebija ļoti būtisks (0.56 procentpunktu pieaugums trīs gadu periodā) un finanšu krīzes ietekmē vidējais finanšu saistību īpatsvars tika samazināts līdz gandrīz 3 procentiem. Taču ir nepieciešams arī atzīmēt faktu, ka pēdējos pārskata gados lauksaimniecības 1.grupas uzņēmumiem ir tendence piesaistīt arvien vairāk finanšu kapitālu. 2014.gada rezultāts (5,75%) ir būtiski lielāks par 2005.gada vidējo rādītāju (4,01%).

Otrkārt, 1.grupas uzņēmumu piesaistīto finanšu kapitālu galvenokārt veido ilgtermiņa finanšu kapitāls. Deviņos no desmit gadiem LTD/C ir būtiski lielāks par STD/C rādītāju. Treškārt, jāatzīmē, ka kopējo saistību rādītāji uzrāda pretēju secinājumu attiecībā uz aizņemtā kapitāla sadalījumu ilgtermiņa un īstermiņa pozīcijās. 1.grupas aprēķinātie LTL/C un STL/C rezultāti liecina, ka lauksaimniecības uzņēmumu struktūrās dominē īstermiņa aizņemtais kapitāls. Tas vēl vienu reizi pierāda to, ka visa aizņemtā kapitāla izmantošana kapitāla

struktūras analīzē (neizdalot atsevišķi finanšu un nefinanšu kapitālu) dod nekorektus un nepilnīgus rezultātus.

Ceturtkārt, lauksaimniecības uzņēmumi, kuru vidējais piesaistītais finanšu kapitāls veido vairāk nekā 10% no kapitāla struktūras, samazina savas finanšu saistības arī pēdējos gados. Ja iepriekš tika secināts, ka 1.grupas uzņēmumi sākot ar 2011.gadu katru gadu arvien palielina finanšu saistību īpatsvaru, tad 2.grupas uzņēmumiem sākot ar 2008.gadu ir vērojama tikai lejupejoša tendence. Piektkārt, arī 2.grupas uzņēmumiem konstatēts lielāks uzsvars uz ilgtermiņa kapitālu. Gan finanšu saistību, gan nefinanšu saistību struktūrā dominē ilgtermiņa aizņemtā kapitāls. Kopumā tātad var izdarīt secinājumu, ka notiek abu kapitāla struktūru grupu konverģence attiecībā uz finanšu saistību īpatsvaru un ka kapitāla struktūrā galvenokārt dominē ilgtermiņa saistības.

Apskatot 2.23., 2.24.attēlus, iepriekšminēto secinājumu var izskaidrot un papildināt, ja tiek ņemtas vērā atšķirības starp nozares uzņēmumiem. Darba autore sadalīja nozares uzņēmumus trīs vienādās grupās, pamatojoties uz to lielumu (uzņēmuma lielums tiek noteikts, ņemot vērā aktīvu bilances kopsummu). 1.grupas uzņēmumi ir ar vismazāko aktīvu summu, savukārt 3.grupas uzņēmumi ir vislielākie.

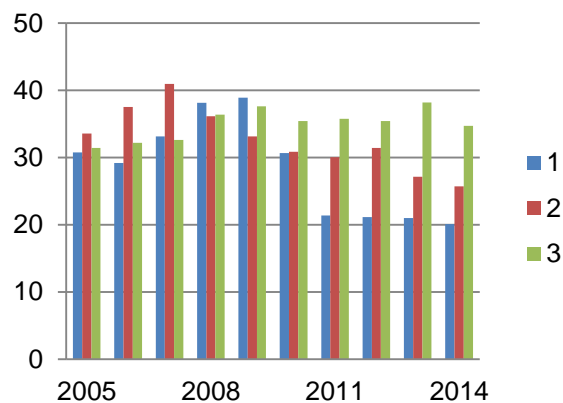


2.23.attēls. Lauksaimniecības uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C < 10%), %

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: TD/C – finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā

1.grupa – mazie uzņēmumi, 2.grupa – vidējie uzņēmumi, 3.grupa – lielie uzņēmumi



2.24.attēls. Lauksaimniecības uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C > 10%), %

Analizējot 2.23., 2.24.attēlus var konstatēt, ka 1.uzņēmumu grupas (TD/C < 10%) straujo pieaugumu galvenokārt veicināja lielo uzņēmumu finansēšanas stratēģijas maiņa. 2008.gadā lielo uzņēmumu kapitāla struktūrā finanšu saistības sastādīja vien 1,82%. Savukārt 2014.gadā finanšu saistību īpatsvars pārsniedza jau 9 procentus. Protams, arī maziem un vidējiem lauksaimniecības uzņēmumiem ir konstatējams aizņemtā kapitāla īpatsvara pieaugums, tomēr lielo uzņēmumu izmaiņas ir būtiskākās. Savukārt 2.uzņēmumu grupas

(TD/C > 10%) samazinājumu pēdējos gados galvenokārt noteica mazo, kā arī vidējo uzņēmumu rezultāts. Lielie uzņēmumi 2.kapitāla struktūras grupas kontekstā nav veikuši būtiskas kapitāla struktūras izmaiņas.

Ražošanas 1.grupas uzņēmumu kapitāla struktūras dinamika (2.11.tabula) nav tik vienmērīga kā novērota lauksaimniecības uzņēmumu gadījumā. Finanšu krīzes laika periodā konstatējami gan kritumi, gan pieaugumi, tomēr pēdējos trīs analīzes gados TD/C īpatsvaram ir tendence pieaugt. Būtiskas atšķirības atrodamas attiecībā uz piesaistītā finanšu kapitāla sadalījumu starp ilgtermiņa un īstermiņa pozīcijām. Sešos no desmit gadiem īstermiņa finanšu saistību īpatsvars 1.grupas uzņēmumiem bija būtiski lielāks par ilgtermiņa finanšu saistību pozīciju. Pie tam var arī konstatēt, ka ilgtermiņa finanšu saistības pārsniedz īstermiņa finanšu saistības tikai pirms krīzes periodā un pēdējos gados. Finanšu krīzes gados ražošanas 1.grupas uzņēmumi praktiski likvidēja savas ilgtermiņa finanšu saistību pozīcijas un izmantoja tikai īstermiņa kapitālu.

2.11.tabula

Ražošanas uzņēmumu kapitāla struktūras salīdzinājums, 2005-2014, %

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa						Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa					
	TD/C %	LTD/C %	STD/C %	TL/C %	LTL/C %	STL/C %	TD/C %	LTD/C %	STD/C %	TL/C %	LTL/C %	STL/C %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	5,78	3,10	2,68	44,80	13,30	36,36	34,21	23,36	10,85	65,33	27,70	42,58
2006	3,76	1,84	1,92	40,70	11,77	32,41	38,99	26,39	12,60	66,00	29,67	40,63
2007	3,78	2,62	1,16	45,82	11,94	33,88	39,64	27,27	12,37	71,63	31,13	40,45
2008	3,82	1,50	2,32	57,03	15,37	40,79	38,16	24,36	13,80	72,28	29,74	42,54
2009	3,47	0,70	2,76	64,63	15,58	49,05	39,21	22,88	16,33	79,11	30,12	48,99
2010	4,06	0,59	3,47	60,27	13,37	46,89	34,22	19,76	14,46	80,49	23,05	57,43
2011	3,23	0,61	2,62	66,97	15,99	50,98	40,35	26,34	14,00	84,19	29,75	54,44
2012	1,54	0,17	1,37	67,61	12,55	55,06	35,04	24,97	10,07	78,01	29,04	48,96
2013	2,74	1,50	1,24	80,27	12,60	67,67	37,79	28,02	9,77	87,61	32,68	54,93
2014	3,98	2,35	1,64	70,08	6,85	63,23	31,05	23,07	7,98	73,63	28,00	45,63
Vid.	3,68	1,55	2,13	58,70	13,05	46,51	36,96	24,75	12,21	75,28	29,15	47,17

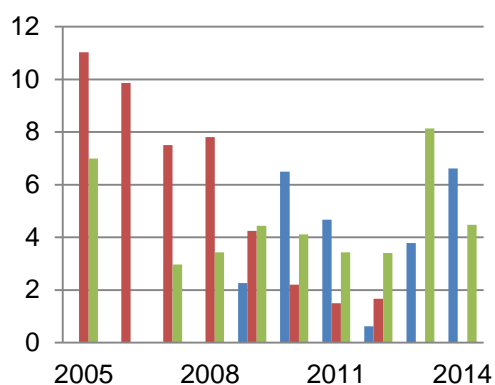
Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: TD/C – finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, TL/C – kopējo saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, LTD/C – ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, LTL/C – kopējo ilgtermiņa saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, STD/C – īstermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, STL/C – kopējo īstermiņa saistību īpatsvars kapitāla kopsummā.

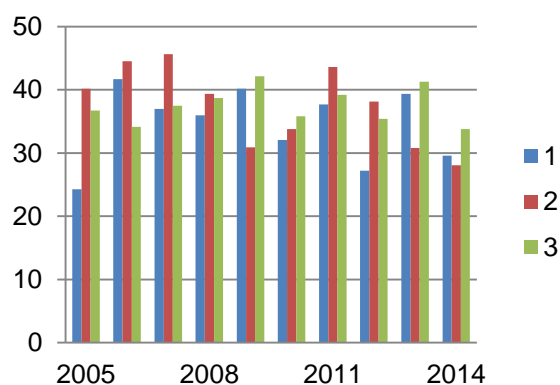
Ilgtermiņa finanšu saistības nozīmē papildus risku un nenoteiktību gan pašam uzņēmumam, gan arī aizņemtā kapitāla investoriem. Ņemot vērā arī nozares specifiku (ilgtermiņa investīciju projektus mazam un vidējam uzņēmumam būtu grūti finansēt pašiem), ir saprotama šāda uzņēmumu vadošo speciālistu stratēģija. Arī STL/C aprēķinātie rezultāti liecina, ka sākot ar finanšu krīzes gadiem ražošanas nozares 1.grupas uzņēmumi visvairāk izmanto nefinanšu saistības, lai finansētu savus aktīvus. Tikai izņēmuma gadījumos tiek piesaistīts īstermiņa finanšu kapitāls.

Savukārt 2.grupas uzņēmumiem ir raksturīga pretēja finanšu kapitāla struktūra. Konsekventi visos periodos ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars būtiski pārsniedz īstermiņa finanšu saistības. Tātad var izdarīt secinājumu, ka šo uzņēmumu vadošie speciālisti ir vairāk riska toleranti, ja salīdzina ar 1.grupas uzņēmumiem.

Konstatējamas būtiskas atšķirības dažāda lieluma uzņēmumos (2.25., 2.26.att.). Lai gan 2.11.tabulā iekļautais 1.grupas uzņēmumu TD/C rādītājs analizētajā periodā būtiski nesvārstījās, tomēr uzņēmumu griezumā var identificēt nozīmīgas tendences. Nozares mazo uzņēmumu kapitāla struktūra finanšu saistības parādījās tikai 2009.gadā un turpmākajos gados īpatsvars ir ar augstu volatilitāti. Savukārt vidējo uzņēmumu īpatsvars 2005.gadā pat pārsniedz 10%, taču vēlākajos gados konstatējams vienmērīgs aizņemtā kapitāla īpatsvara samazinājums. Iepriekšminētā samazinājuma rezultātā 2013., 2014.gados uzņēmumu kapitāla struktūrā finanšu saistības vairs nav atrodamas. Visbeidzot arī lielo uzņēmumu grupā ir raksturīga augsta svārstība, taču vidējais finanšu saistību īpatsvars ir ap 4 procentiem.



2.25.attēls. Ražošanas uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C < 10%), %



2.26.attēls. Ražošanas uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C > 10%), %

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: TD/C – finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā

1.grupa – mazie uzņēmumi, 2.grupa – vidējie uzņēmumi, 3.grupa – lielie uzņēmumi

2.grupas uzņēmumiem nav raksturīgs tik augsts svārstīguma līmenis un to vidējais TD/C rādītājs atrodas intervāla no 35 līdz 38 procentiem.

Tirdzniecības nozaru 1.grupas uzņēmumi strauji samazināja savas finanšu saistības pozīcijas (2.12.tabula). Proti, 2006.gadā (salīdzinot ar iepriekšējo periodu) konstatējams divu reīžu samazinājums un tas vienlīdzīgi ietekmēja gan ilgtermiņa, gan īstermiņa saistības. Līdzīgi kā abas pārējās nozarēs, arī tirdzniecības 1.grupas uzņēmumiem raksturīga augšupejoša tendence no 2011.gada līdz 2014.gadam. To finanšu saistību sadalījums nav viendabīgs un nevar secināt par konkrēta saistību veida – ilgtermiņa vai īstermiņa – dominanci kapitāla struktūrā. Kā izņēmumu var minēt pirmos finanšu krīzes gadus, kad

uzņēmumi atmaksāja praktiski visas ilgtermiņa finanšu saistības. Augstie STL/C rezultāti liecina, ka šo uzņēmumu galvenais aktīvu finansēšana avots ir nefinanšu saistības.

2.12.tabula

Tirdzniecības uzņēmumu kapitāla struktūras salīdzinājums, 2005-2014, %

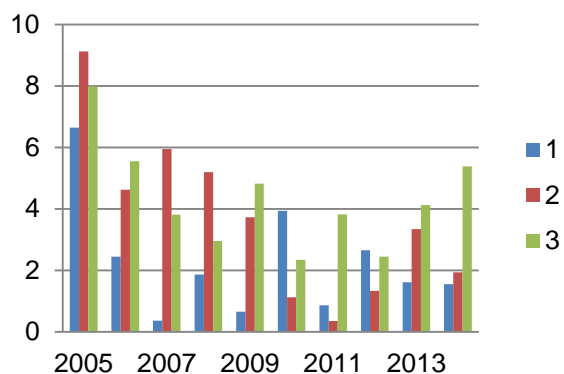
Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10%						Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10%					
	TD/C %	LTD/C %	STD/C %	TL/C %	LTL/C %	STL/C %	TD/C %	LTD/C %	STD/C %	TL/C %	LTL/C %	STL/C %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005	7,73	4,14	3,59	59,67	12,44	50,59	31,89	21,99	9,90	74,05	29,12	48,34
2006	3,99	2,00	1,99	66,21	16,01	51,15	35,11	23,93	11,18	75,01	29,18	47,68
2007	3,17	1,35	1,82	69,93	15,67	54,26	34,09	22,87	11,22	77,97	27,47	50,85
2008	3,28	0,72	2,55	71,27	16,09	55,18	35,09	24,19	10,90	80,94	29,08	51,86
2009	2,94	0,55	2,39	70,23	16,25	53,98	37,22	24,01	13,21	85,21	30,61	54,52
2010	2,59	0,44	2,16	79,61	19,99	59,62	36,13	22,27	13,86	85,26	26,70	57,97
2011	1,69	1,08	0,61	78,39	16,38	62,01	34,76	24,16	10,61	86,94	31,03	55,90
2012	2,21	1,01	1,20	79,58	17,87	61,71	33,19	22,05	11,14	87,47	31,11	56,36
2013	2,95	1,46	1,49	81,03	19,47	61,57	31,51	22,33	9,18	85,39	28,89	56,50
2014	2,93	1,64	1,29	82,69	18,74	63,95	29,65	21,31	8,34	83,26	27,23	56,03
Vid.	3,41	1,47	1,94	73,31	16,75	57,03	33,87	22,94	10,93	81,76	29,03	53,29

Avots: Lursoft; autores aprēķini

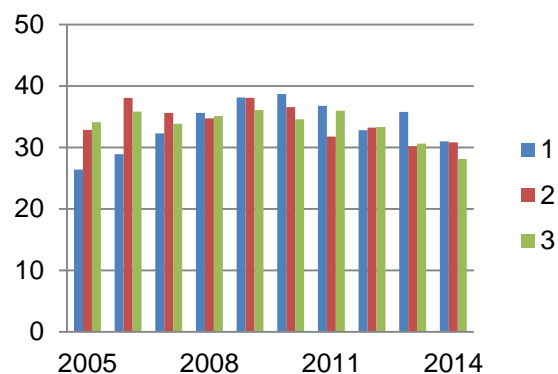
Piezīmes: TD/C – finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, TL/C – kopējo saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, LTD/C – ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, LTL/C – kopējo ilgtermiņa saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, STD/C – īstermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, STL/C – kopējo īstermiņa saistību īpatsvars kapitāla kopsummā.

Tirdzniecības 2.grupas uzņēmumi joprojām veic finanšu saistību samazināšanu. Proti, no 2009.gada līdz 2014.gadam finanšu saistību īpatsvars tika samazināts par gandrīz 8 procentpunktiem. Atšķirībā no 1.grupas uzņēmumiem, šīs grupas uzņēmumiem raksturīgs izteikts ilgtermiņa finanšu saistību pārsvars.

Tirdzniecības nozares visa lieluma uzņēmumiem ir raksturīgas līdzīgas tendences (lauksaimniecības un ražošanas uzņēmumiem tika konstatētas būtiskas atšķirības, it īpaši 1.grupas uzņēmumiem). Uzņēmumiem ar mazu aizņemtā kapitāla īpatsvaru (2.27.att.) raksturīga svārstība finanšu saistību aspektā, bet tomēr var konstatēt lejupejošu tendenci finanšu krīzes ietekmē. 2.grupas uzņēmumu (2.28.att.) rādītājam ir mazāks svārstīgums; šīs grupas uzņēmumiem izdevās nedaudz palielināt finanšu saistību īpatsvaru pat finanšu krīzes apstākļos.



2.27.attēls. Tirdzniecības uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C < 10%), %



2.28.attēls. Tirdzniecības uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C > 10%), %

Avots: Lursoft; autores aprēķini

Piezīmes: TD/C – finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā

1.grupa – mazie uzņēmumi, 2.grupa – vidējie uzņēmumi, 3.grupa – lieli uzņēmumi

Nobeigumā arī jāatzīmē, ka visās nozarēs tā sauktie nulles finanšu sviras uzņēmumi sastāda nozīmīgu daļu no kopējā uzņēmumu skaita. Lauksaimniecības nozarē 31% uzņēmumiem vidējais TD/C rādītājs ir zem 10%. Savukārt ražošanas nozarē šādu uzņēmumu īpatsvars ir relatīvi mazāks, proti, 15%. Visbeidzot tirdzniecības nozarē 44% uzņēmumu izvēlas nepiesaistīt finanšu kapitālu vai arī pieņem lēmumu par nelielu finanšu saistību palielināšanu. Tātad kopumā var secināt, ka nulles finanšu sviras uzņēmumi veido būtisku daļu no visiem tautsaimniecības uzņēmumiem. Promocijas darba autore nulles finanšu sviras uzņēmumu datus neiekļauj veiktajos aprēķinos 2.4., 3.1. un 3.2.apakšnodaļās. Vērtējot kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem, nebūtu pamatoti iekļaut arī uzņēmumus, kuri daļēji apzināti izvēlas neizmantot aizņemto finanšu kapitālu.

Var minēt vairākus cēloņus tik zēmam aizņēmtā kapitāla īpatsvaram. Pirmkārt, ļoti būtiska nozīme ir uzņēmuma vadītāju attieksmei pret parādsaistībām. 1.2.apakšnodaļā kā viens no kapitāla struktūras determinantiem jau tika minēts cilvēciskais faktors. Uzņēmuma vadītāji apzināti var izvēlēties nepiesaistīt finanšu saistības gan ņēmot vērā personīgo pieredzi kredītēšanas jomā, gan arī pamatojoties uz konkrētā lēmuma pieņēmjēja riska toleranci. Promocijas darba autore šo faktoru uzskata par ļoti būtisku, it īpaši analizējot pēdējo gadu dinamiku, kad bieži novērojama finanšu saistību atmaksa.

Otrkārt, būtu jāņem vērā pieprasījuma puses aspekts. Uzņēmumi var apzināti dot priekšroku augstākai finanšu elastībai un mazākam riskam nekā piesaistīt papildus finansējumu investīciju projektiem. Tajā pašā laikā ir jāņem vērā arī varbūtība, ka uzņēmumam nav projektu, kuriem būtu nepieciešams aizņēmtā kapitāla finansējums. Tas secināms arī apskatot iepriekšējā rindkopā minēto nulles finanšu sviras uzņēmumu īpatsvaru kopējā uzņēmumu skaitā. Liela daļa lauksaimniecības uzņēmumu (31%) nepiesaista vai

piesaista ļoti maz finanšu kapitālu, kas varētu būt saistāms gan ar saņemto ES finansējumu, gan ar valsts dotācijām un subsīdijām. Arī tirdzniecības uzņēmumu gadījumā (44%) varētu būt neliels pieprasījums pēc finansējuma ilgtermiņa projektiem, jo to aktīvu struktūrā dominē apgrozāmie līdzekļi. Attiecīgi ir tikai loģiski, ka ražošanas uzņēmumu izlasē ir vismazākais nulles finanšu sviras uzņēmumu īpatsvars. Ražošanas uzņēmumiem nepieciešamas jaunas iekārtas, lai atjaunoto esošo aktīvu bāzi. Kā arī šīs nozares uzņēmumiem lieliem investīciju projektiem varētu arī pietrūkt iekšējā finansējuma.

Treškārt, arī piedāvājuma puse visdrīzāk ietekmēja lielo nulles finanšu sviras uzņēmumu īpatsvaru. Vērtējamā laika periodā ir iekļauti gan finanšu krīzes gadi, gan arī pirmie tautsaimniecības augšupejas perioda gadi, kad nav raksturīgs liels kredītresursu piedāvājums. Pie tam ir jāņem vērā arī tas, ka lielāko izlases daļu veido mazie un vidējie uzņēmumi. Savukārt gan saskaņā ar teorētiskiem aspektiem, gan pamatojoties uz šīs nodaļas rezultātiem ir secināms, ka finanšu saistības ir vieglāk piesaistīt lieliem nozares uzņēmumiem.

2.3. Biržas uzņēmumu finanšu koeficientu un kapitāla struktūras dinamikas analīze

Tālāk promocijas darba autore pēta Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūras faktoros, darbības finanšu rezultātus un kapitāla struktūras iezīmes no 2005.gada līdz 2014.gadam. Vidējie rādītāji tika aprēķināti gan visiem Baltijā kotētiem uzņēmumiem kopā, gan atsevišķi katras valsts uzņēmumiem.

Izlāsē iekļautie Baltijas biržas uzņēmumi 2014.gadā ir vidēji ar 15-16 gadu lielu pieredzi (2.13.tabula).

2.13.tabula

Uzņēmumu vecuma salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), gadi

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa				Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa			
	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005	11,23	9,00	12,70	12,00	11,11	9,78	12,87	10,69
2006	11,94	9,00	13,82	13,00	12,24	11,43	13,79	11,50
2007	13,08	10,00	15,44	13,80	13,18	12,43	14,44	12,67
2008	14,23	12,00	15,70	15,00	14,14	12,78	15,87	13,76
2009	15,12	12,67	16,70	16,00	15,26	14,14	16,87	14,76
2010	16,48	14,75	17,70	17,00	16,04	14,67	17,87	15,60
2011	16,85	14,00	18,56	18,00	17,32	16,43	18,94	16,60
2012	17,92	15,00	19,56	19,20	18,30	17,43	19,94	17,53
2013	18,92	16,00	20,56	20,20	19,30	18,43	20,94	18,53
2014	20,07	17,00	21,56	21,67	20,34	19,43	21,94	19,65
Vidēji	15,59	12,94	17,23	16,59	15,72	14,69	17,34	15,13

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Latvijas uzņēmumi reģistrēti visagrāk, savukārt Igaunijas uzņēmumi saimniecisko darbību uzsāka relatīvi nesen. Lai gan vidējais Baltijas rādītājs ir ļoti līdzīgs abās kapitāla struktūras grupās (15,59 un 15,72), tomēr valstu griezumā ir vairākas atšķirības. Latvijā un Igaunijā lielāks finanšu saistību īpatsvars ir vecākiem uzņēmumiem, kamēr Lietuvā konstatējama pretēja sakarība (vecākiem uzņēmumiem ir mazāks aizņemtā kapitāla īpatsvars).

Var izdarīt vairākus secinājumus par Baltijas biržas uzņēmumu lielumu (2.14.tabula). Iegūti būtiski atšķirīgi rezultāti, ja salīdzina abas kapitāla struktūras grupas. Pirmkārt, mazāki uzņēmumi finanšu saistības izmanto mazāk (visu Baltijas biržas uzņēmumu rezultāti). Tāds pats rezultāts iegūts arī attiecībā uz Igaunijas un Latvijas uzņēmumiem, savukārt Lietuvas gadījumā uzņēmumu aktīvu bilances kopsummas rezultāti parāda pretēju tendenci (mazāki uzņēmumi piesaista vairāk finanšu saistības).

2.14.tabula

Uzņēmumu lieluma salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), aktīvu bilances kopsumma, milj. EUR

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa				Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa			
	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005	45,9	36,1	6,9	172,6	68,6	118,1	80,4	37,0
2006	55,5	82,6	8,8	168,7	108,5	314,9	87,9	42,8
2007	60,0	96,2	13,3	163,9	124,0	352,2	104,5	48,5
2008	58,0	89,8	13,3	160,5	138,7	391,8	118,9	53,2
2009	52,5	69,1	11,7	158,2	127,8	385,1	103,7	44,5
2010	55,6	76,0	13,2	162,4	120,9	367,2	93,7	45,0
2011	63,1	74,1	26,0	163,2	131,3	359,0	120,1	48,0
2012	59,6	81,5	15,7	169,6	130,6	355,1	118,1	49,9
2013	59,9	88,7	10,1	180,5	128,5	358,6	109,5	51,6
2014	57,4	87,8	9,2	171,7	127,6	355,5	106,7	53,5
Vidēji	56,8	78,2	12,8	167,1	120,6	335,8	104,3	47,4

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Tātad var secināt, ka lielāki uzņēmumi vidēji izmanto vairāk finanšu saistību, kas atbilst kapitāla struktūras kompromisa teorijai. Iepriekšminētā teorija šo sakarību pamato ar argumentu, ka lielāki uzņēmumi parasti ir arī vairāk diversificēti un ar stabilu naudas plūsmu (ja salīdzina ar maziem uzņēmumiem). Tādēļ arī kreditoru skatījumā šādi uzņēmumi varētu būt saistāmi ar mazāku biznesa un finanšu risku.

Arī Baltijas biržas uzņēmumiem ir raksturīgs tas, ka uzņēmumi ar lielāku pamatlīdzekļu īpatsvaru piesaista vairāk finanšu resursus (2.15. tabula). Tāds pats rezultāts iegūts attiecībā uz Latvijas nozaru uzņēmumiem un ir saskaņā ar kapitāla struktūras kompromisa teoriju. Kompromisa teorija nosaka, ka uzņēmumiem ar nodrošinājuma piedāvājuma iespējām ir vieglāk piesaistīt papildus aizņemto kapitālu. Šī sakarība ir diezgan izteikta. Piemēram, Igaunijas uzņēmumu gadījumā pirmās grupas aktīvu struktūras rādītājs ir par 16

procentpunktiem mazāks par otrās kapitāla struktūras grupas rezultātu (attiecīgi 22,03% un 38,62%).

2.15.tabula

**Uzņēmumu aktīvu struktūras salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi),
pamatlīdzekļu īpatsvars bilances aktīvu kopsummā**

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa				Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa			
	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005	26,75	10,16	34,03	36,06	45,10	41,00	41,67	52,63
2006	33,08	22,04	34,43	42,77	46,13	39,70	47,37	51,33
2007	36,60	28,66	38,90	42,22	42,54	37,60	41,03	48,98
2008	34,50	20,50	32,95	50,04	42,11	37,41	42,82	46,10
2009	41,67	42,91	32,46	49,66	41,66	33,64	42,00	49,35
2010	28,78	18,45	30,86	37,03	46,05	44,18	42,47	51,50
2011	28,33	19,09	29,31	36,59	45,79	39,84	47,89	49,65
2012	32,95	18,26	36,86	43,73	43,61	37,30	45,27	48,25
2013	33,50	19,18	33,63	47,68	44,67	37,99	48,20	47,83
2014	30,99	21,05	35,35	36,56	46,62	37,52	50,41	51,93
Vidēji	32,71	22,03	33,88	42,23	44,43	38,62	44,91	49,75

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Visvairāk pamatlīdzekļu aktīvu struktūrā dominē Lietuvas uzņēmumu izlasē (attiecīgi īpatsvars sastāda 42,23% un 49,75%). Tas varētu liecināt par to, ka Lietuvas uzņēmumu kreditoriem ir lielāka nepieciešamība pēc nodrošinājuma ķīlas.

Attiecībā uz izmaiņu tendenci dinamikā var minēt Igaunijas (1.grupa) un Latvijas (2.grupa) uzņēmumus. Pirmkārt, Latvijas uzņēmumiem (kuri veic aktīvu aizņemtā finanšu kapitāla piesaisti) ir raksturīga pamatlīdzekļu bāzes palielināšana relatīvi pret to kopējo aktīvu kopsummu. Ja līdz 2010.gada pamatlīdzekļu īpatsvars svārstījās zem 45% robežas (ar vienu izņēmumu 2006.gadā), tad pēdējos pārskata periodos īpatsvars ir stabili virs 45% un 2014.gadā ir pārsniegta arī 50% atzīme. Tas varētu liecināt, ka finanšu krīzes ietekmē ir mainījusies Latvijas uzņēmumu kreditoru riska tolerance. Proti, līdzīgi kā Lietuvas uzņēmumu izlasē, arī Latvijas kreditori pieprasa ķīlu pret kapitālu. Otrkārt, Igaunijas uzņēmumu dati pirmajos piecos pārskata gados liecina par krasām pārmaiņām aktīvu struktūrā. Piemēram, 2006.gadā ir konstatējams pieaugums par gandrīz 12 procentpunktiem. Savukārt 2009.gadā pamatlīdzekļu rādītājs palielinājās par 22 procentpunktiem. Tas iespējams varētu liecināt par lielu aktivitāti un kustību pamatlīdzekļu struktūrā. Iespējams, ka veikts veco iekārtu pārdošanas un jauno mašīnu iepirkšanas process, atjaunojot ilgtermiņa ieguldījumu bāzi. Tāpat kā viens no izskaidrojumiem varētu būt uzņēmumu pārpirkšana un apvienošanās. Tādā gadījumā iespējams uzņēmuma aktīvus papildina ar uzņēmuma nemateriālo vērtību, kuru nākamajos gados ir iespējams koriģēt.

Baltijas biržu uzņēmumu likviditāte ir pietiekami augsta (2.16.tabula) un nav zemāka par 1.

2.16.tabula

Uzņēmumu likviditātes salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), kopējās likviditātes rādītājs

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa				Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa			
	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005	2,55	1,67	3,64	2,34	1,74	1,36	2,47	1,40
2006	3,20	3,68	3,48	2,44	1,48	1,32	1,93	1,20
2007	3,02	2,39	4,39	2,27	1,50	1,38	1,90	1,22
2008	2,70	1,49	3,85	2,75	1,44	1,39	1,85	1,08
2009	3,31	1,72	4,28	3,93	1,52	1,44	2,01	1,12
2010	2,98	2,81	3,48	2,65	1,38	1,18	1,90	1,05
2011	2,87	2,72	3,12	2,76	1,40	1,18	1,96	1,06
2012	3,88	3,36	4,70	3,60	1,36	1,26	1,82	0,99
2013	3,38	3,48	3,96	2,69	1,24	1,17	1,51	1,05
2014	3,19	3,21	3,82	2,55	1,34	1,25	1,58	1,18
Vidēji	3,11	2,65	3,87	2,80	1,44	1,29	1,89	1,13

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Latvijas uzņēmumu likviditātes rādītājs 1.grupā ir lielāks par Igaunijas un Lietuvas uzņēmumu vidējo rādītāju. Latvijas uzņēmumu vidējais likviditātes rādītājs sastāda 3,87. Savukārt abu pārējo Baltijas valstu rādītājs svārstās intervālā 2,65 – 2,80. Kā minēts iepriekš, tad nepastāv precīzi standarti attiecībā uz nepieciešamo likviditātes līmeni. Galvenokārt dažādas institūcijas un pētnieki atsaucas uz vērtību 1 (vēlams, lai uzņēmums ir spējīgs pilnā apmērā segt savas īstermiņa saistības ar apgrozāmo līdzekļu palīdzību), bet tiek arī rekomendēts likviditātes rādītāju uzturēt virs 2. Igaunijas un Lietuvas uzņēmumi arī dinamiskā uztur likviditātes rādītāju vidēji intervālā no 2 līdz 3, taču Latvijas gadījumi ir vairāki periodi, kad likviditāte pārsniedz 4 punktu atzīmi. Tik augsts rādītājs liecina, ka iespējams netiek efektīvi pārvaldīti uzņēmuma aktīvi un attiecīgi netiek veikta uzņēmuma īpašnieku bagātības paaugstināšana. Latvijas uzņēmumiem būtu rekomendējams samazināt šo rādītāju, piemēram, samazinot nevajadzīgos krājumus, veicot labāku debitoru parādu atgūšanu un/vai samazinot naudas līdzekļu krājumus (ieguldot projektos vai atgriežot tos akcionāriem dividenžu veidā). Pie tam vēlreiz jāuzsver, ka tik augsts likviditātes rezultāts (3,87) iegūts uzņēmumu grupā, kuri ir piesaistījuši nelielu finanšu saistību apmēru. Tādēļ to finanšu elastība jau ir pietiekami augsta un tādēļ ir rekomendējams samazināt liekās apgrozāmo līdzekļu rezerves.

Otrās kapitāla grupas likviditātes rezultāti (2.grupa) ir zemāki, kas arī ir sagaidāms. Praktiski jebkurā gadījumā visas īstermiņa saistības un/vai daļa no ilgtermiņa finanšu saistībām ir iekļautas īstermiņa saistību sastāvā un tādēļ ir tikai loģiski, ka samazinās kopējās likviditātes rādītājs. Vidējā likviditāte svārstās intervālā 1,1 līdz 1,9, kas kopumā ir

akceptējams rezultāts. Tomēr, apskatot iegūtos rezultātus sīkāk, būtu rekomendējams Lietuvas uzņēmumiem palielināt apgrozāmo līdzekļu bāzi un/vai samazināt īstermiņa saistības. Atsevišķos pārskata periodos Lietuvas uzņēmumu vidējā likviditāte tuvojās 1 un vienā periodā tā noslīd arī zem 1 atzīmes (2012.gads).

Kā pēdējais kapitāla struktūras determinants tiek pētīta uzņēmumu bruto rentabilitāte (2.17.tabula).

2.17.tabula

Gads	Uzņēmumu bruto rentabilitātes salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), %							
	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa				Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa			
	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005	22,36	19,35	16,45	31,28	25,25	21,91	28,86	24,98
2006	24,33	20,94	20,71	31,33	25,10	25,97	27,72	21,61
2007	27,33	26,45	23,32	32,21	21,71	25,86	17,43	21,84
2008	25,75	15,85	19,37	42,03	20,18	23,12	20,33	17,10
2009	30,66	26,93	15,05	49,99	16,70	14,92	18,43	16,75
2010	24,35	16,30	22,51	34,25	19,25	23,46	17,37	16,93
2011	27,56	25,45	23,98	33,25	18,68	20,06	19,21	16,75
2012	26,41	23,82	22,60	32,81	19,72	21,71	21,10	16,36
2013	28,58	24,85	29,29	31,60	17,40	21,74	14,61	15,86
2014	28,55	23,79	28,44	33,43	15,44	21,08	8,55	16,70
Vidēji	26,59	22,37	22,17	35,22	19,94	21,98	19,36	18,49

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Pirmkārt, uzreiz būtu atzīmējams tas, ka nevienā pārskata periodā netika iegūta negatīva bruto rentabilitāte. Iepriekš tika vērtēti Latvijas nozaru uzņēmumu rādītāji, kur visās nozarēs un vairākos periodos tika konstatēta negatīva bruto peļņas atdeve. Savukārt kotētie uzņēmumi saglabā pozitīvu un augstu rentabilitāti pat finanšu krīzes periodā. Tas varētu liecināt, ka lieliem uzņēmumiem, kuri bieži vien ir arī konkrētas nozares līderi ar augstu tirgus daļu, ir vienkāršāk saglabāt stabilu naudas plūsmu arī nelabvēlīgos tautsaimniecības apstākļos.

Otrkārt, Lietuvas uzņēmumiem ar mazu finanšu saistību īpatsvaru ir iegūts ļoti augsts vidējās rentabilitātes rezultāts (35,22%), kamēr Igaunijas un Latvijas uzņēmumiem ir mazāki un līdzīgi rezultāti (attiecīgi 22,37% un 22,17%). Lietuvas uzņēmumiem īpaši augsti rezultāti iegūti tieši finanšu krīzes sākumposmā (2008.gads – 42,03% un 2009.gads – 49,99%). To varētu izskaidrot ar izlasē iekļauto uzņēmumu raksturojumu. Gandrīz puse no Lietuvas izlasē iekļautajiem uzņēmumiem ir klasificējami pārtikas nozarē, kura var tikt uzskatīta par pirmās nepieciešamības precī un tādēļ nebūtu sagaidāms pieprasījuma kritums arī tautsaimniecības lejupslīdes periodā.

Treškārt, salīdzinot iegūtos rezultātus abās kapitāla struktūras grupās, var secināt, ka papildus finanšu saistību piesaiste nozīmē bruto rentabilitātes samazinājumu. Bruto peļņas atdeves samazināšanās konstatēta visās Baltijas valstīs.

Tālāk promocijas darba autore apskata Baltijas biržas uzņēmumu darbības finanšu rezultātus. Tāpat kā Latvijas nozaru gadījumā arī Baltijas biržas uzņēmumiem aprēķināta pašu kapitāla atdeve un finanšu cikls. Papildus aprēķināti un tiek analizēti vēl divi darbības finanšu rezultāti – NPA (naudas plūsmas un aktīvu attiecība) un P/E rādītāji.

NPA rādītājs tiek aprēķināts kā pamatdarbības naudas plūsmas un aktīvu dalījums (2.18.tabula). Rādītājs sniedz informāciju par to cik lielu naudas plūsmu uzņēmums ir ģenerējis, pamatojoties uz izmantojamiem aktīviem. Kā jau minēts iepriekš, tad promocijas darba autore uzskata, ka ir ārkārtīgi svarīgi uzņēmumu darbības finanšu rezultātu analīzē izmantot ne tikai tradicionālos peļņas vai zaudējuma aprēķina un bilances datu rādītājus, bet arī vērtēt naudas ģenerēšanu un to atdevi.

2.18.tabula

Uzņēmumu NPA rādītāja salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), vienības

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa				Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa			
	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005	10,43	6,19	10,34	14,75	11,92	15,37	11,55	8,85
2006	7,08	9,26	5,76	6,24	6,36	9,09	3,63	6,37
2007	7,54	9,48	7,32	5,84	5,83	6,63	0,49	10,38
2008	9,35	7,47	7,29	13,30	3,75	7,37	2,06	1,82
2009	9,88	13,98	2,41	13,25	8,54	6,24	6,01	13,38
2010	10,70	10,73	5,20	16,18	6,65	3,49	7,17	9,31
2011	14,28	25,63	4,47	12,75	5,90	4,70	6,26	6,75
2012	12,00	15,30	4,70	16,00	6,96	7,67	7,18	6,04
2013	12,95	19,31	3,59	15,94	6,32	7,55	5,38	6,03
2014	12,71	16,51	3,71	17,92	5,95	5,07	5,34	7,44
Vidēji	10,69	13,39	5,48	13,22	6,82	7,32	5,51	7,64

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Vērtējot NPA rādītāju rezultātus, var konstatēt sekojošo:

- Igaunijas un Lietuvas uzņēmumu naudas plūsmas atdeve ir vairāk nekā divas reizes augstāka par Latvijas uzņēmumu (1.grupa). Tātad uzņēmumu vadošie speciālisti spēj labāk ģenerēt uzņēmuma naudas plūsmu, izmantojot uzņēmuma aktīvus;
- Piesaistot aizņemto finanšu kapitālu vairāk par 10% no kopējā kapitāla, tiek gandrīz divas reizes samazināta naudas plūsmas atdeve Igaunijā un Lietuvā. Tajā pašā laikā nepieciešams atzīmēt, ka Latvijas uzņēmumu rādītājs – atšķirībā no pārējām Baltijas valstīm – tiek uzlabots, piesaistot papildus finanšu kapitālu. Absolūtā izteiksmē uzlabojums gan nav būtisks ($5,51 - 5,48 = 0,03$), tomēr rezultāts parāda nozīmīgu atšķirību no Igaunijas un Lietuvas uzņēmumiem;
- Pirmajos piecos pārskata periodos gandrīz visu uzņēmumu un kapitāla struktūras grupu rezultāti ir raksturojami ar augstu volatilitāti, savukārt otrajā pārskata perioda

daļā ir zināma stabilitāte un arī augšupejoša tendence (izņemot Latvijas uzņēmumus). Tas varētu liecināt, ka finanšu krīzes rezultātā uzņēmumu vadītāji ir spējuši atrast veidus kā ģenerēt pozitīvu naudas plūsmas atdevi. Rādītāja augšupejoša tendence liecina par uzņēmuma aktīvu efektīvāku izmantošanu kā rezultātā varētu pieaugt arī uzņēmumu īpašnieku bagātība.

P/E ir vienkārši izmantojams rādītājs, kurš parāda vai akcija ir pārvērtēta vai nenovērtēta. Finanšu literatūrā ir vispārpieņemts, ka šis rādītājs vienmēr ir jāanalizē kontekstā ar vidējo nozares vai kopējo tirgus rādītāju. Ja konkrētā uzņēmuma P/E rādītājs ir augstāks (zemāks) par nozares vidējo rezultātu, tad var izdarīt secinājumu, ka akcija tirgū ir pārvērtēta (nenovērtēta).

2.19.tabulā ir apkopoti Baltijas biržas uzņēmumi rezultāti laika periodā no 2005.gada līdz 2014.gadam.

2.19.tabula

Uzņēmumu P/E rādītāja salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), vienības

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa				Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa			
	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005	16,42	24,49	11,28	13,48	12,72	4,39	19,31	14,45
2006	21,05	28,11	16,21	18,83	13,68	13,17	13,29	14,59
2007	15,34	14,51	7,39	24,12	11,74	11,64	14,80	8,78
2008	6,23	6,19	7,08	5,42	2,14	2,89	4,70	-1,15
2009	2,22	5,58	-3,45	4,54	3,10	-2,73	7,30	4,74
2010	8,56	14,66	1,43	9,58	11,17	8,04	14,28	11,19
2011	7,59	8,69	6,58	7,50	3,41	3,50	2,34	4,37
2012	9,72	10,23	11,31	7,61	8,12	8,17	7,02	9,17
2013	8,40	9,09	8,03	8,08	7,20	11,05	1,50	9,04
2014	8,36	7,49	9,14	8,47	5,33	5,03	1,93	9,02
Vidēji	10,39	12,90	7,50	10,76	7,86	6,51	8,65	8,42

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Vispirms jāatzīmē, ka iegūtie rezultāti būtiski atšķiras abās kapitāla struktūras grupās. Ja apskata tikai uzņēmumus ar nelielu aizņemtā kapitāla īpatsvaru (1.grupa), tad augstākais rezultāts konstatējams Igaunijas uzņēmumiem (vidējais P/E periodā 12,90 vienības) un zemākais rezultāts iegūts Latvijas uzņēmumiem (vidējais P/E periodā 7,50 vienības). Tas varētu nozīmēt, ka investori šīs grupas Igaunijas uzņēmumus uzskata par mazāk riskantiem un ar augstāku sagaidāmo pieauguma tempu. Tādēļ investori ir gatavi maksāt papildus prēmiju, lai nākotnē gūtu papildus ienesīgumu no sagaidāmā peļņas pieauguma. Taču uzņēmumu grupā, kuras aizņemtā finanšu kapitāla īpatsvars pārsniedz 10%, tika iegūti pretēji rezultāti. Zemāks risks un augstākas peļņas ekspektācijas attiecināmas uz Latvijas uzņēmumiem (P/E = 8,65 vienības), savukārt Igaunijas uzņēmumu vidējais aprēķinātais rādītājs ir viszemākais (P/E = 6,51 vienības). Iegūtie dati un konstatētās atšķirības starp abām kapitāla struktūras

grupām ir atbilstoši finanšu literatūrā minētajam. Proti, tiek sagaidīts, ka uzņēmumiem ar mazāku risku ir sagaidāms augstāks P/E rādītājs. Iegūtie dati liecina, ka uzņēmumiem ar mazāku finanšu saistību īpatsvaru ir augstāks P/E rādītājs, kas ir saskaņā ar iepriekšminēto finanšu literatūru. Baltijas biržas uzņēmumu vidējais rādītājs 1.grupā sastāda 10,39 vienības, savukārt 2.grupas rezultāts ir 7,86 vienības.

Apskatot iegūtos rezultātus katram gadam atsevišķi, izriet korelācija ar Baltijas valstu reģiona tautsaimniecības situāciju analizētajā periodā. Pirmajos trīs gados (2005.-2007.gads) P/E rādītāji visās Baltijas valstīs bija ļoti augsti un trijos gadījumos tas pārsniedza 20 vienības. Savukārt nākamajos divos gados (2008., 2009.gads) finanšu krīzes ietekmē arī Baltijas valstu P/E rādītāji strauji samazinājās un atsevišķos gadījumos kļuva arī negatīvi. Pēdējos piecos gados (2010.-2014.gads) rādītājs ir raksturojams ar stabilu rezultātu 1.grupā. Šīs grupas vidējais rezultāts šajos piecos gados svārstās no 7,59 vienībām līdz 9,72 vienībām. Augstāka volatilitāte konstatējama 2.grupai. 2010.gadā iegūtais rezultāts bija 11,17 vienības, kuram seko samazinājums līdz 3,41 vienībām, tad pieaugums līdz 8,12 vienībām u.tml. Kopumā tas varētu liecināt par jau iepriekšminēto sakarību starp P/E un risku - uzņēmumiem ar augstāku finanšu saistību īpatsvaru ir arī augstāks finanšu risks. Savukārt augstā volatilitāte var norādīt uz investoru svārstīgumu un šaubām par šīs grupas uzņēmumu nākotnes perspektīvām.

Baltijas biržu uzņēmumu pašu kapitāla atdeve kopumā ir zemāka par iepriekš pērito Latvijas nozaru uzņēmumu rezultātiem (2.7., 2.20.tabula).

2.20.tabula

Uzņēmumu pašu kapitāla atdeves (ROE) salīdzinājums (Baltijas biržas uzņēmumi), %

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa				Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa			
	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005	12,47	7,73	3,83	25,86	14,08	21,26	11,38	9,58
2006	11,41	19,41	7,63	7,17	16,14	34,84	6,98	6,58
2007	11,61	21,46	4,52	8,85	14,81	23,68	5,43	15,33
2008	6,92	8,67	1,03	11,07	0,61	2,05	2,94	-3,16
2009	1,07	2,18	-3,61	4,63	-4,72	-12,38	-0,01	-1,79
2010	12,80	10,09	3,10	25,22	0,67	-8,65	6,45	4,22
2011	14,92	30,72	0,94	13,10	2,04	-1,61	5,78	1,96
2012	13,70	20,92	3,04	17,12	4,90	6,76	8,98	-1,05
2013	10,93	19,58	3,43	9,77	3,98	4,75	4,73	2,48
2014	6,78	16,73	2,24	1,38	2,34	0,85	0,61	5,57
Vidēji	10,26	15,75	2,62	12,42	5,49	7,15	5,33	3,97

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Taču no otras puses ir jāatzīmē arī pašu kapitāla atdeves volatilitāti. Piemēram, lauksaimniecības uzņēmumu atdeves rezultāts svārstās 25 procentpunktu intervālā, ražošanas uzņēmumu 52-55 procentpunktu intervālā, savukārt tirdzniecības uzņēmumu gadījumā

starpība starp augstāko un zemāko atdevi veido 19 vai 32 procentpunkti. Baltijas biržas uzņēmumu izlasē iegūtie rezultāti svārstās mazākos intervālos. Kopumā tas šos uzņēmumus padara pievilcīgus investoru skatījumā, jo ir mazāks nenoteiktības risks.

Baltijas biržas uzņēmumu vidējā pašu kapitāla atdeve bija 10,26% 1.grupā un 5,49% 2.grupā. Igaunijas un Lietuvas uzņēmumu pašu kapitāla atdeve uzņēmumiem ar mazu aizņemtā finanšu kapitāla īpatsvaru ir ievērojami augstāka par otras kapitāla grupas rezultātiem. Igaunijas uzņēmumu rādītājs ir divas reizes zemāks, savukārt Lietuvas izlasē konstatējams samazinājums par 3 reizēm. Tas norāda uz iespējamo finanšu saistību negatīvo ietekmi uz pašu kapitāla atdevi. Taču Latvijas uzņēmumu aprēķinātais rezultāts liecina par pretēju rezultātu. Uzņēmumiem ar finanšu saistību īpatsvaru virs 10% ir divas reizes augstāka pašu kapitāla atdeve.

Finanšu cikla rezultāti arī norāda uz pretrunīgiem secinājumiem attiecībā uz kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem (2.21.tabula).

2.21.tabula

Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10%				Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10%			
	1.grupa				2.grupa			
	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva	Visi	Igaunija	Latvija	Lietuva
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2005	85,30	76,72	134,42	44,76	92,97	56,99	137,75	84,17
2006	99,63	62,99	139,13	96,79	89,23	53,24	150,07	64,39
2007	104,77	62,34	158,19	93,79	97,23	67,52	149,92	74,25
2008	98,35	71,34	161,58	62,12	114,58	76,44	169,33	97,97
2009	117,00	107,89	194,39	48,72	142,31	103,81	189,62	133,48
2010	115,12	113,81	169,47	62,08	104,49	78,84	127,18	107,45
2011	103,91	64,17	184,98	62,57	102,90	74,68	140,53	93,48
2012	108,66	59,35	202,42	64,20	99,72	74,11	124,71	100,35
2013	117,37	64,07	231,27	56,76	93,91	70,55	114,51	96,67
2014	137,63	68,09	258,30	86,49	82,76	75,11	88,04	85,15
Vidēji	108,77	75,08	183,41	67,83	102,01	73,13	139,17	93,74

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Latvijas uzņēmumu dati norādīja, ka finanšu saistību piesaiste nozīmē arī ilgāku finanšu ciklu. Iegūtais Latvijas uzņēmumu rezultāts ir pretējs vienai no promocijas darba tēzei, ka finanšu saistību palielināšana motivē un disciplinē uzņēmuma vadošos speciālistus veikt labāku uzņēmumu pārvaldību, palielinot uzņēmuma īpašnieku bagātību. Savukārt Baltijas biržas uzņēmumu dati neapstiprina Latvijas nozaru uzņēmumu iegūto rezultātu. Baltijas biržas uzņēmumu ar mazu finanšu saistību īpatsvaru vidējais finanšu cikla garums sastāda gandrīz 109 dienas. Savukārt 2.kapitāla struktūras grupas rezultāts ir īsāks par 7 dienām.

Lai gan visu Baltijas biržas uzņēmumu vidējais rezultāts norāda uz finanšu cikla samazināšanos finanšu saistību piesaistes dēļ, tomēr katras valsts rezultāti ir būtiski atšķirīgi. Igaunijas uzņēmumu finanšu cikla starpība sastāda tikai 2 dienas (75,08 un 73,13). Tikmēr

Latvijas rezultāti norāda uz daudz būtiskāku rezultātu – finanšu cikls samazinās par gandrīz 45 dienām. Taču Lietuvas uzņēmumu gadījumā finanšu cikls palielinājās par aptuveni 25 dienām. Apskatot katras valsts rezultātus dinamikā, var secināt, ka Latvijas uzņēmumu gadījumā būtiskas izmaiņas notika sākot ar 2009.gadu. Tātad Latvijas uzņēmumu vadošie speciālisti (2.grupa) finanšu krīzes ietekmē ir uzlabojuši uzņēmumu pārvaldību, ievērojami samazinot finanšu cikla garumu.

Arī Baltijas biržas uzņēmumu gadījumā tika veikta vidējo rādītāju statistiskā analīze, lai noteiktu vai abu kapitāla struktūras grupu vidējo rādītāju atšķirības ir būtiskas. Hipotēžu testa rezultāti apkopoti 2.22.tabulā. Ja p-vērtība ir mazāka par 0.05, tad tas nozīmē, ka grupu vidējo atšķirības ir statistiski nozīmīgas. Izrietoši var izdarīt secinājumu, ka kapitāla struktūras ietekme uz ietekmējošiem faktoriem un darbības finanšu rezultātiem ir būtiska. Statistiski nozīmīgi rezultāti ir ietonēti ar pelēku krāsu. Galvenie secinājumi:

- Kapitāla struktūras ietekme uz Baltijas biržas uzņēmumu vecumu un P/E rādītāju nav būtiska (p-vērtība ir lielāka par 0.05);
- Kapitāla struktūras ietekme uz vairākiem kapitāla struktūru ietekmējošiem faktoriem (uzņēmuma lielums, aktīvu struktūra, likviditāte un bruto rentabilitāte), kā arī uz darbības finanšu rezultātiem (pašu kapitāla atdeve, finanšu cikla ilgums, naudas plūsmas un aktīvu attiecība) ir būtiska ar varbūtību 95%.

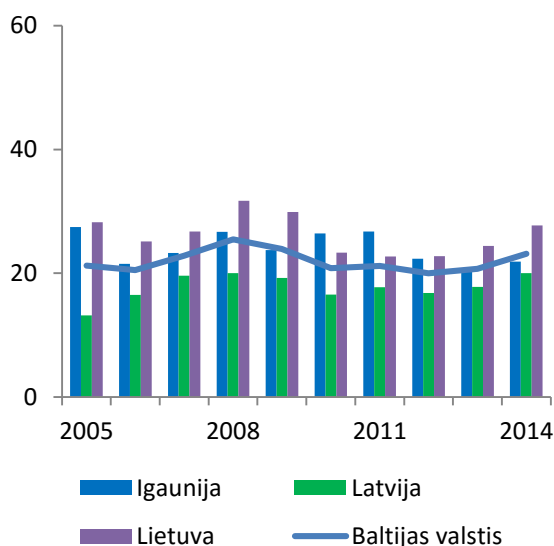
2.22.tabula

Vidējo rādītāju hipotēžu pārbaude Baltijas biržas uzņēmumiem

Rādītājs	Baltijas biržas uzņēmumi	
	Hipotēze par divu izlašu vidējo salīdzināšanu	
	$H_0: \mu_1 = \mu_2$	
	$H_1: \mu_1 \neq \mu_2$	
	p-vērtība	
1	2	
Uzņēmuma vecums	0.3068	
Uzņēmuma lielums	0.0000	
Aktīvu struktūra	0.0000	
Likviditāte	0.0000	
Bruto rentabilitāte	0.0011	
Pašu kapitāla atdeve (ROE)	0.0135	
Finanšu cikla ilgums	0.0001	
P/E rādītājs	0.3084	
Naudas plūsmas un aktīvu attiecība	0.0069	

Avots: darba autoreš veidota tabula

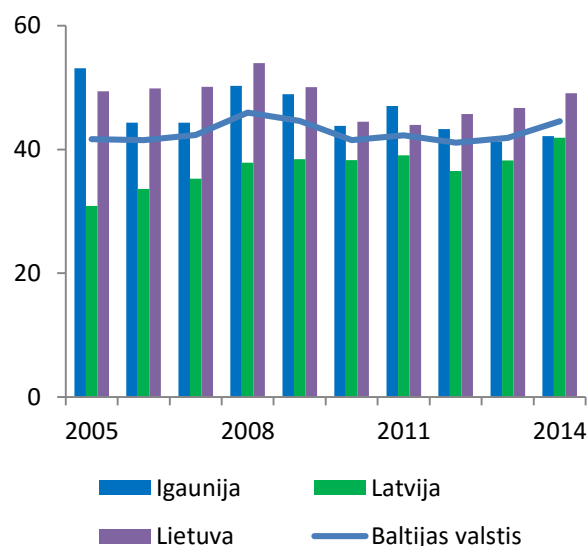
Tāpat kā Latvijas nozaru uzņēmumu gadījumā, arī Baltijas biržas uzņēmumiem TL/C rādītāji ir augstāki par TD/C rezultātiem (2.29., 2.30.attēls). Lai gan visos gadījumos TL/C īpatsvars ir augstāks par TD/C, tomēr izmaiņu dinamika abiem rādītājiem ir līdzīga. Gan finanšu saistības, gan nefinanšu saistības pieauga līdz 2008.gadam, kam seko samazinājums un mērens pieaugums pēdējos gados (2012.-2014.gads).



2.29.attēls. Uzņēmumu TD/C rādītāja dinamika (Baltijas biržas uzņēmumi), %

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Piezīmes: TD/C – finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā



2.30.attēls. Uzņēmumu TL/C rādītāja dinamika (Baltijas biržas uzņēmumi), %

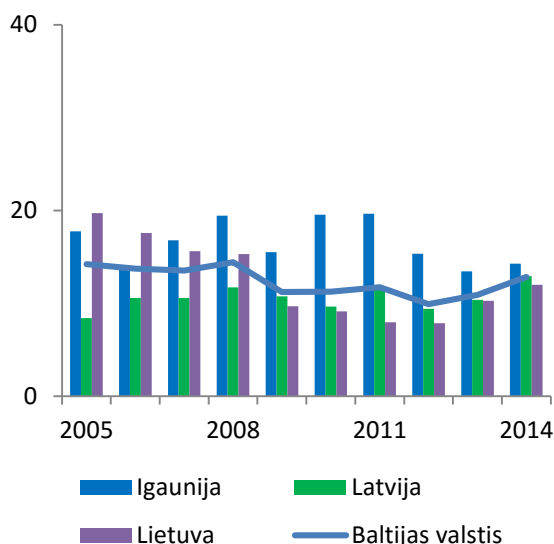
Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Piezīmes: TL/C – kopējo saistību īpatsvars kapitāla kopsummā

Latvijas biržas uzņēmumiem raksturīgs viszemākais gan finanšu saistību, gan kopējais aizņemtā kapitāla īpatsvars. Pie tam jāatzīmē, ka lielākā starpība konstatējama pirmajos analīzes gados. Piemēram, 2005.gadā Latvijas TD/C īpatsvars bija nedaudz virs 13%, kamēr Igaunijas un Lietuvas uzņēmumu vidējie rādītāji bija vairāk nekā divas reizes lielāki. Līdzīga tendence atrodama arī TL/C attēlā – 2005.gadā Latvijas rezultāts bija gandrīz 31%, kamēr abām pārējām Baltijas valstīm iegūtais īpatsvars bija par aptuveni 20 procentpunktiem augstāks. Tas norāda uz Latvijas uzņēmumu vadītāju nevēlēšanos piesaistīt finanšu kapitālu. Iepriekšminētais ir spēkā arī tautsaimniecības augušupejas cikla posmā, kad pieauga kredītu pieejamība un samazinājās procentu likmes.

Kopumā var secināt, pamatojoties uz Baltijas biržas uzņēmumu vidējiem kapitāla struktūras rādītājiem, ka pašu kapitāls sastāda aptuveni 60%, finanšu saistības ir intervālā no aptuveni 21% līdz 25%, savukārt nefinanšu saistības veido 15-19 procentus no kapitāla struktūras.

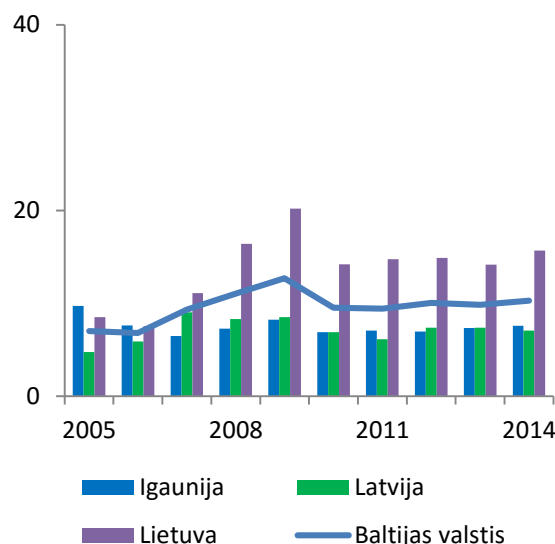
Uzņēmumu finanšu saistības dalījums ilgtermiņa un īstermiņa pozīcijās norāda uz atšķirīgu dinamiku no 2005.gada līdz 2014.gadam (2.31., 2.32.att.).



2.31.attēls. Uzņēmumu LTD/C rādītāja dinamika (Baltijas biržas uzņēmumi), %

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Piezīmes: LTD/C – ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā



2.32.attēls. Uzņēmumu STD/C rādītāja dinamika (Baltijas biržas uzņēmumi), %

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Piezīmes: STD/C – īstermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā

Uzņēmumu ilgtermiņa finanšu saistību (LTD/C) īpatsvars 2009.gadā samazinājās par vairākiem procentpunktiem, salīdzinot ar iepriekšējo periodu. Kontekstā ar finanšu krīzes apstākļiem tas varētu liecināt par kreditoru nevēlēšanos investēt uzņēmumu ilgtermiņa projektos (pie tam ilgtermiņa projekti vienmēr ir ar augstāku riska pakāpi neatkarīgi no tautsaimniecības cikla fāzes). Tajā pašā laikā tas iespējams norāda arī uz pieprasījuma pusi – iepriekšminētos finanšu krīzes apstākļos galvenais bija saglabāt finanšu elastību, maksāspēju, klientu bāzi u.tml., nevis iniciēt ilgtermiņa projektus. Savukārt ekonomikas atveseļošanās periodā ir konstatējams ilgtermiņa finanšu saistību pieaugums uzņēmumu kapitāla struktūrā, kas var norādīt gan par līdzekļu piedāvājumu, gan par pieprasījuma puses izmaiņām.

Attiecībā uz īstermiņa finanšu saistībām (STD/C) var atzīmēt vairākas īpatnības. Pirmkārt, neilgi pirms finanšu krīzes un finanšu krīzes sākumā strauji pieauga šo līdzekļu īpatsvars pasīvu struktūrā. Proti, 2006.gadā rādītājs bija gandrīz 7%, savukārt 2009.gadā īstermiņa finanšu saistību rādītājs sasniedza gandrīz 13%. Šāda tendence tika iegūta arī apskatot Latvijas nozaru uzņēmumu rezultātus un tas varētu liecināt par lielāku pieprasījumu no uzņēmumu puses šajā periodā pēc īstermiņa kapitāla, lai varētu nodrošināt uzņēmuma darbību. Otrkārt, pēdējos piecos gados ir vērojama ļoti stabila rādītāja tendence. No 2009.gada līdz 2014.gadam rādītājs būtiski nesvārstās, pat apskatot katru Baltijas valsti atsevišķi. Tas savukārt varētu norādīt uz uzņēmumu vadošo speciālistu daudz veiksmīgāku darba kapitāla vadību, tajā pašā laikā nodrošinot arī finanšu elastību.

Apkopojot iepriekšminēto analīzi attiecībā uz kapitāla struktūras determinantiem, darbību finanšu rezultātiem un kapitāla struktūru, var secināt, ka šo uzņēmumu rezultāti būtiski atšķiras no Latvijas nozaru uzņēmumu rezultātiem. Tomēr atšķirīgi rezultāti bija sagaidāmi, jo Latvijas nozaru uzņēmumu datus galvenokārt veido mazie un vidējie uzņēmumi, savukārt Baltijas biržas uzņēmumu izlasē lielāko daļu veido lieli uzņēmumi.

Salīdzinot Baltijas trīs valstu uzņēmumu rezultātus, var secināt:

- Lietuvas uzņēmumu aktīvu struktūrā dominē pamatlīdzekļi, kamēr vismazākais rezultāts konstatēts Igaunijas uzņēmumu izlasē. Latvijas uzņēmumiem ir visaugstākā likviditāte, bet vismazākā bruto rentabilitāte;
- Darbības finanšu rezultāti (NPA, P/E, ROE un finanšu cikla ilgums) ir labāki Igaunijas un Lietuvas uzņēmumiem (salīdzinot ar Latviju), ja to finanšu saistību īpatsvars nepārsniedz 10 procentus. Taču otrās kapitāla struktūras grupas rezultāti ir būtiski atšķirīgi (ja $TD/C > 10\%$). Latvijas uzņēmumi attiecībā uz visiem četriem darbības finanšu rezultātiem uzrāda labākus rezultātus (proti, augstāka atdeve un īsāks finanšu cikls). Atsevišķos gadījumos Latvijas rezultāts ir augstāks par abu pārējo Baltijas valstu vai vienas valsts aprēķināto rezultātu;
- Latvijas biržas uzņēmumi ir piesaistījuši vismazāko finanšu saistību apmēru, salīdzinot ar abām pārējām Baltijas valstīm. Igaunijas uzņēmumiem raksturīgs augsts ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars, tikmēr Lietuvas uzņēmumu kapitāla struktūrā relatīvi vairāk ir īstermiņa finanšu kapitāla.

Tātad, ja Latvijas nozaru uzņēmumu iegūtie rezultāti norādīja, ka finanšu saistību piesaiste negatīvi ietekmē darbības finanšu rezultātus (pašu kapitāla atdevi un finanšu cikla ilgums), tad Baltijas biržu uzņēmumu rezultāti neapstiprina šo secinājumu. Galvenokārt Latvijas (bet ir arī piemēri no abām pārējām Baltijas valstīm) rezultāti liecina, ka finanšu saistību piesaiste uzlabo uzņēmumu darbības finanšu rezultātus. Ņemot vērā iepriekšminēto un faktu, ka Latvijas uzņēmumu kapitāla struktūrā ir konsekventi vismazāk finanšu saistību, tad būtu rekomendējams Latvijas uzņēmumiem piesaistīt vairāk finanšu kapitālu nekā tas notiek šobrīd. Latvijas gadījumā ir augsta likviditāte un zema rentabilitāte, tādēļ šis valsts uzņēmumi var uzņemties papildus aizņemto kapitālu, jo tas paaugstinās atdeves rādītājus un saīsinās finanšu ciklu ilgumu.

Apakšnodaļas nobeigumā tiek salīdzināta nulles finanšu sviras un pārējo uzņēmumu dinamika periodā no 2005.gada līdz 2014.gadam (2.23.tabula).

Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūras salīdzinājums, 2005-2014, %

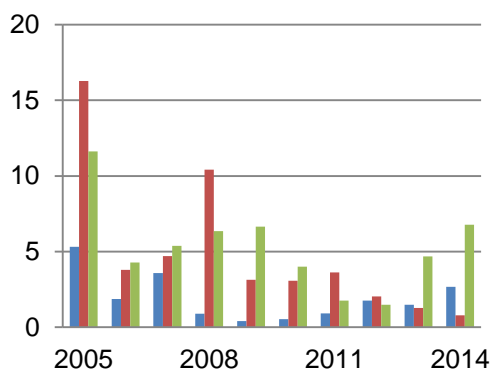
Gads	Finanšu saistību īpatsvars kapitālā < 10% 1.grupa			Finanšu saistību īpatsvars kapitālā > 10% 2.grupa		
	TD/C %	LTD/C %	STD/C %	TD/C %	LTD/C %	STD/C %
1	2	3	4	5	6	7
2005	8,46	3,22	5,24	26,04	18,35	7,70
2006	2,77	1,07	1,70	27,19	18,47	8,72
2007	4,21	0,71	3,50	29,84	18,35	11,50
2008	3,62	0,95	2,67	33,69	19,48	14,21
2009	2,44	0,96	1,48	32,01	15,08	16,93
2010	1,80	0,67	1,12	27,94	15,24	12,70
2011	1,50	0,58	0,92	28,54	15,93	12,61
2012	1,72	0,86	0,85	26,80	13,32	13,48
2013	2,31	1,24	1,07	27,64	14,52	13,12
2014	3,51	1,28	2,23	30,50	17,17	13,33
Vid.	3,23	1,15	2,08	29,02	16,59	12,43

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

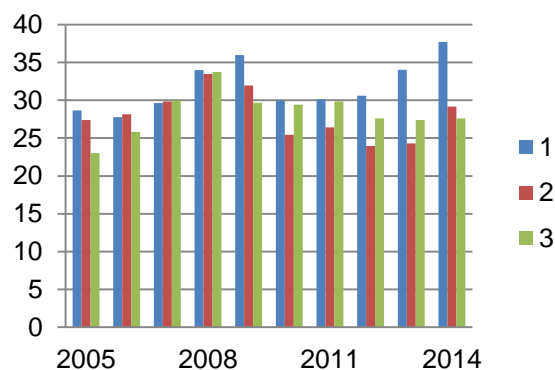
Piezīmes: TD/C – finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, LTD/C – ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, STD/C – īstermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā

Līdzīgi kā Latvijas nozaru uzņēmumi, arī Baltijas biržas 1.kapitāla struktūras grupā konstatējama lejupejoša tendence pirmajos pārskata gados un pieauguma trends pēdējos gados. Tāpat vēl viena līdzība ir attiecībā uz ļoti mazo ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvaru finanšu krīzes periodā. Tātad uzņēmums atmaksāja jau esošos ilgtermiņa līgumus un jaunu līdzekļu piesaisti neveica, tā vietā izmantojot tikai pieejamo īstermiņa finansējumu, ja tāda vajadzība radās. Arī 2.kapitāla struktūras grupa parāda līdzīgus rezultātus un tendences – pieaugoša tendence pēdējos analīzes gados, taču lielāks uzsvars tiek likts tieši uz ilgtermiņa finanšu finansējumu.

Lai gan biržas uzņēmumi ir parasti lieli un attiecīgās nozares līderi, tomēr arī tos var iedalīt dažāda lieluma grupās (2.33., 2.34.att.).



2.33.attēls. Biržas uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C < 10%), %



2.34.attēls. Biržas uzņēmumu TD/C īpatsvars dažāda lieluma grupās (TD/C > 10%), %

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Piezīmes: TD/C – finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā

1.grupa – mazie uzņēmumi, 2.grupa – vidējie uzņēmumi, 3.grupa – lielie uzņēmumi

Baltijas biržas uzņēmumiem ir raksturīga korelācija starp uzņēmumu lielumu un aizņemto kapitālu. Proti, 1.kapitāla grupas mazo uzņēmumu finanšu saistību īpatsvars nepārsniedz 5%. Daudz vairāk finanšu kapitālu piesaista biržas vidējie un lielie uzņēmumi. 2005.gadā vidējo uzņēmumu finanšu saistību īpatsvars pārsniedza 16 procentus, bet lielo uzņēmumu rādītājs bija gandrīz 12 procenti. Savukārt 2.kapitāla grupā tieši mazo uzņēmumu kapitāla struktūrā ir visvairāk finanšu saistību. Šeit būtu arī atzīmējams tas, ka līdz 2011.gadam atšķirības starp visu trīs lielumu uzņēmumiem nav lielas, bet sākot ar 2012.gadu mazie uzņēmumi arvien vairāk piesaista finanšu kapitālu savu aktīvu finansēšanai. Tas varētu norādīt, ka tieši maziem uzņēmumiem ir vairāk investīciju projektu, kuriem nepieciešams papildus finansējums, un tādēļ iespējams tieši šai uzņēmumu grupai varētu sagaidīt augstākus atdeves rādītājus nākotnē.

2.4.Kapitāla struktūras ietekmējošo faktoru analīze un novērtēšana

Šajā apakšnodaļā tiek veikta kapitāla struktūras ietekmējošo faktoru analīze un novērtēšana. Pamatojoties uz teorētisko aspektu analīzi un empīrisko pētījumu analīzi 1.2.apakšnodaļā, tiek veikts vairāku kapitāla struktūras faktoru novērtējums – aktīvu struktūra, uzņēmuma lielums, likviditāte, rentabilitāte un uzņēmuma vecums.

Kapitāla struktūras empīriskos pētījumos ir pieņemts izmantot paneļdatus, pielietojot korelācijas un regresijas analīzi. Tādēļ arī promocijas darba autore izmanto korelācijas un regresijas analīzi, lai analizētu dažādu uzņēmuma faktoru ietekmi uz kapitāla struktūru.

Empīriskos pētījumos par kapitāla struktūras jautājumiem tiek novērtēti regresijas modeļi, izmantojot dažādus modeļus:

1. daudzfaktoru lineārās regresijas modelis;
2. fiksēto efektu modelis (*fixed effect model, FEM*);
3. gadījuma efektu modelis (*random effect model, REM*).

Daudzfaktoru lineārās regresijas modeļa parametrus nosaka ar parasto mazāko kvadrātu metodi. Parasto mazāko kvadrātu metode aprēķina tādas regresijas koeficientu vērtības pie kurām ir minimizētas atšķirības, kuras rodas starp novērotām vērtībām datos un regresijas modeļa aprēķinātām vērtībām. Šis modelis pieņem, ka nepastāv ne uzņēmuma, ne laika efekta. Tomēr ir kļūdaini uzskatīt, ka visiem uzņēmumiem ir līdzīga kapitāla struktūra un ka nepastāv laika efekts. Tādēļ daudzfaktoru lineārās regresijas modelis parasti netiek izmantots, lai atklātu sakarības paneļdatos. Empīriskos pētījumos visbiežāk tiek izmantoti fiksēto efektu un gadījuma efektu modeļi (fiksēto efektu un gadījuma efektu modeļu apraksts veidots, balstoties uz *J.Wooldridge, 2002*).

Fiksēto efektu modelis paredz, ka uzņēmumiem ir unikālas iezīmes, kuras laikā nemainās. Proti, regresijas koeficienti nemainās, bet ir mainīgs brīvais loceklis. Pie tam jāatzīmē, ka regresijas brīvais loceklis ir atšķirīgs katram uzņēmumam, bet tas laika gaitā nemainās.

Fiksēto efektu modeli var raksturot sekojoši. Korelācija starp uzņēmuma fiksēto efektu a_1 un faktoriem (2.1.) var radīt nobīdītus rezultātus. Tādēļ ir nepieciešams novērst a_1 efektu.

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it1} + \beta_2 x_{it2} + \dots + x_{itk} + a_1 + u_{it}, \quad (2.1.)$$

kur

y_{it} – rezultatīvā pazīme,

$x_{it1}, x_{it2} \dots x_{itk}$ – faktoriālās pazīmes,

β_1, β_2 – parametri,

a_1 – uzņēmuma fiksētais efekts,

u_{it} – kļūda.

Uzņēmuma fiksēto efektu a_1 var novērst, vispirms aprēķinot uzņēmumu vidējos rādītājus (gan rezultatīvai pazīmei, gan faktoriālajām pazīmēm). Proti, katram i uzņēmumam tiek aprēķināta vidējā pašu kapitāla atdeve desmit gadu periodā. Tādējādi tiek iegūts vienādojums (2.2.). Tā kā a_1 laikā ir konstants, tad vienādojumā (2.2.) nav iekļauta tā vidējā vērtība.

$$\bar{y}_i = \beta_0 + \beta_1 \bar{x}_{i1} + \beta_2 \bar{x}_{i2} + \dots + \beta_k \bar{x}_{ik} + a_1 + \bar{u}_i \quad (2.2.)$$

Tālāk tiek no (2.1.) vienādojuma atņemts (2.2.) vienādojums, iegūstot (2.3.) vienādojumu.

$$(y_{it} - \bar{y}_i) = \beta_1 (x_{it1} - \bar{x}_{i1}) + \beta_2 (x_{it2} - \bar{x}_{i2}) + \dots + \beta_k (x_{itk} - \bar{x}_{ik}) + (u_{it} - \bar{u}_i) \quad (2.3.)$$

Veicot iepriekšminētās darbības, tiek novērsts fiksētais efekts a_1 . Jāatzīmē, ka šādi tiek izslēgts arī brīvais loceklis β_0 . Tālāk var vienkāršot (2.3.) vienādojumu kā (2.4.) vienādojumu.

$$\dot{y}_{it} = \beta_1 \dot{x}_{it1} + \beta_2 \dot{x}_{it2} + \dots + \beta_k \dot{x}_{itk} + \dot{u}_{it}, \quad (2.4.)$$

kur

$\dot{y}_{it} = y_{it} - \bar{y}_i$ u.tt.

Visbeidzot tiek izmantota mazāko kvadrātu metode, lai noteiktu modeļa (2.4.) regresijas koeficientus. STATA regresijas rezultāti parāda brīvā locekļa (*intercept*) vērtību, kas ir visu uzņēmumu (grupu) vidējais rādītājs.

Kā alternatīva fiksēto efektu modelim tiek izmantots arī gadījuma efektu modelis (gadījuma efektu modelis tiek saukts arī par *Error Components Model* jeb *ECM*). Tāpat kā fiksēto efektu modeļa gadījumā vispirms tiek novērtēta standarta modeļa forma (2.5.).

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it1} + \beta_2 x_{it2} + \dots + x_{itk} + (a_1 + u_{it}) \quad (2.5.)$$

Iepriekš fiksēto efektu modeļa gadījumā tika uzskatīts, ka starp a_1 un faktoriem pastāv korelācija. Ja nepastāv šī korelācija, tad modeļa parametrus var novērtēt labāk (tas ir, tiek iegūtas mazākas standartklūdas). Taču tagad ir jāņem vērā modeļa kļūdu sērijveida korelāciju (kļūda ir atkarīga no kļūdām iepriekšējos laika periodos). Proti, uzņēmuma i kopējā kļūda v_{it} ($=a_1 + u_{it}$) konkrētā periodā ir korelēta ar iepriekšējo periodu kļūdām. Lai novērstu sērijveida korelācijas problēmu modelī, tiek izmantots λ (2.6.).

$$\lambda = 1 - \left[\frac{\sigma_{it}^2}{\sigma_{it}^2 + T\sigma_a^2} \right]^{1/2} \quad (2.6.)$$

Tādējādi starp $v_{it} - \lambda \bar{v}_i$ nepastāv sērijveida korelācija. Tālāk var vērtēt vienādojumu (2.7.).

$$\lambda \bar{y}_i = \beta_0 \lambda + \beta_1 (\lambda \bar{x}_{i1}) + \beta_2 (\lambda \bar{x}_{i2}) + \dots + \beta_k (\lambda \bar{x}_{ik}) + (\lambda \bar{v}_{it}) \quad (2.7.)$$

Atņemot no vienādojuma (2.5.) vienādojumu (2.7.), tiek iegūts vienādojums (2.8.).

$$(y_{it} - \lambda \bar{y}_i) = \beta_0 (1 - \lambda) + \beta_1 (x_{it1} - \lambda \bar{x}_{i1}) + \beta_2 (x_{it2} - \lambda \bar{x}_{i2}) + \dots + \beta_k (x_{itk} - \lambda \bar{x}_{ik}) + (v_{it} - \lambda \bar{v}_i) \quad (2.8.)$$

Visbeidzot tiek izmantota mazāko kvadrātu metode, lai noteiktu modeļa (2.8.) regresijas koeficientus. Taču λ ir nezināms parametrs un tas ir jānovērtē. λ parametra novērtēšanu var veikt trīs etapos.

1.solis – novērtē vienādojuma (2.5.) parametrus, izmantojot mazāko kvadrātu metodi. Tālāk tiek novērtētas sekojošas dispersijas (2.9., 2.10., 2.11.).

$$\hat{\sigma}_a^2 = \left[\frac{NT(T-1)}{2} - (k+1) \right]^{-1} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \sum_{s=t+1}^T \hat{v}_{it} \hat{v}_{is} \quad (2.9.)$$

$$\hat{\sigma}_v^2 = [NT - (k+1)]^{-1} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{v}_{it}^2 \quad (2.10.)$$

$$\hat{\sigma}_u^2 = \hat{\sigma}_v^2 - \hat{\sigma}_a^2 \quad (2.11.)$$

kur

N – uzņēmumu skaits;

T – periodu skaits;

k – parametru skaits.

2.solis – novērtē λ (2.12.).

$$\hat{\lambda} = 1 - \left[\frac{\hat{\sigma}_u^2}{\hat{\sigma}_u^2 + T\hat{\sigma}_a^2} \right]^{1/2} \quad (2.12.)$$

3.solis – aizvieto λ vienādojumā (2.8.) ar $\hat{\lambda}$ un novērtē modeļa parametrus, izmantojot mazāko kvadrātu metodi vai maksimālās patīkamības metodi (*maximum likelihood estimation*).

Pētījumā iekļautie modeļi (2.4., 3.1.apakšnodaļa) tiek novērtēti pēc sekojošiem parametriem (*D.Gujarati, 2004*):

- determinācijas koeficients R^2 norāda kādu daļu no kopējās rezultatīvās pazīmes izkļiedes izskaidro faktoriālās pazīmes izkļiede;
- ja F-statistika ir mazāka par 0.05, tad modelis ir statistiski nozīmīgs pie 5% līmeņa;
- ja modeļa koeficientu p-vērtība ir mazāka par 0.05 un 0.01, tad tie ir statistiski nozīmīgi pie attiecīgi 5% un 1% līmeņa;
- multikolinearitāte tiek identificēta, izmantojot mainīgo pāru korelācijas matricu;
- lai identificētu heteroscedasticitāti tiek izmantots Vaita tests (*White test*);
- Broša-Godfreja sērijveida korelācijas LM tests tiek izmantots, lai atklātu autokorelāciju (*Breusch-Godfrey test* jeb *LM test for serial correlation*);
- Hausmaņa tests (*Hausman test*) tiek izmantots, lai noteiktu labāk piemēroto modeli (fiksēto efektu modelis vai gadījuma efektu modelis).

Pētījumā tiek izmantoti sekojoši modeļi (mainīgo atšifrējumu skat. 2.24.tabulā).

$$TD/C_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{Rentabilitāte}_{it} + \beta_3 \text{Likviditāte}_{it} + \beta_4 \text{Aktīvu struktūra}_{it} + \beta_5 \text{Lielums}_{it} + \beta_6 \text{Vecums}_{it} + u_{it} \quad (2.13.)$$

$$TL/C_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{Rentabilitāte}_{it} + \beta_3 \text{Likviditāte}_{it} + \beta_4 \text{Aktīvu struktūra}_{it} + \beta_5 \text{Lielums}_{it} + \beta_6 \text{Vecums}_{it} + u_{it} \quad (2.14.)$$

$$LTD/C_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{Rentabilitāte}_{it} + \beta_3 \text{Likviditāte}_{it} + \beta_4 \text{Aktīvu struktūra}_{it} + \beta_5 \text{Lielums}_{it} + \beta_6 \text{Vecums}_{it} + u_{it} \quad (2.15.)$$

$$LTL/C_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{Rentabilitāte}_{it} + \beta_3 \text{Likviditāte}_{it} + \beta_4 \text{Aktīvu struktūra}_{it} + \beta_5 \text{Lielums}_{it} + \beta_6 \text{Vecums}_{it} + u_{it} \quad (2.16.)$$

$$STD/C_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{Rentabilitāte}_{it} + \beta_3 \text{Likviditāte}_{it} + \beta_4 \text{Aktīvu struktūra}_{it} + \beta_5 \text{Lielums}_{it} + \beta_6 \text{Vecums}_{it} + u_{it} \quad (2.17.)$$

$$STL/C_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{Rentabilitāte}_{it} + \beta_3 \text{Likviditāte}_{it} + \beta_4 \text{Aktīvu struktūra}_{it} + \beta_5 \text{Lielums}_{it} + \beta_6 \text{Vecums}_{it} + u_{it} \quad (2.18.)$$

$$NFL/C_{it} = \beta_1 + \beta_2 \text{Rentabilitāte}_{it} + \beta_3 \text{Likviditāte}_{it} + \beta_4 \text{Aktīvu struktūra}_{it} + \beta_5 \text{Lielums}_{it} + \beta_6 \text{Vecums}_{it} + u_{it} \quad (2.19.)$$

Daudzfaktoru regresijas koeficientu var interpretēt sekojoši: piemēram, ja bruto rentabilitātes rādītājs pieaug par vienu procentu, tad finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā palielinās par vidēji β_2 procentiem, pārējiem faktoriem paliekot nemainīgiem.

2.24.tabula

Kapitāla struktūras ietekmējošo faktoru regresijas modeļu mainīgie

Apzīmējums 1	Aprēķināšanas formula 2
TD/C	=finanšu saistības/kapitāla kopsumma
LTD/C	=ilgtermiņa finanšu saistības /kapitāla kopsumma
STD/C	=īstermiņa finanšu saistības/kapitāla kopsumma
TL/C	=kopējās saistības/kapitāla kopsumma
LTL/C	=ilgtermiņa saistības/kapitāla kopsumma
STL/C	=īstermiņa saistības/kapitāla kopsumma
NFL/C	=nefinanšu saistības/kapitāla kopsumma
Uzņēmuma vecums	=gadu skaits no reģistrācijas gada līdz 2014.gadam (ieskaitot)
Uzņēmuma lielums	=aktīvu bilances kopsumma
Aktīvu struktūra	=pamatlīdzekļu kopsumma/aktīvu kopsumma
Likviditāte	=apgrozāmie līdzekļi/īstermiņa saistības
Rentabilitāte	=bruto peļņa/neto apgrozījums

Avots: darba autore veidota tabula

Promocijas darba autore, ņemot vērā publicētos empīriskos pētījumus un tautsaimniecības attīstību, sagaida pozitīvu sakarību starp kapitāla struktūru un uzņēmuma lielumu, kā arī starp kapitāla struktūru un aktīvu struktūru. Kreditori parasti pieprasa nodrošinājumu, lai samazinātu finanšu risku, tādēļ sagaidāma pozitīva korelācija starp aktīvu struktūru un aizņemtā kapitāla īpatsvaru. Lielāki uzņēmumi parasti ir vairāk diversificēti un ar stabilām naudas plūsmām, tādēļ darba autore prognozē tiešu sakarību. Tāpat arī starp uzņēmuma vecumu un kapitāla struktūru tiek sagaidāma pozitīva jeb tieša sakarība. Uzņēmumi ar garāku darbības periodu ir uzkrājuši gan iespējamo nodrošinājumu, gan zināmu pieredzi un reputāciju. Tādēļ kreditori varētu drīzāk piešķirt papildus finansējumu uzņēmumiem ar vairāku gadu saimnieciskās darbības vēsturi. Savukārt starp aizņemto kapitālu un likviditāti tiek prognozēta negatīva sakarība. Finanšu saistību palielināšana (it īpaši īstermiņa) parasti nozīmē likviditātes samazinājumu. Visbeidzot 1.2.apakšnodaļā empīrisko pētījumu kopsavilkums norādīja uz pretrunīgiem rezultātiem attiecībā uz rentabilitāti un kapitāla struktūru.

Ietekmējošo faktoru analīze tiek veikta visas izlases uzņēmumiem (lauksaimniecības nozare, ražošanas nozare, tirdzniecības nozare, kā arī Baltijas biržas uzņēmumi). Papildus iepriekšminētajam uzņēmumi tika sadalīti grupās pēc to lieluma (pēc to bilances aktīvu kopsummas): 1.grupa (mazie uzņēmumi), 2.grupa (vidējie uzņēmumi), 3.grupa (lielie uzņēmumi). Baltijas biržas uzņēmumi tiek sadalīti arī valstu griezumā.

2.25.tabulā apkopoti lauksaimniecības uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru regresijas rezultāti. Šeit un turpmāk tabulās iekļauti tikai tie regresijas koeficienti, kuru p-vērtības ir vienādas vai mazākas par 0.05 (un modelis kopumā ir nozīmīgs pie 95%). Pilni regresijas rezultāti ir pievienoti darba pielikumā nr.1.

2.25.tabula

Lauksaimniecības uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru regresijas rezultāti

Kapitāla struktūras rādītājs	Faktors	Grupa	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
TD/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.054***	0.001
TD/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.204***	0.000
TD/C	Lielums	Visi	REM	0.949***	0.000
TD/C	Vecums	Visi	REM	-1.140***	0.000
TD/C	Rentabilitāte	1.grupa	FEM	-0.067**	0.016
TD/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	0.374***	0.000
TD/C	Vecums	1.grupa	FEM	-0.880***	0.007
TD/C	Rentabilitāte	2.grupa	FEM	-0.052**	0.023
TD/C	Vecums	2.grupa	FEM	-1.933***	0.000
TD/C	Lielums	3.grupa	REM	1.095***	0.000
TD/C	Vecums	3.grupa	REM	-1.451***	0.000
LTD/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.045***	0.004
LTD/C	Likviditāte	Visi	REM	1.402***	0.000
LTD/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.274***	0.000
LTD/C	Lielums	Visi	REM	1.139***	0.000
LTD/C	Vecums	Visi	REM	-1.052***	0.000
LTD/C	Likviditāte	1.grupa	FEM	2.134***	0.000
LTD/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	0.499***	0.000
LTD/C	Lielums	1.grupa	FEM	25.186**	0.041
LTD/C	Vecums	1.grupa	FEM	-0.861**	0.016
LTD/C	Likviditāte	2.grupa	FEM	0.632**	0.029
LTD/C	Vecums	2.grupa	FEM	-1.427***	0.000
LTD/C	Likviditāte	3.grupa	REM	0.789**	0.042
LTD/C	Lielums	3.grupa	REM	1.372***	0.000
LTD/C	Vecums	3.grupa	REM	-1.423***	0.000
STD/C	Likviditāte	Visi	REM	-1.385***	0.000
STD/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	-0.068***	0.000
STD/C	Likviditāte	1.grupa	REM	-1.573***	0.000
STD/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	REM	-0.076***	0.009
STD/C	Lielums	1.grupa	REM	-11.301***	0.007
STD/C	Likviditāte	2.grupa	REM	-1.072***	0.000
STD/C	Vecums	2.grupa	REM	-0.286**	0.011
STD/C	Likviditāte	3.grupa	REM	-1.396***	0.000
STD/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	-0.063**	0.025
TL/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.094***	0.000
TL/C	Likviditāte	Visi	REM	-1.343***	0.000
TL/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.109***	0.006
TL/C	Lielums	Visi	REM	1.067***	0.000
TL/C	Vecums	Visi	REM	-0.932***	0.000

2.25.tabulas turpinājums

Kapitāla struktūras rādītājs	Faktors	Grupa	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
TL/C	Rentabilitāte	1.grupa	REM	-0.115***	0.000
TL/C	Likviditāte	1.grupa	REM	-1.785***	0.000
TL/C	Vecums	1.grupa	REM	-0.797**	0.012
TL/C	Rentabilitāte	2.grupa	REM	-0.085***	0.000
TL/C	Likviditāte	2.grupa	REM	-1.319***	0.000
TL/C	Vecums	2.grupa	REM	-1.646***	0.000
TL/C	Likviditāte	3.grupa	REM	-1.807***	0.000
TL/C	Lielums	3.grupa	REM	1.077***	0.000
TL/C	Vecums	3.grupa	REM	-1.139***	0.000
LTL/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.039**	0.020
LTL/C	Likviditāte	Visi	REM	1.590***	0.000
LTL/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.449***	0.000
LTL/C	Lielums	Visi	REM	1.402***	0.000
LTL/C	Vecums	Visi	REM	-0.868***	0.000
LTL/C	Likviditāte	1.grupa	FEM	2.461***	0.000
LTL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	0.527***	0.000
LTL/C	Lielums	1.grupa	FEM	39.074***	0.001
LTL/C	Vecums	1.grupa	FEM	-1.036***	0.004
LTL/C	Rentabilitāte	2.grupa	REM	-0.054**	0.014
LTL/C	Likviditāte	2.grupa	REM	1.173***	0.000
LTL/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	REM	0.354***	0.000
LTL/C	Vecums	2.grupa	REM	-1.331***	0.000
LTL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	0.305***	0.000
LTL/C	Lielums	3.grupa	REM	1.316***	0.000
LTL/C	Vecums	3.grupa	REM	-0.969***	0.001
STL/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.044***	0.000
STL/C	Likviditāte	Visi	REM	-3.045***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	-0.303***	0.000
STL/C	Lielums	Visi	REM	-0.360**	0.022
STL/C	Rentabilitāte	1.grupa	REM	-0.064***	0.000
STL/C	Likviditāte	1.grupa	REM	-4.013***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	REM	-0.298***	0.000
STL/C	Lielums	1.grupa	REM	-21.809***	0.001
STL/C	Rentabilitāte	2.grupa	FEM	-0.033**	0.039
STL/C	Likviditāte	2.grupa	FEM	-2.226***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	FEM	-0.245***	0.000
STL/C	Rentabilitāte	3.grupa	FEM	-0.047**	0.019
STL/C	Likviditāte	3.grupa	FEM	-2.209***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	FEM	-0.226***	0.000
NFL/C	Rentabilitāte	Visi	REM	0.054***	0.001
NFL/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	-0.204***	0.000
NFL/C	Lielums	Visi	REM	-0.949***	0.000
NFL/C	Vecums	Visi	REM	1.140***	0.000
NFL/C	Rentabilitāte	1.grupa	FEM	0.067**	0.016
NFL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	-0.374***	0.000
NFL/C	Vecums	1.grupa	FEM	0.880***	0.007
NFL/C	Rentabilitāte	2.grupa	FEM	0.052**	0.023
NFL/C	Vecums	2.grupa	FEM	1.933***	0.000
NFL/C	Lielums	3.grupa	REM	-1.095***	0.000
NFL/C	Vecums	3.grupa	REM	1.451***	0.000

Piezīme: *** un ** apzīmē, ka koeficients ir statistiski nozīmīgs pie 1% un 5% līmeņa attiecīgi.

FEM – fiksēto efektu modelis, REM – gadījuma efektu modelis.

1.grupa – mazie uzņēmumi, 2.grupa – vidējie uzņēmumi, 3.grupa – lielie uzņēmumi.

Avots: autoreš veidota tabula.

Bruto rentabilitātes ietekme ir novērojama gandrīz uz visiem kapitāla struktūras rādītājiem (izņēmums ir īstermiņa finanšu saistības). Galvenokārt ietekme ir konstatējama maziem un vidējiem nozares uzņēmumiem, kā arī analizējot visus nozares uzņēmumus kopā. Tas nozīmē, ka kreditori rūpīgi seko lauksaimniecības nozares mazo un vidējo uzņēmumu pelnītspējai, kad tiek pieņemti kapitāla lēmumi. Turpretim bruto rentabilitātes faktors ir mazāk būtisks lielo uzņēmumu gadījumā un tas norāda uz citu faktoru nozīmi (piemēram, uzņēmuma reputācija, vadošie speciālisti, darbības ilgums nozarē u.c.).

Rentabilitātes ietekme uz kapitāla struktūras rādītājiem, kuros ir iekļautas finanšu saistības, ir negatīva. Savukārt pozitīva sakarība atrodama starp rentabilitāti un nefinanšu saistībām. Tas varētu norādīt uz to, ka, piemēram, piegādātāji ļauj uzņēmumam norēķināties ilgākā laika posmā, redzot pozitīvu uzņēmuma attīstību un rentabilitātes pieaugumu. Turpretim attiecībā uz finanšu saistībām var izdarīt secinājumu, ka uzņēmuma finanšu speciālisti iespējams apzināti tomēr izvairās no papildus finanšu saistību piesaistes, ja to rentabilitāte palielinās. Kopumā var apgalvot, ka rentabilitātes pieaugums nozīme finanšu saistību samazinājumu un nefinanšu saistību pieaugumu. Tomēr būtu nepieciešams atzīmēt nelielos regresijas koeficientus, kuri nozīmē, ka šī rentabilitātes un kapitāla struktūras attiecība nav būtiska. Piemēram, pieaugot nozares mazo uzņēmumu rentabilitātei par vienu procentu, tad saistību īpatsvars kapitāla struktūrā samazinās par vidēji 0.12 procentiem (kapitāla struktūras rādītājs TL/C).

Aktīvu struktūra ietekmē visus septiņus kapitāla struktūras rādītājus. Ietekme ir galvenokārt konstatējama mazo uzņēmumu grupā. Tas nozīmē, ka aizņemtā finanšu kapitāla devējiem ir būtisks nodrošinājuma jautājums. Savukārt attiecībā uz lieliem nozares uzņēmumiem var attiecināt jau iepriekšminēto, ka kreditoru skatījumā būtiskāki varētu būt nemateriālie faktori (nevis piedāvātā ķīla).

Pozitīva attiecība konstatējama starp aktīvu struktūru un ilgtermiņa saistībām, savukārt pretēja sakarība atrodama starp aktīvu struktūru un īstermiņa saistībām. Attiecībā uz ilgtermiņa saistībām šāds novērojams tikai pastiprina iepriekšminēto par uzņēmuma spēju piedāvāt kreditoriem nodrošinājumu. Proti, ilgtermiņa projekti un ilgtermiņa finansējums ir ar lielāku riska pakāpi, tāpēc kreditori pieprasa papildus nodrošinājumu, lai motivētu uzņēmumu pieņemt labākus lēmumus un samazinātu kreditoru risku. Turpretim īstermiņa saistību samazinājums nozīmē, ka uzņēmumi savus ilgtermiņa ieguldījumus finansē ar pašu kapitālu un ilgtermiņa saistībām. Iepriekšminētais ir vērtējams pozitīvi, jo ilgtermiņa aktīvi tiek finansēti ar ilgtermiņa pasīviem.

Visbeidzot ir arī jāatzīmē, ka aktīvu struktūra kā kapitāla struktūru ietekmējošs faktors ir vairāk nozīmīgs (ja salīdzina ar rentabilitāti). Piemēram, palielinoties pamatlīdzekļu

īpatsvaram aktīvu struktūrā par vienu procentu, tad ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars pieaug vidēji par 0.50 procentiem. Pozitīvā sakarība starp aktīvu struktūru un ilgtermiņa saistībām var tikt izskaidrota arī ar to, ka kreditori bieži piešķir nepieciešamo finansējumu noteikta aktīva iegādei (zeme, ēka, iekārtas u.tml.), kura pēc iegādes tiek ieķīlāta par labu kreditoram. Turpretim palielinot pamatlīdzekļu īpatsvaru par vienu procentu, tad ir sagaidāms, ka nefinanšu saistību īpatsvars kapitāla struktūrā samazināsies par vidēji 0.37 procentiem. Šajā rindkopā minētie rezultāti attiecināmi uz nozares maziem uzņēmumiem.

Uzņēmuma lielums ir būtisks faktors lauksaimniecības nozares kapitāla struktūras veidošanas procesā. Statistiski nozīmīgas sakarības konstatējamas visiem kapitāla struktūras rādītājiem. Ietekme ir konstatējama maziem un lieliem nozares uzņēmumiem, kā arī analizējot visus nozares uzņēmumus kopā. Starp uzņēmuma lielumu un ilgtermiņa saistībām ir pozitīva sakarība, turpretim starp uzņēmuma lielumu un īstermiņa saistībām, kā arī nefinanšu saistībām ir negatīva sakarība. Iepriekšminētais nozīmē, ka lauksaimniecības nozares lieliem uzņēmumiem ir vairāk raksturīgi piesaistīt ilgtermiņa finansējumu. Savukārt īstermiņa saistību un lieluma negatīvā korelācija nozīmē, ka lielāki uzņēmumi spēj nodrošināt kapitāla nepieciešamību ar iekšējām rezervēm (piemēram, nesadalītā peļņa un labāka darba kapitāla pārvaldīšana).

Lielums kā kapitāla struktūras faktors ir visvairāk būtisks tieši nozares maziem uzņēmumiem (1.grupa). Piemēram, pieaugot uzņēmuma lielumam par vienu miljonu eiro, tā ilgtermiņa aizņemtā finanšu kapitāla īpatsvars palielinās par vidēji 25 procentiem. Turpretim pieaugot uzņēmuma lielumam par vienu miljonu eiro, tā īstermiņa aizņemtā finanšu kapitāla īpatsvars samazinās par vairāk nekā 11 procentiem.

Uzņēmuma vecums kā kapitāla struktūras faktors arī ir ļoti nozīmīgs lauksaimniecības nozares uzņēmumu gadījumā (izņemot STL/C). Pie tam šis faktors ir būtisks visām uzņēmumu grupām (maziem, vidējiem un lieliem uzņēmumiem). Starp uzņēmuma vecumu un finanšu saistībām ir negatīva sakarība, turpretim starp uzņēmuma vecumu un nefinanšu saistībām ir pozitīva korelācija. Tas nozīmē, ka nobrieduši uzņēmumi izvēlas samazināt savas finanšu saistības un palielināt nefinanšu saistības. Visvairāk negatīva ietekme novērojama vidējiem uzņēmumiem attiecībā uz TD/C. Proti, pieaugot uzņēmuma vecumam par vienu gadu, tā aizņemtā finanšu kapitāla īpatsvars samazinās par vidēji 1.9 procentiem.

Likviditāte ietekmē piecus kapitāla struktūras rādītājus (ietekme nav konstatējama TD/C un NFL/C rādītājiem). Sakarības starp likviditāti un kapitāla struktūras rādītājiem ir raksturīgas visām uzņēmuma grupām (maziem, vidējiem un lieliem uzņēmumiem). Likviditātes ietekme uz ilgtermiņa saistībām (LTD/C un LTL/C) ir pozitīva, turpretim ietekme uz īstermiņa saistībām ir negatīva (STD/C un STL/C). Negatīvā korelācija starp

uzņēmuma likviditāti un īstermiņa saistībām ir loģiska, ņemot vērā likviditātes rādītāja aprēķināšanas kārtību. Likviditātes rādītājs tiek aprēķināts, dalot apgrozāmo līdzekļu summu ar īstermiņa saistībām. Tādēļ izriet, ka palielinoties īstermiņa saistībām, samazinās likviditātes rādītājs. Savukārt pozitīvā sakarība starp ilgtermiņa saistībām un likviditāti norāda uz to, ka vairāk likvīdi uzņēmumi ir ar lielāku finanšu elastību un tie spēj piesaistīt vairāk ilgtermiņa finanšu resursus.

Apkopojot lauksaimniecības nozares uzņēmumu rezultātus, var izdarīt vairākus secinājumus. Pirmkārt, nozares nozīmīgākie kapitāla struktūras faktori ir vecums, lielums, aktīvu struktūra un likviditāte. Rentabilitātes ietekme ir statistiski nozīmīga, bet regresijas koeficienti ir nelieli. Otrkārt, faktoru ietekme ir izteikta dažāda lieluma uzņēmumiem un tikai retos gadījumos kāds faktors ir izteikti nozīmīgs tikai noteiktas grupas uzņēmumiem. Treškārt, kapitāla struktūras faktori atšķirīgi (pozitīvi / negatīvi) ietekmē rādītājus ar dažādu termiņu (īstermiņa / ilgtermiņa).

Arī ražošanas uzņēmumu kapitāla struktūru var izskaidrot ar vairākiem faktoriem (2.26.tabula).

2.26.tabula

Ražošanas uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru regresijas rezultāti

Kapitāla struktūras rādītājs	Faktors	Grupa	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
TD/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.140***	0.008
TD/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.108**	0.038
TD/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	0.336***	0.001
TD/C	Lielums	1.grupa	FEM	-25.864***	0.001
TD/C	Vecums	1.grupa	FEM	1.439**	0.019
TD/C	Rentabilitāte	3.grupa	REM	-0.411***	0.000
TD/C	Likviditāte	3.grupa	REM	-2.797**	0.018
TD/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	0.235***	0.006
LTD/C	Likviditāte	Visi	FEM	6.028***	0.000
LTD/C	Aktīvu struktūra	Visi	FEM	0.246***	0.000
LTD/C	Lielums	Visi	FEM	-3.902**	0.016
LTD/C	Vecums	Visi	FEM	1.064***	0.000
LTD/C	Likviditāte	1.grupa	FEM	8.955***	0.000
LTD/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	0.429***	0.000
LTD/C	Lielums	1.grupa	FEM	-18.8875**	0.019
LTD/C	Vecums	1.grupa	FEM	2.792***	0.000
LTD/C	Likviditāte	2.grupa	REM	6.887***	0.000
LTD/C	Rentabilitāte	3.grupa	REM	-0.364***	0.000
LTD/C	Likviditāte	3.grupa	REM	4.281***	0.000
LTD/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	0.339***	0.000
LTD/C	Lielums	3.grupa	REM	-1.703**	0.045
STD/C	Likviditāte	Visi	REM	-5.867***	0.000
STD/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	-0.095***	0.004
STD/C	Vecums	Visi	REM	-0.314**	0.035
STD/C	Likviditāte	1.grupa	REM	-6.210***	0.000
STD/C	Lielums	1.grupa	REM	-10.2104**	0.020

2.26.tabulas turpinājums

1	2	3	4	5	6
STD/C	Vecums	1.grupa	REM	-0.686**	0.026
STD/C	Rentabilitāte	2.grupa	FEM	-0.207***	0.005
STD/C	Likviditāte	2.grupa	FEM	-5.136***	0.000
STD/C	Likviditāte	3.grupa	REM	-6.408***	0.000
STD/C	Vecums	3.grupa	REM	0.533**	0.027
TL/C	Rentabilitāte	Visi	FEM	-0.319***	0.000
TL/C	Likviditāte	Visi	FEM	-9.991***	0.000
TL/C	Aktīvu struktūra	Visi	FEM	-0.371***	0.000
TL/C	Lielums	Visi	FEM	-4.731**	0.025
TL/C	Vecums	Visi	FEM	2.185***	0.000
TL/C	Likviditāte	1.grupa	FEM	-12.592***	0.001
TL/C	Lielums	1.grupa	FEM	-27.2585**	0.046
TL/C	Vecums	1.grupa	FEM	5.058***	0.000
TL/C	Likviditāte	2.grupa	REM	-11.597***	0.000
TL/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	REM	-0.443***	0.000
TL/C	Lielums	2.grupa	REM	-10.8473***	0.000
TL/C	Vecums	2.grupa	REM	1.440***	0.001
TL/C	Rentabilitāte	3.grupa	REM	-0.406***	0.000
TL/C	Likviditāte	3.grupa	REM	-7.980***	0.000
TL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	-0.157**	0.046
TL/C	Lielums	3.grupa	REM	-1.874**	0.017
LTL/C	Likviditāte	Visi	FEM	6.709***	0.000
LTL/C	Aktīvu struktūra	Visi	FEM	0.369***	0.000
LTL/C	Lielums	Visi	FEM	-4.902***	0.004
LTL/C	Vecums	Visi	FEM	1.366***	0.000
LTL/C	Likviditāte	1.grupa	FEM	8.777***	0.000
LTL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	0.554***	0.000
LTL/C	Lielums	1.grupa	FEM	-18.2196**	0.030
LTL/C	Vecums	1.grupa	FEM	3.091***	0.000
LTL/C	Likviditāte	2.grupa	REM	6.677***	0.002
LTL/C	Lielums	2.grupa	REM	-7.3549***	0.001
LTL/C	Rentabilitāte	3.grupa	REM	-0.354***	0.000
LTL/C	Likviditāte	3.grupa	REM	3.971***	0.001
LTL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	0.436***	0.000
LTL/C	Lielums	3.grupa	REM	-2.028**	0.014
LTL/C	Vecums	3.grupa	REM	-0.590**	0.036
STL/C	Likviditāte	Visi	FEM	-15.776***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	Visi	FEM	-0.650***	0.000
STL/C	Likviditāte	1.grupa	REM	-22.575***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	REM	-0.689***	0.000
STL/C	Lielums	1.grupa	REM	-19.5647**	0.014
STL/C	Likviditāte	2.grupa	REM	-17.280***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	REM	-0.487***	0.000
STL/C	Lielums	2.grupa	REM	-35.315**	0.020
STL/C	Likviditāte	3.grupa	REM	-12.042***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	-0.522***	0.000
NFL/C	Rentabilitāte	Visi	REM	0.140***	0.008
NFL/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	-0.108**	0.038
NFL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	-0.336***	0.001
NFL/C	Lielums	1.grupa	FEM	25.8640***	0.001
NFL/C	Vecums	1.grupa	FEM	-1.439**	0.019
NFL/C	Rentabilitāte	3.grupa	REM	0.411***	0.000
NFL/C	Likviditāte	3.grupa	REM	2.797**	0.018
NFL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	-0.235***	0.006

Piezīme: *** un ** apzīmē, ka koeficients ir statistiski nozīmīgs pie 1% un 5% līmeņa attiecīgi.

FEM – fiksēto efektu modelis, REM – gadījuma efektu modelis.

1.grupa – mazie uzņēmumi, 2.grupa – vidējie uzņēmumi, 3.grupa – lielie uzņēmumi.

Avots: autorens veidota tabula.

Bruto rentabilitāte ietekmē visus kapitāla struktūras rādītājus, izņemot kopējās īstermiņa saistības. Taču jāatzīmē, ka ietekme ir konstatējama galvenokārt nozares lieliem uzņēmumiem, kā arī analizējot visus nozares uzņēmumus kopā. Arī ražošanas uzņēmumiem rentabilitātes regresijas koeficienti nav lieli un tādēļ ietekmi nevar raksturot kā būtisku (bet tie tomēr ir lielāki par lauksaimniecības nozares uzņēmumiem). Rentabilitātes ietekme uz saistību rādītājiem ir negatīva. Piemēram, pieaugot rentabilitātei par vienu procentu, uzņēmuma saistību īpatsvars kapitāla struktūrā samazinās par vidēji 0.41 procentiem (lielie uzņēmumi). Turpretim starp nefinanšu saistībām un rentabilitāti ir novērojama pozitīva sakarība. Šāds rezultāts tika iegūts arī attiecībā uz lauksaimniecības nozares uzņēmumiem. Kopumā tas varētu norādīt, ka rentabli uzņēmumi izvēlas nepiesaistīt aizņemto finanšu kapitālu un finansējuma vajadzības apmierināt ar iekšējiem resursiem, savukārt piegādātāji ļauj norēķināties ilgākā laika posmā.

Aktīvu struktūra ir nozīmīgs ražošanas uzņēmumu kapitāla struktūras faktors. Šāds rezultāts bija sagaidāms, jo augstāks pamatlīdzekļu īpatsvars aktīvu struktūrā pēc būtības nozīmē lielākas iespējas piesaistīt finansējumu no kreditoriem, jo ir iespējams nodrošināt ķīlu dažādu iekārtu, mašīnu u.tml. veidā. Aktīvu struktūra ietekmē visus septiņus kapitāla struktūras rādītājus. Pie tam jāatzīmē, ka faktora ietekme ir konstatējama visās uzņēmuma grupās (mazie, vidējie un lielie uzņēmumi).

Būtiski ir vispirms atzīmēt iegūto rezultātu, ka TD/C (finanšu saistības) un TL/C (visas saistības) regresijas koeficientu zīmes ir pretējas. Tas pierāda, ka neatbilstošu kapitāla struktūras rādītāju izmantošana rada pretrunīgus rezultātus un tādēļ var tikt izdarīti nepareizi secinājumi un priekšlikumi. Proti, ja pamatlīdzekļu īpatsvars aktīvu struktūrā tiek palielināts par vienu procentu, tad ir sagaidāms, ka finanšu saistību īpatsvars kapitāla struktūrā pieaugs par vidēji 0.11 procentiem. Tikmēr paredzams kopējo saistību īpatsvara samazinājums par 0.37 procentiem.

Kopumā pamatlīdzekļu īpatsvara palielinājums pozitīvi ietekmē finanšu saistību īpatsvaru, kā arī ilgtermiņa rādītājus – ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvaru un kopējās ilgtermiņa saistības (TD/C, LTD/C, LTL/C). Turpretim ir sagaidāma negatīva korelācija ar kopējo saistību īpatsvaru, nefinanšu saistībām un īstermiņa rādītājiem – īstermiņa finanšu saistību īpatsvaru un kopējās īstermiņa saistības (TL/C, NFL/C, STD/C, STL/C). Tas nozīmē, ka pamatlīdzekļi tiek finansēti galvenokārt ar ilgtermiņa saistībām, kas ir vērtējams pozitīvi. Ir sagaidāms un vēlams, ka uzņēmumi ilgtermiņa aktīvus finansē ar ilgtermiņa pasīviem un tas ir spēcīgā ražošanas uzņēmumiem.

Lielākie aktīvu struktūras regresijas koeficienti ir novērojami īstermiņa saistību rādītājam. Proti, ja pamatlīdzekļu īpatsvars aktīvu struktūrā tiek palielināts par vienu procentu, tad

īstermiņa saistību īpatsvars kapitāla struktūrā samazinās par vidēji 0.65 procentiem (visi uzņēmumi), 0.69 procentiem (mazi uzņēmumi), 0.49 procentiem (vidēji uzņēmumi) un par 0.52 procentiem (lieli uzņēmumi).

Lielums kā kapitāla struktūras faktors ir ļoti nozīmīgs ražošanas nozares uzņēmumiem. Statistiski nozīmīga sakarība atrodama attiecībā uz visiem rādītājiem. Jāatzīmē, ka ietekme ir raksturīga galvenokārt maziem nozares uzņēmumiem. Lielums negatīvi ietekmē visus kapitāla struktūras rādītājus, kuru sastāvā tiek iekļauts finanšu kapitāls. Turpretim starp uzņēmuma lielumu un nefinanšu saistību ir pozitīva korelācija. Iepriekšminētais norāda, ka lielāki uzņēmumi spēj nodrošināt kapitāla nepieciešamību ar iekšējām rezervēm (piemēram, nesadalītā peļņa un labāka darba kapitāla pārvaldīšana).

Regresijas koeficienti uzņēmuma lieluma faktoram ir būtiski lielāki par iepriekš minētajiem faktoriem (rentabilitāte un aktīvu struktūra). Piemēram, ja uzņēmuma lielums pieaug par vienu miljonu eiro, tad tā saistību īpatsvars samazinās par vidēji 27 procentiem (mazi uzņēmumi).

Uzņēmuma vecums ietekmē sešus no septiņiem kapitāla struktūras faktoriem (izņēmums ir STL/C), taču statistiski nozīmīgas sakarības identificējamas galvenokārt maziem uzņēmumiem un analizējot visus uzņēmumus kopā. Kopumā uzņēmuma vecums pozitīvi ietekmē finanšu saistību īpatsvaru, kopējo saistību īpatsvaru, kā arī ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvaru (TD/C, TL/C, LTD/C). Šāds rezultāts ir loģisks un izskaidrojams ar kreditoru lielāku uzticību nozares lieliem uzņēmumiem, kuru gadījumā visdrīzāk papildus ņemts vērā arī nodrošinājums, zemākas volatilitātes un reputācijas faktors. Savukārt mazo uzņēmumu gadījumā varētu būt mazākas nodrošinājuma iespējas, kā arī to naudas plūsmas varētu būt ar lielāku nenoteiktību (it īpaši, ja uzņēmumam ir neliela klientu bāze). Tādēļ no kreditoru puses kā pozitīvs faktors tiek vērtēts saimnieciskās darbības perioda ilgums.

Turpretim ir sagaidāma negatīva attiecība ar nefinanšu saistībām (NFL/C). Savukārt divi rādītāji parāda neviennozīmīgus rezultātus dažāda lieluma uzņēmumiem. Proti, ja uzņēmuma vecums pieaug par vienu gadu, tad var prognozēt, ka īstermiņa finanšu saistību īpatsvars samazināsies par 0.69 procentiem mazo uzņēmumu grupā, savukārt pieaugs par 0.53 procentiem lieliem uzņēmumiem. Tikmēr, ja uzņēmuma vecums tiek palielināts par vienu gadu, tad sagaidāms, ka kopējais ilgtermiņa saistību īpatsvars pieaugs par vidēji 3 procentiem mazo uzņēmumu gadījumā, bet samazināsies par 0.59 procentiem lielo uzņēmumu grupā.

Uzņēmuma likviditāte ir būtisks faktors, kurš ietekmē visus kapitāla struktūras rādītājus. Ietekme ir novērojama visa lieluma uzņēmumiem (mazi, vidējie un lieli uzņēmumi). Likviditātes regresijas koeficienti ir pozitīvi ilgtermiņa kapitāla struktūras rādītājiem, kā arī nefinanšu saistību īpatsvaram. Savukārt starp īstermiņa saistībām un uzņēmuma likviditāti ir

konstatējama negatīva korelācija. Līdzīgs rezultāts iegūts arī lauksaimniecības nozares uzņēmumu izlasē. Kā jau minēts iepriekš, tad negatīvā sakarība starp likviditātes rādītāju un īstermiņa saistībām ir loģiska, ņemot vērā likviditātes rādītāja aprēķināšanas kārtību. Turpretim pozitīva sakarība starp ilgtermiņa saistībām un uzņēmuma likviditāti var norādīt, ka šīs nozares uzņēmumi ir ar lielāku finanšu elastību un tie spēj piesaistīt ilgtermiņa finanšu resursus.

Lielākie regresijas koeficienti uzņēmuma likviditātes faktoram ir novērojami kopējam īstermiņa kapitāla struktūras rādītājam. Proti, ja likviditātes rādītājs pieaug par vienu vienību, tad kopējais īstermiņa saistību rādītājs samazinās par vairāk nekā 15 procentiem (visi uzņēmumi), par vairāk nekā 22 procentiem (mazie uzņēmumi), par 17 procentiem (vidējie uzņēmumi) un par 12 procentiem (lielie uzņēmumi).

Apkopojot ražošanas nozares uzņēmumu rezultātus, var arī izdarīt vairākus secinājumus. Pirmkārt, nozares nozīmīgākie kapitāla struktūras faktori ir vecums, lielums un likviditāte. Rentabilitātes un aktīvu struktūras ietekme ir statistiski nozīmīga, bet regresijas koeficienti ir nelieli. Otrkārt, arī līdzīgi kā lauksaimniecības nozares uzņēmumiem, faktoru ietekme ir raksturīga gandrīz visiem kapitāla struktūras rādītājiem un ietekme ir novērojama dažāda lieluma uzņēmumiem.

Tirdzniecības uzņēmumu kapitāla struktūras faktoru rezultāti ir apkopoti 2.27.tabulā.

2.27.tabula

Tirdzniecības uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru regresijas rezultāti

Kapitāla struktūras rādītājs	Faktors	Grupa	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
TD/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.274***	0.000
TD/C	Likviditāte	Visi	REM	2.893***	0.000
TD/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.199***	0.000
TD/C	Likviditāte	1.grupa	FEM	3.593**	0.018
TD/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	0.359***	0.000
TD/C	Vecums	1.grupa	FEM	1.847***	0.000
TD/C	Rentabilitāte	2.grupa	REM	-0.297***	0.007
TD/C	Likviditāte	2.grupa	REM	4.593***	0.000
TD/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	REM	0.194***	0.000
TD/C	Lielums	2.grupa	REM	7.1338***	0.002
TD/C	Vecums	2.grupa	REM	-0.650***	0.002
TD/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	0.093**	0.049
TD/C	Vecums	3.grupa	REM	-1.000***	0.000
LTD/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.282***	0.000
LTD/C	Likviditāte	Visi	REM	10.518***	0.000
LTD/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.318***	0.000
LTD/C	Vecums	Visi	REM	0.334***	0.007
LTD/C	Likviditāte	1.grupa	FEM	9.555***	0.000
LTD/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	0.541***	0.000

2.27.tabulas turpinājums

Kapitāla struktūras rādītājs	Faktors	Grupa	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
LTD/C	Vecums	1.grupa	FEM	2.279***	0.000
LTD/C	Rentabilitāte	2.grupa	REM	-0.337***	0.002
LTD/C	Likviditāte	2.grupa	REM	15.095***	0.000
LTD/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	REM	0.273***	0.000
LTD/C	Likviditāte	3.grupa	REM	8.294***	0.000
LTD/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	0.154***	0.001
LTD/C	Vecums	3.grupa	REM	-0.685***	0.000
STD/C	Likviditāte	Visi	FEM	-7.693***	0.000
STD/C	Aktīvu struktūra	Visi	FEM	-0.089***	0.000
STD/C	Vecums	Visi	FEM	-0.408***	0.000
STD/C	Likviditāte	1.grupa	REM	-6.681***	0.000
STD/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	REM	-0.175***	0.000
STD/C	Vecums	1.grupa	REM	-0.336**	0.034
STD/C	Likviditāte	2.grupa	FEM	-11.395***	0.000
STD/C	Vecums	2.grupa	FEM	-0.724***	0.000
STD/C	Likviditāte	3.grupa	REM	-6.377***	0.000
STD/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	-0.058**	0.042
STD/C	Vecums	3.grupa	REM	-0.304***	0.006
TL/C	Rentabilitāte	Visi	FEM	-0.637**	0.000
TL/C	Likviditāte	Visi	FEM	-12.619***	0.000
TL/C	Aktīvu struktūra	Visi	FEM	-0.179***	0.000
TL/C	Vecums	Visi	FEM	1.732***	0.000
TL/C	Likviditāte	1.grupa	FEM	-8.975***	0.000
TL/C	Lielums	1.grupa	FEM	-50.8965***	0.000
TL/C	Vecums	1.grupa	FEM	5.198***	0.000
TL/C	Rentabilitāte	2.grupa	FEM	-0.681***	0.000
TL/C	Likviditāte	2.grupa	FEM	-4.735***	0.006
TL/C	Vecums	2.grupa	FEM	1.452***	0.000
TL/C	Rentabilitāte	3.grupa	FEM	-0.393***	0.000
TL/C	Likviditāte	3.grupa	FEM	-12.858***	0.000
TL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	FEM	-0.202***	0.002
TL/C	Vecums	3.grupa	FEM	-0.533**	0.018
LTL/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.356***	0.000
LTL/C	Likviditāte	Visi	REM	10.646***	0.000
LTL/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.399***	0.000
LTL/C	Vecums	Visi	REM	0.553***	0.000
LTL/C	Likviditāte	1.grupa	FEM	9.518***	0.000
LTL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	0.611***	0.000
LTL/C	Vecums	1.grupa	FEM	2.330***	0.000
LTL/C	Rentabilitāte	2.grupa	REM	-0.457***	0.000
LTL/C	Likviditāte	2.grupa	REM	16.531***	0.000
LTL/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	REM	0.407***	0.000
LTL/C	Likviditāte	3.grupa	REM	7.685***	0.000
LTL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	0.195***	0.000
LTL/C	Vecums	3.grupa	REM	-0.559***	0.005
STL/C	Rentabilitāte	Visi	FEM	-0.208***	0.002
STL/C	Likviditāte	Visi	FEM	-22.543***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	Visi	FEM	-0.573***	0.000
STL/C	Vecums	Visi	FEM	0.754***	0.000
STL/C	Likviditāte	1.grupa	FEM	-19.414***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	-0.559***	0.000
STL/C	Lielums	1.grupa	FEM	-35.1096***	0.000
STL/C	Vecums	1.grupa	FEM	2.166***	0.000

Kapitāla struktūras rādītājs	Faktors	Grupa	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
STL/C	Likviditāte	2.grupa	REM	-23.441***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	REM	-0.530***	0.000
STL/C	Lielums	2.grupa	REM	-53.267***	0.009
STL/C	Vecums	2.grupa	REM	0.583***	0.002
STL/C	Rentabilitāte	3.grupa	REM	-0.185***	0.003
STL/C	Likviditāte	3.grupa	REM	-18.452***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	-0.377***	0.000
NFL/C	Rentabilitāte	Visi	REM	0.274***	0.000
NFL/C	Likviditāte	Visi	REM	-2.893***	0.000
NFL/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	-0.199***	0.000
NFL/C	Likviditāte	1.grupa	FEM	-3.593**	0.018
NFL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	-0.359***	0.000
NFL/C	Vecums	1.grupa	FEM	-1.847***	0.000
NFL/C	Rentabilitāte	2.grupa	REM	0.297***	0.007
NFL/C	Likviditāte	2.grupa	REM	-4.593***	0.000
NFL/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	REM	-0.194***	0.000
NFL/C	Lielums	2.grupa	REM	-71.338***	0.002
NFL/C	Vecums	2.grupa	REM	0.650***	0.002
NFL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	-0.093**	0.049
NFL/C	Vecums	3.grupa	REM	1.000***	0.000

Piezīme: *** un ** apzīmē, ka koeficients ir statistiski nozīmīgs pie 1% un 5% līmeņa attiecīgi.

FEM – fiksēto efektu modelis, REM – gadījuma efektu modelis.

1.grupa – mazie uzņēmumi, 2.grupa – vidējie uzņēmumi, 3.grupa – lieli uzņēmumi.

Avots: autores veidota tabula.

Rentabilitāte kā kapitāla struktūras faktors ietekmē sešus no septiņiem kapitāla struktūras rādītājiem (izņemot īstermiņa finanšu saistības). Rentabilitātes ietekme uz kapitāla struktūru ir novērojama visa lieluma uzņēmumiem (maziem, vidējiem, lieliem uzņēmumiem). Bruto rentabilitātes ietekme uz kapitāla struktūras rādītājiem, kuros ir iekļautas finanšu saistības, ir negatīva. Savukārt pozitīva sakarība atrodama starp rentabilitāti un nefinanšu saistībām. Šāds secinājums tika izdarīts arī lauksaimniecības un ražošanas nozares uzņēmumu gadījumā. Salīdzinot regresijas koeficientus visām trim nozarēm, var izdarīt secinājumu, ka rentabilitātes ietekme uz tirdzniecības nozares uzņēmumu kapitāla struktūru ir visvairāk būtiska. Regresijas koeficienti tirdzniecības nozaru uzņēmumiem ir vislielākie, ja salīdzina ar lauksaimniecības un ražošanas uzņēmumiem. Piemēram, pieaugot bruto rentabilitātei par vienu procentu, tad kopējais saistību īpatsvars kapitāla struktūrā samazinās par vidēji 0.64 procentiem (kapitāla struktūras rādītājs TL/C).

Negatīvā sakarība ar finanšu saistībām un pozitīvā korelācija ar nefinanšu saistībām var norādīt uz vairākiem nozares uzņēmumu finansēšanas aspektiem. Vairāk rentabli nozares uzņēmumi izvēlas piesaistīt aizņemto kapitālu mazāk. Iespējams tas arī norāda uz iekšējām uzņēmuma rezervēm (piemēram, nesadalītā peļņa), kuras tiek izmantotas, kad nepieciešams

finansēt aktīvus. Papildus pozitīvā sakarība ar nefinanšu saistībām var liecināt par to, ka, piemēram, piegādātāji ļauj uzņēmumam norēķināties ilgākā laika posmā.

Aktīvu struktūra ir ļoti būtisks tirdzniecības nozares uzņēmumu kapitāla struktūras faktors, kurš ietekmē visus septiņus kapitāla struktūras rādītājus. Pie tam šī faktora ietekme ir novērojama visa lieluma uzņēmumiem (maziem, vidējiem un lieliem uzņēmumiem). Aktīvu struktūras regresijas rezultāti tirdzniecības uzņēmumiem ir līdzīgi tiem, kuri tika iegūti attiecībā uz lauksaimniecības un ražošanas uzņēmumiem. Proti, pastāv pozitīva attiecība starp aktīvu struktūru un ilgtermiņa saistībām, savukārt pretēja sakarība atrodama starp aktīvu struktūru un īstermiņa saistībām. Iepriekšminētais nozīmē, ka, pirmkārt, uzņēmums savus ilgtermiņa aktīvus finansē ar ilgtermiņa pasīviem. Otrkārt, ilgtermiņa projekti tomēr ir saistāmi ar augstāku risku, salīdzinot ar īstermiņa finansējumu, tādēļ kreditori pieprasa nodrošinājumu. Šos secinājumus arī atbalsta novērojums, ka starp nefinanšu saistībām un aktīvu struktūru ir negatīva sakarība. Tas norāda uz to, ka liela daļa no pamatlīdzekļiem tiek finansēta ar ilgtermiņa aizņemto kapitālu.

Jāpiebilst, ka aktīvu struktūras ietekme uz kapitāla struktūra ir visvairāk izteikta (augstāki regresijas koeficienti) tirdzniecības nozares maziem uzņēmumiem. Piemēram, palielinot pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā par vienu procentu, sagaidāms kopējo ilgtermiņa saistību pieaugums par vidēji 0.61 procentiem (mazo uzņēmumu grupa). Tupretim, palielinot pamatlīdzekļu īpatsvaru par vienu procentu, tad var prognozēt, ka kopējās īstermiņa saistības samazināsies par vidēji 0.56 procentiem (mazo uzņēmumu grupa). Tas nozīmē, ka nodrošinājuma iespējas ir nozīmīgas maziem uzņēmumiem. Iepriekšminētais var norādīt arī uz to, ka jaunie pamatlīdzekļi tiek iegādāti ar aizņemto kapitālu, kuri vēlāk tiek ieķīlāti par labu kreditoram.

Uzņēmuma lielums ir mazāk būtisks faktors tirdzniecības nozares kapitāla struktūras veidošanas procesā. Statistiski nozīmīgas sakarības ir novērojamas tikai četriem kapitāla struktūras rādītājiem (TD/C, TL/C, STL/C, NFL/C) maziem un vidējiem nozares uzņēmumiem. Tirdzniecības nozares uzņēmumiem ir raksturīga negatīva lieluma ietekme uz īstermiņa saistībām un nefinanšu saistībām. Tas nozīmē, ka uzņēmumiem palielinot savu aktīvu bāzi, tie spēj paši nodrošināt kapitāla nepieciešamību ar iekšējām rezervēm (piemēram, nesadalītā peļņa un labāka darba kapitāla pārvaldīšana). Tikmēr regresijas koeficientu vērtības norāda uz nozīmīgu uzņēmuma lieluma ietekmi uz kapitāla struktūras rādītājiem. Piemēram, pieaugot tirdzniecības uzņēmumu aktīvu kopsummai par vienu miljonu eiro, tad var prognozēt, ka īstermiņa kopējās saistības samazināsies par vidēji 35 procentiem.

Pretrunīgi rezultāti iegūti attiecībā uz uzņēmuma vecumu. Šis faktors arī ir statistiski nozīmīgs attiecībā uz visiem septiņiem kapitāla struktūras rādītājiem un ietekme ir

novērojama visa lieluma uzņēmumiem. Vienādi rezultāti iegūti tikai attiecībā uz diviem kapitāla struktūras rādītājiem. Starp uzņēmuma vecumu un īstermiņa finanšu saistībām ir negatīva sakarība, turpretim starp uzņēmuma vecumu un kopējām īstermiņa saistībām ir pozitīva sakarība. Tas norāda uz to, ka nobrieduši uzņēmumi izvēlas samazināt savas finanšu saistības un iespējams palielināt nefinanšu saistības.

Uzņēmuma vecuma pretrunīgos rezultātus var izskaidrot ar atšķirīgiem rezultātiem dažādās uzņēmuma grupās. Apskatot iegūtos regresijas rezultātus detalizētāk pa uzņēmuma grupām (mazie, vidējie un lielie uzņēmumi), var izdarīt noteiktus secinājumus. Uzņēmuma vecums ir nozīmīgs faktors, kurš pozitīvi ietekmē mazo uzņēmumu kapitāla struktūras rādītājus. Proti, maza tirdzniecības nozares uzņēmuma vecumam pieaugot par vienu gadu, palielinās uzņēmumu finanšu saistību īpatsvars kapitāla struktūrā. Pretēja sakarība ir novērojama attiecībā uz lieliem nozares uzņēmumiem. Ja liels tirdzniecības nozares uzņēmums kļūst vecāks par vienu gadu, tad ir sagaidāma finanšu saistību samazināšana kapitāla struktūrā. Tas nozīmē, ka lielie uzņēmumi izvēlas nepiesaistīt aizņemto finanšu kapitālu, bet izveidot un izmantot iekšējos finanšu resursus. Savukārt mazo uzņēmumu gadījumā varbūt vēl nav nepieciešamo iekšējo resursu un tādēļ šai uzņēmumu grupai un to kreditoriem ir būtiska uzņēmumu saimnieciskās darbības vēsture.

Visbeidzot arī uzņēmuma likviditāte ir būtisks tirdzniecības nozares uzņēmumu kapitāla struktūras faktors. Likviditātes ietekme ir konstatējama visiem septiņiem kapitāla struktūras rādītājiem visās uzņēmuma grupās (mazie, vidējie un lielie uzņēmumi). Apskatot kopējo finanšu saistību un kopējo saistību rādītājus (TD/C un TL/C), tiek iegūti pretēji rezultāti un secinājumi. Proti, pieaugot uzņēmuma likviditātei par vienu vienību, var prognozēt kopējo finanšu saistību pieaugumu, bet arī kopējo saistību samazinājumu. Tomēr ilgtermiņa un īstermiņa saistību regresijas rezultāti ir vienādi (gan finanšu, gan kopējo saistību pozīcijās). Starp uzņēmuma likviditāti un ilgtermiņa saistībām ir konstatējama pozitīva korelācija, savukārt starp likviditātes rādītāju un īstermiņa saistībām ir novērojama negatīva sakarība. Šāds rezultāts tika iegūts arī lauksaimniecības un ražošanas nozares uzņēmumu izlasēs. Negatīvā sakarība starp likviditātes rādītāju un īstermiņa saistībām ir izskaidrojama ar likviditātes rādītāja aprēķināšanas kārtību un tamdēļ šāds rezultāts ir sagaidāms un loģisks. Turpretim pozitīvā korelācija starp likviditātes rādītāju un ilgtermiņa saistībām nozīmē, ka vairāk likvīdi uzņēmumi spēj piesaistīt ilgtermiņa resursus vairāk, salīdzinot ar mazāk likvīdiem uzņēmumiem.

Atsevišķi ir vērts pieminēt arī nefinanšu saistību un likviditātes faktora regresijas rezultātus. Lauksaimniecības nozares uzņēmumiem netika konstatēta statistiski nozīmīga sakarība starp uzņēmuma likviditātes rādītāju un nefinanšu saistībām. Turpretim ražošanas

uzņēmumiem var novērot pozitīvu korelāciju starp uzņēmuma likviditāti un nefinanšu saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā. Savukārt tirdzniecības nozares uzņēmumiem iegūtie regresijas rezultāti liecina, ka likviditātes palielināšana ir saistāma ar nefinanšu saistību samazināšanu. Tā kā nefinanšu saistības parasti ir arī īstermiņa saistības un šī pozīcija tiek iekļauta likviditātes rādītāja aprēķinā (saucējā), tad tas norāda uz būtiskām ražošanas un tirdzniecības uzņēmumu apgrozāmo līdzekļu atšķirībām.

Nobeigumā apkopojot tirdzniecības nozares uzņēmumu rezultātus, var secināt, ka rentabilitāte un aktīvu struktūra vienādi (proti, attiecībā uz ietekmes virzienu) ietekmē visu trīs nozaru uzņēmumu kapitāla struktūru. Kopumā tirdzniecības uzņēmumi no abām pārējām nozarēm atšķiras attiecībā uz tādiem kapitāla struktūras faktoriem kā uzņēmuma lielums un vecums, jo tirdzniecības nozares uzņēmumiem ir novērojami atšķirīgi rezultāti dažādās uzņēmuma grupās.

Tālāk tiek pētīti Baltijas biržas uzņēmumu regresijas rezultāti (2.28.tabula).

2.28.tabula

Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru regresijas rezultāti

Kapitāla struktūras rādītājs	Faktors	Grupa	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
TD/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.173***	0.000
TD/C	Likviditāte	Visi	REM	-0.456***	0.002
TD/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.250***	0.000
TD/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	0.184***	0.001
TD/C	Lielums	1.grupa	FEM	-0.833***	0.005
TD/C	Rentabilitāte	2.grupa	FEM	-0.462***	0.001
TD/C	Likviditāte	2.grupa	FEM	-2.332**	0.041
TD/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	FEM	0.242**	0.012
TD/C	Lielums	2.grupa	FEM	0.248***	0.008
TD/C	Vecums	2.grupa	FEM	-1.145***	0.000
TD/C	Rentabilitāte	3.grupa	REM	-0.177***	0.001
TD/C	Likviditāte	3.grupa	REM	-1.437***	0.002
TD/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	0.171***	0.010
LTD/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.162***	0.000
LTD/C	Lielums	Visi	REM	0.009**	0.028
LTD/C	Vecums	Visi	REM	-0.388***	0.002
LTD/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	REM	0.119**	0.038
LTD/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	REM	0.218***	0.001
LTD/C	Rentabilitāte	3.grupa	FEM	-0.139**	0.015
LTD/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	FEM	0.299***	0.003
STD/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.133***	0.000
STD/C	Likviditāte	Visi	REM	-0.385***	0.000
STD/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.080***	0.006
STD/C	Rentabilitāte	1.grupa	FEM	-0.094**	0.049
STD/C	Lielums	1.grupa	FEM	-1.090***	0.000
STD/C	Rentabilitāte	2.grupa	FEM	-0.354***	0.001
STD/C	Likviditāte	2.grupa	FEM	-2.518***	0.007
STD/C	Likviditāte	3.grupa	REM	-1.057***	0.000
TL/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.269***	0.000

2.28.tabulas turpinājums

Kapitāla struktūras rādītājs	Faktors	Grupa	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
TL/C	Likviditāte	Visi	REM	-1.049***	0.000
TL/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.159***	0.001
TL/C	Likviditāte	1.grupa	FEM	-0.594***	0.003
TL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	0.162**	0.050
TL/C	Rentabilitāte	2.grupa	FEM	-0.595***	0.000
TL/C	Likviditāte	2.grupa	FEM	-3.522***	0.000
TL/C	Vecums	2.grupa	FEM	-0.947***	0.001
TL/C	Rentabilitāte	3.grupa	REM	-0.231***	0.000
TL/C	Likviditāte	3.grupa	REM	-2.236***	0.000
TL/C	Lielums	3.grupa	REM	0.009**	0.023
LTL/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	0.517***	0.000
LTL/C	Lielums	Visi	REM	0.018***	0.004
LTL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	REM	0.526***	0.000
LTL/C	Likviditāte	2.grupa	REM	3.413**	0.018
LTL/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	REM	0.534***	0.000
LTL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	0.634***	0.000
LTL/C	Lielums	3.grupa	REM	0.013**	0.026
STL/C	Rentabilitāte	Visi	REM	-0.118**	0.044
STL/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	-0.517***	0.000
STL/C	Lielums	Visi	REM	-0.018***	0.004
STL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	REM	-0.526***	0.000
STL/C	Likviditāte	2.grupa	REM	-3.413**	0.018
STL/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	REM	-0.534***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	-0.634***	0.000
STL/C	Lielums	3.grupa	REM	-0.013**	0.026
NFL/C	Rentabilitāte	Visi	REM	0.173***	0.000
NFL/C	Likviditāte	Visi	REM	0.456***	0.002
NFL/C	Aktīvu struktūra	Visi	REM	-0.250***	0.000
NFL/C	Aktīvu struktūra	1.grupa	FEM	-0.184***	0.001
NFL/C	Lielums	1.grupa	FEM	0.833***	0.005
NFL/C	Rentabilitāte	2.grupa	FEM	0.462***	0.001
NFL/C	Likviditāte	2.grupa	FEM	2.332**	0.041
NFL/C	Aktīvu struktūra	2.grupa	FEM	-0.242**	0.012
NFL/C	Lielums	2.grupa	FEM	-0.248***	0.008
NFL/C	Vecums	2.grupa	FEM	1.145***	0.000
NFL/C	Rentabilitāte	3.grupa	REM	0.177***	0.001
NFL/C	Likviditāte	3.grupa	REM	1.437***	0.002
NFL/C	Aktīvu struktūra	3.grupa	REM	-0.171***	0.010

Piezīme: *** un ** apzīmē, ka koeficients ir statistiski nozīmīgs pie 1% un 5% līmeņa attiecīgi.

FEM – fiksēto efektu modelis, REM – gadījuma efektu modelis.

1.grupa – mazie uzņēmumi, 2.grupa – vidējie uzņēmumi, 3.grupa – lielie uzņēmumi.

Avots: autorei veidota tabula.

Bruto rentabilitātes ietekme ir novērojama attiecībā uz visiem kapitāla struktūras rādītājiem. Pie tam ir nepieciešams atzīmēt, ka rentabilitāte ir būtisks faktors galvenokārt vidējo un lielo uzņēmumu grupās. Kopumā rentabilitātes faktora ietekme uz Baltijas biržas uzņēmumiem ir līdzīga kā Latvijas nozaru uzņēmumiem (lauksaimniecības, ražošanas un tirdzniecības uzņēmumi). Proti, starp rentabilitāti un finanšu saistībām ir negatīva sakarība, savukārt starp rentabilitāti un nefinanšu saistībām ir novērojama pozitīva korelācija. Tas nozīmē, ka vairāk rentabli uzņēmumi izvēlas samazināt finanšu saistības. Savukārt nefinanšu

saistību pieaugums nozīmē, ka rentabli uzņēmumi iegūst labvēlīgākus nosacījumus, piemēram, no piegādātāju puses vai arī savādāk spēj efektīvi izmantot šo saistību veidu, par kuru nav nepieciešams veikt procentu maksājumus.

Latvijas nozaru uzņēmumiem un Baltijas biržas uzņēmumiem ir arī līdzīgas regresijas koeficientu vērtības. Piemēram, pieaugot rentabilitātei par vienu procentu, ir sagaidāms saistību īpatsvara samazinājums par vidēji 0.60 procentiem (vidēja lieluma uzņēmumi). Turpretim, pieaugot rentabilitātei par vienu procentu, tad nefinanšu saistību īpatsvaram vajadzētu palielināties par vidēji 0.46 procentiem.

Aktīvu struktūra jeb pamatlīdzekļu īpatsvars aktīvu struktūrā ietekmē visus kapitāla struktūras rādītājus un statistiski nozīmīgas sakarības konstatējamās visu uzņēmumu grupās (mazie, vidējie un lielie). Līdzīgi kā iepriekš tika analizēts attiecībā uz dažādām Latvijas nozarēm, tad arī Baltijas biržas uzņēmumu gadījumā var novērot izteiktu pozitīvu aktīvu struktūras un ilgtermiņa saistību korelāciju. Pie tam lielākiem Baltijas biržas uzņēmumiem šī sakarība ir stiprāka, ja tiek salīdzināts ar maziem vai vidējiem uzņēmumiem. Proti, ja pamatlīdzekļu īpatsvars aktīvu struktūrā pieaug par vienu procentu, tad ilgtermiņa saistību īpatsvars palielinās par 0.53 procentiem (mazie un vidējie uzņēmumi) un par 0.63 procentiem (lielie uzņēmumi). Tātad šeit ir spēkā iepriekš iekļautais secinājums, ka uzņēmumi savus ilgtermiņa aktīvus finansē ar ilgtermiņa pasīviem, kas kopumā ir vērtējami atzinīgi. Papildus var arī secināt, ka ķīlas nodrošināšana kļūst arvien būtiskāka Baltijas biržas lielo uzņēmumu grupā. Šāds rezultāts zināmā mērā arī bija sagaidāms. Biržas sarakstos parasti kotējas vieni no lielākajiem nozares uzņēmumiem, kuriem nepieciešamība pēc papildus finansējuma absolūtos skaitļos varētu būt daudzas reizes lielāka par mazo uzņēmumu vajadzību. Tādēļ arī kreditori varētu būt ar mieru piešķirt nepieciešamos lielos līdzekļus tikai ar nodrošinājumu.

Starp aktīvu struktūru un nefinanšu saistībām ir konstatējama negatīva sakarība un tā ir novērojama visa lieluma uzņēmumos. Taču attiecībā uz īstermiņa saistībām ir iegūti pretrunīgi rezultāti, jo īstermiņa finanšu saistību regresijas koeficients ir pozitīvs, tikmēr kopējais īstermiņa saistību regresijas koeficients ir negatīvs. Tomēr ir arī nepieciešams atzīmēt, ka aktīvu struktūras ietekme uz īstermiņa finanšu saistībām ir salīdzinoši nebūtiska – regresijas koeficienta vērtība ir tikai 0.080. Turpretim aktīvu struktūras un kopējā īstermiņa saistību rādītāja mijiedarbība ir statistiski nozīmīga visās uzņēmuma grupās, kā arī regresijas koeficienti ir intervālā no 0.52 līdz 0.63. Tādēļ arī kopumā var izdarīt secinājumu, ka pieaugot pamatlīdzekļu īpatsvaram aktīvu struktūrā par vienu procentu, tad var prognozēt ilgtermiņa saistību pieaugumu, bet īstermiņa un nefinanšu saistību samazinājumu.

Uzņēmuma lielums kā kapitāla struktūras faktors ir nozīmīgs attiecībā uz visiem septiņiem kapitāla struktūras faktoriem un statistiski nozīmīgas sakarības novērotas visās

uzņēmumu grupās. Kopumā var izdarīt secinājumu par uzņēmuma lieluma un ilgtermiņa saistību pozitīvo sakarību, turpretim starp uzņēmuma lielumu un īstermiņa saistībām tiek novērota negatīva korelācija. Iepriekšminētais nozīmē, ka lielāki uzņēmumi izvēlas un var piesaistīt vairāk ilgtermiņa saistības, bet pieņem lēmumu par īstermiņa saistību samazināšanu. Tas liecina, ka Baltijas biržas lielie uzņēmumi nepieciešamo finansējumu īstermiņā var ģenerēt no iekšējām rezervēm un tikai ilgtermiņa projektu finansēšanai tiek piesaistīts aizņemtais kapitāls. Visbeidzot ir arī jāatzīmē, ka uzņēmuma lieluma ietekme uz nefinanšu saistībām ir atšķirīga dažādu grupu uzņēmumiem. Mazo uzņēmumu grupā ir pozitīvs regresijas koeficients ar vērtību 0.833. Savukārt, ja vidēja lieluma uzņēmums palielina savu aktīvu bāzi par 1 milj. eiro, tad var prognozēt, ka nefinanšu saistības samazināsies par vidēji 0.25 procentiem.

Uzņēmuma vecums Baltijas biržas uzņēmumiem kā kapitāla struktūras faktors ir mazāk būtisks, ja salīdzina ar citiem faktoriem. Šis kapitāla struktūras faktors ietekmē tikai četrus no septiņiem rādītājiem; statistiski nozīmīgas sakarības nav konstatētas attiecībā uz kopējo ilgtermiņa un īstermiņa saistību rādītājiem (LTL/C, STD/C, STL/C). Ilgtermiņa finanšu saistību regresijas koeficients ir negatīvs, savukārt pozitīvs regresijas koeficients iegūts nefinanšu saistību rādītāju analīzes rezultātā. Nobeigumā gan jāatzīmē, ka regresijas koeficientu vērtības ir ļoti nelielas. Piemēram, uzņēmuma vecumam pieaugot par vienu gadu, var sagaidīt, ka finanšu saistību īpatsvara rādītājs samazināsies par vidēji 1.2 procentiem.

Likviditātes rādītājs ietekmē piecus no septiņiem kapitāla struktūras rādītājiem (kā izņēmums ir tikai ilgtermiņa saistību rādītāji). Līdzīgi kā ar citiem Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūras faktoriem, tad arī uzņēmuma likviditātes rādītājs galvenokārt ietekmē vidējos un lielos uzņēmumus. Starp uzņēmuma likviditāti un īstermiņa saistībām ir negatīva korelācija, kamēr starp uzņēmuma likviditāti un nefinanšu saistībām ir pozitīva sakarība. Tātad vairāk likvidi uzņēmumi spēj un var piesaistīt vairāk nefinanšu finansējumu, bet paralēli tam tiek samazinātas īstermiņa finanšu saistības.

Apkopojot iepriekšminētos datus var izdarīt secinājumu, ka Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmē visi novērtētie kapitāla struktūras faktori – rentabilitāte, aktīvu struktūra, uzņēmuma lielums un vecums, kā arī likviditāte. Konstatēta viena ļoti būtiska atšķirība no Latvijas nozares uzņēmumiem, proti, Baltijas biržas uzņēmumiem faktori ietekmē kapitāla struktūru galvenokārt vidējo un lielo uzņēmumu grupās. Tas varētu liecināt par to, ka Baltijas biržas mazie uzņēmumi ir iespējams vairāk atkarīgi no citiem faktoriem, kā piemēram, no makroekonomikas faktoriem. Savukārt vidējie un lielie uzņēmumi spēj piesaistīt un atmaksāt nepieciešamo finansējumu arī tautsaimniecības lejupslīdes posmā.

Apakšnodaļas noslēgumā tiek pērti Baltijas biržas uzņēmumu dati valstu griezumā (2.29.tabula).

2.29.tabula

Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru regresijas rezultāti (valstu griezumā)

Kapitāla struktūras rādītājs	Faktors	Valsts	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
TD/C	Likviditāte	Igaunija	REM	-6.187***	0.000
TD/C	Rentabilitāte	Latvija	REM	-0.119***	0.002
TD/C	Aktīvu struktūra	Latvija	REM	0.196***	0.000
TD/C	Lielums	Latvija	REM	0.029***	0.003
TD/C	Rentabilitāte	Lietuva	FEM	-0.396***	0.001
TD/C	Likviditāte	Lietuva	FEM	-1.810**	0.031
TD/C	Aktīvu struktūra	Lietuva	FEM	0.307***	0.010
TD/C	Vecums	Lietuva	FEM	-0.725***	0.007
LTD/C	Aktīvu struktūra	Latvija	REM	0.225***	0.000
LTD/C	Lielums	Latvija	REM	0.024***	0.005
LTD/C	Vecums	Lietuva	FEM	-1.098***	0.000
STD/C	Rentabilitāte	Igaunija	REM	-0.125**	0.023
STD/C	Likviditāte	Igaunija	REM	-3.226***	0.000
STD/C	Rentabilitāte	Latvija	REM	-0.088***	0.001
STD/C	Likviditāte	Latvija	REM	-0.266***	0.002
STD/C	Rentabilitāte	Lietuva	FEM	-0.280**	0.011
STD/C	Likviditāte	Lietuva	FEM	-1.868**	0.022
STD/C	Aktīvu struktūra	Lietuva	FEM	0.325***	0.005
STD/C	Vecums	Lietuva	FEM	0.559**	0.031
TL/C	Likviditāte	Igaunija	REM	-7.771***	0.000
TL/C	Vecums	Igaunija	REM	-0.649***	0.007
TL/C	Rentabilitāte	Latvija	REM	-0.188***	0.001
TL/C	Likviditāte	Latvija	REM	-0.823***	0.000
TL/C	Aktīvu struktūra	Latvija	REM	0.136**	0.048
TL/C	Vecums	Latvija	REM	0.545**	0.021
TL/C	Rentabilitāte	Lietuva	FEM	-0.555***	0.000
TL/C	Likviditāte	Lietuva	FEM	-2.494***	0.000
TL/C	Vecums	Lietuva	FEM	-0.848***	0.000
LTL/C	Aktīvu struktūra	Igaunija	REM	0.342***	0.006
LTL/C	Aktīvu struktūra	Latvija	REM	0.765***	0.000
LTL/C	Lielums	Latvija	REM	0.036**	0.019
LTL/C	Aktīvu struktūra	Lietuva	REM	0.252***	0.008
LTL/C	Vecums	Lietuva	REM	-1.288***	0.000
STL/C	Aktīvu struktūra	Igaunija	REM	-0.342***	0.006
STL/C	Aktīvu struktūra	Latvija	REM	-0.765***	0.000
STL/C	Lielums	Latvija	REM	-0.036**	0.019
STL/C	Aktīvu struktūra	Lietuva	REM	-0.252***	0.008
STL/C	Vecums	Lietuva	REM	1.288***	0.000
NFL/C	Likviditāte	Igaunija	REM	6.187***	0.000
NFL/C	Rentabilitāte	Latvija	REM	0.119***	0.002
NFL/C	Aktīvu struktūra	Latvija	REM	-0.196***	0.000
NFL/C	Lielums	Latvija	REM	-0.029***	0.003
NFL/C	Rentabilitāte	Lietuva	REM	0.332***	0.001
NFL/C	Likviditāte	Lietuva	REM	2.445***	0.002
NFL/C	Aktīvu struktūra	Lietuva	REM	-0.209***	0.006
NFL/C	Vecums	Lietuva	REM	0.543**	0.027

Piezīme: *** un ** apzīmē, ka koeficients ir statistiski nozīmīgs pie 1% un 5% līmeņa attiecīgi.

FEM – fiksēto efektu modelis, REM – gadījuma efektu modelis.

Avots: autores veidota tabula.

Baltijas biržas uzņēmumu no Igaunijas kapitāla struktūru ietekmē tikai rentabilitāte, aktīvu struktūra un likviditāte. Starp rentabilitāti un īstermiņa saistībām ir negatīva sakarība, kas nozīmē, ka Igaunijas vairāk rentabli uzņēmumi samazina savas īstermiņa saistības. Līdzīgi kā visu Baltijas biržas uzņēmumu gadījumā arī Igaunijas uzņēmumiem raksturīga aktīvu struktūras pozitīva ietekme uz ilgtermiņa saistībām un negatīva ietekme uz īstermiņa saistībām. Visbeidzot jāatzīmē arī negatīvā korelācija starp likviditāti un īstermiņa saistībām, kā arī pozitīvā sakarība starp likviditāti un nefinanšu saistībām.

Kopumā Latvijas biržas uzņēmumu gadījumā var tikt novērota lielāka faktoru ietekme uz kapitāla struktūru, salīdzinot ar Igaunijas uzņēmumiem. No pieciem faktoriem tikai viens – uzņēmuma vecums – nav statistiski nozīmīgs. Vairāk rentabli Latvijas biržas uzņēmumi samazina finanšu saistības, bet palielina nefinanšu saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā. Uzņēmumi ar lielāku pamatlīdzekļu īpatsvaru izvēlas un spēj piesaistīt ilgtermiņa aizņemto kapitālu, bet samazina īstermiņa un nefinanšu saistības. Līdzīgs rezultāts iegūts arī attiecībā uz uzņēmuma lielumu – lielāki uzņēmumi piesaista ilgtermiņa aizņemot kapitālu, bet arī samazina īstermiņa un nefinanšu saistību pozīcijas. Visbeidzot ir novērojama arī vāja likviditātes ietekme uz īstermiņa finanšu saistībām (negatīvs regresijas koeficients).

Arī Lietuvas biržas uzņēmumiem ir raksturīga dažādu faktoru ietekme uz kapitāla struktūras rādītājiem. Statistiski nozīmīgi ir četri no pieciem kapitāla struktūras faktoriem – rentabilitāte, aktīvu struktūra, likviditāte, kā arī uzņēmuma vecums. Kopumā iegūti līdzīgi rezultāti – vairāk rentabli uzņēmumi samazina finanšu saistības, bet palielina nefinanšu saistības, kā arī starp likviditāti un īstermiņa kapitālu ir negatīva sakarība. Divas būtiskas atšķirības var konstatēt attiecībā uz uzņēmuma vecumu un aktīvu struktūru. Igaunijas un Latvijas biržas uzņēmumu gadījumā vecums nebija statistiski nozīmīgs faktors, savukārt vecāki Lietuvas uzņēmumi samazina ilgtermiņa, bet palielina īstermiņa un nefinanšu saistības. Visbeidzot konstatēta arī pozitīva sakarība starp aktīvu struktūru un īstermiņa finanšu saistībām. Proti, pieaugot pamatlīdzekļu īpatsvaram aktīvu struktūrā par vienu procentu, tad var prognozēt, ka īstermiņa finanšu saistību īpatsvars pieaugs par vidēji 0.33 procentiem. Tas nozīmē, ka Lietuvas uzņēmumi daļu no saviem ilgtermiņa aktīviem ir spiesti finansēt ar īstermiņa pasīviem.

Apakšnodaļas noslēgumā var apkopot iegūtos rezultātus 2.30.tabulā.

Kopsavilkuma tabula par kapitāla struktūras faktoriem

Faktors	Saistību veids	Lauksaimniecības uzņēmumi	Ražošanas uzņēmumi	Tirdzniecības uzņēmumi
		Ietekmes virziens (ja faktors palielinās par 1 vienību)		
1	2	3	4	5
Rentabilitāte	Ilgtermiņa saistības	↓	↓	↓
	Īstermiņa saistības	↓	↓	↓
	Nefinanšu saistības	↑	↑	↑
Aktīvu struktūra	Ilgtermiņa saistības	↑	↑	↑
	Īstermiņa saistības	↓	↓	↓
	Nefinanšu saistības	↓	↓	↓
Lielums	Ilgtermiņa saistības	↑	↓	N/A
	Īstermiņa saistības	↓	↓	↓
	Nefinanšu saistības	↓	↑	↓
Vecums	Ilgtermiņa saistības	↓	↑ / ↓	↑ / ↓
	Īstermiņa saistības	↓	↑ / ↓	↑ / ↓
	Nefinanšu saistības	↑	↓	↑ / ↓
Likviditāte	Ilgtermiņa saistības	↑	↑	↑
	Īstermiņa saistības	↓	↓	↓
	Nefinanšu saistības	N/A	↑	↓
Faktors	Saistību veids	Baltijas biržas uzņēmumi		
Rentabilitāte	Ilgtermiņa saistības	↓	↓	↓
	Īstermiņa saistības	↓	↓	↓
	Nefinanšu saistības	↑	↑	↑
Aktīvu struktūra	Ilgtermiņa saistības	↑	↑	↑
	Īstermiņa saistības	↓	↓	↓
	Nefinanšu saistības	↓	↓	↓
Lielums	Ilgtermiņa saistības	↑	↓	↓
	Īstermiņa saistības	↓	↓	↓
	Nefinanšu saistības	↓	↑ / ↓	↓
Vecums	Ilgtermiņa saistības	↓	↓	↓
	Īstermiņa saistības	N/A	↓	↓
	Nefinanšu saistības	↑	↓	↓
Likviditāte	Ilgtermiņa saistības	N/A	↓	↓
	Īstermiņa saistības	↓	↓	↓
	Nefinanšu saistības	↑	↓	↓
Faktors	Saistību veids	Igaunija	Latvija	Lietuva
Rentabilitāte	Ilgtermiņa saistības	N/A	N/A	N/A
	Īstermiņa saistības	↓	↓	↓
	Nefinanšu saistības	N/A	↑	↑
Aktīvu struktūra	Ilgtermiņa saistības	↑	↑	↑
	Īstermiņa saistības	↓	↓	↑ / ↓
	Nefinanšu saistības	N/A	↓	↓
Lielums	Ilgtermiņa saistības	N/A	↑	N/A
	Īstermiņa saistības	N/A	↓	N/A
	Nefinanšu saistības	N/A	↓	N/A
Vecums	Ilgtermiņa saistības	N/A	N/A	↓
	Īstermiņa saistības	N/A	N/A	↑
	Nefinanšu saistības	N/A	N/A	↑
Likviditāte	Ilgtermiņa saistības	N/A	N/A	N/A
	Īstermiņa saistības	↓	↓	↓
	Nefinanšu saistības	↑	N/A	↑

Piezīme: N/A – ietekme nav konstatēta.

Avots: autores veidota tabula.

Apkopojot šīs apakšnodaļas rezultātus, var izdarīt vairākus secinājumus par dažādu nozaru (Latvijas uzņēmumi no lauksaimniecības, ražošanas un tirdzniecības nozarēm) un dažādu valstu (Baltijas biržas uzņēmumi no Igaunijas, Latvijas un Lietuvas) uzņēmumu ilgtermiņa un īstermiņa aizņemtā kapitāla piesaistes lēmumiem.

Lauksaimniecības uzņēmumi:

- Ilgtermiņa aizņemto kapitālu piesaista mazāk rentabli, ar lielāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, lielāki un jaunāki uzņēmumi ar augstāku likviditātes rādītāju;
- Īstermiņa aizņemto kapitālu piesaista mazāk rentabli, ar mazāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, mazāki un jaunāki uzņēmumi ar zemāku likviditātes rādītāju;
- Nefinanšu saistības piesaista vairāk rentabli, ar mazāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, mazāki, bet vecāki uzņēmumi.

Ražošanas uzņēmumi:

- Ilgtermiņa aizņemto kapitālu piesaista mazāk rentabli, ar lielāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, mazāki uzņēmumi ar augstāku likviditātes rādītāju;
- Īstermiņa aizņemto kapitālu piesaista mazāk rentabli, ar mazāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, mazāki uzņēmumi ar zemāku likviditātes rādītāju;
- Nefinanšu saistības piesaista vairāk rentabli, ar mazāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, lielāki un mazāki uzņēmumi ar augstāku likviditātes rādītāju.

Tirdzniecības uzņēmumi:

- Ilgtermiņa aizņemto kapitālu piesaista mazāk rentabli, ar lielāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, uzņēmumi ar augstāku likviditātes rādītāju;
- Īstermiņa aizņemto kapitālu piesaista mazāk rentabli uzņēmumi, kuri ir ar mazāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, mazāki uzņēmumi un ar zemāku likviditātes rādītāju;
- Nefinanšu saistības piesaista vairāk rentabli uzņēmumi, kuri ir ar mazāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, mazāki uzņēmumi un ar zemāku likviditātes rādītāju.

Baltijas biržas uzņēmumi:

- Ilgtermiņa aizņemto kapitālu piesaista mazāk rentabli, ar lielāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, lielāki un jaunāki uzņēmumi;
- Īstermiņa aizņemto kapitālu piesaista mazāk rentabli, ar mazāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, mazāki uzņēmumi un ar zemāku likviditātes rādītāju;

- Nefinanšu saistības piesaista vairāk rentabli, ar mazāku pamatlīdzekļu īpatsvaru aktīvu struktūrā, vecāki uzņēmumi ar augstāku likviditātes rādītāju.

Promocijas darba 2.nodaļā autore pētīja dažādus finansējuma veidus un to tendences Latvijā, kā arī citu Baltijas valstu tirgos. Tika secināts, ka uzņēmumi kapitāla struktūras izmaiņas veic galvenokārt piesaistot un atmaksājot aizņemto kapitālu. 2.2., 2.3.apakšnodaļās tika aprēķināti un analizēti dažādi kapitāla struktūras faktori, kapitāla struktūras rādītāji un darbības finanšu rezultāti. **Analīzes rezultātā tika apstiprināts, ka dažādu kapitāla struktūras rādītāju izmantošana (finanšu saistību rādītāju vai kopējo saistību rādītāju) sniedz pretrunīgus rezultātus.** Salīdzinot vidējos darbības finanšu rezultātus divām uzņēmumu grupām (ar mazu finanšu saistību īpatsvaru un pārējie uzņēmumi), sākotnējie rezultāti liecina, ka Latvijas nozaru uzņēmumiem papildus aizņemtā kapitāla piesaiste nozīmē sliktākus darbības finanšu rezultātus. Turpretim Baltijas biržas uzņēmumu vidējie rādītāji liecina, ka dažādās valstīs aizņemtā kapitāla piesaiste uzlabo atsevišķus darbības finanšu rezultātus. Pēdējā šīs nodaļas apakšnodaļā tika veikta dažādu kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru analīze. Iegūtie rezultāti liecina, ka daudzas kapitāla struktūras veidošanas iezīmes ir vienādas (piemēram, visu nozaru uzņēmumi, kuri piesaista ilgtermiņa kapitālu ir mazāk rentabli uzņēmumi ar augstāku pamatlīdzekļu īpatsvaru un ar augstāku likviditātes rādītāju). Taču kopumā gan nozaru (Latvijas nozares), gan valstu (Baltijas biržas uzņēmumi) griezumā ir novērojamas arī būtiskas atšķirības attiecībā uz ilgtermiņa, īstermiņa un nefinanšu saistību izmaiņām. Nākamajā un noslēdzošajā promocijas darba nodaļā tiek empīriski novērtēta kapitāla struktūras ietekme uz darbības finanšu rezultātiem.

3. Kapitāla struktūras ietekme uz darbības finanšu rezultātiem – vērtējums un izmantošana rezultātu pilnveidošanā

3.1. Kapitāla struktūras ietekmes uz finanšu rezultātiem ekonometriskais novērtējums

Šajā apakšnodaļā tiek veikta kapitāla struktūras ietekmes uz darbības finanšu rezultātiem ekonometriskais novērtējums. 1.3. apakšnodaļā tiek analizēti promocijas darbā izmantojamie darbības finanšu rezultāti un pamatota to izmantošana. Darba 2. nodaļā tika pierādīts, ka kapitāla struktūra ietekmē uzņēmumu darbības finanšu rezultātus, bet šajā apakšnodaļā tiek analizēta katra kapitāla struktūras rādītāja ietekme uz izvēlētajiem diviem (Latvijas nozaru uzņēmumi) vai četriem (Baltijas biržas uzņēmumi) darbības finanšu rezultātiem.

Tāpat kā veicot kapitāla struktūras ietekmējošo faktoru analīzi, tad arī šajā apakšnodaļā tiek izmantoti paneļdati un to korelācijas un regresijas analīze. Kapitāla struktūras ietekme uz darbības finanšu rezultātiem tiek veikta, izmantojot daudzfaktoru lineārās regresijas modeli, fiksēto efektu modeli un gadījuma efekta modeli (skat. 2.24. tabulu un 2.4. apakšnodaļu). Modeļi tiek novērtēti pēc to determinācijas koeficienta, F-statistikas, regresijas koeficientu p-vērtībām, kā arī tiek veikti multikolinearitātes, heteroscedasticitātes un autokorelācijas testi (skat. 2.4. apakšnodaļu). Modeļos iekļautie mainīgie ir iekļauti 3.1. tabulā.

3.1. tabula

Kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu regresijas modeļu mainīgie

Apzīmējums	Aprēķināšanas formula
1	2
TD/C	=finanšu saistības/kapitāla kopsumma
LTD/C	=ilgtermiņa finanšu saistības /kapitāla kopsumma
STD/C	=īstermiņa finanšu saistības/kapitāla kopsumma
TL/C	=kopējās saistības/kapitāla kopsumma
LTL/C	=ilgtermiņa saistības/kapitāla kopsumma
STL/C	=īstermiņa saistības/kapitāla kopsumma
NFL/C	=nefinanšu saistības/kapitāla kopsumma
ROE	=tīrā peļņa / vidējais pašu kapitāls
NPA	=pamatdarbības naudas plūsma / vidējie aktīvi
Finanšu cikla ilgums	=krājumu aprites periods + debitoru parādu aprites periods – kreditoru parādu aprites periods
P/E	=akcijas tirgus vērtība / peļņa uz vienu akciju

Avots: darba autore veidota tabula

Tiek novērtēti 3.1., 3.2., 3.3. un 3.4. regresijas modeļi.

$$ROE_{it} = \beta_1 + \beta_2 TD/C_{it} + \beta_3 LTD/C_{it} + \beta_4 STD/C_{it} + \beta_5 TL/C_{it} + \beta_6 LTL/C_{it} + \beta_7 STL/C_{it} + \beta_8 NFL/C_{it} + u_{it} \quad (3.1.)$$

$$NPA_{it} = \beta_1 + \beta_2 TD/C_{it} + \beta_3 LTD/C_{it} + \beta_4 STD/C_{it} + \beta_5 TL/C_{it} + \beta_6 LTL/C_{it} + \beta_7 STL/C_{it} + \beta_8 NFL/C_{it} + u_{it} \quad (3.2.)$$

$$Finanšu\ cikls_{it} = \beta_1 + \beta_2 TD/C_{it} + \beta_3 LTD/C_{it} + \beta_4 STD/C_{it} + \beta_5 TL/C_{it} + \beta_6 LTL/C_{it} + \beta_7 STL/C_{it} + \beta_8 NFL/C_{it} + u_{it} \quad (3.3.)$$

$$P/E_{it} = \beta_1 + \beta_2 TD/C_{it} + \beta_3 LTD/C_{it} + \beta_4 STD/C_{it} + \beta_5 TL/C_{it} + \beta_6 LTL/C_{it} + \beta_7 STL/C_{it} + \beta_8 NFL/C_{it} + u_{it} \quad (3.4.)$$

Kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu analīze tiek veikta visas izlases uzņēmumiem (lauksaimniecības nozare, ražošanas nozare, tirdzniecības nozare, kā arī Baltijas biržas uzņēmumi). Papildus iepriekšminētajam uzņēmumi tika sadalīti grupās pēc to lieluma (pēc to bilances aktīvu kopsummas): 1.grupa (mazie uzņēmumi), 2.grupa (vidējie uzņēmumi), 3.grupa (lielie uzņēmumi). Baltijas biržas uzņēmumi tiek sadalīti arī valstu griezumā. Pilni regresijas rezultāti ir pievienoti pielikumā nr.2.

Lauksaimniecības uzņēmumu kapitāla struktūras un darbības finanšu regresijas rezultāti apkopoti 3.2.tabulā.

3.2.tabula

Lauksaimniecības uzņēmumu darbības finanšu rezultātu regresijas rezultāti

Darbības finanšu rezultāts	Kapitāla struktūras rādītājs	Grupa	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
Finanšu cikla ilgums	TD/C	Visi	FEM	3.725**	0.000
Finanšu cikla ilgums	LTD/C	Visi	FEM	-3.008**	0.000
Finanšu cikla ilgums	TL/C	Visi	FEM	1.614**	0.039
Finanšu cikla ilgums	LTL/C	Visi	FEM	-1.954**	0.027
Finanšu cikla ilgums	STL/C	Visi	FEM	-4.433***	0.000
Finanšu cikla ilgums	TD/C	1.grupa	REM	3.952***	0.000
Finanšu cikla ilgums	STL/C	1.grupa	REM	-4.310***	0.000
Finanšu cikla ilgums	STD/C	2.grupa	FEM	4.191***	0.001
Finanšu cikla ilgums	TL/C	2.grupa	FEM	6.616***	0.001
Finanšu cikla ilgums	LTL/C	2.grupa	FEM	-5.453***	0.007
Finanšu cikla ilgums	STL/C	2.grupa	FEM	-10.313***	0.000
Finanšu cikla ilgums	TD/C	3.grupa	FEM	2.677**	0.026
Finanšu cikla ilgums	STL/C	3.grupa	FEM	-2.349***	0.009
Pašu kapitāla atdeve	TL/C	Visi	REM	-0.598***	0.007
Pašu kapitāla atdeve	TL/C	2.grupa	FEM	-1.195**	0.023
Pašu kapitāla atdeve	LTL/C	2.grupa	FEM	1.132**	0.039
Pašu kapitāla atdeve	TL/C	3.grupa	REM	-0.432**	0.020

Piezīme: *** un ** apzīmē, ka koeficients ir statistiski nozīmīgs pie 1% un 5% līmeņa attiecīgi.

FEM – fiksēto efektu modelis, REM – gadījuma efektu modelis.

1.grupa – mazie uzņēmumi, 2.grupa – vidējie uzņēmumi, 3.grupa – lielie uzņēmumi.

Avots: autores veidota tabula.

Lauksaimniecības uzņēmumiem ir novērojama galvenokārt kapitāla struktūras ietekme uz finanšu cikla ilgumu. 3.2.tabulas rezultāti liecina, ka dažādi kapitāla struktūras rādītāji ietekmē finanšu cikla ilgumu gan maziem, gan vidējiem, gan arī lieliem uzņēmumiem. Savukārt kapitāla struktūras ietekme uz pašu kapitāla atdevi ir mazāk izteikta.

Vērtējot visus lauksaimniecības uzņēmumus kopā, ir konstatējama pretrunīga kapitāla struktūras ietekme uz finanšu cikla ilgumu, kā arī negatīva ietekme uz pašu kapitāla atdevi. Proti, palielinot visu saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā (TL/C) par vienu procentu, uzņēmumu pašu kapitāla atdeve samazinās par vidēji 0.60 procentiem. Savukārt attiecībā uz

kapitāla struktūras rādītājiem un finanšu cikla ilgumu iegūti dažādi regresijas koeficienti ar pretējām zīmēm. Regresijas rezultāti attiecībā uz kopējo finanšu saistību rādītāju (TD/C) un kopējo saistību rādītāju (TL/C) norāda uz pozitīvu korelāciju. Proti, palielinot šo rādītāju īpatsvaru kapitāla struktūrā par vienu procentu, tad ir sagaidāms finanšu cikla ilguma pieaugums (attiecīgi 3.7 un 1.6 dienas). Taču padziļinātās analīzes rezultāti par ilgtermiņa un īstermiņa saistībām liecina par pretējo. Proti, piesaistot ilgtermiņa un īstermiņa saistības, uzņēmuma finanšu cikla ilgums samazinās par vairākām dienām. Piemēram, ja uzņēmuma ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars pieaug par vienu procentu, tad ir sagaidāms finanšu cikla ilguma samazinājums par vidēji 3 dienām. Kopējā ilgtermiņa saistību īpatsvara regresijas koeficients ir -1.95, savukārt kopējā īstermiņa saistību īpatsvara regresijas koeficienta vērtība ir -4.43.

Kopumā kapitāla struktūras ietekme uz finanšu cikla ilgumu atbilst prognozētajam rezultātam. Tas arī atbilst vienai no promocijas darba tēzēm, ka papildus aizņemtā kapitāla piesaiste uzlabo finanšu cikla rādītāju, jo zināmā mērā pieaug uzraudzība no kreditoru puses. Papildus var apgalvot, ka arī uzņēmuma vadošie speciālisti veic labāku darba kapitāla pārvaldīšanu, lai uzņēmums būtu maksāspējīgs un varētu veikt nepieciešamos maksājumus kreditoriem. Pie tam šeit jāpiebilst, ka lauksaimniecības nozares uzņēmumiem novērotie kapitāla struktūras un finanšu cikla regresijas koeficientu vērtības ir vislielākās, salīdzinot ar ražošanas un tirdzniecības nozares uzņēmumu datiem. Tikmēr kapitāla struktūras rādītāja negatīvā ietekme uz pašu kapitāla atdevi liecina, ka nepastāv nodokļu ekonomijas faktors un procentu maksājumi būtiski samazina uzņēmuma peļņu.

Lauksaimniecības nozares mazo uzņēmumu regresijas dati ir līdzīgi iepriekš analizētajiem visu uzņēmumu datiem. Kopējā finanšu saistību rādītāja (TD/C) ietekme uz finanšu cikla ilgumu ir pozitīva (+3.95 dienas), savukārt kopējā īstermiņa saistību rādītāja (STL/C) regresijas koeficienta vērtība sastāda -4.310. Taču jāatzīmē, ka šīs grupas uzņēmumiem nav konstatēta statistiski nozīmīga kapitāla struktūras un pašu kapitāla atdeves sakarība.

Lauksaimniecības vidējo uzņēmumu grupā arī konstatēta nozīmīga kapitāla struktūras ietekme uz finanšu cikla ilgumu un pašu kapitāla atdevi. Palielinot kopējo saistību īpatsvaru (TL/C) uzņēmuma kapitāla struktūrā par vienu procentu, ir sagaidāms pašu kapitāla atdeves samazinājums par vairāk nekā vienu procentu (-1.19). Savukārt ilgtermiņa saistību īpatsvara izmaiņas (LTL/C), izraisa izmaiņas pašu kapitāla atdeves rādītājā arī par vairāk nekā vienu procentu (+1.13). Attiecībā uz īstermiņa un ilgtermiņa saistību rādītājiem (STL/C un LTL/C) iegūtie rezultāti liecina par apgrieztu attiecību. Proti, palielinot iepriekš minēto kapitāla avotu īpatsvaru kapitāla struktūrā, var prognozēt finanšu cikla ilguma samazinājumu par vidēji no 5 līdz 10 dienām. Tādēļ kopumā šīs grupas uzņēmumiem būtu rekomendējams veikt izmaiņas

attiecībā uz kopējo ilgtermiņa saistību rādītāju. Šī kapitāla struktūras rādītāja pieaugums nozīmē finanšu cikla ilguma samazinājumu un pašu kapitāla atdeves palielinājumu.

Arī attiecībā uz lauksaimniecības nozares lieliem uzņēmumiem (3.grupa) iegūti līdzīgi rezultāti. Saistību pieaugums nozīmē pašu kapitāla atdeves samazināšanos. savukārt īstermiņa saistību piesaiste samazina finanšu cikla ilgumu, kas ir vērtējami pozitīvi.

Apkopojot lauksaimniecības nozares uzņēmumu kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu regresijas rezultātus, var izdarīt vairākus secinājumus. Pirmkārt, īstermiņa un ilgtermiņa saistību piesaiste samazina finanšu cikla ilgumu, kas ir vērtējams pozitīvi, jo tas nozīmē labāku darba kapitāla pārvaldīšanu un iespējamu uzņēmuma tirgus vērtības pieaugumu. Otrkārt, kapitāla struktūras izmaiņas mazākā mērā ietekmē arī pašu kapitāla atdevi. Kopējā saistību rādītāja ietekme ir negatīva, turpretim ilgtermiņa aizņemtā kapitāla korelācija ar pašu kapitāla atdevi ir pozitīva. Treškārt, pamatojoties uz iepriekšējiem secinājumiem, lauksaimniecības nozares uzņēmumiem būtu rekomendējama ilgtermiņa saistību piesaiste, jo tas nozīmē īsāku finanšu ciklu un augstāku pašu kapitāla atdevi. Ceturkārt, nepieciešams arī uzsvērt, ka pretēji gaidītajam, lielāka nozīme ir kopējiem saistību rādītājiem. Proti, bija sagaidāms, ka uzņēmuma darbības finanšu rezultātus būtiski ietekmēs tieši finanšu kapitāls. Iegūtie rezultāti liecina, ka darbības finanšu rezultātus ietekmē kopējie saistību rādītāji, kuros ir iekļautas gan finanšu, gan nefinanšu saistības.

Arī ražošanas uzņēmumu regresijas rezultāti liecina par kapitāla struktūras ietekmi gan uz finanšu cikla ilgumu, gan uz pašu kapitāla atdevi (3.3.tabula).

3.3.tabula

Ražošanas uzņēmumu darbības finanšu rezultātu regresijas rezultāti

Darbības finanšu rezultāts	Kapitāla struktūras rādītājs	Grupa	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
Finanšu cikla ilgums	TD/C	Visi	REM	1.339***	0.000
Finanšu cikla ilgums	LTD/C	Visi	REM	-1.064**	0.011
Finanšu cikla ilgums	TL/C	Visi	REM	0.626***	0.003
Finanšu cikla ilgums	STL/C	Visi	REM	-1.551***	0.000
Finanšu cikla ilgums	TL/C	1.grupa	REM	0.678**	0.017
Finanšu cikla ilgums	STL/C	1.grupa	REM	-0.146***	0.000
Finanšu cikla ilgums	TD/C	2.grupa	REM	2.905***	0.000
Finanšu cikla ilgums	LTD/C	2.grupa	REM	-2.751***	0.000
Finanšu cikla ilgums	TD/C	3.grupa	REM	1.877***	0.000
Pašu kapitāla atdeve	TD/C	Visi	REM	-0.658***	0.001
Pašu kapitāla atdeve	LTD/C	1.grupa	FEM	-1.535**	0.016
Pašu kapitāla atdeve	TD/C	3.grupa	REM	-1.488***	0.008
Pašu kapitāla atdeve	LTD/C	3.grupa	REM	2.205***	0.003

Piezīme: *** un ** apzīmē, ka koeficients ir statistiski nozīmīgs pie 1% un 5% līmeņa attiecīgi.

FEM – fiksēto efektu modelis, REM – gadījuma efektu modelis.

1.grupa – mazie uzņēmumi, 2.grupa – vidējie uzņēmumi, 3.grupa – lieli uzņēmumi.

Avots: autores veidota tabula.

Tāpat kā lauksaimniecības uzņēmumiem, arī ražošanas uzņēmumiem kapitāla struktūras ietekme tiek galvenokārt novērota attiecībā uz finanšu cikla ilgumu. Tikai atsevišķi rādītāji un atsevišķās grupās ietekmē pašu kapitāla atdevi. Būtu arī atzīmējams novērojams, ka ražošanas nozares uzņēmumu gadījumā finanšu rādītāji ir vairāk būtiski, salīdzinot ar lauksaimniecības uzņēmumiem.

Visu ražošanas nozaru uzņēmumu dati liecina par kapitāla struktūras rādītāju ietekmi gan uz finanšu cikla ilgumu, gan uz pašu kapitāla atdevi. Palielinot finanšu saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā par vienu procentu, sagaidāma uzņēmuma pašu kapitāla atdeves samazinājums par 0.66 procentiem. Savukārt palielinot finanšu saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā par vienu procentu, uzņēmuma finanšu cikla ilgums pieaug par vairāk nekā vienu dienu (1.34). Savukārt ilgtermiņa un īstermiņa kapitāla struktūras rādītāji norāda uz negatīvu kapitāla struktūras ietekmi uz finanšu ciklu. Proti, ja ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars tiek palielināts par vienu procentu, tad var prognozēt finanšu cikla ilguma samazinājumu par vairāk nekā vidēji 1 dienu. Šāda sakarība ir vērtējama pozitīvi, jo finanšu cikla samazināšana visbiežāk nozīmē labāku darba kapitāla pārvaldību.

Arī ražošanas nozares mazo uzņēmumu grupā novērojamas līdzīgas sakarības. Kopējā saistību rādītāja pieaugums var tikt asociēts ar ilgāku finanšu ciklu, savukārt īstermiņa saistību pieaugums nozīmē īsāku finanšu ciklu. Taču te būtu nepieciešams arī atzīmēt un uzsvērt regresijas koeficientu vērtības, kuras ir salīdzinoši nelielas (salīdzinot ar vidējiem un lieliem nozares uzņēmumiem). Tādēļ var secināt, ka ražošanas nozares mazo uzņēmumu grupā nav būtiskas kapitāla struktūras ietekmes uz finanšu cikla ilgumu. Pie tam šīs grupas uzņēmumi atšķiras arī ar ilgtermiņa aizņemtā kapitāla negatīvo ietekmi uz pašu kapitāla atdevi. Ja lauksaimniecības nozarē un ražošanas nozares lieliem uzņēmumiem var novērot, ka ilgtermiņa saistību pieaugums ir saistāms arī ar pašu kapitāla atdeves pieaugumu, tad ražošanas nozares maziem uzņēmumiem ir konstatējams pretējs rezultāts. Palielinot ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvaru par vienu procentu, uzņēmuma pašu kapitāla atdeve samazinās par vidēji 1.54 procentiem. Tas nozīmē, ka uzņēmumu ieguvumi no aizņemtā kapitāla izmantošanas ir mazāki par izmaksām un zaudējumiem.

Ražošanas nozares vidējo uzņēmumu grupā nav novērojama kapitāla struktūras ietekme uz pašu kapitāla atdevi. Savukārt kapitāla struktūras un finanšu cikla ilguma sakarība ir līdzīga jau iepriekšējiem rezultātiem. Palielinot kopējo finanšu saistību rādītāju par vienu procentu, var prognozēt finanšu cikla ilguma pieaugumu par vidēji 2.9 dienām. Turpretim, ja tiek palielināts ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla struktūrā par vienu procentu, tad var sagaidīt finanšu cikla ilguma samazinājumu par vidēji 2.7 dienām.

Būtiskas atšķirības nav novērotas arī ražošanas nozares lielo uzņēmumu grupā. Starp kopējo finanšu saistību rādītāju un finanšu cikla ilgumu pastāv pozitīva sakarība, kas ir vērtējams negatīvi. Būtu rekomendējams veikt tādas darbības no uzņēmuma vadošo speciālistu puses, kas samazinātu finanšu cikla ilgumu nevis to palielinātu. Savukārt attiecībā uz pašu kapitāla atdevi var konstatēt izteiktu kapitāla struktūras ietekmi. Ja ražošanas nozares lielo uzņēmumu grupā tiek palielināts ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars par vienu procentu, tad pašu kapitāla atdeve pieaug par vidēji 2.2 procentiem.

Kopumā ražošanas nozares uzņēmumu kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu regresijas dati norāda uz vairākām līdzībām ar lauksaimniecības uzņēmumiem. Pirmkārt, regresijas dati ir statistiski nozīmīgi galvenokārt kopējiem saistību rādītājiem. Tomēr, salīdzinot ar lauksaimniecības uzņēmumiem, ir novērojams nedaudz lielāks statistiski nozīmīgo regresiju skaits, kur tiek iekļautas finanšu saistības. Otrkārt, īstermiņa un ilgtermiņa saistību piesaiste samazina finanšu cikla ilgumu. Treškārt, kopējo saistību rādītāju ietekme uz pašu kapitāla atdevi ir negatīva, tikmēr ilgtermiņa saistību dati liecina par pozitīvu korelāciju. Var minēt divas galvenās ražošanas un lauksaimniecības nozares uzņēmumu atšķirības. Kā pirmo var minēt regresijas koeficientu vērtības. Lauksaimniecības uzņēmumiem novērojami augstāki regresijas koeficienti attiecībā uz kapitāla struktūras ietekmi uz finanšu cikla ilgumu. Turpretim kapitāla struktūras ietekme uz pašu kapitāla atdevi ir nedaudz lielāka ražošanas uzņēmumiem. Kā otru atšķirību var minēt ražošanas nozares mazo uzņēmumu grupas rezultātu starp ilgtermiņa finanšu saistībām un pašu kapitāla atdevi. Ilgtermiņa kapitāls citās uzņēmumu grupās parasti pozitīvi ietekmē pašu kapitāla atdevi (proti, piesaistot ilgtermiņa resursus, tiek sagaidīts pašu kapitāla atdeves pieaugums). Savukārt ražošanas nozares maziem uzņēmumiem novērota negatīva korelācija. Tas varētu norādīt, ka zaudējumi un izmaksas par aizņemtā kapitāla lietošanu būtiski pārsniedz aizņemtā kapitāla ieguvumus. Tādēļ ražošanas nozares vidējiem un lieliem uzņēmumiem kopumā būtu rekomendējams veikt izmaiņas attiecībā uz ilgtermiņa saistībām. Ilgtermiņa saistību pieaugums ir saistāms gan ar īsāku finanšu ciklu, gan ar lielāku pašu kapitāla atdevi.

Tirdzniecības uzņēmumu kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu regresijas dati ir apkopoti 3.4.tabulā. Ja salīdzina ar lauksaimniecības un ražošanas nozarēm, tad tirdzniecības nozares uzņēmumu grupā novērota vismazāk izteikta kapitāla struktūras ietekme uz uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem. Tāpat kā citiem Latvijas uzņēmumiem, arī tirdzniecības nozares uzņēmumiem konstatēta kapitāla struktūras ietekme galvenokārt uz

finanšu cikla ilgumu. Statistiski nozīmīgi dati attiecībā uz pašu kapitāla atdevi ir tikai mazo uzņēmumu grupā.

3.4.tabula

Tirdzniecības uzņēmumu darbības finanšu rezultātu regresijas rezultāti

Darbības finanšu rezultāts	Kapitāla struktūras rādītājs	Grupa	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
Finanšu cikla ilgums	TD/C	Visi	REM	0.497***	0.000
Finanšu cikla ilgums	LTD/C	Visi	REM	-0.360***	0.000
Finanšu cikla ilgums	STL/C	Visi	REM	-0.412***	0.000
Finanšu cikla ilgums	STD/C	1.grupa	FEM	0.426***	0.000
Finanšu cikla ilgums	TD/C	2.grupa	FEM	0.322***	0.006
Finanšu cikla ilgums	STL/C	2.grupa	FEM	-0.311**	0.022
Finanšu cikla ilgums	STD/C	3.grupa	FEM	0.938***	0.000
Finanšu cikla ilgums	STL/C	3.grupa	FEM	-0.886***	0.000
Pašu kapitāla atdeve	LTL/C	1.grupa	REM	0.769**	0.034
Pašu kapitāla atdeve	STL/C	1.grupa	REM	0.700**	0.034

Piezīme: *** un ** apzīmē, ka koeficients ir statistiski nozīmīgs pie 1% un 5% līmeņa attiecīgi.

FEM – fiksēto efektu modelis, REM – gadījuma efektu modelis.

1.grupa – mazie uzņēmumi, 2.grupa – vidējie uzņēmumi, 3.grupa – lielle uzņēmumi.

Avots: autores veidota tabula.

Analizējot visus nozares uzņēmumus kopā, var novērot līdzīgus regresijas rezultātus kā lauksaimniecības un ražošanas uzņēmumiem. Regresijas rezultāti ir statistiski nozīmīgi tikai attiecībā uz finanšu cikla ilgumu. Palielinot kopējo finanšu saistību rādītāju (TD/C) par vienu procentu, tad ir prognozējams finanšu cikla ilguma pieaugums par vidēji 0.50 dienām. Taču, apskatot atsevišķi ilgtermiņa un īstermiņa saistība, var konstatēt negatīvu korelāciju ar finanšu cikla ilgumu. Šādi rezultāti tika iegūti arī lauksaimniecības un ražošanas nozaru uzņēmumu gadījumā. Taču tirdzniecības nozares uzņēmumu regresijas dati norāda uz mazākiem regresijas koeficientiem, ja salīdzina ar abām pārējām nozarēm.

Tirdzniecības nozares maziem uzņēmumiem ir raksturīga kapitāla struktūras ietekme gan uz finanšu cikla ilgumu, gan uz pašu kapitāla atdevi. Palielinot īstermiņa finanšu saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā par vienu procentu, tiek sagaidāms finanšu cikla ilguma pieaugums par 0.43 dienām. Šāds rezultāts ir vērtējams negatīvi, jo ir vēlama finanšu cikla ilguma samazināšanās nevis tā pieaugums. Tikmēr ilgtermiņa saistību un īstermiņa saistību ietekme uz pašu kapitāla atdevi ir pozitīva. Pieaugot ilgtermiņa saistību īpatsvaram par vienu procentu, uzņēmuma pašu kapitāla atdeve palielinās par 0.77 procentiem. Savukārt īstermiņa saistību regresijas koeficienta vērtība ir nedaudz zemāka un sastāda 0.70.

Vidējo uzņēmumu grupā ir konstatējama kapitāla struktūras ietekme tikai uz finanšu cikla ilgumu. Palielinot kopējo finanšu saistību rādītāju, uzņēmuma finanšu cikla ilgums pieaug. Savukārt palielinot īstermiņa saistību rādītāju, uzņēmuma finanšu cikla ilgums

samazinās. Tātad iegūtie rezultāti ir līdzīgi tiem, kuri iegūti, analizējot visus nozares uzņēmumus kopā.

Arī tirdzniecības nozares lielo uzņēmumu grupā ir novērojama kapitāla struktūras ietekme tikai uz finanšu cikla ilgumu. Tomēr šīs grupas uzņēmumiem var konstatēt būtisku atšķirību, ja salīdzina ar pārējo nozaru uzņēmumu grupām. Proti, palielinot īstermiņa finanšu saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā par vienu procentu, var prognozēt finanšu cikla ilguma pieaugumu par vidēji 0.94 dienām. Tikmēr, pieaugot īstermiņa saistību (iekļautas gan finanšu, gan nefinanšu saistības) īpatsvaram par vienu procentu, uzņēmuma finanšu cikla ilgums samazinās par vidēji 0.89 dienām. Taču arī šeit būtu jāatzīmē, ka iegūtie regresijas koeficienti tirdzniecības uzņēmumiem ir zemāki par lauksaimniecības un ražošanas uzņēmumu koeficientiem.

Kopumā tirdzniecības nozaru uzņēmumu regresijas dati liecina par vairākām līdzībām ar lauksaimniecības un ražošanas uzņēmumiem. Pirmkārt, statistiski nozīmīgi rezultāti novēroti galvenokārt attiecībā uz finanšu cikla ilgumu. Otrkārt, arī tirdzniecības uzņēmumu regresijas rezultātos dominē galvenokārt kapitāla struktūras rādītāji, kuros ir iekļautas gan nefinanšu, gan finanšu saistības. Var minēt divas galvenās tirdzniecības nozaru uzņēmumu atšķirības no pārējiem uzņēmumiem. Kā pirmo būtisko atšķirību var minēt mazākas regresijas koeficientu vērtības. Tas liecina, ka tirdzniecības uzņēmumu kapitāla struktūra ietekmē darbības finanšu rezultātus, tomēr ietekme ir mazāk būtiska, salīdzinot ar abām pārējām nozarēm. Kā otru atšķirību jāmin īstermiņa finanšu saistību un finanšu cikla ilguma pozitīvā korelācija, kura nebija novērojama pārējām nozarēm.

Baltijas biržas uzņēmumu dati liecina par kapitāla struktūras ietekmi uz finanšu ciklu, taču tikpat būtiska ir arī kapitāla struktūras ietekme uz pašu kapitālu atdevi (3.5.tabula). Tā ir būtiska atšķirība no Latvijas nozaru uzņēmumu rezultātiem, jo tajos kapitāla struktūra ietekmē galvenokārt finanšu cikla ilgumu un tikai retos gadījumos pašu kapitāla atdeves regresijas dati ir statistiski nozīmīgi.

Visu Baltijas biržas uzņēmumu dati liecina, ka aizņemtā kapitāla piesaiste nozīmē īsāku finanšu ciklu. Tā ir būtiska atšķirība no iepriekš vērtētajiem Latvijas nozaru uzņēmumu rezultātiem, jo finanšu ciklu ietekmē gan finanšu, gan nefinanšu saistības. Piemēram, palielinot kopējo saistību rādītāju par vienu procentu, finanšu cikla ilgums samazinās par vidēji 1.6 dienām. Savukārt palielinot nefinanšu saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā par vienu procentu, var novērot finanšu cikla ilguma samazinājumu par vidēji 2.9 dienām. Negatīvi regresijas koeficienti iegūti arī LTD/C (-2.85) un STL/C (-1.77) rādītājiem. Kopumā tas norāda, ka aizņemtā kapitāla piesaiste ir saistāma ar īsāku finanšu cikla ilgumu. Tas apstiprina

vienu no promocijas darba autores izvirzītajām tēzēm, ka aizņemtā kapitāla piesaiste motivē uzņēmuma vadītājus veikt rūpīgāku darba kapitāla pārvaldīšanu, uzlabojot to efektivitāti, samazinot finanšu cikla ilgumu un iespējams arī palielinot uzņēmuma tirgus vērtību.

3.5.tabula

Baltijas biržas uzņēmumu darbības finanšu rezultātu regresijas rezultāti

Darbības finanšu rezultāts	Kapitāla struktūras rādītājs	Grupa	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
Finanšu cikla ilgums	LTD/C	Visi	FEM	-2.845***	0.001
Finanšu cikla ilgums	TL/C	Visi	FEM	-1.588***	0.005
Finanšu cikla ilgums	STL/C	Visi	FEM	-1.771***	0.000
Finanšu cikla ilgums	NFL/C	Visi	FEM	-2.915***	0.000
Finanšu cikla ilgums	LTL/C	1.grupa	REM	2.025**	0.019
Finanšu cikla ilgums	STD/C	2.grupa	FEM	3.618***	0.001
Finanšu cikla ilgums	TD/C	3.grupa	REM	2.307***	0.000
Finanšu cikla ilgums	LTD/C	3.grupa	REM	-2.246***	0.000
Finanšu cikla ilgums	TL/C	3.grupa	REM	-1.358***	0.000
Finanšu cikla ilgums	LTL/C	3.grupa	REM	0.830***	0.002
Pašu kapitāla atdeve	LTD/C	Visi	FEM	0.836***	0.000
Pašu kapitāla atdeve	TL/C	Visi	FEM	-0.397***	0.006
Pašu kapitāla atdeve	NFL/C	Visi	FEM	1.361**	0.000
Pašu kapitāla atdeve	TD/C	1.grupa	REM	-1.823***	0.000
Pašu kapitāla atdeve	LTD/C	1.grupa	REM	1.399***	0.001
Pašu kapitāla atdeve	LTD/C	2.grupa	FEM	-1.007**	0.038
Pašu kapitāla atdeve	STD/C	2.grupa	FEM	-0.731**	0.015
Pašu kapitāla atdeve	TD/C	3.grupa	REM	-0.914***	0.000
Pašu kapitāla atdeve	LTD/C	3.grupa	REM	1.035***	0.000
Pašu kapitāla atdeve	LTL/C	3.grupa	REM	-0.278***	0.003
NPA rādītājs	TD/C	Visi	REM	-0.266***	0.000
NPA rādītājs	TD/C	1.grupa	REM	-0.212**	0.045
NPA rādītājs	STD/C	2.grupa	FEM	-0.512***	0.001

Piezīme: *** un ** apzīmē, ka koeficients ir statistiski nozīmīgs pie 1% un 5% līmeņa attiecīgi.

FEM – fiksēto efektu modelis, REM – gadījuma efektu modelis.

1.grupa – mazie uzņēmumi, 2.grupa – vidējie uzņēmumi, 3.grupa – lielie uzņēmumi.

Avots: autores veidota tabula.

Turpinot visu Baltijas biržas uzņēmumu regresijas rezultātu analīzi, var secināt, ka divi no trijiem kapitāla struktūras rādītājiem pozitīvi ietekmē pašu kapitāla atdevi. Tikai starp kopējo saistību rādītāju (TL/C) un pašu kapitāla atdevi konstatēta negatīva korelācija (regresijas koeficienta vērtība -0.397). Tikmēr palielinot ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā par vienu procentu, uzņēmuma pašu kapitāla atdeve palielinās par vidēji 0.84 procentiem. Tomēr būtiskāka un nozīmīgāka ir nefinanšu saistību ietekme uz pašu kapitāla atdevi. Pieaugot nefinanšu saistību īpatsvaram par vienu procentu, uzņēmuma atdeves rādītājs pieaug par vidēji 1.4 procentiem. Tas nozīmē, ka pašu kapitāla atdeves kontekstā būtu rekomendējams Baltijas biržas uzņēmumiem veikt ilgtermiņa finanšu saistību un nefinanšu saistību izmaiņas.

Visbeidzot jāatzīmē, ka Baltijas biržas visu uzņēmumu grupā konstatēta arī negatīva finanšu saistību rādītāja (TD/C) ietekme uz NPA rādītāju. Tas nozīmē, ka palielinot kopējās finanšu saistības, samazinās uzņēmuma rentabilitātes rādītājs.

Īsumā apkopojot Baltijas biržas visu uzņēmumu regresijas rezultātus, var rekomendēt šiem uzņēmumiem veikt ilgtermiņa finanšu saistību un nefinanšu saistību piesaisti. Ja tiek palielināts šo kapitāla avotu īpatsvars kapitāla struktūrā, tad uzņēmuma finanšu cikla ilgums kļūst īsāks un palielinās pašu kapitāla atdeve.

Baltijas biržas mazo uzņēmumu grupā novērota kapitāla struktūras rādītāju lineāra ietekme uz finanšu cikla ilgumu, pašu kapitāla atdevi un NPA rādītāju. Palielinot ilgtermiņa kopējās saistības par vienu procentu, mazo uzņēmumu finanšu cikls kļūst ilgāks par vairāk nekā 2 dienām. Tikmēr palielinot kopējo finanšu saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā par vienu procentu, uzņēmumu pašu kapitāla atdeve samazinās par vidēji 1.8 procentiem, kā arī naudas plūsmas un aktīvu attiecība (NPA) samazinās par vidēji 0.21 procentiem. Tajā pašā laikā ir vērts atzīmēt ilgtermiņa finanšu kapitāla pozitīvo ietekmi uz pašu kapitāla atdevi. Regresijas koeficienta vērtība norāda, ka, palielinot ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvaru par vienu procentu, pašu kapitāla atdeve pieaug par vidēji 1.4 procentiem.

Baltijas biržas vidējo uzņēmumu regresijas rezultāti kopumā norāda uz nevēlamu kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem. Piesaistot ilgtermiņa finanšu saistības, uzņēmumu pašu kapitāla atdeve samazinās. Savukārt īstermiņa finanšu saistības nevēlamā virzienā ietekmē gan finanšu cikla ilgumu, gan pašu kapitāla atdevi, gan naudas plūsmas un aktīvu attiecību. Proti, palielinot īstermiņa finanšu saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā par vienu procentu, tiek sagaidāms garāks finanšu cikls par vidēji 3.7 dienām, zemāka pašu kapitāla atdeve par vidēji 0.73 procentiem un arī zemāks NPA rādītājs par vidēji 0.51 procentiem. Tādēļ vidējiem Baltijas biržas uzņēmumiem nebūtu rekomendējams veikt finanšu saistību piesaisti.

Baltijas biržas lielo uzņēmumu grupā var konstatēt kapitāla struktūras ietekmi tikai uz finanšu cikla ilgumu un pašu kapitāla atdevi. Kopējo ilgtermiņa saistību pieaugums (LTL/C) ir saistāms gan ar garāku finanšu ciklu, gan ar mazāku pašu kapitāla atdevi. Tāds pats secinājums var tikt izdarīts par kopējo finanšu rādītāju (TD/C). Starp finanšu cikla ilgumu un kopējām saistībām (TL/C) pastāv pozitīva korelācija, tomēr regresijas koeficients nav liels (-1.36). Lielāka nozīme lielo uzņēmumu grupā ir ilgtermiņa finanšu saistībām (LTD/C). Palielinot šī kapitāla avota īpatsvaru kapitāla struktūrā par vienu procentu, ir prognozējams īsāks finanšu cikls par vidēji 2.3 dienām un augstāka pašu kapitāla atdeve par vidēji 1 procentu. Tādēļ kopumā Baltijas biržas lieliem uzņēmumiem būtu rekomendējams piesaistīt ilgtermiņa aizņemto finanšu kapitālu, jo tas saistāms ar labākiem darbības finanšu rezultātiem.

Kopumā var izdarīt vairākus secinājumus par Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem. Pirmkārt, liela nozīme ir kapitāla struktūras rādītājiem, kuros ir iekļautas tikai finanšu saistības. Otrkārt, konstatēta kapitāla struktūras ietekme tikai uz trim no četriem darbības finanšu rezultātiem. Būtiska ir kapitāla struktūras ietekme uz uzņēmumu finanšu cikla ilgumu un pašu kapitāla atdevi; mazāk izteikta ir kapitāla struktūras un NPA rādītāja (naudas plūsmas un aktīvu attiecība) mijiedarbība. Nav konstatēta kapitāla rādītāju ietekme uz uzņēmuma tirgus vērtības rādītāju (P/E). Taču jāuzsver, ka šīs apakšnodaļas rezultāti ir attiecībā uz lineāro regresiju, savukārt vairums kapitāla struktūru teoriju prognozē nelineāru kapitāla struktūras un uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem. Nelineāras attiecības analīze tiek veikta 3.2.apakšnodaļā. Treškārt, gandrīz visās uzņēmumu grupās novērota pozitīva ilgtermiņa finanšu saistību ietekme uz darbības finanšu rezultātiem. Tāpēc Baltijas biržas uzņēmumiem būtu rekomendējama ilgtermiņa finanšu kapitāla piesaiste un izmantošana, jo tas saistāms ar īsāku finanšu ciklu un augstākiem atdeves rādītājiem.

Baltijas biržas uzņēmumu regresijas rezultāti tiek analizēti arī valstu griezumā (3.6.tabula).

3.6.tabula

Baltijas biržas uzņēmumu darbības finanšu rezultātu regresijas rezultāti (valstu griezumā)

Darbības finanšu rezultāts	Kapitāla struktūras rādītājs	Valsts	Modeļa veids	Regresijas koeficients	p-vērtība
1	2	3	4	5	6
Finanšu cikla ilgums	STD/C	Igaunija	FEM	2.448***	0.004
Finanšu cikla ilgums	TL/C	Igaunija	FEM	-1.918***	0.000
Finanšu cikla ilgums	STL/C	Igaunija	FEM	-0.877***	0.009
Finanšu cikla ilgums	STL/C	Latvija	FEM	-2.143***	0.002
Finanšu cikla ilgums	LTD/C	Lietuva	FEM	-1.984**	0.027
Finanšu cikla ilgums	TL/C	Lietuva	FEM	-2.437***	0.002
Pašu kapitāla atdeve	TD/C	Igaunija	REM	-1.905***	0.001
Pašu kapitāla atdeve	LTD/C	Igaunija	REM	1.647***	0.009
Pašu kapitāla atdeve	TD/C	Latvija	FEM	-0.602**	0.023
Pašu kapitāla atdeve	TL/C	Latvija	FEM	-0.346**	0.018
Pašu kapitāla atdeve	STL/C	Latvija	FEM	-0.229**	0.019
Pašu kapitāla atdeve	TD/C	Lietuva	REM	-1.448***	0.000
Pašu kapitāla atdeve	LTD/C	Lietuva	REM	1.139***	0.005
NPA rādītājs	TD/C	Igaunija	REM	-0.556**	0.016
NPA rādītājs	LTD/C	Igaunija	REM	0.499**	0.044
NPA rādītājs	TD/C	Latvija	FEM	-0.529***	0.000
NPA rādītājs	TL/C	Latvija	FEM	0.261***	0.000

Piezīme: *** un ** apzīmē, ka koeficients ir statistiski nozīmīgs pie 1% un 5% līmeņa attiecīgi.

FEM – fiksēto efektu modelis, REM – gadījuma efektu modelis.

Avots: autore veidota tabula.

Igaunijas uzņēmumu dati liecina par kapitāla struktūras ietekmi uz finanšu cikla ilgumu, pašu kapitāla atdevi, kā arī uz naudas plūsmas un aktīvu attiecību. Finanšu saistību piesaiste nozīmē garāku finanšu ciklu (STD/C). Tomēr attiecībā uz kopējo saistību rādītāju un kopējo īstermiņa saistību rādītāju iegūtie rezultāti liecina par negatīvu korelāciju ar finanšu cikla ilgumu. Taču nepieciešams arī atzīmēt nelielos regresijas koeficientus (-1.9 un -0.9). Tādēļ var secināt, ka kapitāla struktūras ietekme uz Igaunijas uzņēmumu finanšu ciklu nav izteikti būtiska. Lielāka kapitāla struktūras ietekme novērota attiecībā uz atdeves rādītājiem. Palielinot finanšu saistības par vienu procentu, uzņēmumu NPA rādītājs samazinās par vidēji 0.56 procentiem, savukārt pašu kapitāla atdeve samazinās par vidēji 1.9 procentiem. Pozitīva korelācija konstatējama starp ilgtermiņa finanšu saistībām un atdeves rādītājiem. Ja ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvars kapitāla struktūrā pieaug par vienu procentu, tad sagaidāms NPA rādītāja palielinājums par vidēji 0.50 procentiem un pašu kapitāla atdeves pieaugums par vidēji 1.6 procentiem. Tādēļ arī Igaunijas uzņēmumiem var rekomendēt ilgtermiņa finanšu kapitāla piesaisti. Tā ietekme uz finanšu ciklu nav statistiski nozīmīga, savukārt ar atdeves rādītājiem ir pozitīva korelācija. Tas arī nozīmē, ka Igaunijas uzņēmumu ieguvumi no ilgtermiņa finanšu kapitāla pārsniedz izmaksas.

Arī Latvijas biržas uzņēmumu regresijas rezultātu apkopojums norāda uz kapitāla struktūras ietekmi uz finanšu cikla ilgumu, pašu kapitāla atdevi un NPA rādītāju. Kopējā finanšu saistību rādītāja pieaugums korelējas ar pašu kapitāla atdeves un NPA rādītāja samazinājumu. Tikmēr pretrunīgi rezultāti iegūti attiecībā uz kopējām saistībām (TL/C) un kopējām īstermiņa saistībām (STL/C). Palielinot kopējo saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā par vienu procentu, tiek prognozēts naudas plūsmas un aktīvu attiecības pieaugums par vidēji 0.26 procentiem un pašu kapitāla atdeves samazinājums par vidēji 0.35 procentiem. Savukārt palielinot kopējās īstermiņa saistības par vienu procentu, var sagaidīt pašu kapitāla atdeves samazinājumu par vidēji 0.23 procentiem un par vidēji 2.1 dienām īsāku finanšu ciklu.

Visbeidzot Lietuvas uzņēmumu kapitāla struktūra ietekmē tikai divus no četriem darbības finanšu rezultātiem – finanšu cikla ilgumu un pašu kapitāla atdevi. Starp kopējām saistībām (TL/C) un finanšu ciklu ir negatīva korelācija, kas ir vērtējams pozitīvi (piesaistot papildus kapitālu, samazinās finanšu cikla ilgums). Savukārt arī starp finanšu saistībām (TD/C) un pašu kapitāla atdevi arī ir negatīva korelācija, kas šajā gadījumā ir nevēlama tendence (piesaistot papildus finanšu kapitālu, samazinās pašu kapitāla atdeve). Taču – līdzīgi kā Igaunijas uzņēmumiem – ir izteikta ilgtermiņa finanšu saistību ietekme uz finanšu ciklu un pašu kapitāla atdevi. Palielinot ilgtermiņa finanšu saistību kapitāla struktūrā par vienu procentu, uzņēmumu finanšu cikla ilgums samazinās par vidēji 1.98 dienām, savukārt pašu

kapitāla atdeve palielinās par vidēji 1.14 dienām. No iepriekšminētā izriet, ka Lietuvas uzņēmumiem arī būtu rekomendējams veikt ilgtermiņa finanšu kapitāla piesaisti.

Apakšnodaļas kopsavilkuma tabula (3.7.tabula) uzskatāmi parāda kapitāla struktūras ietekmi uz uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem.

3.7.tabula

Kopsavilkuma tabula par kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem

Saistību veids	Darbības finanšu rezultāts	Lauksaimniecības uzņēmumi	Ražošanas uzņēmumi	Tirdzniecības uzņēmumi
1	2	3	4	5
Ilgtermiņa finanšu	Finanšu cikla ilgums	-	-	-
Ilgtermiņa kopējās		-		
Īstermiņa finanšu		+		+
Īstermiņa kopējās		-	-	-
Ilgtermiņa finanšu	Pašu kapitāla atdeve		+/-	
Ilgtermiņa kopējās		+		+
Īstermiņa finanšu				
Īstermiņa kopējās				+
Saistību veids	Darbības finanšu rezultāts	Baltijas biržas uzņēmumi		
Ilgtermiņa finanšu	Finanšu cikla ilgums		-	
Ilgtermiņa kopējās			+	
Īstermiņa finanšu			+	
Īstermiņa kopējās			-	
Ilgtermiņa finanšu	Pašu kapitāla atdeve		+/-	
Ilgtermiņa kopējās			-	
Īstermiņa finanšu			+	
Īstermiņa kopējās				
Ilgtermiņa finanšu	Naudas plūsmas un aktīvu attiecība (NPA)			
Ilgtermiņa kopējās				
Īstermiņa finanšu			-	
Īstermiņa kopējās				
Ilgtermiņa finanšu	P/E rādītājs			
Ilgtermiņa kopējās				
Īstermiņa finanšu				
Īstermiņa kopējās				
Saistību veids	Darbības finanšu rezultāts	Igaunija	Latvija	Lietuva
Ilgtermiņa finanšu	Finanšu cikla ilgums			-
Ilgtermiņa kopējās				
Īstermiņa finanšu		+		
Īstermiņa kopējās		-	-	
Ilgtermiņa finanšu	Pašu kapitāla atdeve	+		+
Ilgtermiņa kopējās				
Īstermiņa finanšu				
Īstermiņa kopējās			-	
Ilgtermiņa finanšu	Naudas plūsmas un aktīvu attiecība (NPA)	+		
Ilgtermiņa kopējās				
Īstermiņa finanšu				
Īstermiņa kopējās				
Ilgtermiņa finanšu	P/E rādītājs			
Ilgtermiņa kopējās				
Īstermiņa finanšu				
Īstermiņa kopējās				

Piezīme: "+" pozitīva korelācija, "-" negatīva korelācija, tukša aile – nav konstatēta statistiski nozīmīga sakarība.

Avots: autores veidota tabula.

Kopumā detalizētie Baltijas biržas uzņēmumu regresijas rezultāti joprojām neiekļauj statistiski nozīmīgu kapitāla struktūras ietekmi uz akcijas tirgus vērtību. Taču jāņem vērā, ka lielākā daļa kapitāla struktūras teoriju prognozē nelineāru sakarību starp kapitāla struktūru un darbības finanšu rezultātiem; tas tiks analizēts nākamajā darba apakšnodaļā.

Apakšnodaļas noslēgumā var izdarīt šādus galvenos secinājumus par kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem:

- Ilgtermiņa finanšu saistību un kopējo īstermiņa saistību piesaiste saīsina finanšu cikla ilgumu. Šāds rezultāts iegūts visās trijās Latvijas nozarēs (lauksaimniecība, ražošana un tirdzniecība) un arī attiecībā uz Baltijas biržas uzņēmumiem. Tas pierāda vienu no promocijas darba tēzēm, ka saistību piesaiste ir saistāma ar īsāku finanšu ciklu, jo uzņēmuma vadošie speciālisti ir spiesti uzlabot darba kapitāla pārvaldību. Papildus iepriekšminētajām pastāv arī liela varbūtība, ka kreditori veic uzņēmuma saimnieciskās darbības uzraudzību;
- Ilgtermiņa (gan finanšu, gan nefinanšu) saistību palielināšana nozīmē augstāku pašu kapitāla atdevi Latvijas nozaru uzņēmumiem. Savukārt Baltijas biržas uzņēmumiem augstāku pašu kapitāla atdevi nodrošina finanšu (gan ilgtermiņa, gan īstermiņa) saistību piesaiste;
- Kopumā nav novērota būtiska kapitāla struktūras ietekme uz naudas plūsmas un aktīvu attiecību (NPA rādītājs). Baltijas biržas visiem uzņēmumiem konstatēta negatīva korelācija ar īstermiņa finanšu saistībām, savukārt pastāv pozitīva korelācija ar ilgtermiņa finanšu saistībām;
- Nav konstatēta kapitāla struktūras ietekme uz uzņēmuma tirgus vērtību, kas promocijas darba ietvaros tiek mērīta ar P/E rādītāju. Taču tas nenozīmē, ka kapitāla struktūra tiešām neietekmē uzņēmuma tirgus vērtību, jo šajā apakšnodaļā novērtēta lineāra regresija. Vairums kapitāla struktūras teoriju prognozē un aizstāv nelineāru sakarību starp uzņēmuma kapitāla struktūru un tirgus vērtību. Kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu nelineārā sakarība tiek pētīta nākamajā apakšnodaļā.

3.2. Kapitāla struktūras intervālu pielietojums finanšu rezultātu pilnveidošanā

Pēdējos gadu desmitos ir veikti neskaitāmi kapitāla struktūras pētījumi. Tomēr, ja vērtē pētījumu tematiku, tad var secināt, ka lielākā daļa publikāciju apskata kapitāla struktūras ietekmējošos faktoros vai kapitāla struktūras ietekmi uz pašu kapitāla atdevi. 1.nodaļā darba autore jau minēja, ka pašu kapitāla atdeve bieži tiek pieņemta gan kā rentabilitātes rādītājs, gan kā uzņēmuma tirgus vērtības mērs. Tomēr autores skatījumā pašu kapitāla atdeve nevar tikt izmantota kā uzņēmuma tirgus vērtības rādītājs. Kā galveno iemeslu var minēt to, ka pašu kapitāla atdeves samazinājums ne vienmēr korelē ar uzņēmuma tirgus vērtības samazinājumu. Pie tam jāatzīmē, ka pašu kapitāla atdeve tiek aprēķināta kā neto peļņas un vidējā pašu kapitāla dalījums. Izrietoši rādītāja aprēķināšanā tiek ņemta vērā tikai pārskata gada peļņa un pašu kapitāla apmērs. Savukārt tiek pieņemts, ka akcijas cena atspoguļo ne tikai uzņēmuma pašreizējos finanšu rādītājus, bet arī uzņēmuma nākotnes perspektīvas, sagaidāmās naudas plūsmas, darbības rezultātu paredzamību un investoru viedokli par uzņēmuma vadošo speciālistu un darbinieku prasmēm (*K.Berman, J.Knight, J.Case, 2013*). Tādēļ atšķiras gan pašu kapitāla atdeves, gan uzņēmuma tirgus vērtības faktori un dinamika. Tādējādi secināms, ka pašu kapitāla atdevi nevar izmantot kā uzņēmuma tirgus vērtības rādītāju kapitāla struktūras pētījumos.

Turklāt jāuzsver, ka liela daļa no iepriekšminētajiem pētījumiem, kur tiek pētīta kapitāla struktūras ietekme uz pašu kapitāla atdevi kā uzņēmuma tirgus vērtības mēru, tiek analizēta lineāra sakarība. Kapitāla struktūras ietekme uz pašu kapitāla atdevi tiek analizēta, izmantojot galvenokārt korelācijas un vienfaktoru vai daudzfaktoru lineāro regresiju. Tas nozīmē, ka tiek pieņemts, ka starp abiem rādītājiem eksistē lineāra sakarība. Tas savukārt neatbilst plaši izplatītam viedoklim un kapitāla struktūras tradicionālai pieejai, kura nosaka, ka starp darbības finanšu rezultātiem un kapitāla struktūru pastāv nelineāra sakarība.

Tā kā lielākā daļa empīrisko pētījumu apskata kapitāla struktūras faktoros un kapitāla struktūras ietekmi uz pašu kapitāla atdevi, tad tas nozīmē, ka relatīvi maz pētījumu publicēti par nelineāru sakarību identificēšanu starp kapitāla struktūru un darbības finanšu rezultātiem. Turklāt jāpiebilst, ka nav daudz publikāciju, kur tiktu empīriski pierādīts un aprēķināts specifisks kapitāla struktūras intervāls, kurā uzņēmuma tirgus vērtība (vai citi darbības finanšu rezultāti) ir maksimizēta vai palielinās. Tāpēc šajā apakšnodaļā tiek vērtēta un analizēta kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu nelineārā sakarība.

Veicot kapitāla struktūras empīrisko pētījumu analīzi, promocijas darba autore konstatēja, ka noteikta kapitāla struktūras intervāla aprēķināšana galvenokārt notiek tikai divos gadījumos:

- E.Dudleja (*E.Dudley, 2007*) izstrādātā metodoloģija attiecas uz dinamisko kompromisa teoriju. Dinamiskā kompromisa teorija nosaka, ka uzņēmumi ļauj aizņemtā kapitāla rādītājam svārstīties noteiktā optimālā intervālā;
- B.E.Hansena (*B.E.Hansen, 1999, 2000*) izstrādātā sliekšņa regresijas modeļa pieeja (*threshold regression*). Izmantojot šo izstrādāto metodoloģiju, iespējams aprēķināt noteiktus kapitāla struktūras intervālus, kad konkrētais darbības finanšu rezultāts palielinās.

E.Dudleja (*E.Dudley, 2007*) kapitāla struktūras intervāla identificēšana balstās uz dinamiskās kompromisa teorijas pamatprincipiem. Šī teorija pieņem, ka papildus aizņemtais kapitāls tiek piesaistīts, ja uzņēmuma aizņemtā kapitāla īpatsvars kļūst zemāks par apakšējo intervāla robežu. Savukārt aizņemtais kapitāls tiek atmaksāts, ja uzņēmuma aizņemtā kapitāla īpatsvars ir lielāks par augšējo intervāla robežu. Uzņēmuma i augšējā un apakšējā intervāla robežas tiek apzīmētas attiecīgi \overline{L}_i^* un \underline{L}_i^* , savukārt uzņēmuma (tirgus) aizņemtā kapitāla rādītājs ir z_i . Tātad uzņēmuma kapitāla struktūras attiecību pret tā robežām var apzīmēt ar y_i (3.5.).

$$y_i = \begin{cases} 0 & \underline{L}_i^* \leq z_i \leq \overline{L}_i^* \\ -1 & z_i > \overline{L}_i^* \\ 1 & z_i < \underline{L}_i^* \end{cases} \quad (3.5.)$$

Mainīgais y_i var pieņemt vienu trīs vērtībām (-1, 0, 1), atkarībā no tā vai uzņēmuma aizņemtā kapitāla rādītājs ir pārsniedzis apakšējo vai augšējo intervāla robežu. Saskaņā ar kapitāla struktūras kompromisa teorijas dinamisko pieeju uzņēmumi piesaista aizņemto kapitālu, ja ir sasniegta apakšējā robeža. Savukārt augšējās robežas tuvumā uzņēmumi veic parāda atmaksu. Izrietoši var pieņemt, ka, ja uzņēmums veic aizņemtā kapitāla piesaisti periodā t , tad iepriekšējā periodā $t-1$ uzņēmuma aizņemtā kapitāla rādītājs bija pārsniedzis apakšējo robežu. Līdzīgu secinājumu var izdarīt arī par parāda atmaksu periodā t – iepriekšējā periodā var novērot aizņemtā kapitāla rādītāju pie augšējās intervāla robežas. Ja aizņemtā kapitāla apjoms palielinās, tad $y_i = -1$; ja samazinās, tad $y_i = 1$. Savukārt, ja pārskata gadā netiek identificētas izmaiņas, tad šī mainīgā vērtība ir 0.

Kā norāda pētījuma autors E.Dudlejs, tad var izdarīt secinājumus par vairākiem modeļa trūkumiem. Pirmkārt, uzņēmuma lēmumi par aizņemtā kapitāla piesaisti vai tā atmaksu var arī nebūt saistīti ar intervāla robežu sasniegšanu. Otrkārt, atšķirībā no citiem modeļiem, nevar izdarīt secinājumus par citām kapitāla struktūras teorijām, pamatojoties uz šī

modeļa rezultātiem. Treškārt, modelis neapskata uzņēmumus, kuru kapitāla struktūra nav vai arī ir maz aizņemtā kapitāla, jo kapitāla struktūras kompromisa teorijas dinamiskā pieeja nespēj izskaidrot šo fenomenu. Promocijas darba autore uzskata, ka pie pieejas trūkumiem vajadzētu uzskaitīt arī to, ka tiek izmantots aizņemtā kapitāla tirgus rādītājs. Ja uzņēmuma aizņemtais kapitāls netiek kotēts biržā, tad tā aizņemtā kapitāla bilances vērtības pārrēķināšana tirgus vērtībā saistāma ar daudziem pieņēmumiem. Šobrīd nav zinātniskajā literatūrā vispārpieņemtās metodikas kā veikt bilances rādītāju pārrēķināšanu tirgus rādītājos.

Šis modelis ir ticis izmantots citos pētījumos, piemēram, M.Kokoreva (*M.Kokoreva, 2012*), izmantojot BRIC un Austrumeiropas valstu (tai skaitā arī Baltijas) uzņēmumu datus. Analīze balstījās uz diviem kapitāla struktūras rādītājiem. Tika secināts, ka Austrumeiropas valstu uzņēmumu optimālais kapitāla struktūras intervāls svārstās no 43% līdz 57%, ja izmanto finanšu saistību īpatsvaru kopējā kapitāla struktūrā. Savukārt, ja izmanto finanšu saistību īpatsvaru kapitāla kopsomas struktūrā, tad tiek iegūts daudz šaurāks intervāls no 20% līdz 22%.

Pēc būtības E.Dudleja pieeja optimāla kapitāla struktūras intervāla identificēšanā balstās uz to, ka uzņēmumi mēģina uzturēt savu aizņemtā kapitāla īpatsvaru noteiktās robežās. Promocijas darba autore uzskata, ka iepriekšminētais ir arī pieejas galvenais trūkums, jo aprēķina rezultātā tiek iegūtas noteiktas intervāla robežas, kuras aptuveni uzņēmums vēsturiski ir ievērojis. Taču metodika un iegūtais rezultāts nedod atbildi uz jautājumu vai šāds kapitāla struktūras intervāls ir atbilstošs konkrētajam uzņēmumam un kādu ietekmi tas rada uz darbības finanšu rezultātiem. Šo trūkumu mēģina labot empīrisko pētījumu autori, kuri kapitāla struktūru un darbības finanšu rezultātus pēta, izmantojot B.E.Hansena (*B.E.Hansen, 1999, 2000*) izstrādāto ekonometrijas instrumentu – sliekšņa regresijas modeli (*threshold regression model*).

Sliekšņa regresijas modeļa pieeju izstrādāja B.E.Hansens (*B.E.Hansen, 1999, 2000*). Pieņemot, ka uzņēmums var tikt apzīmēts ar i un laiks ar t , tad modeļa vienādojums ir (3.6.):

$$y_{it} = \begin{cases} \mu_i + \beta_1' x_{it} + \varepsilon_{it}, & q_{it} \leq \gamma \\ \mu_i + \beta_2' x_{it} + \varepsilon_{it}, & q_{it} > \gamma \end{cases}, \quad (3.6.)$$

kur

μ_i – brīvais loceklis,

β_1, β_2 – regresijas koeficienti,

ε_{it} – kļūda,

γ – sliekšnis.

Pēc būtības γ ir noteikts aizņemtā kapitāla īpatsvars un tiek aprēķināti parasti divi regresijas koeficienti: viena regresija, ja aizņemtā kapitāla īpatsvars ir mazāks vai vienāds ar γ un otra regresija, ja aizņemtā kapitāla īpatsvars ir lielāks par γ .

Sliekšņa vērtības un regresijas modeļu novērtēšana tiek veikta trīs posmos:

1. Modelī tiek ievietotas visas iespējamās sliekšņa vērtības {1%, 1.25%, 1.50%...98.75%, 99% } un pie katras vērtības tiek aprēķināta kļūdu summa;
2. Sliekšņa vērtība γ tiek noteikta tāda, kura minimizē kļūdu summu;
3. Iepriekšējā punktā iegūtā sliekšņa vērtība tiek izmantota, lai novērtētu abu regresijas modeļu koeficientus.

Promocijas darba autore uzskata, ka šāda modeļa pielietošana kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu pētījumos ir pamatota. Kā galveno iemeslu var minēt zinātniskajā literatūrā plaši izplatīto argumentu, ka starp uzņēmuma tirgus vērtību un kapitāla struktūru pastāv nelineāra sakarība. Izrietoši kapitāla struktūras un uzņēmuma tirgus vērtības pētījumos būtu jāizmanto modeļus un citas metodes, lai atklātu tieši šo nelineāro sakarību.

Šī pieeja ir izmantota vairākos empīriskos pētījumos. F.Lins un T.Čangs (*F.Lin, T.Chang, 2011*) analizē aizņemtā kapitāla ietekmi uz uzņēmuma tirgus vērtību, izmantojot 196 Taivānas kotēto uzņēmumu datus par laika periodu no 1993.gada līdz 2005.gada. Tika secināts, ka pastāv divi sliekšņi – 9.86% un 33.33%. Proti, ja aizņemtā kapitāla rādītājs ir mazāks par 9.86%, tad uzņēmuma tirgus vērtība (kā uzņēmuma tirgus vērtības mērs tiek izmantots Tobina Q rādītājs, kurš tiek aprēķināts kā uzņēmuma aktīvu tirgus vērtības dalījums ar aktīvu bilances vērtību) pieaug par 0,0546%, palielinoties finanšu sviras rādītājam par 1%. Ja aizņemtā kapitāla rādītājs atrodas intervālā no 9.86% līdz 33.33%, tad palielinoties rādītājam par 1%, uzņēmuma tirgus vērtība pieaug par 0,0057%. Visbeidzot virs 33.33% netika konstatēta statistiski nozīmīga sakarība starp kapitāla struktūru un uzņēmuma tirgus vērtību. Pēc darba autores uzskatiem tika iegūta maza kapitāla struktūras ietekme uz uzņēmuma tirgus vērtību. Pirmkārt, Tobina Q rādītājs neparāda uzņēmuma tirgus vērtību, bet gan tikai tā tirgus vērtības attiecību pret bilances vērtību. Otrkārt, ņemot vērā, ka vidējais Tobina Q rādītājs periodā bija 0.82, tad var izdarīt secinājumu, ka 1% izmaiņas kapitāla struktūrā maina uzņēmuma tirgus vērtības rādītāju intervālā no 0.8195 līdz 0.8205. Šādas izmaiņas var definēt kā nenozīmīgas.

Cits pētījums savukārt apskata 92 Vjetnamas uzņēmumus laika periodā no 2005.gada līdz 2010.gadam (*N.T.Cuong, N.T.Canh, 2012*). Kā uzņēmuma tirgus vērtības mērs tika izmantota pašu kapitāla atdeve. Šī pētījuma rezultātā tika secināts, ka, lai palielinātu uzņēmuma tirgus vērtību, būtu jāizmanto aizņemtais kapitāls, kurš nepārsniedz 59.27% sliekšni.

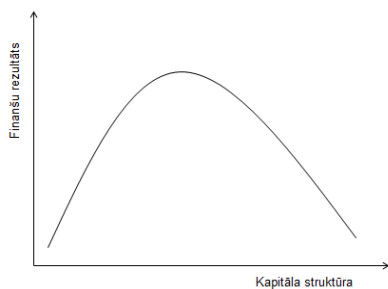
Pētnieku grupa no Lielbritānijas arī izmantoja šo metodoloģiju (*F.Coricelli, N.Driffield, S.Pal, I.Roland, 2011*). Šajā pētījumā tika analizēts kā aizņemtais kapitāls ietekmē Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu uzņēmumu izaugsmi. Datu izlasē tika iekļauti 16 valstu uzņēmumi, tai skaitā arī Latvijas, Lietuvas, Igaunijas uzņēmumi, par laika periodu no 1999.gada līdz 2008.gadam. Uzņēmumi tika sadalīti vairākās grupās, piemēram, lieli uzņēmumi, rentabli uzņēmumi, uzņēmumi bez piesaistītā aizņemtā kapitāla u.tml. Piemēram, tika secināts, ka lieliem uzņēmumiem, kuriem finanšu saistības svārstās intervālā no 26% līdz 45%, ir labāki produktivitātes rādītāji.

Šajā apakšnodaļā promocijas darba autore izmanto iepriekšminēto metodoloģiju, lai noteiktu kapitāla struktūras intervālus, kad katram darbības finanšu rezultātam ir novērojama pozitīva tendence. Latvijas nozaru uzņēmumu gadījumā – tāpat kā iepriekš – tika pētīti divi darbības finanšu rezultāti: finanšu cikla ilgums un pašu kapitāla atdeve. Baltijas biržas uzņēmumiem analīze tiek veikta attiecībā uz četriem darbības finanšu rezultātiem: finanšu cikla ilgums, pašu kapitāla atdeve, naudas plūsmas un aktīvu attiecība (NPA), P/E rādītājs. Atšķirībā no iepriekšējām apakšnodaļām vairs netiek atsevišķi pētītas īstermiņa un ilgtermiņa saistības. Šajā apakšnodaļā tiek izmantota sliekšņa regresijas metode, lai noteiktu TD/C un TL/C intervālus, kad kāds konkrēts darbības finanšu rezultāts uzrāda augšupejošu tendenci.

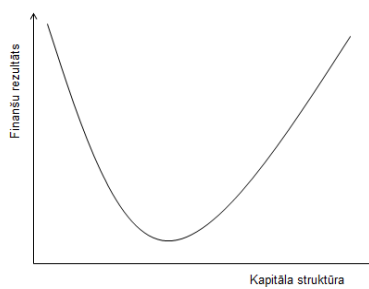
Taču pirms regresijas rezultātu analīzes promocijas darba autore apskata iespējamo sakarību veidus starp kapitāla struktūru, uzņēmuma tirgus vērtību un citiem darbības finanšu rezultātiem (3.1.attēls).

1.sakarību veids. Sakarība starp kapitāla struktūru un uzņēmuma tirgus vērtību var tikt attēlota parabolas formā (zari vērsti uz leju). Šo sakarību vistiešāk prognozē un argumentē kapitāla struktūras tradicionālā pieeja. Citas kapitāla struktūras teorijas (piemēram, kapitāla struktūras kompromisa teorija) netieši arī pierāda šādu attiecību starp kapitāla struktūru un uzņēmuma tirgus vērtību.

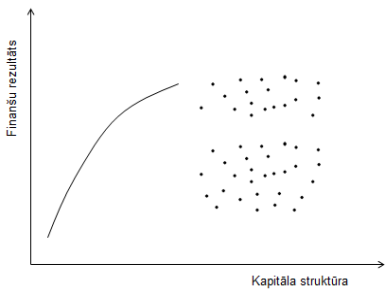
Ja uzņēmuma kapitāla struktūrā nav aizņemtā finanšu kapitāla (proti, aktīvi pilnā apmērā ir finansēti ar pašu kapitālu), tad finanšu saistību piesaiste samazina vidējo svērto kapitāla cenu. Aizņemtā kapitāla cena parasti ir zemāka par pašu kapitāla cenu, tādēļ vidējā svērtā kapitāla cena samazinās un uzņēmuma tirgus vērtība šajā posmā pieaug. Noteiktā punktā aizņemtā finanšu kapitāla piesaiste kļūst dārgāka (jo uzņēmuma kapitāla struktūrā jau ir zināms finanšu saistību apmērs un pieaug saistību nepildīšanas risks) un vidējā svērtā kapitāla cena sāk pieaugt. Tas nozīmē, ka uzņēmuma tirgus vērtība sāk samazināties.



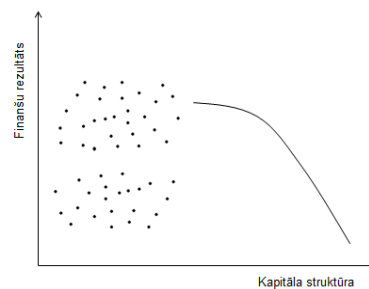
1. sakarību veids



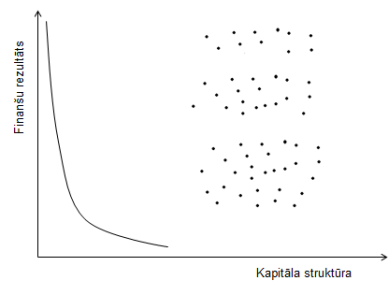
2. sakarību veids



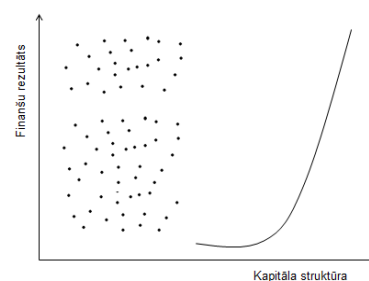
3. sakarību veids



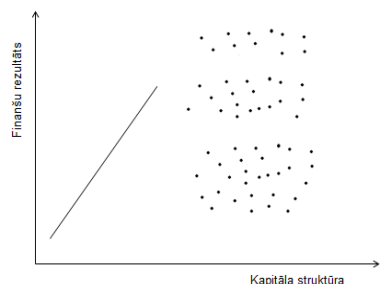
4. sakarību veids



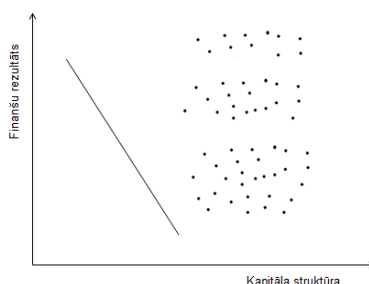
5. sakarību veids



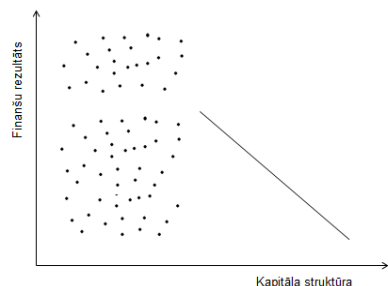
6. sakarību veids



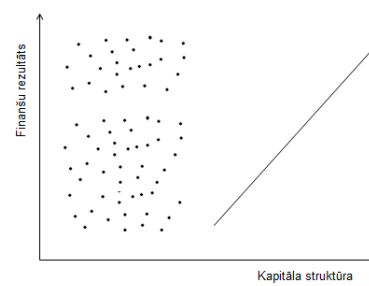
7. sakarību veids



8. sakarību veids



9. sakarību veids



10. sakarību veids

3.1. attēls. Kapitāla struktūras un finanšu rezultātu sakarību veidi

Avots: autores veidoti attēli.

Tā kā kapitāla struktūras un uzņēmuma tirgus vērtība var tikt attēlota parabolas funkcijas formā, tad ir iespējams aprēķināt konkrētu maksimuma punktu (pamatojoties uz

funkcijas vienādojumu), kad uzņēmuma tirgus vērtība ir maksimizēta. Šis scenārijs ir populārs akademiķu vidū, bet empīriski pētījumi neapstiprina šādu kapitāla struktūras un tirgus vērtības attiecību.

2.sakarību veids. Šis ir iepriekšējās sakarības pretējs variants. Kapitāla struktūras un uzņēmuma tirgus vērtības attiecība var tikt arī attēlota parabolas formā, tikai zari ir vērsti uz augšu. Augsta uzņēmuma tirgus vērtība ir novērojama, kad saistību īpatsvars ir ļoti zems un ļoti augsts. Nav iespējams aprēķināt konkrētu maksimuma punktu, taču finanšu saistību īpatsvara iespējamās vērtības svārstās no 0 (uzņēmuma kapitāla struktūrā nav aizņemtā kapitāla un tā aktīvi tiek pilnā apmērā finansēti no pašu kapitāla) līdz 1 (uzņēmuma kapitāls sastāv tikai no aizņemtā kapitāla). Tādēļ teorētiski var noteikt, ka uzņēmuma tirgus vērtība ir maksimizēta, kad saistību īpatsvars ir 0% vai 100%. Jāpiebilst, ka Latvijas nozaru uzņēmumu gadījumā bieži konstatēta parādība ir tas, ka aizņemtā kapitāla īpatsvars pārsniedz 100%. Iepriekšminētais rodas situācijās, kad uzņēmumam ir negatīvs pašu kapitāls (proti, uzkrātie iepriekšējo periodu zaudējumi pārsniedz iemaksāto īpašnieku kapitālu).

Pastāv maza varbūtība, ka praksē būs novērojama šāda kapitāla struktūras un tirgus vērtības attiecībā. Tomēr augsta uzņēmuma tirgus vērtība pie neliela un pie paaugstināta saistību īpatsvara var tikt pamatota. Kad finanšu saistību īpatsvars ir neliels, tad uzņēmuma saistību nepildīšanas risks ir zems. Tādēļ var tikt novērota augsta uzņēmuma tirgus vērtība. Piesaistot papildus aizņemto kapitālu, uzņēmuma tirgus vērtība sāk samazināties. Pārsniedzot konkrētu kapitāla struktūras punktu, uzņēmuma tirgus vērtība atkal sāk paaugstināties. Iespējams, ka to var izskaidrot ar kreditoru un investoru gaidām attiecībā uz uzņēmuma nākotnes perspektīvām. Piemēram, Baltijas biržas uzņēmumu izlasē ir iekļauti lieli uzņēmumi un tādēļ jau pastāv uzņēmuma lieluma efekts. Proti, kā pētīts iepriekšējās apakšnodaļās, tad uzņēmuma lielums pozitīvi korelē ar saistību pieaugumu, jo lieliem uzņēmumiem parasti ir novērojama naudas plūsmas mazāka volatilitāte un augstākas diversifikācijas iespējas. Papildus jāatzīmē, ka šāda lieluma uzņēmumu saistības un to izmaiņas ir izsakāmas miljonos EUR. Tādēļ ir tikai loģiski un sagaidāms, ka uzņēmuma kreditori veic detalizētu uzņēmuma saimnieciskās darbības un nākotnes projektu analīzi. Finanšu saistību pieaugums šajā intervālā var radīt pozitīvu signālu tirgum, ka uzņēmumam ir pozitīvas nākotnes perspektīvas un tādēļ ir sagaidāms uzņēmuma tirgus vērtības pieaugums. Tātad kopumā uzņēmuma tirgus vērtības pieaugumu pie augstiem kapitāla struktūras rādītājiem var izskaidrot ar kreditoru pozitīvo atzinumu par uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem un pozitīvajām nākotnes perspektīvām. Šādu sakarību var izskaidrot arī izmantojot informācijas asimetrijas hipotēzi. Proti, kreditoriem izvērtējot papildus finanšu resursu piešķiršanu, tie iegūst plašāku un detalizētāku informāciju par uzņēmumu. Šī

informācija var arī nebūt pieejama pārējiem tirgus dalībniekiem. Tādēļ kreditoru pozitīvais lēmums pie augstiem saistību rādītājiem jau atkal var liecināt par uzņēmuma tirgus vērtības pieaugumu.

3. sakarību veids ir atvasināts no 1.sakarību veida. Vispirms uzņēmuma tirgus vērtība pieaug, kad tiek piesaistīts zināms aizņemtā kapitāla apmērs (aizņemtā kapitāla cena ir lētāka par pašu kapitāla cenu un izrietoši tiek samazināta vidējā svērtā kapitāla cena). Tiek sasniegts uzņēmuma tirgus vērtības maksimums pie zināma kapitāla struktūras punkta. Uzņēmumam turpinot veikt aizņemtā kapitāla piesaisti, attiecība starp kapitāla struktūru un tirgus vērtību nav statistiski nozīmīga (korelācija tuvu 0). Uzņēmumiem būtu rekomendējams izmantot tādu saistību īpatsvaru, kas ir tuvu tam, kurš maksimizē uzņēmuma tirgus vērtību. Taču saistību īpatsvaram ir jābūt nedaudz zemākam, jo tas nozīmē, ka uzņēmuma tirgus vērtība turpina nedaudz pieaugt. Ja saistību īpatsvars pārsniedz uzņēmuma tirgus vērtības maksimuma punktu, tad sakarība nav identificējama.

4. sakarību veids arī ir atvasināts no 1.sakarību veida un apskata kapitāla struktūras posmu, kad uzņēmuma tirgus vērtības maksimizācijas punkts ir pārsniegts. Pirms uzņēmuma tirgus vērtības maksimizācijas punkta nav konstatējama būtiska sakarība starp kapitāla struktūru un uzņēmuma tirgus vērtību. Arī šādā situācijā būtu rekomendējams piesaistīt tādu aizņemto kapitālu, kas ir tuvu vai nedaudz zem maksimuma punkta. Tas ir pamatojams ar to, ka ir labāk saglabāt zināmu finanšu elastību, nevis mēģināt tuvināties maksimuma punktam pēc iespējas tuvāk.

5. sakarību veids ir atvasināts no 2.sakarību veida. Šāds modelis paredz, ka uzņēmuma tirgus vērtība ir ļoti augsta, kad saistību īpatsvars ir ļoti zems. Teorētiski uzņēmuma tirgus vērtība tiek maksimizēta, kad finanšu saistību īpatsvars kapitāla struktūrā ir 0. Tas saistāms ar iepriekšminēto finanšu risku (2.sakarību veids). Ja uzņēmuma kapitāla struktūrā dominē pašu kapitāls, tad uzņēmuma finanšu kapacitāte ir augsta, bet saistību nepildīšanas risks ir zems. Piesaistot relatīvi nelielu aizņemtā kapitāla apmēru, uzņēmuma tirgus vērtība būtiski samazinās. Noteiktā punktā (kad finanšu saistību īpatsvars joprojām ir neliels, bet uzņēmuma tirgus vērtība ir zema) tirgus vērtības samazinājums kļūst ļoti lēzens. Visbeidzot pie lielākiem finanšu saistību rādītājiem vairs nav konstatējama statistiski nozīmīga sakarība starp kapitāla struktūru un uzņēmuma tirgus vērtību. Iespējams, ka šāda kapitāla struktūras un uzņēmuma tirgus vērtības mijiedarbības tendence var tikt izskaidrota ar investoru neuzticību uzņēmuma vadītājiem vai gadījumos, kad tiek piesaistīts īstermiņa finanšu kapitāls, lai labotu kļūdas darba kapitāla pārvaldīšanā. Šī scenārija ietvaros uzņēmumiem būtu rekomendējams izmantot nelielu aizņemtā kapitāla īpatsvaru un izvairīties no papildus finanšu saistībām.

6. sakarību veids iekļauj 2.sakarību veida otro daļu. Uzņēmuma kapitāla struktūras un tirgus vērtības korelācija nav statistiski nozīmīga pie maziem kapitāla struktūras rādītājiem. Noteiktā kapitāla struktūras punktā uzņēmuma tirgus vērtība sāk mēreni pieaugt. Kad uzņēmuma aizņemtā kapitāla īpatsvars ir ļoti augsts, uzņēmuma tirgus vērtība sāk strauji pieaugt. Analizējot 2.sakarību veidu, jau vērtēta situācija, kad praksē varētu būt novērojama šāda kapitāla struktūras un tirgus vērtības mijiedarbība. Tomēr kopumā tik augsts aizņemtā kapitāla īpatsvars nav rekomendējams. Šādā situācijā uzņēmuma finanšu saistību piesaistes kapacitāte pēc būtības ir izsmelta, bet saistību nepildīšanas risks ir ļoti augsts. Izrietoši uzņēmumiem būtu rekomendējams izmantot tādu kapitāla struktūru, kad uzņēmuma tirgus vērtība mēreni pieaug, bet aizņemtā kapitāla īpatsvars nav pārspīlēti augsts.

7., 8., 9., 10. sakarību veids apskata dažādas iespējamās variācijas, kad noteiktā kapitāla struktūras intervālā ir novērojama lineāri augoša vai lineāri dilstoša sakarība starp kapitāla struktūru un uzņēmuma tirgus vērtību. Atsevišķi var minēt arī tādus variantus, kad visā kapitāla struktūras intervālā ir novērojama lineāri augoša vai lineāri dilstoša sakarība. Ja sakarība starp uzņēmuma tirgus vērtību un kapitāla struktūru ir lineāri dilstoša, tad būtu ieteicams izmantot nelielu aizņemtā kapitāla īpatsvaru, jo ar katru aizņemtā kapitāla īpatsvara procentpunktu tiek samazināta uzņēmuma tirgus vērtība. Ja sakarība starp uzņēmuma tirgus vērtību un kapitāla struktūru ir lineāri augoša, tad tas nozīmē, ka ar katru aizņemtā kapitāla īpatsvara procentpunktu tiek palielināta uzņēmuma tirgus vērtība. Pēc promocijas darba autores domām šāda situācija ir maz iespējama praksē, jo pie augsta aizņemtā kapitāla īpatsvara ir augsts saistību nepildīšanas risks un ir maz ticams, ka uzņēmuma tirgus vērtība turpina pieaugt. Drīzāk praksē var tikt novērots 7.sakarību veids, kad pastāv lineāri augoša sakarība līdz noteiktam kapitāla struktūras stāvoklim.

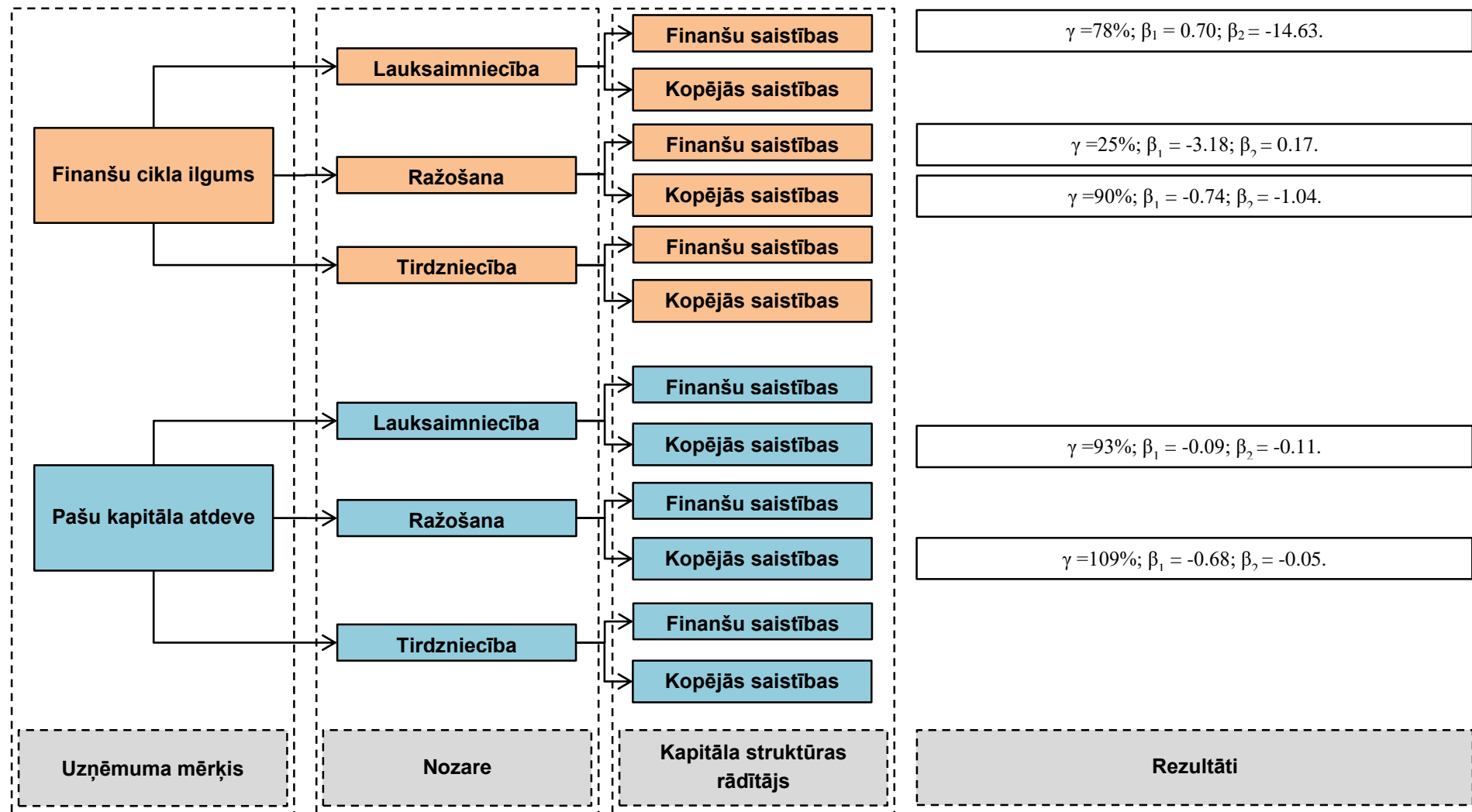
Tātad kopumā izriet, ka starp uzņēmuma kapitāla struktūru un darbības finanšu rezultātiem var:

- a) nepastāvēt sakarība;
- b) būt uz leju vērsta nelineāra polinomiāla sakarība (kā to paredz kapitāla struktūras tradicionālā pieeja);
- c) būt sakarība tikai noteiktos kapitāla struktūras intervālos un pie pārējiem aizņemtā kapitāla īpatsvara punktiem nav konstatējama sakarība starp abiem rādītājiem.

3.2., 3.3.attēlos apkopoti iegūtie regresijas rezultāti Latvijas nozaru uzņēmumiem, kā arī Baltijas biržas uzņēmumiem. Regresijas analīze tiek veikta tikai tiem uzņēmumiem, kuru finanšu saistību īpatsvars kapitāla struktūrā pārsniedz 10% (lai izslēgtu uzņēmumus, kuri saimnieciskā darbībā praktiski neizmanto aizņemto finanšu kapitālu). Pie tam, kā jau minēts, regresijas analīzē tiek iekļauti tikai divi kapitāla struktūras rādītāji – finanšu saistību īpatsvars

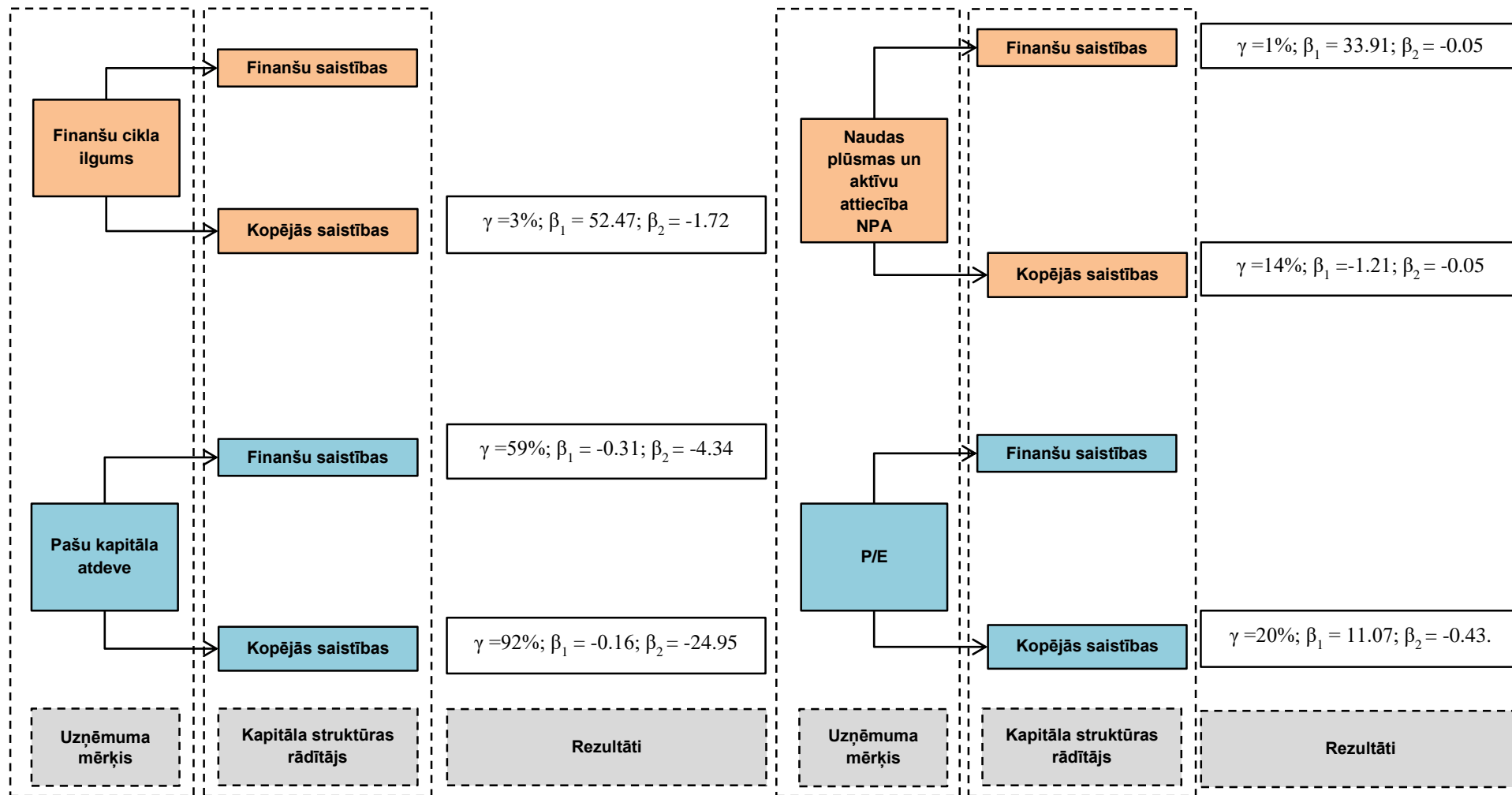
kapitāla struktūrā (TD/C) un kopējais saistību īpatsvars kapitāla struktūrā (TL/C). Attēlos iekļauti tikai statistiski nozīmīgi rezultāti (ar 90% ticamību). Rezultātu ailēs ir parādītas trīs vērtības. γ ir sliekšņa līmenis jeb aizņemtā kapitāla īpatsvars, kad būtiski mainās regresijas koeficients. β_1 ir regresijas koeficients, kad kapitāla struktūras rādītājs ir mazāks par γ . Savukārt β_2 ir regresijas koeficients, kad noteiktais kapitāla struktūras rādītājs pārsniedz sliekšņa vērtību γ .

Piemēram, attiecībā uz finanšu cikla ilgumu lauksaimniecības nozares uzņēmumiem konstatēta sakarība ar finanšu saistību īpatsvaru. Ja finanšu saistību īpatsvars kapitāla struktūrā ir mazāks par 78%, tad šajā intervālā palielinot finanšu saistību īpatsvaru par vienu procentu, ir sagaidāms ilgāks finanšu cikls par vidēji 0.70 dienām. Savukārt, ja finanšu saistību īpatsvars kapitāla struktūrā ir lielāks par 78%, tad palielinot finanšu saistību īpatsvaru par vēl vienu procentus, var prognozēt īsāku finanšu ciklu par vidēji 14.63 dienām. Tomēr promocijas darba autore nerekomendē šīs nozares uzņēmumiem palielināt finanšu saistību īpatsvaru kapitāla struktūrā līdz 78%. Pirmkārt, šāds finanšu saistību īpatsvars ir ļoti augsts un nozīmē arī augstu saistību nepildīšanas risku. Otrkārt, promocijas darba autores skatījumā būtiskais finanšu cikla samazinājums pēc 78% mazāk liecina par uzņēmuma vadošo speciālistu motivāciju veikt labāku darba kapitāla pārvaldību, bet drīzāk ļoti stingru uzraudzību no kreditoru puses. Pie šāda finanšu saistību īpatsvara (78%) būtiski pieaug finanšu risks un kreditori vēlēsies uzņēmumu pastiprināti uzraudzīt, sniedzot arī konkrētu rīcība plānu attiecībā uz saimniecisko darbību.



3.2.attēls. Latvijas nozaru uzņēmumu regresijas rezultātu apkopojums

Piezīme: γ – sliekšņa vērtība, β_1 – regresijas koeficients (ja kapitāla struktūras rādītājs ir mazāks par sliekšņa vērtību), β_2 – regresijas koeficients (ja kapitāla struktūras rādītājs ir lielāks par sliekšņa vērtību).
 Avots: autores veidots attēls.

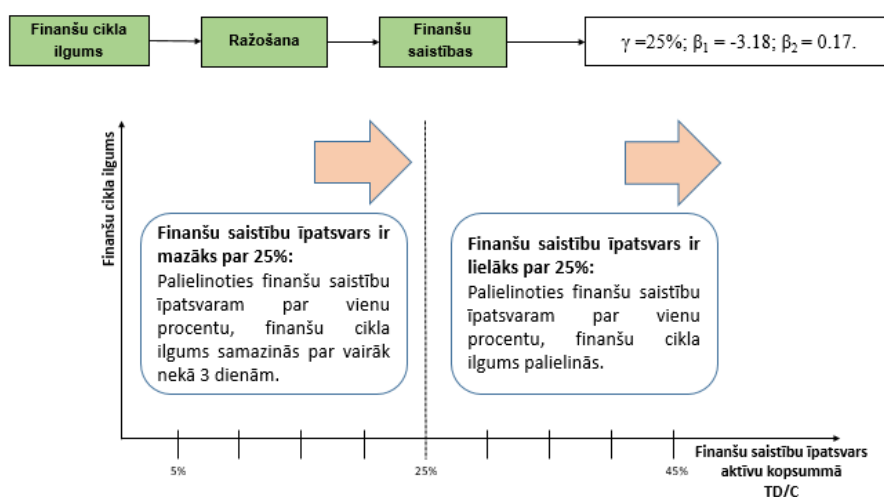


3.3.attēls. Baltijas biržas uzņēmumu regresijas rezultātu apkopojums

Piezīme: γ – sliekšņa vērtība, β_1 – regresijas koeficients (ja kapitāla struktūras rādītājs ir mazāks par sliekšņa vērtību), β_2 – regresijas koeficients (ja kapitāla struktūras rādītājs ir lielāks par sliekšņa vērtību).
 Avots: autores veidots attēls

Lauksaimniecības nozares uzņēmumu grupā vēl ir konstatēta sakarība starp kopējām saistībām un pašu kapitāla atdevi. Taču ir nepieciešams atzīmēt augsto sliekšņa vērtību ($\gamma=93\%$) un negatīvos regresijas koeficientus. Abu regresijas koeficienti ir negatīvi (attiecīgi -0.09 un -0.11), kas norāda uz nelielu un lineāru ietekmi.

Ražošanas nozares uzņēmumiem ir raksturīga dažādu kapitāla struktūras intervālu ietekme uz finanšu ciklu (3.4.attēls). Finanšu saistību sliekšņa vērtība ir 25% (γ) un regresijas koeficienti ir attiecīgi -3.18 un 0.17 . Tādēļ ražošanas nozares uzņēmumiem būtu rekomendējams izmantot finanšu saistību īpatsvaru, kas ir mazāks par 25% . Ja šis kapitāla struktūras rādītājs ir mazāks par 25% , tad palielinot to par vienu procentu, finanšu cikla ilgums samazinās par vidēji 3.18 . Savukārt virs 25% nav novērojama būtiska kapitāla struktūras ietekme uz finanšu ciklu. Jāmin, ka statistiski nozīmīgi rezultāti iegūti arī attiecībā uz pašu kapitāla atdevi, taču to sliekšnis ir ļoti augsts ($\gamma=109\%$) un regresijas koeficienti norāda uz negatīvi lineāri sakarību.



3.4.attēls. Latvijas ražošanas nozares uzņēmumu finanšu saistību un finanšu cikla ilguma regresijas rezultāti

*Piezīme: γ – sliekšņa vērtība, β_1 – regresijas koeficients (ja kapitāla struktūras rādītājs ir mazāks par sliekšņa vērtību), β_2 – regresijas koeficients (ja kapitāla struktūras rādītājs ir lielāks par sliekšņa vērtību).
Avots: autores veidots attēls*

Tirdzniecības nozares uzņēmumiem nav konstatēta nelineāra kapitāla struktūras ietekme uz darbības finanšu rezultātiem.

Baltijas biržas uzņēmumiem (3.3.attēls) kopumā konstatēti vairāki statistiski nozīmīgi regresijas rezultāti, kad pastāv nelineāra kapitāla struktūras ietekme uz darbības finanšu rezultātiem. Šādu regresiju skaits ir lielāks, ja salīdzina ar Latvijas nozaru uzņēmumu datiem.

Sliekšņa līmenis finanšu cikla ilguma un kopējo saistību regresijas modelī ir 3% . Tas ir ļoti neliels saistību īpatsvars, taču saistību piesaiste par vismaz trīs procentiem nozīme

nedaudz īsāku finanšu ciklu. Ja saistību īpatsvars ir zem 3%, tad finanšu cikla ilgums palielinās. Savukārt pēc 3% sasniegšanas un pārsniegšanas saistību ietekme uz finanšu ciklu ir ar negatīvu regresijas koeficientu. Proti, piesaistot saistību īpatsvaru par vienu procentu, uzņēmuma finanšu cikla ilgums samazinās par vidēji 1.72 dienām.

Saistību piesaiste kopumā ir asociējama ar pašu kapitāla atdeves samazinājumu, tomēr regresijas koeficienti būtiski atšķiras dažādos kapitāla struktūras intervālos. Finanšu saistību sliekšņa regresijas īpatsvars ir 59%. Ja finanšu saistību īpatsvars ir mazāks par 59%, tad finanšu saistību piesaiste par vienu procentu ir asociējama ar pašu kapitāla atdeves samazinājumu par vidēji 0.31 procentiem. Ja finanšu saistību īpatsvars ir lielāks par 59%, tad finanšu saistību palielināšana par vienu procentu ir saistāma ar būtisku pašu kapitāla atdeves samazinājumu par vidēji 4.34 procentiem. Līdzīgi rezultāti iegūti arī attiecībā uz kopējām saistībām, kur sliekšņa regresijas īpatsvars sastāda 92%. Ja kopējais saistību īpatsvars ir mazāks par 92%, tad regresijas koeficienta vērtība ir -0.16. Savukārt otras regresijas koeficients ir -24.95, kas norāda uz būtiski negatīvi kapitāla struktūras ietekmi uz pašu kapitāla atdevi.

Finanšu saistību sliekšnis attiecībā uz naudas plūsmas un aktīvu attiecības rādītāju (NPA) ir neliels, proti, tikai 1%. Ja finanšu saistību īpatsvars ir 1% vai mazāks par 1%, tad kapitāla pieaugums pozitīvi ietekmē šo atdeves rādītāju. Savukārt, ja finanšu saistību īpatsvars pārsniedz 1% atzīmi, tad kapitāla struktūras ietekme uz NPA rādītāju ir nebūtiska.

Visbeidzot iegūtie rezultāti attiecībā uz kopējo saistību ietekmi uz uzņēmuma tirgus vērtības mēru (P/E rādītāju) liecina, ka sliekšņa regresijas īpatsvars ir 20%. Ja uzņēmuma kopējais saistību īpatsvars kapitāla struktūrā ir 20% vai mazāks, tad papildus saistību piesaiste nozīmē P/E rādītāju pieaugumu par 11 vienībām. Savukārt pēc 20% atzīmes pārsniegšanas ir novērojama ļoti neliela, bet negatīva kapitāla struktūras ietekme uz uzņēmuma tirgus vērtību.

Apkopojot iepriekšminētu, var izdarīt galveno secinājumu, ka Latvijas nozares uzņēmumu gadījumā praktiski nav konstatēta nelineāra kapitāla struktūras ietekme uz darbības finanšu rezultātiem. Latvijas nozaru uzņēmumu definētie darbības finanšu rezultāti ir finanšu cikla ilgums un pašu kapitāla atdeve. Kapitāla struktūras teorijas prognozē nelineāru sakarību starp kapitāla struktūru un uzņēmuma tirgus vērtību, tādēļ varētu apgalvot, ka Latvijas nozaru uzņēmumu rezultāti atbilst gaidītajam un ir saskaņā ar zinātnisko finanšu literatūru. Kā vienīgo izņēmumu var minēt ražošanas uzņēmumus un to finanšu saistību ietekmi uz finanšu cikla ilgumu. Tādēļ ražošanas nozares uzņēmumiem būtu rekomendējams uzturēt finanšu saistību īpatsvaru, kurš ir mazāks vai vienāds ar 25%.

Baltijas biržas uzņēmumiem konstatētas vairākas statistiski nozīmīgas sakarības starp kapitāla struktūras rādītājiem un darbības finanšu rezultātiem. Pēdējais promocijas darba empīriskā pētījuma posms ir aplūkot Latvijas uzņēmumus, kuri ir iekļauti Baltijas Oficiālajā sarakstā fondu biržā. Uz 2015.gada 31.decembri šajā sarakstā bija iekļauti pieci Latvijas uzņēmumi: AS Grindeks, AS Latvijas Kuģniecība, AS Olainfarm, AS SAF Tehnika un AS Ventspils Nafta. To mazākās un lielākas kapitāla struktūras vērtības apkopotas 3.5.attēlā. Kapitāla struktūras rādītāju dati pētīti par laika periodu no 2005.gada līdz 2014.gadam.

Mazākais finanšu saistību īpatsvars (0%) konstatēts diviem uzņēmumiem – AS SAF Tehnika un AS Ventspils nafta. Lielākais finanšu saistību īpatsvars sasniegts gandrīz 55% apmērā (AS Latvijas Kuģniecība), lai gan jāatzīmē, ka pārējo četru uzņēmumu lielākais rādītājs nepārsniedza 31%. Kopējais saistību īpatsvars ir svārstījies vēl lielākā intervālā. Mazākais saistību īpatsvars kapitāla struktūrā sastāda 1.80% un tas novērots AS Ventspils Nafta. Savukārt lielākais saistību īpatsvars konstatēts 61.25% apmērā (AS Latvijas Kuģniecība). Pēc būtības uzņēmumam AS Ventspils Nafta novēroti zemākie finanšu saistību un kopējo saistību rādītāji, kamēr uzņēmumam AS Latvijas Kuģniecība konstatēti augstākie finanšu saistību un kopējo saistību rādītāji.

Uzņēmums	Min TD/C, %	Max TD/C, %	Min TL/C, %	Max TL/C, %
Grindeks	7.46	18.97	19.23	33.96
Latvijas Kuģniecība	26.86	54.93	31.56	61.25
Olainfarm	14.31	29.57	27.95	53.41
SAF Tehnika	0.00	15.11	9.40	26.58
Ventspils nafta	0.00	30.72	1.80	34.51
Vidējās vērtības	10	30	18	42

3.5.attēls. Latvijas biržas uzņēmumu (Baltijas Oficiālais saraksts) minimālās un maksimālās kapitāla struktūras rādītāju vērtības, 2005-2014

Avots: Baltijas birža; autores aprēķini

Piezīmes: TD/C – finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā, TL/C – kopējais saistību īpatsvars kapitāla kopsummā.

Pārbaudot 3.5.attēla vidējo kapitāla struktūras rādītāju atbilstību 3.3.attēlā regresijas rezultātiem, var secināt, ka tie daļēji vai pilnā mērā atbilst. Proti, ja finanšu saistību īpatsvars kapitāla struktūrā atrodas intervālā no 10% līdz 30%, tad uzņēmuma darbības finanšu rezultāti uzrāda pozitīvas tendences (īsāks finanšu cikls, augstāka uzņēmuma tirgus vērtība un lielāki atdeves rādītāji). Kapitāla struktūras pozitīva ietekme uz darbības finanšu rezultātiem novērota arī tad, ja kopējais saistību īpatsvars atrodas intervālā no 18% līdz 42%.

Apkopojot 3.nodaļas rezultātus, var izdarīt divus galvenos secinājumus. Pirmkārt, Latvijas nozares uzņēmumiem novērota lineāra kapitāla struktūras ietekme uz darbības finanšu rezultātiem (finanšu cikla ilgums un pašu kapitāla atdeve). Kā vienīgo izņēmumu var minēt ražošanas nozares uzņēmumus (finanšu saistību ietekme uz finanšu cikla ilgumu ir vērtējama atzinīgi, ja finanšu saistību rādītājs nepārsniedz 25%). Otrkārt, Baltijas biržas uzņēmumiem konstatēta gan lineāra, gan nelineāra kapitāla struktūras ietekme uz darbības finanšu rezultātiem. Papildus jāatzīmē, ka bieži var tikt iegūti dati, kas apliecina statistiski nozīmīgu kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem tikai noteiktos kapitāla struktūras intervālos. Pamatojoties gan uz Baltijas biržas sliekšņa regresijas rezultātiem, gan uz Latvijas uzņēmumu (kuri iekļauti biržas oficiālajā sarakstā) kapitāla struktūras datiem, var izdarīt secinājumu par vēlamo kapitāla struktūru. Tādēļ Baltijas biržas uzņēmumiem var rekomendēt pielietot un uzturēt finanšu saistību īpatsvaru, kurš atrodas intervālā no 10% līdz 30%. Savukārt rekomendējamais kopējais saistību īpatsvars ir no 18% līdz 42%. Ja tiek izmantoti iepriekšminētie kapitāla struktūras intervāli, tad uzņēmumiem ir īsāks finanšu cikla ilgums, augstāki atdeves un tirgus vērtības rādītāji.

Secinājumi un priekšlikumi

Pamatojoties uz darbā veikto pētījumu, autore ir nonākusi pie šādiem galvenajiem secinājumiem:

1. Pētot zinātnisko literatūru un vairāku autoru viedokļus, autore secina, ka ir pieejams plašs kapitāla struktūras rādītāju klāsts. Taču arī kapitāla struktūras empīriskos pētījumos tiek lietoti atšķirīgi kapitāla struktūras rādītāji, kas apgrūtina pētījumu rezultātu salīdzināšanu. Tikai neliels skaits pētījumu no plašā kapitāla struktūras publikāciju skaita pievēršas tik būtiskam jautājumam kā kapitāla struktūras rādītāju aprēķināšanas metodikai, to priekšrocību un trūkumu analīzei.
2. Izvērtējot dažādus kapitāla struktūras rādītājus, var secināt, ka ļoti būtisks ir jautājums par to, kas tiek uzskatīts par aizņemto kapitālu un kas tiek izmantots aizņemtā kapitāla rādītāja aprēķināšanā. Latvijā un abās pārējās Baltijas valstīs, piemēram, statistikas pārvaldes izmanto visu kreditoru kopsummu un kapitāla kopsummu, lai aprēķinātu kapitāla struktūras rādītājus. Autores pieredze, analizējot uzņēmumu finanšu pārskatus liecina, ka šāda pieeja var sniegt pārvērtētu rādītāju. Kreditoru kopsummā tiek iekļauti aizņēmumi no kredītiestādēm, aizņēmumi no saistītiem uzņēmumiem, finanšu līzings saistības u.c. saistības, par kuriem tiek veikti procenti maksājumi (jeb finanšu saistības). Taču kreditoru kopsumma ietver arī tādas pozīcijas kā parādi piegādātājiem, nākamo periodu ieņēmumi, no pircējiem saņemtie avansi, nodokļi un valsts sociālās apdrošināšanas obligātās iemaksas u.c. saistības, par kuriem netiek veikti procentu maksājumi (jeb nefinanšu saistības). Divos dažādos uzņēmumos kreditoru īpatsvars kapitāla kopsummā var būt vienāds, taču kreditoru sastāvs var būtiski atšķirties. Tādēļ būtu nepieciešams aprēķināt divus kapitāla struktūras rādītājus: viena rādītāja skaitītājā ir kreditoru kopsumma, savukārt otra kapitāla struktūras rādītāja aprēķināšanā tiktu ņemtas vērā tikai saistības, par kurām ir jāveic procentu maksājumi.
3. Ņemot vērā zinātniskās literatūras analīzes rezultātus un mūsdienu strauji mainīgos apstākļus, tiek argumentēts par labu noteiktam aizņemtā kapitāla intervālam (proti, aizņemtā kapitāla īpatsvara robežas kapitāla kopsummā). Lai gan ir publicēti vairāki pētījumi un metodiskie materiāli par to kā atrast konkrētu aizņemtā un pašu kapitāla attiecību, pie kuras uzņēmuma tirgus vērtība ir visaugstākā, tomēr šāda pieeja ir laikietilpīga un dārga. To var pamatot ar vairākiem argumentiem. Pirmkārt, aizņemtā un pašu kapitāla attiecība var tikt noteikta neprecīzi. Otrkārt, nepārtraukta kapitāla struktūras uzraudzība un korekciju veikšana komercsabiedrībai rada papildus izmaksas. Treškārt, būtu jāņem vērā arī laika nobīdes elementu. Pāriet noteikts laiks no

novirzes atklāšanas brīža līdz izmaiņu ieviešanas efektam. Tādēļ kapitāla struktūras pārvaldīšana būs vairāk efektīva, ja komercsabiedrību vadītāji ievēros zināmu kapitāla struktūras intervālu (nevis noteiktu aizņemtā kapitāla īpatsvaru bilances kopsummā). Rezultātā rīcība no vadītāju puses būtu nepieciešama tikai tad, ja tiek pārkāpta intervāla augšējā vai apakšējā robeža.

4. Literatūras analīzes rezultātā var minēt lielu skaitu faktoru, kuri ietekmē uzņēmuma kapitāla struktūru un tās dinamiku. Kapitāla struktūras ietekmējošos faktorus var iedalīt divās galvenās grupās: ārējās vides faktori un iekšējie uzņēmuma faktori. Visvairāk pētīti ir ārējās vides un iekšējie uzņēmuma faktori, kurus ir iespējams novērtēt, aprēķināt, analizēt un izdarīt secinājumus. Mazāk pētīti ir uzņēmuma vadītāju faktori, kuru pētīšanai nav izstrādāta atbilstoša metodoloģija. Kapitāla struktūras pētniekiem ir ieteicams vairāk pievērsties komercsabiedrības vadošo speciālistu lomas izpētei un analīzei.
5. Līdz šim publicētajos pētījumos ir nepietiekami pētīta darbības finanšu rezultātu metodika. Daudzi kapitāla struktūras pētnieki analizē ietekmi uz finanšu rezultātiem (ierasta prakse ir izmantot rentabilitātes rādītājus, visbiežāk pašu kapitāla atdevi), taču nav pamatota finanšu rezultātu izvēle. Autores veiktais pētījums ļauj secināt, ka par galvenajiem uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem var uzskatīt četrus rādītājus – pašu kapitāla atdeve (ROE), finanšu cikla ilgums, P/E rādītājs, kā arī naudas plūsmas un aktīvu attiecība (NPA).
6. Kapitāla struktūras teorijas atšķirīgi pamato kapitāla struktūras ietekmi uz uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem (tai skaitā arī tirgus vērtību). Tradicionālā kapitāla struktūras pieeja un kompromisa teorija uzskata, ka noteikta pašu un aizņemtā kapitāla attiecībā var maksimizēt uzņēmuma tirgus vērtību. Turpretim kapitāla struktūras hierarhijas un tirgus laika teorijas tikai pamato uzņēmuma vadošo speciālistu kapitāla struktūras lēmumus ar iekšējiem un ārējiem faktoriem. Savukārt aģentu izmaksu teorija argumentē, ka aizņemtā kapitāls disciplinē uzņēmuma vadītājus un tādēļ var sagaidīt labākus darbības finanšu rezultātus. Kopumā kapitāla struktūras teoriju atziņas pierāda aizņemtā kapitāla ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem.
7. Salīdzinot kapitāla struktūras empīrisko pētījumu rezultātus, var secināt, ka tie ir neviennozīmīgi. Kapitāla struktūras empīriskie pētījumi var tikt iedalīti trīs grupās. Pirmā pētījumu grupa pēta kapitāla struktūru ietekmējošos faktorus. Otrā pētnieku grupa izvērtē pētāmās uzņēmumu izlases atbilstību kādai kapitāla struktūras teorijai (visbiežāk – kapitāla struktūras kompromisa un hierarhijas teorijas). Trešā pētījumu sadaļa analizē sakarību starp kapitāla struktūru un darbības finanšu rezultātiem. Tomēr

- šīs grupas pētnieku izmantotās metodikas ir krasi atšķirīgas. Lai gan kapitāla struktūras teorijas pierāda nelineāru kapitāla struktūras un uzņēmuma tirgus vērtības attiecību, tomēr lielākā daļa empīrisko pētījumu apskata aizņemtā kapitāla īpatsvara lineāru ietekmi uz rentabilitātes rādītājiem. Šī ir būtiska plaša un neatbilstība starp kapitāla struktūras zinātniskās literatūras atziņām un empīrisko pētījumu metodiku.
8. Salīdzinot dažādu kapitāla piesaistes veidus Baltijas valstu tirgos, var secināt, ka lielāka aktivitāte konstatējama aizņemtā kapitāla jomā. Komerccabiedrības kapitālu piesaista galvenokārt aizņemtā kapitāla formā un izteikti dominē kredītiestāžu aizņēmumi, kā arī obligācijas (Baltijas biržas uzņēmumiem). Savukārt pašu kapitāla piesaiste ir dārgāka par aizņemtā kapitāla piesaisti, tādēļ šis finansējuma veids nobriedušiem uzņēmumiem nav raksturīgs.
 9. Pētījums liecina, ka t.s. nulles finanšu sviras uzņēmumi (finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā ir mazāks par 10%) ir konstatējami visās nozarēs un to īpatsvars kopējā uzņēmumu skaitā ir būtisks. Lauksaimniecības nozarē 31% uzņēmumu finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā ir mazāks par desmit procentiem. Savukārt ražošanas un tirdzniecības nozares nulles finanšu sviras uzņēmumu īpatsvars ir attiecīgi 15% un 44%. Pētījuma autore uzskata, ka nav pamatoti iekļaut nulles finanšu sviras uzņēmumus kapitāla struktūras pētījumos (analizējot ietekmējošos faktorus vai tās ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem).
 10. Pētījums liecina, ka lauksaimniecības nozares uzņēmumu nozīmīgākie kapitāla struktūras faktori ir uzņēmuma vecums, uzņēmuma lielums, aktīvu struktūra un likviditāte. Rentabilitātes ietekme uz kapitāla struktūras rādītājiem ir statistiski nozīmīga, bet to regresijas koeficienti ir mazi. Kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru nozīme ir konstatēta dažāda lieluma uzņēmumiem (mazi, vidēji, lieli). Visbeidzot būtu uzsverams arī rezultāts, ka kapitāla struktūras faktori pretēji (pozitīvi / negatīvi) ietekmē kapitāla struktūras rādītājus ar dažādu termiņu (īstermiņa / ilgtermiņa).
 11. Analizējot ražošanas nozares uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmējošos faktorus, iegūtie rezultāti liecina, ka būtiska nozīme kapitāla struktūras veidošanas procesā ir uzņēmuma vecumam, uzņēmuma lielumam un likviditātei. Rentabilitātes un aktīvu struktūras ietekme ir statistiski nozīmīgi, bet regresijas koeficienti ir mazi. Kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru nozīme tika identificēta visu uzņēmumu grupās (mazi, vidēji, lieli).
 12. Izvērtējot tirdzniecības nozares uzņēmumu kapitāla struktūras ietekmējošo faktoru analīzes rezultātus, var secināt, ka kapitāla struktūru būtiski ietekmē rentabilitāte, aktīvu struktūra un likviditāte. Uzņēmuma vecums ir būtisks kapitāla struktūras

faktors, bet to ietekmes virziens (pozitīvs / negatīvs) ir atšķirīgs dažāda lieluma uzņēmumiem.

13. Pētījuma rezultāti liecina, ka Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūru ietekmē visi darbā iekļautie un analizētie kapitāla struktūras faktori (rentabilitāte, aktīvu struktūra, likviditāte, uzņēmuma lielums un vecums). Kopumā Baltijas biržas uzņēmumu iegūtie rezultāti ir līdzīgi Latvijas lauksaimniecības, ražošanas un tirdzniecības nozaru rezultātiem. Tomēr konstatēta viena būtiska atšķirība – Baltijas biržas uzņēmumu faktori ietekmē galvenokārt vidējos un lielos uzņēmumus. Šāds rezultāts var norādīt uz to, ka Baltijas biržas mazo uzņēmumu kapitāla struktūru galvenokārt ietekmē citas faktoru grupas (ārējās vides faktori, uzņēmuma vadītāja faktori). Savukārt iekšējo uzņēmuma faktoru nozīme Baltijas biržas vidējo un lielo uzņēmumu kapitāla struktūras veidošanas procesā var liecināt, ka tie spēj piesaistīt un atmaksāt finansējumu arī tautsaimniecības lejupslīdes posmā.
14. Novērtējot empīriskā pētījuma rezultātus, veicot Latvijas lauksaimniecības, ražošanas, tirdzniecības, kā arī Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūras un darbības finanšu rezultātu korelācijas un regresijas analīzi, autore nonāca pie šādiem galveniem secinājumiem:
 - Latvijas lauksaimniecības uzņēmumiem aizņemtā kapitāla piesaiste samazina finanšu cikla ilgumu. Tas ir vērtējams pozitīvi, jo īsāks finanšu cikla ilgums nozīmē labāku darba kapitāla pārvaldīšanu un iespējamu uzņēmuma tirgus vērtības pieaugumu. Kapitāla struktūras izvēle ietekmē arī pašu kapitāla atdevi. Ja lauksaimniecības uzņēmums palielina ilgtermiņa aizņemtā kapitāla īpatsvaru kapitāla kopsummā, tad ir sagaidāms pašu kapitāla atdeves pieaugums.
 - Ražošanas uzņēmumu kapitāla struktūras ietekme uz darbības finanšu rezultātiem ir līdzīga lauksaimniecības uzņēmumu novērotajām sakarībām. Aizņemtā kapitāla piesaiste ir saistāma ar īsāku finanšu cikla ilgumu, savukārt ilgtermiņa saistību īpatsvara pieaugums pozitīvi korelējas ar pašu kapitāla atdevi.
 - Latvijas tirdzniecības uzņēmumu rezultāti būtiski atšķiras no abu pārējo nozaru regresijas rezultātiem. Pirmkārt, statistiski nozīmīgi rezultāti konstatēti galvenokārt attiecībā uz kapitāla struktūras ietekmi uz finanšu cikla ilgumu. Otrkārt, iegūto regresijas koeficientu vērtības ir zemākas par pārējo nozaru koeficientu vērtībām. Tas nozīmē, ka tirdzniecības uzņēmumu kapitāla struktūra ietekmē darbības finanšu rezultātus, bet to ietekme ir mazāk būtiska, salīdzinot ar lauksaimniecības un tirdzniecības uzņēmumiem. Treškārt,

Latvijas ražošanas nozares uzņēmumiem novērota pozitīva sakarība starp finanšu saistībām un finanšu cikla ilgumu. Tas ir vērtējams negatīvi, jo finanšu saistību palielināšana ir saistāma ar garāku finanšu cikla ilgumu.

- Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūra ietekmē trīs no četriem darbības finanšu rezultātiem. Statistiski nozīmīgas sakarības konstatētas attiecībā uz finanšu cikla ilgumu, pašu kapitāla atdevi un NPA rādītāju (naudas plūsmas un aktīvu attiecība). Kopumā lielāka nozīme ir kapitāla struktūras rādītājiem, kuru aprēķināšanā ir izmantotas tikai finanšu saistības (tā ir būtiska atšķirība no iepriekš analizētajiem Latvijas uzņēmumiem). Gandrīz visās Baltijas biržas uzņēmumu grupās ir novērota pozitīva ilgtermiņa finanšu saistību ietekme uz darbības finanšu rezultātiem. Nav konstatēta lineāra sakarība starp kapitāla struktūru un uzņēmuma tirgus vērtības rādītāju (P/E).

15. Analizējot un novērtējot gan finanšu literatūru, gan šī pētījuma rezultātus, autore secina, ka var tikt novērotas dažādas sakarības starp uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem un kapitāla struktūru. Pirmkārt, var nepastāvēt statistiski nozīmīga sakarība (gan lineāra, gan nelineāra) starp uzņēmuma rezultātiem un kapitāla struktūru. Otrkārt, var tikt konstatēta kapitāla struktūras tradicionālās pieejas prognozētā sakarība (uzņēmuma tirgus vērtība pieaug līdz noteiktam aizņemtā kapitāla īpatsvaram, tad tā samazinās). Treškārt, starp uzņēmuma darbības finanšu rezultātiem un kapitāla struktūru var tikt novērota statistiski nozīmīga sakarība tikai noteiktos kapitāla struktūras intervālos, savukārt pie pārējiem aizņemtā kapitāla īpatsvara punktiem nav konstatējama sakarība.
16. Empīriskā pētījuma rezultāti liecina, ka Latvijas nozaru uzņēmumiem var novērot galvenokārt lineāru kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem. Lielākā daļa kapitāla struktūras teoriju pamato tieši nelineāru sakarību, tādēļ šāds Latvijas uzņēmumu rezultāts neatbilst gaidītajam un nav saskaņā ar zinātnisko finanšu literatūru. Kā izņēmumu ir jāmin ražošanas uzņēmumus – to finanšu saistību ietekme uz finanšu cikla ilgumu ir nelineāra.
17. Autores veiktais pētījums par Baltijas biržas uzņēmumu kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem liecina, ka starp kapitāla struktūru un darbības finanšu rezultātiem var tikt novērota gan lineāra, gan nelineāra sakarība. Pie tam ir nepieciešams uzsvērt, ka vairākos gadījumos iegūtie rezultāti apliecina statistiski nozīmīgu kapitāla struktūras ietekmi uz darbības finanšu rezultātiem tikai noteiktos kapitāla struktūras intervālos.

Pamatojoties uz promocijas darba gaitā iegūtajiem secinājumiem un pētījuma rezultātiem, autore ir izvirzījusi **rekomendācijas**:

Baltijas biržas uzņēmumu vadošajiem speciālistiem:

1. Baltijas biržas uzņēmumiem, lai uzlabotu darbības finanšu rezultātus, ir vēlams palielināt ilgtermiņa finanšu saistību un nefinanšu saistību īpatsvaru kapitāla kopsummā. Palielinot šī finansējuma īpatsvaru, uzņēmuma finanšu cikla ilgums kļūst īsāks un palielinās pašu kapitāla atdeve.
2. Baltijas biržas uzņēmumiem var rekomendēt pielietot un uzturēt finanšu saistību īpatsvaru, kurš atrodas intervālā no 10% līdz 30%. Savukārt rekomendējama kopējais saistību īpatsvars ir no 18% līdz 42%. Ja tiek izmantoti iepriekšminētie kapitāla struktūras intervāli, tad uzņēmumiem ir īsāks finanšu cikla ilgums, augstāki atdeves un tirgus vērtības rādītāji.
3. Latvijas biržā kotēto uzņēmumu vadošajiem speciālistiem ir rekomendējams samazināt kopējo likviditātes rādītāju (līdz noteiktām nozares prasībām, bet ne mazāk par 1), piemēram, samazinot nevajadzīgos krājumus, veicot labāku debitoru parādu atgūšanu un/vai samazinot naudas līdzekļu krājumus. Šo uzņēmumu finanšu elastība ir ļoti augsta un tādēļ var samazināt liekās apgrozāmo līdzekļu rezerves, lai palielinātu rentabilitāti. Tajā pašā laikā var papildus piesaistīt finanšu kapitālu, kuru piesaiste var paaugstināt atdeves rādītājus un saīsināt finanšu cikla ilgumu.
4. Lietuvas biržas uzņēmumu vadītājiem ir nepieciešams palielināt apgrozāmo līdzekļu bāzi un/vai samazināt īstermiņa saistības. Tas ļaus paaugstināt zemo likviditātes rādītāju un palielināt īstermiņa finanšu elastību. Tīkmēr ir vēlams veikt ilgtermiņa finanšu saistību piesaisti, jo šī kapitāla veida palielināšana ir saistāma ar īsāku finanšu ciklu un augstāku pašu kapitāla atdevi.
5. Arī Igaunijas biržas uzņēmumu vadītājiem ir jāvērs pastiprināta uzmanība uz ilgtermiņa finanšu kapitāla piesaisti un izmantošanu. Palielinot ilgtermiņa finanšu saistību īpatsvaru kapitāla kopsummā, uzņēmumu atdeves rādītāji pieaug.

Latvijas uzņēmumu vadošajiem speciālistiem:

6. Latvijas lauksaimniecības nozares uzņēmumu vadošajiem speciālistiem ir ieteicams palielināt kopējo ilgtermiņa saistību īpatsvaru kapitāla kopsummā. Veicot iepriekšminētā finansējuma piesaisti, var iegūt īsāku finanšu cikla ilgumu un augstāku pašu kapitāla atdevi.
7. Latvijas ražošanas nozares vidējo un lielo uzņēmumu vadošajiem speciālistiem arī ir ieteicams palielināt ilgtermiņa aizņemto kapitālu, jo tas saistāms ar īsāku finanšu ciklu

un augstāku pašu kapitāla atdevi. Kopumā visiem nozares uzņēmumiem vēlams izmantot tādu kapitāla struktūru, kad finanšu saistību īpatsvars kapitāla kopsummā nepārsniedz 25%. Ja nav pārsniegts 25% sliekšnis, tad var tikt novērota pozitīva saistību ietekme uz finanšu cikla ilgumu (proti, palielinot saistību īpatsvaru, finanšu cikls ilgums kļūst īsāks).

Latvijas pētniecības institūtiem un augstskolām:

8. Paplašināt uzņēmējdarbības finansēs iekļauto kapitāla struktūras rādītāju klāstu un iekļaut mācību materiālos ‘finanšu’ saistības un ‘nefinanšu’ saistības. Kapitāla struktūras analīzes procesā izmantot saistību sadalījumu finanšu un nefinanšu saistībās, kā arī ilgtermiņa un īstermiņa pozīcijās. Tiek rekomendēts izmantot 1.nodaļā iekļauto kapitāla struktūras iedalījumu, kapitāla struktūras rādītājus un to apzīmējumus.
9. Veicot komercsabiedrību darbības novērtējumu, izmantot pētījuma rezultātā aprobētos četrus darbības finanšu rezultātus: pašu kapitāla atdevi (ROE), finanšu cikla ilgumu, naudas plūsmas un aktīvu attiecību (NPA), kā arī P/E rādītāju.

LR Finanšu ministrijai:

10. Izmantot pētījumā piedāvāto aizņemtā kapitāla sadalījumu latviešu valodā: saistības jeb aizņemtais kapitāls (*liabilities*), finanšu saistības (*debt*) un nefinanšu saistības (*non-financial liabilities*).
11. Bilances formā atsevišķi klasificēt konvertējamās kapitāla veidus, lai sniegtu finanšu pārskatu lietotājiem precīzāku informāciju un ļautu novērtēt uzņēmuma kapitāla struktūru un maksātspēju.

Informācijas tehnoloģiju uzņēmumam ‘Lursoft’ un LR CSP:

12. Atsevišķi izdalīt finanšu un nefinanšu, kā arī ilgtermiņa un īstermiņa kapitāla struktūras rādītājus. Veicot uzņēmumu finanšu koeficientu aprēķinus, aprēķināt visus promocijas darbā iekļautos kapitāla struktūras rādītājus (aizņemtā kapitāla, ilgtermiņa aizņemtā kapitāla, īstermiņa aizņemtā kapitāla, finanšu saistību, ilgtermiņa finanšu saistību, īstermiņa finanšu attiecību pret kapitālu).

Izmantotās literatūras un avotu saraksts

1. Abu-Rub N. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Palestine Stock Exchange, *Journal of Money, Investment and Banking*, No. 23, pp.109-117.
2. Acaravci S.K. (2015). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Turkish Manufacturing Sector, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol.5 (1), pp.158-171.
3. Adedeji A. (2002). A Cross-Sectional Test of Pecking Order Hypothesis Against Static Trade-Off Theory on UK Data, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
4. Adewale M.T., Ajibola O.B. (2013). Does Capital Structure Enhance Firm Performance? Evidence from Nigeria, *The IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, Vol. 12 (4), pp. 43-55.
5. Agca S., Mozumdar A.A. (2005). Firm Size, Debt Capacity and Corporate Financing Choices, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
6. Agle B.R., Mitchell R.K., Sonnenfield J.F. (1999). Who Matters to CEOs? An Investigation Stakeholder Attributes and Salience, Corporate Performance and CEO values, *The Academy of Management Journal*, Vol.42 (5), pp.507-525.
7. Aybar-Arias C., Casino-Martinez A., Lopez-Gracia J. (2012). On the Adjustment Speed of SMEs to Their Optimal Capital Structure, *Small Business Economics*, Vol. 39, pp. 977-996.
8. Altı A. (2006). How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure? *Journal of Finance*, Vol.61 (4), pp. 1681-1710.
9. Alves P.F., Ferreira M.A. (2011). Capital Structure and Law Around the World, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.21 (3), pp.119-150.
10. Amaral P.F., Lima F.G., da Silva Filho A.C., Neto A.A. (2012). Funding Decisions in Brazilian Companies: A Comparison Between Static Trade-off and Pecking Order Theory in Brazil, *Journal of Academy of Business and Economics*, Vol.12 (1), pp.87-92.
11. Anderson R.W. (2002). Capital Structure, Firm Liquidity and Growth, *Working Paper Research*, pieejams internetā: <https://ideas.repec.org/p/nbb/reswpp/200205-8.html>
12. Ang J.S., Cole R.A., Lin J.W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 81-106.
13. Antoniou A., Zhao H., Zhou B. (2009). Corporate Debt Issues and Interest Rate Risk Management: Hedging or Market Timing? *Journal of Financial markets*, Vol.12 (3), pp. 500-520.
14. Audretsch D.B., Elston J.A. (1997). Financing the German 'Mittelstand', *Small Business Economics*, Vol.9 (2), pp. 97-110.
15. Azam M., Haider S.I. (2011). Impact of Working Capital Management on Firm's Performance: Evidence from Non-Financial Institutions of KSE-30 Index, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol.3 (5), pp. 481-492.
16. Bagherzadeh S. (2003). Determining the Capital Structure Model of Companies Listed in the Tehran Stock Exchange Market, *Financial Research Magazine*, No.16, pp. 33-47.
17. Bahng J.S., Jeong H. (2012). Nonlinear Behaviors in Capital Structure Decisions in Australian Firms, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 15 (3), pp.1-19.
18. Baker M., Wurgler J. (2002). Market Timing and Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. 57 (1), pp. 1-32.
19. Balakrishnan S., Fox I. (1993). Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure, *Strategic Management Journal*, Vol.14 (1), pp. 3-16.
20. Bancel F., Mittoo U.R. (2004). Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms, *Financial Management*, Vol.33 (4), pp. 103-132.

21. Bank S.A. (2014). Historical Perspective on the Corporate Interest Deduction, *Chapman Law Review*, Vol.18 (1), pp. 29-48.
22. Barry C.B., Mann S.C., Mihov V., Rodriguez M. (2009). Interest Rate Changes and the Timing of Debt Issues, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33 (4), pp. 600-608.
23. Barry C.B., Mann S.C., Mihov V.T., Rodriguez M. (2008). Corporate Debt Issuance and the Historical Level of Interest Rates, *Financial Management*, Vol. 37 (3), pp.413-430.
24. Bartholdy J., Mateus C. (2008). Financing of SMEs: An Asset Side Story, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
25. Bauer P. (2004). Capital Structure of Listed Companies in Visegrad Countries, *Prague Economic Papers*, Vol.13 (2), pp. 159-175.
26. Ben-Davi I., Graham J.R., Harvey C.R. (2007). Managerial Overconfidence and Corporate Policies, *NBER Working Paper No.13711*, pieejams internetā: <http://www.nber.org/papers/w13711>
27. Berggren B., Olofsson C., Silver L. (2000). Control Aversion and The Search for External Financing in Swedish SMEs, *Small Business Economics*, Vol. 15 (3), pp. 233-242.
28. Berk J., DeMarzo P. (2014). *Corporate Finance*, 3rd ed. Pearson, 1104 pages.
29. Berman K., Knight J., Case J. (2013). *Financial Intelligence. A Manager's Guide to Knowing What the Numbers Really Mean*. Harvard Business Review Press, 284 pages.
30. Berman S.L., Wicks A.C., Kotha S., Jones T.M. (1999). Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Models and Firms Financial Performance, *The Academy of Management Journal*, Vol.42 (5), pp.488-506.
31. Bessler W., Drobetz W., Haller R., Meier I. (2012). The Zero-Leverage Phenomenon: International Evidence, *Working Paper, University of Giessen, University of Hamburg and HEC Montreal*, pieejams internetā: http://econ.au.dk/fileadmin/Economics_Business/Research/Seminars/Finance_Accounting_Seminars/2012/FS_12_ZL_August2012.pdf
32. Bessler W., Drobetz W., Kazemieh R. (2011). Factors Affecting Capital Structure Decisions, In: H.K.Baker and G.S.Martin (eds), *Capital Structure and Financing Decisions: Theory and Practice*. John Wiley & Sons, pp.17-40.
33. Bessler W., Drobetz W., Pensa P. (2008). Do Managers Adjust the Capital Structure to Market Value Changes? Evidence from Europe, *Recent Developments in Corporate Finance*, pp. 113-145.
34. Binsbergen J.H., Graham J.R., Yang J. (2010). The Cost of Debt, *The Journal of Finance*, Vol.65 (6), pp. 2089-2136.
35. Bistrova J., Lace N., Peleckiene V. (2011). The Influence of Capital Structure on Baltic Corporate Performance, *Journal of Business Economics and Management*, Vol.12 (4), pp.655-669.
36. Byoun S., Rhim J.C. (2005). Tests of the Pecking Order Theory and the Tradeoff Theory of Optimal Capital Structure, *Global Business and Finance Review*, Vol.10 (2), pp.1-16.
37. Bolden R.J., Nucci A.R. (2000). On The Survival Prospects of Men's and Women's New Business Ventures, *Journal of Business Venturing*, Vol.15 (4), pp.347-362.
38. Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V. (2001). Capital Structure in Developing Countries, *Journal of Finance*, Vol. 56 (1), pp.87-130.
39. Bougatef K., Chichti J. (2010). Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Tunisia and France, *International Journal of Business and Management*, Vol. 5 (10), pp. 167-177.
40. Brealey R.A., Myers S.C., Allen F. (2006). *Principles of Corporate Finance*, 8th ed. McGraw-Hill/Irwin, 1028 pages.
41. Brennan M.C., Schwartz E.S. (1984). Optimal Financial Policy and Firm Valuation, *Journal of Finance*, Vol.39 (3), pp.593-607.

42. Brierley P. (2001). The Financing of Technology-Based Small Firms: A Review of the Literature, *Bank of England Quarterly Bulletin (Q1)*, pp.64-83.
43. Brigham E.F., Houston J.F. (2009). *Fundamentals of Financial Management*, 12th ed. South-Western Cengage Learning, 755 pages.
44. Brush C.G. (1992). Research on Women Business Owners: Past Trends, A New Perspective and Future Directions, *Entrepreneurship: Theory & Practice*, Vol. 16 (4), pp.5-30.
45. Bulan L., Yan Z. (2009). Tests of the Pecking Order Theory and the Firm Life Cycle, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
46. Bulan L., Yan Z. (2010). Firm Maturity and the Pecking Order Theory, *International Journal of Business and Economics*, Vol.9 (3), pp.179-200.
47. Caldeira J.F., Loncan T. (2014). Capital Structure, Cash Holdings and Firm Value: A Study of Brazilian Listed Firms, *Revista Contabilidade & Financas*, Vol.25 (64), pp.46-59.
48. Callan S., Thomas J. (2009). Corporate Financial Performance and Corporate Social Performance: An Update and Reinvestigation, *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, Vol.16 (2), pp.61-78.
49. Campbell T.C., Johnson S.A., Rutherford J., Stanley B.W. (2009). CEO Confidence and Forced Turnover, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
50. Capitals. A Background paper for IR, *International Integrated Reporting Council*, pieejams internetā: <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/03/IR-Background-Paper-Capitals.pdf>
51. Carter S., Rosa P. (1998). The Financing of Male- and Female- Owned Businesses, *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol.10 (3), pp. 225-242.
52. Cassar G. (2004). The Financing of Business Start-ups, *Journal of Business Venturing*, Vol.19 (2), pp. 261-283.
53. Cassar G., Holmes S. (2003). Capital Structure and Financing of SMEs. Australian Evidence, *Accounting and Finance*, Vol. 43 (2), pp. 123-147.
54. Cekrezi A., Kukeli A. (2013). Capital Structure and Firm Performance: A Case of Small Non-Listed Commercial Firms, *Journal of International Finance & Economics*, Vol.13 (3), pp.77-87.
55. Chacko G., Evans C.L. (2014). *Valuation. Methods and Models in Applied Corporate Finance*. Pearson Education, Inc., 163 pages.
56. Chen J. (2004). Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies, *Journal of Business Research*, Vol. 57 (12), pp. 1341-1351.
57. Chirinko R.S., Singha A.R. (2000). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment, *Journal of Financial Economics*, Vol.58 (3), pp. 417-425.
58. Chittenden F., Hall G., Hutchinson P. (1996). Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and An Empirical Investigation, *Small Business Economics*, Vol.8 (1), pp. 59-67.
59. Choe H., Masulis R.W., Nanda V.K. (1993). Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence, *Journal of Empirical Finance*, Vol.1 (1), pp.3-31.
60. Choi J, Wang H. (2009). Stakeholder Relations and The Persistence of Corporate Financial Performance, *Strategic Management Journal*, Vol.30 (8), pp.895-907.
61. Coleman S., Cohn R. (2000). Small Firms' Use of Financial Leverage: Evidence From the 1993 National Survey of Small Business Finances, *Journal of Business and Entrepreneurship*, Vol. 12, pp. 87-103.
62. Collins S.O., Clement A.A., Funke A.R. (2013). Profitability and Debt Capital Decision: A Reconsideration of the Pecking Order Model, *International Journal of Business and Management*, Vol.8 (13), pp. 24-33.

63. Cook D.O., Tang T. (2010). Macroeconomic Conditions and Capital Structure Adjustment Speed, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16 (1), pp. 73-87.
64. Coricelli F., Driffield N., Pal S., Roland I. (2011). Optimal Leverage and Firm Performance: an Endogenous Threshold Analysis, *CEDI Discussion Paper Series*, pieejams internetā: <https://ideas.repec.org/p/edb/cedidp/11-05.html>
65. Cotei C., Farhat J. (2009). The Trade-off Theory and The Pecking Order Theory: Are They Mutually Exclusive? *North American Journal of Finance and Banking Research*, Vol. 3 (3), pp. 1-16.
66. Cotei C., Farhat J., Abugri B. (2009). Testing Trade-off and Pecking Order Models under Different Institutional Environments, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
67. Cotei C., Farhat J., Abugri B. (2011). Testing Trade-Off and Pecking Order Models of Capital Structure: Does Legal System Matter? *Managerial Finance*, Vol.37 (8), pp. 715-735.
68. Cressy R. (2008). Determinants of Small Firm Survival and Growth, In: M.Casson, A.Basu, N.Wadeson and B.Yeung (eds), *The Oxford Handbook of Entrepreneurship*. Oxford University Press, pp. 161-193.
69. Cressy R., Olofsson C. (1997). The Financial Conditions for Swedish SMEs: Survey and Research Agenda, *Small Business Economics*, Vol.9 (2), pp. 179-192.
70. Cuong N.T., Canh N.T. (2012). The Effect of Capital Structure on Firm Value for Vietnam's Seafood Processing Enterprises, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 89, pp. 221 – 233.
71. Damodaran A. (2011). *Applied Corporate Finance*, 3rd ed. John Wiley & Sons, Inc., 738 pages.
72. Dang V., Kim M., Shin Y. (2012). Asymmetric Capital Structure Adjustments: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models, *Journal of Empirical Finance*, Vol.19 (4), pp.465-482.
73. Daskalakis N., Psillaki M. (2008). Do Country or Firm Factors Explain Capital Structure? Evidence from SMEs in France and Greece, *Applied Financial Economics*, Vol. 18 (2), pp. 87-97.
74. Datta D., Agarwal B. (2009). Determinants of Capital Structure of Indian Corporate Sector in the Period of Bull Run 2003-2007 – An Econometric Study, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
75. De Jong A., Veld C. (2001). An Empirical Analysis of Incremental Capital Structure Decisions under Managerial Entrenchment, *Journal of Banking and Finance*, Vol.25 (10), pp. 1857-1895.
76. De Jong A., Verbeek M., Verwijmeren P. (2010). The Impact of Financing Surpluses and Large Financing Deficits on Tests of the Pecking Order Theory, *Financial Management*, Vol.39 (2), pp. 733-756.
77. DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R. (2010). Seasoned Equity Offerings, Market Timing, and the Corporate Lifecycle, *Journal of Financial Economics*, Vol.95 (3), pp. 275-295.
78. Degryse H., Goeij P., Kappert P. (2010). The Impact of Firm and Industry Characteristics On Small Firms' Capital Structure, *Small Business Economics*, Vol. 38 (4), pp. 431-447.
79. Delcours N. (2007). The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies, *International Review of Economics and Finance*, Vol. 16 (3), pp. 400-415.
80. Demirguc-Kunt A., Maksimovic V. (1999). Institutions, Financial Markets and Firm Debt Maturity, *Journal of Financial Economics*, Vol. 54 (3), pp. 295-336.
81. Devos E., Dhillon U., Jagannathan M., Krishnamurthy S. (2012). Why Are Firms Unlevered? *Journal of Corporate Finance*, Vol.18 (3), pp.664-682.
82. Dhankar R.S., Boora A.S. (1996). Cost of Capital, Optimal Capital Structure, and Value of Firm: An Empirical Study of Indian Companies, *Vikalpa*, Vol.21 (3), pp.29-36.

83. Dharan B.G., Bufkins W.R. (2002). Red Flags in Enron's Reporting of Revenues and Key Financial Measures. Pieejams internetā: http://www.ruf.rice.edu/~bala/files/dharan-bufkins_enron_red_flags.pdf
84. Donaldson G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Debt Capacity*. Cambridge, MA: Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, 294 pages.
85. Dong M., Loncarski I., ter Horst J., Veld C. (2012). What Drives Security Issuance Decisions: Market Timing, Pecking Order, or Both? *Financial Management*, Vol.41 (3), pp.637-663.
86. Doukas J.A., Guo J., Zhou B. (2011). 'Hot' Debt Markets and Capital Structure, *European Financial Management*, Vol.17 (1), pp.46-99.
87. Drobetz W., Wanzenried G. (2006). What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure? *Applied Financial Economics*, Vol. 16 (13), pp.941-958.
88. Dubrovskis J. (2009). Obligācijas; No idejas līdz panākumiem, Rīga, Lietišķās informācijas dienests, 143.-170.lpp.
89. Dudley E. (2007). Testing Models of Dynamic Trade Off Theory, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
90. Elsas R., Krahen J.P. (1998). Is Relationship Lending Special? Evidence From Credit-File Data in Germany, *Journal of Banking and Finance*, Vol.22 (10-11), pp.1283-1316.
91. Esperanca J.P., Gama A.P.M., Gulamhussen M.A. (2003). Corporate Debt Policy of Small Firms: An Empirical (Re)Examination, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 10 (1), pp.62-80.
92. Fama E.F., French K.R. (2002). Testing Trade-off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debts, *The Review of Financial Studies*, Vol. 15 (1), pp.1-33.
93. Fan J., Titman S., Twitte G.J. (2012). An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.47 (1), pp.23-56.
94. Fauzi H., Idris K.M. (2009). The Relationship of CSR and Financial Performance: New Evidence from Indonesian Companies, *Issues in Social & Environmental Accounting*, Vol.3 (1), pp.66-87.
95. Fischer E., Heinkel R., Zechner J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests, *Journal of Finance*, Vol. 44 (1), pp.19-40.
96. Fitzsimmons J.R., Douglas E.J. (2006). Entrepreneurs and Funding Decisions: Evidence from Australian SMEs, *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, Vol.3 (1), pp.76-91.
97. Flannery M., Rangan K. (2006). Partial Adjustment Toward Target Capital Structures, *Journal of Financial Economics*, Vol. 79 (3), pp.469-506.
98. Frank M.Z., Goyal V.K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 67 (2), pp.217-248.
99. Frank M.Z., Goyal V.K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, Vol. 38 (1), pp.1-37.
100. Fruhwirth M., Kobialka M. (2011). Do Equity Tax Shields Reduce Leverage? The Austrian Case, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
101. Fu T., Ke M., Huang Y. (2002). Capital Growth, Financing Source and Profitability of Small Businesses: Evidence from Taiwan Small Enterprises, *Small Business Economics*, Vol.18 (4), pp.257-267.
102. Garcia-Teruel P.J., Martinez-Solano P. (2007). Short-term Debt in Spanish SMEs, *International Small Business Journal*, Vol.25 (6), pp. 579-602.
103. Garmaise M.J. (2001). Informed Investors and the Financing of Entrepreneurial Projects, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>

104. Gertler M., Gilchrist S. (1993). The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence, *Scandinavian Journal of Economics*, Vol.95 (1), pp.43-64.
105. Ghosh S. (2007). Bank Debt Use and Firm Size: Indian Evidence, *Small Business Economics*, Vol.29 (1-2), pp.15-23.
106. Gill A., Biger N., Mathur N. (2010). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from the United States, *Business and Economics Journal*, Vol.1.
107. Gill A., Biger N., Mathur N. (2011). The Effect of Capital Structure on Profitability: Evidence from the United States, *International Journal of Management*, Vol. 28 (4), pp.3 – 15.
108. Gill A., Obradovich J. (2012). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 91, pp.46 - 56.
109. Giudici G., Paleari S. (2000). The Provision of Finance to Innovation: A Survey Conducted Among Italian Technology-Based Small Firms, *Small Business Economics*, Vol.14 (1), pp.37-53.
110. Goel A.M., Thakor A.V. (2008). Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. 63 (6), pp.2737-2784.
111. Goyal V.K., Lehn K., Racic S. (2002). Growth Opportunities and Corporate Debt Policy: The Case of the U.S. Defense Industry, *Journal of Financial Economics*, Vol.64 (1), pp.35-59.
112. Gomes A., Phillips G. (2007). Why Do Public Firms Issue Private and Public Securities? *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
113. Graham J.R., Harvey C.R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field, *Journal of Financial Economics*, Vol.60 (2-3), pp.187-243.
114. Graham J.R., Harvey C.R. (2005). How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions? *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.15 (1), pp.8-23.
115. Graves S.B., Waddock S.A. (1999). Look at the Financial-Social Performance Nexus when Quality of Management is Held Constant, *International Journal of Value-Based Management*, Vol.12 (1), pp. 87-99.
116. Gregory B.T., Rutherford M.W., Oswald S., Gardiner L. (2005). An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing, *Journal of Small Business Management*, Vol.43 (4), pp.382-392.
117. Grišins J., Janvars M., Skutelis J., Tihomirovs Ģ. (2009). Privātā kapitāla fondi; No idejas līdz panākumiem, Rīga, Lietišķās informācijas dienests, 65.-112.lpp.
118. Gujarati D. (2004). *Basic Econometrics*, 4th ed. Tata McGrawHill, 1032 pages.
119. Guo E., Leinberger G. (2012). Firm Growth and Financial Choices in Pennsylvania Firms: An Empirical Study about the Pecking Order Theory, *Journal of Accounting and Finance*, Vol.12 (4), pp.123-142.
120. Hall G., Hutchinson P., Michaelas N. (2004). Determinants of the Capital Structures of European SMEs, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.31 (5-6), pp.711-728.
121. Hammann E., Habisch A., Pechlaner H. (2009). Values That Create Value: Socially Responsible Best Practices in SMEs – Empirical Evidence from German Companies, *Business Ethics: A European Review*, Vol.18 (1), pp.37-51.
122. Hansen B.E. (1999). Threshold Effects in Non-Dynamic Panels: Estimation, Testing, and Inference, *Journal of Econometrics*, Vol.93 (2), pp. 345-368.
123. Hansen B.E. (2000). Sample Splitting and Threshold Estimation, *Econometrica*, Vol.68 (3), pp.575-603.
124. Harrison B., Widjaja T.W. (2014). The Determinants of Capital Structure: Comparison between Before and After Financial Crisis, *Economic Issues*, Vol.19 (2), pp.55-83.

125. Haugen R.A., Senbet L.W. (1978). The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. 33 (2), pp.383-393.
126. Heinkel R., Zechner J. (1990). The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.25 (1), pp.1-24.
127. Heyman D., Deloof M., Ooghe H. (2008). The Financial Structure of Private Held Belgian firms, *Small Business Economics*, Vol. 30 (3), pp.301-313.
128. Helwege J., Liang N. (1996). Is There a Pecking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms, *Journal of Financial Economics*, Vol.40 (3), pp.429-458.
129. Henderson B.J., Jegadeesh N., Weisbach M.S. (2006). World Markets for Raising New Capital, *Journal of Financial Economics*, Vol. 82 (1), pp.63-101.
130. Heshmati A., Loof H. (2008). Investment and Performance of Firms: Correlation or Causality? *Corporate Ownership & Control*, Vol.6 (2), pp. 268-282.
131. Hogan T., Hutson E. (2005). Capital Structure in New Technology-Based Firms: Evidence from the Irish Software Sector, *Global Finance Journal*, Vol.15 (3), pp.369-387.
132. Holmes S., Kent P. (1991). An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises, *The Journal of Small Business Finance*, Vol.1 (2), pp.141-154.
133. Hong Z., Shuting Y., Meng Z. (2012). Relationship between Free Cash Flow and Financial Performance: Evidence from the Listed Real Estate Companies in China, *International Conference on Innovation and Information Management (ICIIM 2012)*, Vol.36, pp. 331 -335.
134. Hovakimian A. (2006). Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.41 (1), pp.221-243.
135. Hovakimian A., Hovakimian G., Tehranian H. (2004). Determinants of Target Capital Structure: The Case of Dual Debt and Equity Issues, *Journal of Financial Economics*, Vol. 71 (3), pp.517-540.
136. Hovakimian A., Opler T., Titman S. (2001). The Debt-equity Choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysts*, Vol.36 (1), pp.1-24.
137. Huang R., Ritter J.R. (2009). Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 44 (2), pp.237-271.
138. Hussain J., Matlay H. (2007). Financing Preferences of Ethnic Minority Owner/Managers in the UK, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol.14 (3), pp.487-500.
139. Jalilvand A., Harris R.S. (1984). Corporate Behaviour in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study, *Journal of Finance*, Vol.39 (1), pp.127-145.
140. Jensen G.R., Solberg D.P., Zorn T.S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.27 (2), pp.247-263.
141. Jensen M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76 (2), pp.323-339.
142. Jensen M.C., Meckling W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (4), pp. 305-360.
143. Johnsen P.C., McMahon R.G.P. (2005). Cross-Industry Differences in SME Financing Behaviour: An Australian Perspective, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol.12 (2), pp. 160-177.

144. Jong A., Kabir R., Nguyen T. (2008). Capital Structure Around the World: The Roles of Firm- and Country-specific Determinants, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32 (9), pp. 1954-1969.
145. Jung K., Kim Y.C., Stulz R.M. (1996). Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision, *Journal of Financial Economics*, Vol.42 (2), pp. 159-186.
146. Kaya H.D. (2012). Market Timing and Firms' Financing Choice, *International Journal of Business and Social Science*, Vol.3 (13), pp. 51-59.
147. Kayhan A., Titman S. (2007). Firms' Histories and Their Capital Structures, *Journal of Financial Economics*, Vol. 83 (1), pp. 1-32.
148. Kajanathan R., Achchuthan S. (2013). Liquidity and Capital Structure: Special Reference to Sri Lanka Telecom Plc., *Advances in Management & Applied Economics*, Vol.3 (5), pp. 89-99.
149. Kajanathan R., Nimalthasan P. (2013). Capital Structure and its Impact on Firm Performance: A Study on Sri Lankan Listed Manufacturing Companies, *Merit Research Journal of Business and Management*, Vol. 1 (2), pp. 37-44.
150. Kane A., Marcus A.J., McDonald R.L. (1984). How Big is the Tax Advantage of Debt? *Journal of Finance*, Vol.39 (3), pp. 841-853.
151. Kebewar M. (2013). The Effect of Debt on Corporate Profitability. Evidence from French Service Sector, *EconStor Preprints*, pieejams internetā: <https://ideas.repec.org/p/zbw/esprep/73556.html>
152. Kim S., Kim Y. (2010). Nonlinear Dynamic Relations between Equity Return and Equity Fund Flow: Korean Market Empirical Evidence, *Asia – Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 39(2), pp. 139-170.
153. Kim W.S., Sorensen E.H. (1986). Evidence on the Impact on the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21 (2), pp. 131-144.
154. King A.S., Mohammed I. (2011). An Assessment of the Static Trade-off Theory of Capital Structure Using Ghana Stock Market Data, *Journal of Management Policy and Practice*, Vol. 12(6), pp. 81-89.
155. Klock M., Thies C. (1992). Determinants of Capital Structure, *Review of Financial Economics*, Vol. 1 (2), pp. 40-52.
156. Kokoreva M., Stepanova A. (2012). Financial Architecture and Corporate Performance: Evidence from Russia, *Корпоративные финансы*, No.2 (22), pp. 34-44.
157. Koller T., Goedhart M., Wessels D. (2010). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, 5th ed. McKinsey & Company, 837 pages.
158. Korajczyk R., Lucas D.J., McDonald R.L. (1992). Equity Issues with Time-Varying Asymmetric Information, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27 (3), pp. 397-417.
159. Kordestani G., Najafi M.O. (2008). A Research on the Factors Determining Capital Structure: An Empirical Test on the Static Trade Off Theory Versus the Pecking Order Theory, *Financial Research Magazine*, Vol.10, pp. 73-90.
160. Krasker W. (1986). Stock Price Movements in Response to Stock Issues under Asymmetric Information, *Journal of Finance*, Vol. 41 (1), pp. 93-105.
161. Kraus A., Litzenberger R.H. (1973). A State Preference Model of Optimal Financial Leverage, *Journal of Finance*, Vol.28 (4), pp. 911-922.
162. Krūtainis M. (2009). Akciju kapitāla piesaiste ar publiskā tirgus starpniecību; No idejas līdz panākumiem, Rīga, Lietišķās informācijas dienests, 113.-142.lpp.
163. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1997). Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, Vol.52 (3), pp. 1131-1150.
164. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1998). Law and Finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 106 (6), pp. 1113-1155.

165. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (2000a). Agency Problems and Dividend Policies around the World, *Journal of Finance*, Vol. 55 (1), pp. 1-33.
166. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (2000b). Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 (1-2), pp. 3-27.
167. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance*, Vol. 57 (3), pp. 1147-1170.
168. Latvijas Banka. *Finanšu stabilitātes pārskats 2015*, Latvijas Banka, 64 lapas.
169. Le T.P.V., Phung D.N. (2013). Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
170. Leary M., Roberts M. (2005). Do Firms Rebalance Their Capital Structure? *The Journal of Finance*, Vol.60 (6), pp. 2575-2619.
171. Lehis L., Klauson I., Pahapill H., Uustalu E. (2008). The Compatibility of the Estonian Corporate Income Tax System with Community Law, *Juridica International XV*, pp.14-24.
172. Lev B. (1969). Industry Averages as Targets for Financial Ratios, *Journal of Accounting Research*, Vol.7 (2), pp. 290-299.
173. LGS Nr.8 *Uzkrājumi, iespējamās saistības un iespējamie aktīvi*. Pieejams internetā: <http://likumi.lv/doc.php?id=124601&from=off>
174. Li F., Dang C. (2015). Measuring Firm Size in Empirical Corporate Finance, *19th Annual Conference of The International Society for New Institutional Economics*, pieejams internetā: http://extranet.sioe.org/uploads/isnisie2015/li_dang.pdf
175. Li H., Cui L. (2003). Empirical Study of Capital Structure on Agency Costs in Chinese Listed Firms, *Nature and Science*, Vol.1 (1), pp.12-20.
176. Lin F., Chang T. (2011). Does Debt Affect Firm Value in Taiwan? A Panel Threshold Regression Analysis, *Applied Economics*, Vol.43 (1), pp. 117-128.
177. Lin L., Lin S., Lin Y., You C. (2014). The Analysis of Company Liquidity Using Cash Conversion Cycle Application: Evidence from Taiwan, *Global Journal of Business Research*, Vol.8 (5), pp. 97-103.
178. Lipson M.L., Mortal S. (2009). Liquidity and Capital Structure, *Journal of Financial Markets*, Vol.12 (4), pp.611-644.
179. Mac an Bhaird C., Lucey B. (2010). Determinants of Capital Structure in Irish SMEs, *Small Business Economics*, Vol.35 (3), pp.357-375.
180. Mahoney L., LaGore W., Scazzero J.A. (2008). Corporate Social Performance, Financial Performance for Firms that Restate Earnings, *Issues in Social and Environmental Accounting*, Vol. 2 (1), pp.104-130.
181. Malmendier U., Tate G. (2005a). Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited, *European Financial Management*, Vol. 11 (5), pp. 649-659.
182. Malmendier U., Tate G. (2005b). CEO Overconfidence and Corporate Investment, *Journal of Finance*, Vol.60 (6), pp. 2661-2700.
183. Malmendier U., Tate G., Yan J. (2011). Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies, *Journal of Finance*, Vol.66 (5), pp.1687-1733.
184. Mangafic J., Martinovic D. (2015). The Firm-Specific Determinants of the Target Capital Structure: Evidence from Bosnia and Herzegovina Panel Data, *Mediterranean Journal of Social Sciences*, Vol.6 (2), pp. 188-198.
185. Manigart S., Wright M., Robbie K., Desbrieres P., De Waele K. (1997). Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study, *Entrepreneurship: Theory & Practice*, Vol. 21 (4), pp.29-44.

186. Margaritis D., Psillaki M. (2010). Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34 (3), pp. 621-632.
187. Masnoon M., Saeed A. (2014). Capital Structure Determinants of KSE Listed Automobile Companies, *European Scientific Journal*, Vol.10 (13), pp. 451-461.
188. Matsumoto K., Shivaswamy K., Hoban J.P. (1995). Security Analysts' View of the Financial Ratios of Manufacturers and Retailers, *Financial Practice & Education*, Vol. 5(2), pp. 44-55.
189. Mazen G. (2012). French Firm's Financing Choices: Towards a Reconciliation of the Static Trade-off Theory and the Pecking Order Theory? *International Journal of Financial Research*, Vol.3 (1), pp. 57-72.
190. Michaelas N., Chittenden F., Poutziouris P. (1999). Financial Policy and Capital Structure Choice in UK SMEs: Empirical Evidence From Company Panel Data, *Small Business Economics*, Vol.12 (2), pp. 113-130.
191. Ministru kabineta noteikumi Nr.481 'Noteikumi par naudas plūsmas pārskata un pašu kapitāla izmaiņu pārskata saturu un sagatavošanas kārtību'. Latvijas Vēstnesis, nr.99 (4497), 29.06.2011.
192. Minton B.A., Wruck K.H. (2001). Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
193. Myers S.C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 (2), pp. 147-175.
194. Myers S.C., Majluf N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol.13 (2), pp. 187-221.
195. Myers S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, Vol.39 (3), pp. 575-592.
196. Modigliani F., Miller M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, Vol. 48(3), pp. 261-297.
197. Modigliani F., Miller M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, Vol.53 (3), pp. 433-443.
198. Mohammadzadeh M., Rahimi F., Rahimi F., Aarabi S.M., Salamzadeh J. (2013). The Effect of Capital Structure on the Profitability of Pharmaceutical Companies The Case of Iran, *Iranian Journal of Pharmaceutical Research*, Vol.12 (3), pp. 573-577.
199. Mohammed D. (2013). A Dynamic Panel Model of Capital Structure and Agency Cost in Nigerian Listed Companies, *Global Journal of Business Research*, Vol. 5 (2), pp. 33 – 44.
200. Mojtahedzadeh V. (2011). Tests of Capital Structure 'Static Trade-off' and 'Pecking Order' Theories in Iran, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
201. Mukherjee S., Mahakud J. (2012). Are Trade-off and Pecking Order Theories of Capital Structure Mutually Exclusive? Evidence from Indian Manufacturing Companies, *Journal of Management Research*, Vol. 12 (1), pp. 41-55.
202. Mulford C.W. (1985). The Importance of a Market Value Measurement of Debt in Leverage Ratios: Replication and Extensions, *Journal of Accounting Research*, Vol. 23 (2), pp. 897 – 906.
203. Muresan E.R., Wolitzer P. (2004). Organize Your Financial Ratios Analysis with PALMS, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
204. Muscettola M. (2014). Cash Conversion Cycle and Firm's Profitability: An Empirical Analysis on a Sample of 4 226 Manufacturing SMEs of Italy, *International Journal of Business and Management*, Vol.9 (5), pp. 25-35.
205. Narayanan, M.P. (1988). Debt Versus Equity Under Asymmetric Information, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 23 (1), pp. 39-51.

206. Neumaierova I., Neumaier I. (1996). Consideration About Optimal Indebtedness, *Praha: Finance a Credit*, Vol. 46 (1), pp. 51-61.
207. Ni J., Yu M. (2008). Testing the Pecking-Order Theory. Evidence from Chinese Listed Companies, *The Chinese Economy*, Vol. 41 (1), pp. 97-113.
208. Nivorozhkin E. (2005). Financing Choices of Firms in EU Accession Countries, *Emerging Markets Review*, Vol.6 (2), pp. 138-169.
209. Norvaisiene R. (2012). The Impact of Capital Structure on the Performance Efficiency of Baltic Listed Companies, *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, Vol. 23(5), pp. 505-516.
210. Oakey R.P. (1984). Finance and Innovation in British Small Independent Firms, *Omega International Journal of Management Science*, Vol.12 (2), pp. 113-124.
211. Ogden J.P., Wu S. (2012). Corporate Financing Decisions: Integrated Analyses of Trade-off, Pecking Order, and Market Timing Influences, *Journal of Accounting and Finance*, Vol.12 (5), pp. 34-58.
212. Ogden S., Watson R. (1999). Corporate Performance and Stakeholder Management: Balancing Shareholder and Customer Interest In the UK Privatized Water Industry, *The Academy of Management Journal*, Vol.42 (5), pp.526-538.
213. Ou C., Haynes G.W. (2006). Acquisition of Additional Equity Capital by Small Firms – Findings from the National Survey of Small Business Finances, *Small Business Economics*, Vol.27 (2-3), pp. 157-168.
214. Oztekin O., Flannery M.J. (2010). Partial Adjustment toward Optimal Capital Structure Around the World, *Midwest Finance Association Meeting*.
215. Pandey I.M. (2001). Capital Structure and the Firm Characteristics: Evidence from an Emerging Market, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
216. Pettit B.S., Ferris K.R. (2013). *Valuation for Mergers and Acquisitions*, 2nd ed. Pearson Education, Inc., 247 pages.
217. Pettit R.R., Singer R.F. (1985). Small Business Finance: A Research Agenda, *Financial Management*, Vol.14 (3), pp. 47-60.
218. Pignataro P. (2013). *Financial Modeling & Valuation. A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*. Wiley, 409 pages.
219. Pike R., Neale B. (2005). *Corporate Finance and Investment. Decisions & Strategies*, 5th ed. Financial Times / Prentice Hall, 784 pages.
220. Pozen R.C., Goodman L.W. (2012). Capping the Deductibility of Corporate Interest Expense, *Tax notes*, pp. 1207-1224.
221. Pratt S.P., Grabowski R.J. (2014). *Cost of Capital: Applications and Examples*, 5th ed. Wiley, 1311 pages.
222. Preston L., O'Bannon D.P. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship, *Business Society*, Vol.36 (4), pp.419-429.
223. Puxty A.G., Dodds J.C. (1991). *Financial Management: Method and Meaning*, 2nd ed. Chapman & Hall, 664 pages.
224. Raheman A., Afza T., Qayyum A., Bodla M.A. (2010). Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan, *International Journal of Finance and Economics*, Vol.47, pp.156-169.
225. Rajan R.G., Zingales L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance*, Vol. 50 (5), pp. 1421-1460.
226. Ramlall I. (2009). Determinants of Capital Structure Among Non-Quoted Mauritian Firms Under Specificity of Leverage: Looking for a Modified Pecking Order Theory, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol.31, pp.83-92.
227. Reid G.C. (1991). Staying in Business, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 9 (4), pp. 545-556.

228. Ryu K., Jang S. (2004). Performance Measurement Through Cash Flow Ratios and Traditional Ratios: A Comparison of Commercial and Casino Hotel Companies, *Journal of Hospitality Financial Management*, Vol.12 (1), pp. 15-25.
229. Romano C.A., Tanewski G.A., Smyrniotis K.X. (2001). Capital Structure Decision Making: A Model for Family Business, *Journal of Business Venturing*, Vol. 16 (3), pp. 285-310.
230. Rose C. (2007). Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.15 (2), pp.404-413.
231. Salazar M. (2007). The Effect of Wealth and Race on Start-Up Rates, *Small Business Association*, pieejams internetā: <http://www.ecu.edu/cs-cas/anth/nuevosouth/upload/sba-the-effect-of-wealth-and-race-on-start-up-rates.pdf>
232. Salim M., Yadav R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies, *International Congress on Interdisciplinary Business and Social Sciences*, Vol.65, pp. 156-166.
233. Sanchez-Vidal J., Martin-Ugedo J.F. (2005). Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 25 (4), pp. 341-355.
234. Sarlija N., Harc M. (2012). The Impact of Liquidity on the Capital Structure: A Case Study of Croatian firms, *Business System Research*, Vol.3 (1), pp. 30-36.
235. Scherr F.C., Sugrue T.F., Ward J.B. (1993). Financing the Small Firm Start-Up: Determinants of Debt Use, *The Journal of Small Business Finance*, Vol.3 (1), pp. 17-36.
236. Seifert B., Gonenc H. (2010). Pecking Order Behavior in Emerging Markets, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol.21 (1), pp. 1-31.
237. Serghiescu L., Vaidean V. (2014). Determinant Factors of the Capital Structure of A Firm – An Empirical Analysis, *Procedia Economics and Finance*, Vol.15, pp.1447-1457.
238. Setyawan I.R., Frensidy B. (2013). Empirical Test for Market Timing Theory of Capital Structure: The Case of IPOs in Indonesia Stock Exchange, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
239. Shyam-Sunder L., Myers S.C. (1999). Testing Static Trade-off against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51 (2), pp. 219-244.
240. Sibilkov V. (2009). Asset Liquidity and Capital Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.44 (5), pp.1173-1196.
241. Sinayi H. (2007). Investigating the Impact of Internal Factors Within a Company on the Formation of Capital Structure of Companies Listed in the Tehran Stock Exchange Market, *Accounting and Auditing Researches*, Vol.48, pp. 63-84.
242. Singh P., Kumar B. (2008). Trade-Off Theory or Pecking Order Theory: What Explains the Behavior of the Indian Firms? *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
243. Sogorb-Mira F., Lopez-Gracia J. (2003). Pecking Order versus Trade-Off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
244. Stojanovic S. (2014). Cash Conversion Cycle As a Company Liquidity Measure, *Interdisciplinary Management Research*, Vol. 10, pp.358-368.
245. Strebulaev I.A., Yang B. (2013). The Mystery of Zero-Leverage Firms, *Journal of Financial Economics*, Vol.109 (1), 1-23.
246. Subatnieks K. Naudas plūsmas izmantošana uzņēmuma finanšu analīzē - Promocijas darbs, Rīgā: Latvijas Universitāte, 2007.
247. Sweeney R.J., Warga A.D., Winters D. (1997). The Market Value of Debt, Market Versus Book Value of Debt, and Returns to Assets, *Financial Management*, Vol. 26 (1), pp.5-21.

248. Tailab M.M.K. (2014). The Effect of Capital Structure on Profitability of Energy American Firms, *International Journal of Business and Management Invention*, Vol.3 (12), pp. 54-61.
249. Taxes in nutshell 2015 for Estonia, Latvia, Lithuania and Belarus, *Sorainen*, pieejams internetā: <http://www.sorainen.com/UserFiles/File/Publications/Taxes-in-Nutshell.2015.pdf>.
250. The Economist (2015). *A Senseless Subsidy*, 2015.gada 16.maija izdevums, pp.19-22.
251. Titman S., Wessels R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance*, Vol.43 (1), pp. 1-19.
252. Uyar A. (2009). The Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability: An Empirical Investigation in Turkey, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 24, pp.186-193.
253. Van Binsbergen J.H., Graham J.R., Yang J. (2011). An Empirical Model of Optimal Capital Structure, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 23 (4), pp. 44-69.
254. Vasiliou D., Eriotis N., Daskalakis N. (2009). Testing the Pecking Order Theory: The Importance of Methodology, *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol.1 (2), pp. 85-96.
255. Venanzi D. (2010). Financial Performance Measures and Value Creation: A Review, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
256. Vergas N., Cerqueira A., Brandao E. (2015). The Determinants of the Capital Structure of Listed on Stock Market Nonfinancial Firms: Evidence for Portugal, *FEP Working Papers*, pieejams internetā: <http://wps.fep.up.pt/wps/wp555.pdf>
257. Vos E., Forlong C. (1996). The Agency Advantage of Debt Over The Lifecycle of The Firm, *Journal of Entrepreneurial and Small Business Finance*, Vol.5, pp. 193-211.
258. Voulgaris F., Asteriou D., Agiomirgianakis G. (2004). Size and Determinants of Capital Structure in the Greek Manufacturing Sector, *International Review of Applied Economics*, Vol. 18 (2), pp. 247-262.
259. Wang G.Y. (2010). The Impact of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance, *Journal of Service Science & Management*, Vol.3 (4), pp.408-418.
260. Watson D., Head A. (2013). *Corporate Finance. Principles and Practice*, 6th ed. Pearson, 512 pages.
261. Welch I. (2011). Two Common Problems in Capital Structure Research: The Financial – Debt – To – Asset Ratio and Issuing Activity Versus Leverage Changes, *International Review of Finance*, Vol.11 (1), pp.1-17.
262. Wiwattanakantang Y. (1999). An Empirical Study on The Determinants of The Capital Structure of Thai Firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.7 (3-4), pp. 371-403.
263. Wooldridge J.M. (2002). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 2nd ed. South-Western College Pub, 900 pages.
264. Wu S., Ogden J.P. (2011). Gauging a Firm's Financing Orientation: Integrating Predictions of the Trade-off Theory, the Pecking Order Model and the Market Timing Hypothesis, *SSRN Working Papers*, pieejams internetā: <http://papers.ssrn.com>
265. Белозеров И. А., Никитюк М. Б., Николаева М. С., Петрунина Т. В., Суханова М. С.(2011). Моделирование структуры капитала ОАО «Сильвинит», *Электронный журнал Корпоративные Финансы (EJournal of Corporate Finance)*, No. 2(18), 54-69.
266. Бочаров В.В., Леонтьев В.Е. *Корпоративные финансы*. - Санкт-Петербург: Питер, 2002, 544 с.
267. Ивашковская И. В., Макаров П. В. (2010). Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Центральной Европы, *Электронный журнал Корпоративные Финансы (EJournal of Corporate Finance)*, No. 3(15), 47-62.
268. Кокорева М. С. (2012). Выбор структуры капитала компаниями стран БРИК и Восточной Европы: эмпирический анализ, *Корпоративные финансы*, No.2, 58-70.

Interneta resursi

269. 'Lursoft' dati. Pieejami internetā: www.lursoft.lv
270. Altum dati. Pieejami internetā: www.altum.lv
271. Baltijas biržas dati. Pieejami internetā: www.nasdaqbaltic.com
272. Bank of Lithuania dati. Pieejami internetā: www.lb.lt
273. Bloomberg dati. Pieejami internetā: www.bloomberg.com
274. Eesti Pank dati. Pieejami internetā: www.eestipank.ee
275. FKTK dati. Pieejami internetā: www.fktk.lv
276. Invest Europe dati. Pieejami internetā: www.investeurope.eu
277. Latvijas Centrālā depozitārija dati. Pieejams internetā: www.nasdaqbaltic.com
278. Latvijas Riska kapitāla asociācijas dati. Pieejami internetā: www.lvca.lv
279. Lending Club dati. Pieejami internetā: www.lendingclub.com
280. Londonas biržas dati. Pieejami internetā: www.londonstockexchange.com
281. LR Centrālās statistikas pārvaldes dati. Pieejami internetā: www.csb.gov.lv
282. Mintos dati. Pieejami internetā: www.mintos.com
283. Statistics Estonia. Pieejami internetā: www.stat.ee
284. Statistics Lithuania. Pieejami internetā: www.stat.gov.lt
285. Tax Foundation dati. Pieejami internetā: www.taxfoundation.org
286. Valsts ieņēmumu dienesta dati. Pieejami internetā: www.vid.gov.lv

Pielikums nr.1. Kapitāla struktūru ietekmējošo faktoru regresijas modeļu analīzes rezultāti.

Lauksaimniecības uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa			
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	
TD/C	Rentabilitāte	-0.060 (0.000)	-0.054 (0.001)	-0.019 (0.290)	-0.067 (0.016)	-0.043 (0.082)	0.038 (0.133)	-0.052 (0.023)	-0.051 (0.016)	-0.043 (0.109)	-0.056 (0.123)	-0.056 (0.103)	-0.071 (0.107)	
	Likviditāte	0.142 (0.532)	0.0374 (0.857)	-0.307 (0.166)	0.471 (0.287)	0.234 (0.526)	0.058 (0.877)	-0.275 (0.361)	-0.035 (0.896)	-0.117 (0.703)	-0.379 (0.374)	-0.563 (0.153)	-0.953 (0.037)	
	Aktīvu struktūra	0.221 (0.000)	0.204 (0.000)	0.133 (0.000)	0.374 (0.000)	0.286 (0.000)	0.066 (0.171)	0.071 (0.353)	0.199 (0.003)	0.363 (0.000)	-0.057 (0.444)	-0.023 (0.730)	0.114 (0.121)	
	Lielums	0.834 (0.005)	0.949 (0.000)	1.219 (0.000)	10.482 (0.348)	4.521 (0.598)	7.715 (0.277)	-2.007 (0.554)	-4.458 (0.109)	-5.192 (0.056)	1.001 (0.008)	1.095 (0.000)	1.328 (0.000)	
	Vecums	-1.092 (0.000)	-1.140 (0.000)	-1.201 (0.000)	-0.880 (0.007)	-0.799 (0.002)	-0.367 (0.083)	-1.933 (0.000)	-1.657 (0.000)	-1.356 (0.000)	-1.288 (0.001)	-1.451 (0.000)	-1.912 (0.000)	
	R-sq.	0.1221	0.1297	0.1369	0.0081	0.0101	0.0124	0.1927	0.2310	0.2398	0.2105	0.2201	0.2189	
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.1038	0.0000	0.0000	0.0000	0.0098	0.0000	0.0000	
	N	1015	1015	1015	338	338	338	338	338	338	339	339	339	
	Hausman		0.7498			0.0446			0.0302			0.4977		
	White test		0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		
Autocorrelation		0.0000			0.0001			0.0000			0.0015			
LTD/C	Rentabilitāte	-0.048 (0.005)	-0.045 (0.004)	-0.022 (0.221)	-0.045 (0.141)	-0.028 (0.313)	0.036 (0.191)	-0.032 (0.143)	-0.039 (0.061)	-0.053 (0.043)	-0.058 (0.102)	-0.059 (0.078)	-0.065 (0.131)	
	Likviditāte	1.465 (0.000)	1.402 (0.000)	1.272 (0.000)	2.134 (0.000)	1.818 (0.000)	1.784 (0.000)	0.632 (0.029)	0.958 (0.000)	1.228 (0.000)	0.902 (0.032)	0.789 (0.042)	0.690 (0.121)	
	Aktīvu struktūra	0.292 (0.000)	0.274 (0.000)	0.202 (0.000)	0.499 (0.000)	0.376 (0.000)	0.110 (0.034)	0.098 (0.184)	0.229 (0.000)	0.453 (0.000)	-0.021 (0.770)	0.025 (0.712)	0.191 (0.008)	
	Lielums	1.109 (0.000)	1.139 (0.000)	1.328 (0.000)	25.186 (0.041)	16.730 (0.077)	15.088 (0.050)	-2.804 (0.389)	-3.745 (0.164)	-3.432 (0.194)	1.449 (0.000)	1.372 (0.000)	1.383 (0.000)	
	Vecums	-1.027 (0.000)	-1.052 (0.000)	-1.101 (0.000)	-0.861 (0.016)	-0.796 (0.004)	-0.390 (0.089)	-1.427 (0.000)	-1.303 (0.000)	-1.157 (0.000)	-1.419 (0.000)	-1.423 (0.000)	-1.769 (0.000)	
	R-sq.	0.1568	0.1593	0.1612	0.0428	0.0487	0.0701	0.1927	0.2472	0.2639	0.2114	0.2220	0.2257	
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000	0.0000	
	N	1015	1015	1015	338	338	338	338	338	338	339	339	339	
	Hausman		0.9265			0.0198			0.0031			0.5263		
	White test		0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		
Autocorrelation		0.0000			0.0000			0.0000			0.0000			

Lauksaimniecības uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
STD/C	Rentabilitāte	-0.013 (0.122)	-0.006 (0.391)	0.003 (0.660)	-0.022 (0.136)	-0.013 (0.310)	0.022 (0.854)	-0.019 (0.130)	-0.007 (0.559)	0.009 (0.402)	0.002 (0.896)	0.003 (0.810)	-0.006 (0.667)
	Likviditāte	-1.323 (0.000)	-1.385 (0.000)	-1.579 (0.000)	-1.664 (0.000)	-1.573 (0.000)	-1.726 (0.000)	-0.907 (0.000)	-1.072 (0.000)	-1.345 (0.000)	-1.281 (0.000)	-1.396 (0.000)	-1.644 (0.000)
	Aktīvu struktūra	-0.071 (0.000)	-0.068 (0.000)	-0.069 (0.000)	-0.126 (0.001)	-0.076 (0.009)	-0.045 (0.052)	-0.027 (0.549)	-0.041 (0.207)	-0.090 (0.001)	-0.036 (0.277)	-0.063 (0.025)	-0.077 (0.002)
	Lielums	-0.276 (0.059)	-0.167 (0.112)	-0.109 (0.086)	-14.703 (0.014)	-11.301 (0.007)	-7.373 (0.030)	0.796 (0.685)	-1.389 (0.306)	-1.761 (0.142)	-0.448 (0.008)	-0.208 (0.057)	-0.055 (0.435)
	Vecums	-0.064 (0.415)	-0.094 (0.141)	-0.100 (0.043)	-0.019 (0.910)	-0.003 (0.984)	0.023 (0.819)	-0.506 (0.005)	-0.286 (0.011)	-0.199 (0.019)	0.131 (0.432)	-0.070 (0.514)	-0.143 (0.059)
	R-sq.	0.2239	0.2368	0.2367	0.1904	0.2191	0.2220	0.1652	0.2311	0.2379	0.1769	0.2598	0.2645
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	1015	1015	1015	338	338	338	338	338	338	339	339	339
	Hausman		0.3696			0.1690			0.1766			0.2979	
	White test		0.0000			0.0000			0.0002			0.0000	
Autocorrelation		0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		
TL/C	Rentabilitāte	-0.101 (0.000)	-0.094 (0.000)	-0.046 (0.027)	-0.132 (0.000)	-0.115 (0.000)	-0.013 (0.695)	-0.085 (0.000)	-0.085 (0.000)	-0.075 (0.028)	-0.066 (0.059)	-0.060 (0.072)	-0.076 (0.096)
	Likviditāte	-1.159 (0.000)	-1.343 (0.000)	-2.285 (0.000)	-1.489 (0.004)	-1.785 (0.000)	-2.551 (0.000)	-1.344 (0.000)	-1.319 (0.000)	-1.648 (0.000)	-1.622 (0.00)	-1.807 (0.000)	-2.816 (0.000)
	Aktīvu struktūra	0.123 (0.005)	0.109 (0.006)	0.032 (0.408)	0.061 (0.465)	0.048 (0.512)	-0.139 (0.026)	-0.025 (0.752)	0.018 (0.803)	0.240 (0.002)	0.053 (0.465)	0.064 (0.342)	0.174 (0.021)
	Lielums	1.061 (0.001)	1.067 (0.000)	1.154 (0.000)	26.137 (0.042)	13.424 (0.216)	3.427 (0.711)	-0.254 (0.942)	-1.328 (0.662)	-3.500 (0.313)	1.018 (0.006)	1.077 (0.000)	0.979 (0.000)
	Vecums	-0.877 (0.000)	-0.932 (0.000)	-1.252 (0.000)	-0.904 (0.016)	-0.797 (0.012)	-0.625 (0.024)	-1.687 (0.000)	-1.646 (0.000)	-1.505 (0.000)	-1.017 (0.005)	-1.139 (0.000)	-1.802 (0.000)
	R-sq.	0.1226	0.1317	0.1483	0.0193	0.0344	0.0749	0.1777	0.1871	0.1983	0.2192	0.2239	0.2311
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	1015	1015	1015	338	338	338	338	338	338	339	339	339
	Hausman		0.2465			0.2582			0.7646			0.6336	
	White test		0.0000			0.0000			0.0264			0.0000	
Autocorrelation		0.0000			0.0000			0.0000			0.0070		

Lauksaimniecības uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
LTL/C	Rentabilitāte	-0.040 (0.022)	-0.039 (0.020)	-0.019 (0.302)	-0.039 (0.194)	-0.026 (0.349)	0.042 (0.143)	-0.046 (0.051)	-0.054 (0.014)	-0.075 (0.014)	-0.019 (0.577)	-0.021 (0.536)	-0.051 (0.272)
	Likviditāte	1.694 (0.000)	1.590 (0.000)	1.341 (0.000)	2.461 (0.000)	2.101 (0.000)	1.841 (0.000)	0.917 (0.003)	1.173 (0.000)	1.459 (0.000)	0.587 (0.156)	0.523 (0.177)	0.438 (0.359)
	Aktīvu struktūra	0.477 (0.000)	0.449 (0.000)	0.339 (0.000)	0.527 (0.000)	0.434 (0.000)	0.155 (0.004)	0.286 (0.000)	0.354 (0.000)	0.523 (0.000)	0.278 (0.000)	0.305 (0.000)	0.447 (0.000)
	Lielums	1.419 (0.000)	1.402 (0.000)	1.490 (0.000)	39.074 (0.001)	28.913 (0.003)	23.777 (0.003)	-2.372 (0.497)	-0.949 (0.746)	1.597 (0.605)	1.400 (0.000)	1.316 (0.000)	1.129 (0.000)
	Vecums	-0.863 (0.000)	-0.868 (0.000)	-0.907 (0.000)	-1.036 (0.004)	-0.877 (0.002)	-0.275 (0.247)	-1.259 (0.000)	-1.331 (0.000)	-1.290 (0.000)	-1.001 (0.006)	-0.969 (0.001)	-1.390 (0.000)
	R-sq.	0.1800	0.1813	0.1819	0.0694	0.0705	0.0864	0.2473	0.2588	0.2580	0.1805	0.1863	0.1899
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	1015	1015	1015	338	338	338	338	338	338	339	339	339
	Hausman	0.6506			0.0314			0.1781			0.9045		
	White test	0.0000			0.0000			0.2665			0.0002		
Autocorrelation	0.0000			0.0000			0.0000			0.0006			
STL/C	Rentabilitāte	-0.052 (0.000)	-0.044 (0.000)	-0.022 (0.038)	-0.069 (0.001)	-0.064 (0.000)	-0.049 (0.006)	-0.033 (0.039)	-0.022 (0.151)	0.005 (0.779)	-0.047 (0.019)	-0.032 (0.080)	-0.025 (0.225)
	Likviditāte	-2.872 (0.000)	-3.045 (0.000)	-3.642 (0.000)	-4.018 (0.000)	-4.013 (0.000)	-4.413 (0.000)	-2.226 (0.000)	-2.552 (0.000)	-3.109 (0.000)	-2.209 (0.000)	-2.505 (0.000)	-3.254 (0.000)
	Aktīvu struktūra	-0.301 (0.000)	-0.303 (0.000)	-0.299 (0.000)	-0.338 (0.000)	-0.298 (0.000)	-0.274 (0.000)	-0.245 (0.000)	-0.282 (0.000)	-0.280 (0.000)	-0.226 (0.000)	-0.259 (0.000)	-0.273 (0.000)
	Lielums	-0.364 (0.069)	-0.360 (0.022)	-0.382 (0.000)	-16.404 (0.053)	-21.809 (0.001)	-20.424 (0.000)	1.650 (0.497)	-1.879 (0.327)	-5.483 (0.001)	-0.382 (0.065)	-0.154 (0.259)	-0.151 (0.128)
	Vecums	-0.099 (0.361)	-0.158 (0.088)	-0.349 (0.000)	0.033 (0.894)	0.015 (0.939)	-0.349 (0.019)	-0.411 (0.062)	-0.285 (0.084)	-0.226 (0.055)	-0.015 (0.940)	-0.271 (0.044)	-0.411 (0.000)
	R-sq.	0.4514	0.4615	0.4712	0.4735	0.4857	0.4949	0.4314	0.4692	0.4746	0.4131	0.4602	0.4588
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	1015	1015	1015	338	338	338	338	338	338	339	339	339
	Hausman	0.0594			0.5907			0.0020			0.0136		
	White test	0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		
Autocorrelation	0.0000			0.0057			0.0014			0.0000			

Lauksaimniecības uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
NFL/C	Rentabilitāte	0.060 (0.000)	0.054 (0.001)	0.019 (0.290)	0.067 (0.016)	0.043 (0.082)	-0.038 (0.133)	0.052 (0.023)	0.051 (0.016)	0.043 (0.109)	0.056 (0.123)	0.056 (0.103)	0.071 (0.107)
	Likviditāte	-0.142 (0.532)	-0.037 (0.857)	0.307 (0.166)	-0.471 (0.287)	-0.234 (0.526)	-0.058 (0.877)	0.275 (0.361)	0.035 (0.896)	0.117 (0.703)	0.379 (0.374)	0.563 (0.153)	0.953 (0.037)
	Aktīvu struktūra	-0.221 (0.000)	-0.204 (0.000)	-0.133 (0.000)	-0.374 (0.000)	-0.286 (0.000)	-0.066 (0.171)	-0.071 (0.353)	-0.199 (0.003)	-0.363 (0.000)	0.057 (0.444)	0.023 (0.730)	-0.114 (0.121)
	Lielums	-0.834 (0.005)	-0.949 (0.000)	-1.219 (0.000)	-10.482 (0.348)	-4.521 (0.598)	-7.715 (0.277)	2.007 (0.554)	4.458 (0.109)	5.192 (0.056)	-1.001 (0.008)	-1.095 (0.000)	-1.328 (0.000)
	Vecums	1.092 (0.000)	1.140 (0.000)	1.201 (0.000)	0.880 (0.007)	0.799 (0.002)	0.367 (0.083)	1.933 (0.000)	1.657 (0.000)	1.356 (0.000)	1.288 (0.001)	1.451 (0.000)	1.912 (0.000)
	R-sq.	0.1221	0.1297	0.1369	0.0081	0.0101	0.0124	0.1927	0.2310	0.2398	0.2105	0.2201	0.2189
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.1038	0.0000	0.0000	0.0000	0.0098	0.0000	0.0000
	N	1015	1015	1015	338	338	338	338	338	338	339	339	339
	Hausman	0.7498			0.0446			0.0302			0.4977		
	White test	0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		
Autocorrelation	0.0000			0.0001			0.0000			0.0015			

Ražošanas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
TD/C	Rentabilitāte	-0.124 (0.028)	-0.140 (0.008)	-0.198 (0.000)	0.051 (0.540)	-0.054 (0.478)	-0.128 (0.097)	-0.131 (0.246)	-0.119 (0.243)	-0.060 (0.630)	-0.379 (0.000)	-0.411 (0.000)	-0.594 (0.000)
	Likviditāte	0.182 (0.871)	0.296 (0.768)	0.091 (0.924)	3.113 (0.136)	4.689 (0.006)	4.013 (0.011)	2.545 (0.246)	1.921 (0.321)	0.801 (0.711)	-3.989 (0.002)	-2.797 (0.018)	-1.786 (0.170)
	Aktīvu struktūra	0.144 (0.017)	0.108 (0.038)	0.102 (0.020)	0.336 (0.001)	0.180 (0.025)	0.067 (0.340)	-0.182 (0.097)	-0.110 (0.239)	0.103 (0.254)	0.226 (0.018)	0.235 (0.006)	0.314 (0.000)
	Lielums	-3.105 (0.048)	-1.974 (0.106)	0.002 (0.998)	-258.64 (0.001)	-200.047 (0.001)	-160.083 (0.005)	-12.182 (0.575)	-6.792 (0.724)	9.367 (0.675)	-2.074 (0.029)	-1.566 (0.065)	0.022 (0.970)
	Vecums	0.652 (0.011)	0.319 (0.165)	-0.536 (0.013)	1.439 (0.019)	0.115 (0.793)	-0.859 (0.016)	-0.989 (0.040)	-0.790 (0.058)	-0.979 (0.041)	0.415 (0.166)	0.227 (0.421)	-0.109 (0.732)
	R-sq.	0.0043	0.0124	0.0357	0.0025	0.0473	0.0717	0.0034	0.0060	0.0062	0.2284	0.2673	0.3027
	Prob>F	0.0014	0.0067	0.0003	0.0008	0.0015	0.0045	0.0386	0.1176	0.3088	0.0000	0.0000	0.0000
	N	498	498	498	166	166	166	166	166	166	166	166	166
	Hausman	0.0765			0.0261			0.5600			0.0518		
	White test	0.0000			0.0001			0.0003			0.0001		
Autocorrelation	0.0000			0.0009			0.0003			0.0046			
LTD/C	Rentabilitāte	-0.063 (0.274)	-0.079 (0.142)	-0.161 (0.006)	0.055 (0.545)	-0.039 (0.641)	-0.105 (0.228)	0.076 (0.497)	0.050 (0.622)	-0.058 (0.652)	-0.323 (0.001)	-0.364 (0.000)	-0.536 (0.000)
	Likviditāte	6.028 (0.000)	6.149 (0.000)	6.179 (0.000)	8.955 (0.000)	10.781 (0.000)	10.141 (0.000)	7.681 (0.001)	6.887 (0.000)	4.081 (0.066)	3.049 (0.026)	4.281 (0.000)	4.957 (0.000)
	Aktīvu struktūra	0.246 (0.000)	0.206 (0.000)	0.205 (0.000)	0.429 (0.000)	0.259 (0.004)	0.156 (0.049)	-0.120 (0.268)	-0.053 (0.570)	0.099 (0.283)	0.322 (0.002)	0.339 (0.000)	0.419 (0.000)
	Lielums	-3.902 (0.016)	-2.989 (0.019)	-1.256 (0.091)	-188.875 (0.019)	-106.682 (0.109)	-63.008 (0.323)	-9.617 (0.655)	-13.895 (0.468)	-26.328 (0.249)	-2.185 (0.033)	-1.703 (0.045)	-0.586 (0.266)
	Vecums	1.064 (0.000)	0.676 (0.005)	-0.426 (0.058)	2.792 (0.000)	1.104 (0.033)	-0.303 (0.447)	-0.649 (0.172)	-0.610 (0.141)	-1.023 (0.037)	-0.273 (0.399)	-0.427 (0.145)	-0.407 (0.159)
	R-sq.	0.0490	0.0658	0.0970	0.0577	0.1341	0.1528	0.0248	0.0374	0.0487	0.2664	0.3026	0.3207
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0009	0.0012	0.0231	0.0000	0.0000	0.0000
	N	498	498	498	166	166	166	166	166	166	166	166	166
	Hausman	0.0251			0.0046			0.5030			0.3326		
	White test	0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		
Autocorrelation	0.0004			0.2506			0.0000			0.0138			

Ražošanas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
STD/C	Rentabilitāte	-0.060 (0.120)	-0.059 (0.090)	-0.037 (0.253)	-0.003 (0.960)	-0.017 (0.769)	-0.023 (0.665)	-0.207 (0.005)	-0.093 (0.099)	-0.003 (0.958)	-0.056 (0.509)	-0.066 (0.367)	-0.058 (0.387)
	Likviditāte	-5.846 (0.000)	-5.867 (0.000)	-6.088 (0.000)	-5.842 (0.001)	-6.210 (0.000)	-6.128 (0.000)	-5.136 (0.000)	-4.369 (0.000)	-3.280 (0.000)	-7.039 (0.000)	-6.408 (0.000)	-6.743 (0.000)
	Aktīvu struktūra	-0.102 (0.013)	-0.095 (0.004)	-0.102 (0.000)	-0.093 (0.272)	-0.073 (0.210)	-0.089 (0.070)	-0.062 (0.376)	-0.038 (0.413)	0.004 (0.910)	-0.096 (0.287)	-0.089 (0.179)	-0.106 (0.030)
	Lielums	0.797 (0.460)	1.044 (0.164)	1.258 (0.003)	-69.765 (0.258)	-102.104 (0.020)	-97.074 (0.015)	-2.564 (0.853)	21.476 (0.036)	35.695 (0.000)	0.111 (0.902)	0.484 (0.456)	0.607 (0.136)
	Vecums	-0.412 (0.020)	-0.314 (0.035)	-0.109 (0.384)	-1.352 (0.008)	-0.686 (0.026)	-0.556 (0.026)	-0.341 (0.265)	-0.017 (0.938)	0.043 (0.826)	0.687 (0.017)	0.533 (0.027)	0.298 (0.184)
	R-sq.	0.1957	0.2032	0.2011	0.2340	0.2698	0.2487	0.0426	0.1559	0.1627	0.2969	0.3071	0.2910
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0003	0.0000	0.0000	0.0001	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	498	498	498	166	166	166	166	166	166	166	166	166
	Hausman	0.9262			0.4410			0.0006			0.8604		
	White test	0.0000			0.0000			0.0694			0.0008		
Autocorrelation	0.0055			0.3008			0.0008			0.0001			
TL/C	Rentabilitāte	-0.319 (0.000)	-0.301 (0.000)	-0.224 (0.004)	-0.216 (0.163)	-0.281 (0.041)	-0.172 (0.223)	-0.173 (0.153)	-0.146 (0.184)	-0.001 (0.996)	-0.375 (0.000)	-0.406 (0.000)	-0.685 (0.000)
	Likviditāte	-9.991 (0.000)	11.549 (0.000)	-15.423 (0.000)	-12.592 (0.001)	-13.029 (0.000)	-17.134 (0.000)	-9.569 (0.000)	-11.597 (0.000)	-16.104 (0.000)	-8.565 (0.000)	-7.980 (0.000)	-8.293 (0.000)
	Aktīvu struktūra	-0.371 (0.000)	-0.425 (0.000)	-0.435 (0.000)	-0.275 (0.143)	0.546 (0.000)	-0.728 (0.000)	-0.498 (0.000)	-0.443 (0.000)	-0.369 (0.000)	-0.210 (0.017)	-0.157 (0.046)	0.078 (0.234)
	Lielums	-4.731 (0.025)	-4.546 (0.006)	-3.282 (0.001)	-272.585 (0.046)	-135.376 (0.203)	-43.822 (0.672)	-104.938 (0.000)	-108.473 (0.000)	-89.994 (0.000)	-2.128 (0.015)	-1.874 (0.017)	-0.632 (0.252)
	Vecums	2.185 (0.000)	1.444 (0.000)	-0.397 (0.189)	5.058 (0.000)	1.973 (0.009)	0.377 (0.559)	1.760 (0.001)	1.440 (0.001)	0.354 (0.483)	-0.316 (0.251)	-0.359 (0.168)	-0.430 (0.157)
	R-sq.	0.1367	0.1948	0.2609	0.0900	0.2512	0.2852	0.1589	0.2122	0.2547	0.3464	0.3857	0.4679
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	498	498	498	166	166	166	166	166	166	166	166	166
	Hausman	0.0000			0.0033			0.2271			0.1949		
	White test	0.0000			0.0003			0.0000			0.0000		
Autocorrelation	0.0000			0.0001			0.0187			0.0013			

Ražošanas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
LTL/C	Rentabilitāte	-0.084 (0.174)	-0.093 (0.107)	-0.133 (0.030)	0.013 (0.891)	-0.075 (0.390)	-0.103 (0.256)	0.099 (0.448)	0.089 (0.436)	0.081 (0.539)	-0.300 (0.001)	-0.354 (0.000)	-0.647 (0.000)
	Likviditāte	6.709 (0.000)	6.509 (0.000)	5.609 (0.000)	8.777 (0.000)	10.718 (0.000)	9.739 (0.000)	8.099 (0.002)	6.677 (0.002)	3.078 (0.176)	2.811 (0.028)	3.971 (0.001)	5.101 (0.000)
	Aktīvu struktūra	0.369 (0.000)	0.309 (0.000)	0.273 (0.000)	0.554 (0.000)	0.334 (0.000)	0.186 (0.025)	0.024 (0.849)	0.074 (0.479)	0.160 (0.090)	0.418 (0.000)	0.436 (0.000)	0.533 (0.000)
	Lielums	-4.902 (0.004)	-3.556 (0.008)	-1.364 (0.081)	-182.196 (0.030)	-89.197 (0.200)	-52.599 (0.429)	-78.132 (0.002)	-73.549 (0.001)	-53.832 (0.023)	-2.585 (0.008)	-2.028 (0.014)	-0.604 (0.264)
	Vecums	1.366 (0.000)	0.923 (0.000)	-0.166 (0.483)	3.091 (0.000)	1.199 (0.019)	-0.151 (0.717)	0.567 (0.305)	0.486 (0.296)	-0.181 (0.717)	-0.418 (0.169)	-0.590 (0.036)	-0.719 (0.016)
	R-sq.	0.0617	0.0727	0.0906	0.0591	0.1257	0.1357	0.0389	0.0495	0.0445	0.3217	0.3729	0.4192
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0001	0.0307	0.0000	0.0000	0.0000
	N	498	498	498	166	166	166	166	166	166	166	166	166
	Hausman		0.0135			0.0021			0.6081			0.0965	
	White test		0.0001			0.0013			0.0002			0.0000	
Autocorrelation		0.0003			0.2660			0.0000			0.0087		
STL/C	Rentabilitāte	-0.095 (0.11)	-0.095 (0.085)	-0.086 (0.145)	-0.049 (0.679)	-0.062 (0.541)	-0.046 (0.671)	-0.159 (0.128)	-0.129 (0.119)	-0.082 (0.292)	-0.072 (0.439)	-0.061 (0.453)	-0.039 (0.585)
	Likviditāte	-15.776 (0.000)	-17.437 (0.000)	-20.889 (0.000)	-19.214 (0.000)	-22.575 (0.000)	-26.160 (0.000)	-15.371 (0.000)	-17.280 (0.000)	-18.149 (0.000)	-11.368 (0.000)	-12.042 (0.000)	-13.389 (0.000)
	Aktīvu struktūra	-0.650 (0.000)	-0.669 (0.000)	-0.701 (0.000)	-0.622 (0.000)	-0.689 (0.000)	-0.847 (0.000)	-0.523 (0.000)	-0.487 (0.000)	-0.509 (0.000)	-0.628 (0.000)	-0.522 (0.000)	-0.455 (0.000)
	Lielums	0.355 (0.830)	-1.057 (0.404)	-2.111 (0.005)	-234.706 (0.024)	-195.647 (0.014)	-117.445 (0.143)	-25.109 (0.210)	-35.315 (0.020)	-33.474 (0.017)	0.438 (0.656)	0.136 (0.849)	-0.018 (0.967)
	Vecums	0.369 (0.172)	0.080 (0.739)	-0.594 (0.009)	0.743 (0.381)	0.213 (0.709)	-0.238 (0.634)	0.948 (0.032)	0.587 (0.071)	0.483 (0.105)	0.121 (0.698)	0.309 (0.245)	0.288 (0.255)
	R-sq.	0.4879	0.5194	0.5305	0.5499	0.5756	0.5710	0.5446	0.5696	0.5582	0.5341	0.5848	0.5873
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	498	498	498	166	166	166	166	166	166	166	166	166
	Hausman		0.0024			0.3819			0.6170			0.5354	
	White test		0.0000			0.0049			0.0536			0.0000	
Autocorrelation		0.0000			0.0102			0.0000			0.0068		

Ražošanas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
NFL/C	Rentabilitāte	0.124 (0.028)	0.140 (0.008)	0.198 (0.000)	-0.051 (0.540)	0.054 (0.478)	0.128 (0.097)	0.131 (0.246)	0.119 (0.243)	0.060 (0.630)	0.379 (0.000)	0.411 (0.000)	0.594 (0.000)
	Likviditāte	-0.182 (0.871)	-0.296 (0.768)	-0.091 (0.924)	-3.113 (0.136)	-4.689 (0.006)	-4.013 (0.011)	-2.545 (0.246)	-1.921 (0.321)	-0.801 (0.711)	3.989 (0.002)	2.797 (0.018)	1.786 (0.170)
	Aktīvu struktūra	-0.144 (0.017)	-0.108 (0.038)	-0.102 (0.020)	-0.336 (0.001)	-0.180 (0.025)	-0.067 (0.340)	0.182 (0.097)	0.110 (0.239)	-0.103 (0.254)	-0.226 (0.018)	-0.235 (0.006)	-0.314 (0.000)
	Lielums	3.105 (0.048)	1.974 (0.106)	-0.002 (0.998)	258.640 (0.001)	200.047 (0.001)	160.083 (0.005)	12.182 (0.575)	6.792 (0.724)	-9.367 (0.675)	2.074 (0.029)	1.566 (0.065)	-0.022 (0.970)
	Vecums	-0.652 (0.011)	-0.319 (0.165)	0.536 (0.013)	-1.439 (0.019)	-0.115 (0.793)	0.859 (0.016)	0.989 (0.040)	0.790 (0.058)	0.979 (0.041)	-0.415 (0.166)	-0.227 (0.421)	0.109 (0.732)
	R-sq.	0.0043	0.0124	0.0357	0.0025	0.0473	0.0717	0.0034	0.0060	0.0062	0.2284	0.2673	0.3027
	Prob>F	0.0014	0.0067	0.0003	0.0008	0.0015	0.0045	0.0386	0.1176	0.3088	0.0000	0.0000	0.0000
	N	498	498	498	166	166	166	166	166	166	166	166	166
	Hausman	0.0765			0.0261			0.5600			0.0518		
	White test	0.0000			0.0001			0.0003			0.0001		
Autocorrelation	0.0000			0.0009			0.0003			0.0046			

Tirdzniecības uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
TD/C	Rentabilitāte	-0.218 (0.002)	-0.274 (0.000)	-0.344 (0.000)	-0.252 (0.092)	-0.332 (0.005)	-0.395 (0.000)	-0.302 (0.024)	-0.297 (0.007)	-0.305 (0.003)	0.019 (0.831)	-0.039 (0.608)	-0.251 (0.001)
	Likviditāte	2.286 (0.004)	2.893 (0.000)	3.754 (0.000)	3.593 (0.018)	2.820 (0.013)	3.711 (0.000)	4.777 (0.001)	4.593 (0.000)	4.270 (0.000)	1.093 (0.395)	1.881 (0.104)	2.489 (0.061)
	Aktīvu struktūra	0.232 (0.000)	0.199 (0.000)	0.185 (0.000)	0.359 (0.000)	0.274 (0.000)	0.213 (0.000)	0.197 (0.005)	0.194 (0.000)	0.178 (0.000)	0.031 (0.600)	0.093 (0.049)	0.219 (0.000)
	Lielums	-0.122 (0.491)	-0.066 (0.345)	-0.068 (0.038)	-70.849 (0.447)	-94.736 (0.162)	-27.434 (0.646)	97.169 (0.000)	71.338 (0.002)	44.902 (0.045)	-0.062 (0.646)	-0.062 (0.354)	-0.069 (0.023)
	Vecums	0.078 (0.596)	-0.048 (0.700)	-0.252 (0.026)	1.847 (0.000)	0.884 (0.000)	0.365 (0.071)	-0.780 (0.003)	-0.650 (0.002)	-0.337 (0.092)	-1.130 (0.000)	-1.000 (0.000)	-0.809 (0.000)
	R-sq.	0.0569	0.0733	0.0763	0.0521	0.0699	0.0733	0.0828	0.0866	0.0808	0.0578	0.0886	0.1090
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	1520	1520	1520	506	506	506	506	506	506	508	508	508
	Hausman		0.0952			0.0057			0.4108			0.2928	
	White test		0.0000			0.0000			0.0002			0.0000	
Autocorrelation		0.0000			0.0220			0.0000			0.0000		
LTD/C	Rentabilitāte	-0.289 (0.000)	-0.282 (0.000)	-0.247 (0.000)	-0.242 (0.094)	-0.293 (0.015)	-0.373 (0.001)	-0.400 (0.002)	-0.337 (0.002)	-0.306 (0.003)	-0.028 (0.750)	-0.045 (0.555)	-0.172 (0.024)
	Likviditāte	9.979 (0.000)	10.518 (0.000)	11.853 (0.000)	9.555 (0.000)	9.456 (0.000)	11.815 (0.000)	16.172 (0.000)	15.095 (0.000)	13.286 (0.000)	7.614 (0.000)	8.294 (0.000)	9.432 (0.000)
	Aktīvu struktūra	0.321 (0.000)	0.318 (0.000)	0.321 (0.000)	0.541 (0.000)	0.459 (0.000)	0.358 (0.000)	0.255 (0.000)	0.273 (0.000)	0.278 (0.000)	0.082 (0.160)	0.154 (0.001)	0.298 (0.000)
	Lielums	-0.222 (0.199)	-0.022 (0.768)	-0.016 (0.644)	-121.714 (0.175)	-123.126 (0.081)	-5.654 (0.931)	51.178 (0.046)	42.902 (0.054)	68.150 (0.003)	-0.158 (0.245)	-0.044 (0.498)	-0.034 (0.284)
	Vecums	0.486 (0.001)	0.334 (0.007)	-0.127 (0.286)	2.279 (0.000)	1.363 (0.000)	0.339 (0.123)	-0.056 (0.819)	-0.087 (0.678)	-0.142 (0.489)	-0.722 (0.000)	-0.685 (0.000)	-0.668 (0.001)
	R-sq.	0.1718	0.2001	0.2074	0.1472	0.1853	0.2228	0.2611	0.2643	0.2616	0.0973	0.1457	0.1565
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	1520	1520	1520	506	506	506	506	506	506	508	508	508
	Hausman		0.0605			0.0004			0.5702			0.3222	
	White test		0.0000			0.0016			0.0000			0.0012	
Autocorrelation		0.0000			0.0001			0.0000			0.0000		

Tirdzniecības uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa			
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	
STD/C	Rentabilitāte	0.072 (0.113)	0.012 (0.751)	-0.097 (0.004)	-0.011 (0.910)	-0.023 (0.770)	-0.022 (0.771)	0.098 (0.308)	0.019 (0.800)	0.001 (0.984)	0.046 (0.390)	0.0004 (0.992)	-0.079 (0.062)	
	Likviditāte	-7.693 (0.000)	-7.739 (0.000)	-8.098 (0.000)	-5.962 (0.000)	-6.681 (0.000)	-8.104 (0.000)	-11.395 (0.000)	-10.103 (0.000)	-9.016 (0.000)	-6.521 (0.000)	-6.377 (0.000)	-6.943 (0.000)	
	Aktīvu struktūra	-0.089 (0.000)	-0.117 (0.000)	-0.136 (0.000)	-0.181 (0.000)	-0.175 (0.000)	-0.146 (0.000)	-0.059 (0.236)	-0.085 (0.014)	-0.099 (0.001)	-0.052 (0.154)	-0.058 (0.042)	-0.079 (0.001)	
	Lielums	0.099 (0.382)	-0.048 (0.317)	-0.052 (0.019)	50.865 (0.394)	26.459 (0.564)	-21.781 (0.614)	45.992 (0.018)	24.261 (0.129)	-23.248 (0.141)	0.096 (0.254)	-0.019 (0.623)	-0.036 (0.040)	
	Vecums	-0.408 (0.000)	-0.359 (0.000)	-0.125 (0.103)	-0.432 (0.052)	-0.336 (0.034)	0.025 (0.863)	-0.724 (0.000)	-0.517 (0.000)	-0.194 (0.166)	-0.409 (0.001)	-0.304 (0.006)	-0.141 (0.192)	
	R-sq.	0.1470	0.1882	0.1968	0.1674	0.1846	0.1955	0.1873	0.2085	0.2214	0.0645	0.1343	0.1391	
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
	N	1520	1520	1520	506	506	506	506	506	506	506	508	508	508
	Hausman		0.0272			0.4156			0.0045			0.3336		
	White test		0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		
Autocorrelation		0.0000			0.0557			0.0001			0.0000			
TL/C	Rentabilitāte	-0.637 (0.000)	-0.688 (0.000)	-0.718 (0.000)	-0.395 (0.067)	-0.496 (0.008)	-0.573 (0.002)	-0.681 (0.000)	-0.681 (0.000)	-0.666 (0.000)	-0.393 (0.000)	-0.390 (0.000)	-0.462 (0.000)	
	Likviditāte	-12.619 (0.000)	-12.654 (0.000)	-12.137 (0.000)	-8.975 (0.000)	-13.512 (0.000)	-15.896 (0.000)	-4.735 (0.006)	-7.077 (0.000)	-11.398 (0.000)	-12.858 (0.000)	-11.257 (0.000)	-4.292 (0.008)	
	Aktīvu struktūra	-0.179 (0.000)	-0.226 (0.000)	-0.283 (0.000)	0.154 (0.152)	-0.022 (0.798)	-0.278 (0.000)	-0.096 (0.269)	-0.161 (0.017)	-0.234 (0.000)	-0.202 (0.002)	-0.185 (0.001)	-0.015 (0.754)	
	Lielums	-0.335 (0.166)	-0.105 (0.368)	-0.069 (0.162)	-508.965 (0.000)	-423.950 (0.000)	-286.915 (0.006)	-64.049 (0.060)	-51.885 (0.082)	1.925 (0.950)	-0.159 (0.287)	-0.058 (0.484)	-0.031 (0.406)	
	Vecums	1.732 (0.000)	1.349 (0.000)	0.043 (0.806)	5.198 (0.000)	3.368 (0.000)	1.187 (0.001)	1.452 (0.000)	0.962 (0.001)	-0.058 (0.831)	-0.533 (0.018)	-0.587 (0.004)	-0.728 (0.002)	
	R-sq.	0.0954	0.1242	0.1535	0.0670	0.1357	0.1877	0.0755	0.1144	0.1442	0.0437	0.0532	0.0715	
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
	N	1520	1520	1520	506	506	506	506	506	506	506	508	508	508
	Hausman		0.0005			0.0000			0.0221			0.0407		
	White test		0.0000			0.0000			0.0000			0.2018		
Autocorrelation		0.0000			0.0006			0.0536			0.0079			

Tirdzniecības uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa			
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	
LTL/C	Rentabilitāte	-0.337 (0.000)	-0.356 (0.000)	-0.317 (0.000)	-0.297 (0.056)	-0.348 (0.010)	-0.428 (0.001)	-0.486 (0.001)	-0.457 (0.000)	-0.375 (0.003)	-0.127 (0.172)	-0.129 (0.123)	-0.207 (0.020)	
	Likviditāte	10.131 (0.000)	10.646 (0.000)	13.113 (0.000)	9.518 (0.000)	9.404 (0.000)	12.301 (0.000)	17.658 (0.000)	16.531 (0.000)	13.920 (0.000)	6.278 (0.000)	7.685 (0.000)	13.539 (0.000)	
	Aktīvu struktūra	0.394 (0.000)	0.399 (0.000)	0.410 (0.000)	0.611 (0.000)	0.571 (0.000)	0.447 (0.000)	0.407 (0.000)	0.407 (0.000)	0.405 (0.000)	0.132 (0.034)	0.195 (0.000)	0.371 (0.000)	
	Lielums	-0.231 (0.217)	-0.066 (0.498)	-0.034 (0.401)	-161.959 (0.094)	-143.001 (0.074)	-24.149 (0.749)	-2.602 (0.927)	-0.028 (0.999)	51.999 (0.062)	-0.166 (0.252)	-0.074 (0.348)	-0.050 (0.172)	
	Vecums	0.682 (0.000)	0.553 (0.000)	-0.093 (0.507)	2.330 (0.000)	1.694 (0.000)	0.486 (0.057)	0.346 (0.203)	0.162 (0.498)	-0.196 (0.429)	-0.532 (0.015)	-0.559 (0.005)	-0.646 (0.005)	
	R-sq.	0.1694	0.1907	0.2053	0.1533	0.1742	0.2099	0.2229	0.2290	0.2334	0.1340	0.1856	0.1861	
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
	N	1520	1520	1520	506	506	506	506	506	506	508	508	508	
	Hausman		0.0763			0.0355			0.4251			0.0605		
	White test		0.0305			0.0045			0.0001			0.6595		
Autocorrelation		0.0000			0.0000			0.0000			0.0000			
STL/C	Rentabilitāte	-0.208 (0.002)	-0.279 (0.000)	-0.380 (0.000)	-0.005 (0.974)	-0.077 (0.509)	-0.068 (0.516)	-0.096 (0.430)	-0.186 (0.055)	-0.255 (0.004)	-0.162 (0.025)	-0.185 (0.003)	-0.239 (0.000)	
	Likviditāte	-22.543 (0.000)	-23.576 (0.000)	-25.221 (0.000)	-19.414 (0.000)	-25.325 (0.000)	-28.383 (0.000)	-22.957 (0.000)	-23.441 (0.000)	-24.967 (0.000)	-18.730 (0.000)	-18.452 (0.000)	-17.879 (0.000)	
	Aktīvu struktūra	-0.573 (0.000)	-0.646 (0.000)	-0.689 (0.000)	-0.559 (0.000)	-0.671 (0.000)	-0.717 (0.000)	-0.458 (0.000)	-0.530 (0.000)	-0.604 (0.000)	-0.303 (0.000)	-0.377 (0.000)	-0.391 (0.000)	
	Lielums	-0.106 (0.531)	-0.052 (0.412)	-0.042 (0.179)	-351.096 (0.000)	-278.672 (0.000)	-283.454 (0.000)	-68.919 (0.005)	-53.267 (0.009)	-54.161 (0.006)	-0.003 (0.981)	0.014 (0.782)	0.018 (0.444)	
	Vecums	0.754 (0.000)	0.428 (0.000)	-0.027 (0.805)	2.166 (0.000)	0.916 (0.000)	0.525 (0.008)	0.992 (0.000)	0.583 (0.002)	-0.066 (0.705)	-0.147 (0.385)	-0.146 (0.325)	-0.137 (0.354)	
	R-sq.	0.5654	0.5854	0.5910	0.5730	0.6639	0.6652	0.5876	0.6146	0.6239	0.3969	0.4145	0.4112	
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
	N	1520	1520	1520	506	506	506	506	506	506	508	508	508	
	Hausman		0.0000			0.0000			0.0656			0.1613		
	White test		0.0000			0.0000			0.0000			0.0000		
Autocorrelation		0.0000			0.0062			0.0000			0.0001			

Tirdzniecības uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
NFL/C	Rentabilitāte	0.218 (0.002)	0.274 (0.000)	0.344 (0.000)	0.252 (0.092)	0.332 (0.005)	0.395 (0.000)	0.302 (0.024)	0.297 (0.007)	0.305 (0.003)	-0.019 (0.831)	0.039 (0.608)	0.251 (0.001)
	Likviditāte	-2.286 (0.004)	-2.893 (0.000)	-3.754 (0.000)	-3.593 (0.018)	-2.820 (0.013)	-3.711 (0.000)	-4.778 (0.001)	-4.593 (0.000)	-4.270 (0.000)	-1.093 (0.395)	-1.881 (0.104)	-2.489 (0.061)
	Aktīvu struktūra	-0.232 (0.000)	-0.199 (0.000)	-0.185 (0.000)	-0.359 (0.000)	-0.274 (0.000)	-0.213 (0.000)	-0.197 (0.005)	-0.194 (0.000)	-0.178 (0.000)	-0.031 (0.600)	-0.093 (0.049)	-0.219 (0.000)
	Lielums	0.122 (0.491)	0.066 (0.345)	0.068 (0.038)	70.848 (0.447)	94.736 (0.162)	27.434 (0.646)	-97.169 (0.000)	-71.338 (0.002)	-44.902 (0.045)	0.062 (0.646)	0.062 (0.354)	0.069 (0.023)
	Vecums	-0.078 (0.596)	0.048 (0.700)	0.252 (0.026)	-1.847 (0.000)	-0.884 (0.000)	-0.365 (0.071)	0.780 (0.003)	0.650 (0.002)	0.336 (0.092)	1.130 (0.000)	1.000 (0.000)	0.809 (0.000)
	R-sq.	0.0569	0.0733	0.0763	0.0521	0.0699	0.0733	0.0828	0.0866	0.0808	0.0578	0.0886	0.1090
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	1520	1520	1520	506	506	506	506	506	506	508	508	508
	Hausman	0.0952			0.0057			0.4108			0.2928		
	White test	0.0000			0.0000			0.0002			0.0000		
Autocorrelation	0.0000			0.0000			0.0000			0.0000			

Baltijas biržas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
TD/C	Rentabilitāte	-0.186 (0.000)	-0.173 (0.000)	-0.110 (0.001)	0.0002 (0.997)	-0.018 (0.701)	-0.049 (0.412)	-0.462 (0.001)	-0.056 (0.485)	0.099 (0.075)	-0.187 (0.002)	-0.177 (0.001)	-0.116 (0.029)
	Likviditāte	-0.382 (0.020)	-0.456 (0.002)	-0.714 (0.000)	-0.145 (0.272)	-0.197 (0.128)	-0.106 (0.390)	-2.332 (0.041)	-3.842 (0.000)	-4.561 (0.000)	-0.941 (0.054)	-1.437 (0.002)	-4.595 (0.000)
	Aktīvu struktūra	0.256 (0.000)	0.250 (0.000)	0.223 (0.000)	0.184 (0.001)	0.208 (0.000)	0.359 (0.000)	0.242 (0.012)	0.275 (0.000)	0.284 (0.000)	0.251 (0.015)	0.171 (0.010)	0.125 (0.004)
	Lielums	0.002 (0.758)	0.003 (0.508)	0.005 (0.061)	-0.833 (0.005)	-0.544 (0.054)	1.623 (0.000)	0.248 (0.008)	-0.022 (0.753)	-0.164 (0.008)	0.002 (0.758)	0.005 (0.278)	0.009 (0.002)
	Vecums	-0.235 (0.079)	-0.224 (0.081)	-0.075 (0.625)	0.045 (0.809)	-0.011 (0.951)	0.491 (0.084)	-1.145 (0.000)	-0.427 (0.078)	-0.208 (0.346)	-0.266 (0.231)	-0.279 (0.186)	0.108 (0.652)
	R-sq.	0.2205	0.2288	0.2359	0.0220	0.1324	0.4299	0.0731	0.2922	0.3238	0.2286	0.3029	0.3859
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0018	0.0007	0.0000	0.000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	550	550	550	183	183	183	183	183	183	184	184	184
	Hausman		0.8338			0.0000			0.0000			0.8516	
	White test		0.0000			0.0281			0.0283			0.0177	
Autocorrelation		0.0000			0.0000			0.0000			0.1821		
LTD/C	Rentabilitāte	-0.019 (0.621)	-0.022 (0.534)	-0.030 (0.284)	0.094 (0.066)	0.082 (0.097)	-0.001 (0.988)	-0.108 (0.388)	0.003 (0.971)	0.091 (0.072)	-0.139 (0.015)	-0.132 (0.008)	-0.091 (0.057)
	Likviditāte	0.001 (0.993)	-0.114 (0.392)	-0.317 (0.000)	0.057 (0.697)	0.022 (0.875)	-0.068 (0.525)	0.186 (0.863)	-0.561 (0.557)	-1.109 (0.209)	-0.078 (0.869)	-0.537 (0.221)	-2.759 (0.000)
	Aktīvu struktūra	0.159 (0.001)	0.162 (0.000)	0.153 (0.000)	0.102 (0.097)	0.119 (0.038)	0.133 (0.009)	0.169 (0.064)	0.218 (0.001)	0.219 (0.000)	0.299 (0.003)	0.203 (0.001)	0.174 (0.000)
	Lielums	0.006 (0.347)	0.009 (0.028)	0.012 (0.000)	0.257 (0.429)	0.408 (0.173)	0.870 (0.000)	0.144 (0.104)	-0.006 (0.929)	-0.137 (0.015)	0.004 (0.411)	0.007 (0.064)	0.011 (0.000)
	Vecums	-0.402 (0.003)	-0.388 (0.002)	-0.181 (0.151)	-0.276 (0.182)	-0.313 (0.117)	0.142 (0.564)	-0.703 (0.021)	-0.338 (0.146)	-0.275 (0.175)	-0.264 (0.220)	-0.246 (0.217)	0.157 (0.469)
	R-sq.	0.1643	0.1841	0.1893	0.0711	0.1191	0.1560	0.0265	0.1416	0.1585	0.2585	0.3215	0.3790
	Prob>F	0.0010	0.0000	0.0000	0.1001	0.0329	0.0000	0.0774	0.0081	0.0000	0.0006	0.0000	0.0000
	N	550	550	550	183	183	183	183	183	183	184	184	184
	Hausman		0.6402			0.7735			0.0812			0.0000	
	White test		0.0056			0.3075			0.0013			0.0194	
Autocorrelation		0.0005			0.0000			0.0010			0.3192		

Baltijas biržas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
STD/C	Rentabilitāte	-0.166 (0.000)	-0.133 (0.000)	-0.080 (0.000)	-0.094 (0.049)	-0.114 (0.011)	-0.048 (0.242)	-0.354 (0.001)	-0.052 (0.334)	0.008 (0.851)	-0.047 (0.225)	-0.040 (0.203)	-0.025 (0.344)
	Likviditāte	-0.384 (0.006)	-0.385 (0.000)	-0.397 (0.000)	-0.202 (0.140)	-0.254 (0.038)	-0.038 (0.652)	-2.518 (0.007)	-3.207 (0.000)	-3.452 (0.000)	-0.863 (0.009)	-1.057 (0.000)	-1.835 (0.000)
	Aktīvu struktūra	0.097 (0.014)	0.080 (0.006)	0.069 (0.000)	0.082 (0.149)	0.113 (0.028)	0.227 (0.000)	0.072 (0.350)	0.056 (0.219)	0.064 (0.097)	-0.049 (0.478)	-0.039 (0.265)	-0.049 (0.020)
	Lielums	-0.004 (0.460)	-0.006 (0.063)	-0.006 (0.000)	-1.090 (0.000)	-0.569 (0.027)	0.753 (0.000)	0.104 (0.166)	0.0002 (0.996)	-0.027 (0.547)	-0.003 (0.466)	-0.002 (0.350)	-0.003 (0.065)
	Vecums	0.167 (0.140)	0.173 (0.092)	0.106 (0.265)	0.321 (0.096)	0.253 (0.173)	0.349 (0.074)	-0.442 (0.085)	-0.074 (0.671)	0.66 (0.679)	-0.002 (0.989)	-0.041 (0.749)	-0.048 (0.690)
	R-sq.	0.1294	0.1392	0.1379	0.0004	0.1046	0.3288	0.0791	0.1855	0.1761	0.2313	0.2587	0.2500
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0850	0.0019	0.0000
	N	550	550	550	183	183	183	183	183	183	184	184	184
	Hausman	0.5196			0.0090			0.0146			0.2383		
	White test	0.0000			0.0000			0.0186			0.0008		
Autocorrelation	0.0009			0.0000			0.0044			0.0000			
TL/C	Rentabilitāte	-0.271 (0.000)	-0.269 (0.000)	-0.259 (0.000)	-0.028 (0.688)	-0.072 (0.281)	-0.135 (0.055)	-0.595 (0.000)	-0.385 (0.000)	-0.041 (0.511)	-0.211 (0.000)	-0.231 (0.000)	-0.206 (0.000)
	Likviditāte	-0.962 (0.000)	-1.049 (0.000)	-1.502 (0.000)	-0.594 (0.003)	-0.709 (0.000)	-0.586 (0.000)	-3.522 (0.000)	-4.887 (0.000)	-8.737 (0.000)	-1.621 (0.000)	-2.236 (0.000)	-6.915 (0.000)
	Aktīvu struktūra	0.188 (0.000)	0.159 (0.001)	0.047 (0.208)	0.162 (0.050)	0.191 (0.014)	0.307 (0.000)	0.061 (0.462)	0.061 (0.381)	0.026 (0.657)	0.134 (0.145)	-0.015 (0.828)	-0.130 (0.005)
	Lielums	0.008 (0.192)	0.005 (0.341)	0.001 (0.717)	-0.639 (0.146)	-0.052 (0.895)	2.104 (0.000)	-0.061 (0.449)	-0.159 (0.026)	-0.378 (0.000)	0.010 (0.024)	0.009 (0.023)	0.009 (0.005)
	Vecums	-0.200 (0.169)	-0.173 (0.222)	0.086 (0.651)	0.527 (0.060)	0.415 (0.129)	0.871 (0.010)	-0.947 (0.001)	-0.600 (0.014)	0.076 (0.761)	-0.334 (0.093)	-0.371 (0.062)	0.013 (0.962)
	R-sq.	0.2188	0.2385	0.2618	0.1911	0.3708	0.5067	0.1532	0.2651	0.4009	0.1815	0.3901	0.5026
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0007	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	550	550	550	183	183	183	183	183	183	184	184	184
	Hausman	0.5267			0.0424			0.0000			0.9493		
	White test	0.0000			0.0020			0.0004			0.0000		
Autocorrelation	0.0000			0.0000			0.0000			0.0000			

Baltijas biržas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
LTL/C	Rentabilitāte	0.153 (0.023)	0.118 (0.044)	0.042 (0.349)	0.208 (0.065)	0.126 (0.209)	-0.157 (0.077)	0.001 (0.997)	0.105 (0.419)	0.254 (0.001)	-0.030 (0.696)	-0.038 (0.593)	-0.068 (0.346)
	Likviditāte	0.266 (0.326)	0.003 (0.990)	-0.361 (0.010)	0.352 (0.278)	0.161 (0.535)	-0.229 (0.208)	4.210 (0.009)	3.413 (0.018)	2.633 (0.057)	-0.456 (0.475)	-0.832 (0.163)	-1.865 (0.023)
	Aktīvu struktūra	0.577 (0.000)	0.517 (0.000)	0.427 (0.000)	0.584 (0.000)	0.526 (0.000)	0.286 (0.001)	0.485 (0.000)	0.534 (0.000)	0.518 (0.000)	0.786 (0.000)	0.634 (0.000)	0.564 (0.000)
	Lielums	0.018 (0.066)	0.018 (0.004)	0.021 (0.000)	0.605 (0.398)	0.757 (0.160)	0.483 (0.208)	0.291 (0.027)	0.135 (0.199)	-0.095 (0.275)	0.014 (0.038)	0.013 (0.026)	0.013 (0.001)
	Vecums	-0.109 (0.623)	-0.116 (0.571)	-0.001 (0.998)	0.215 (0.635)	0.202 (0.628)	0.634 (0.130)	-0.584 (0.192)	-0.166 (0.643)	0.095 (0.765)	-0.139 (0.634)	-0.131 (0.632)	0.381 (0.248)
	R-sq.	0.2834	0.3010	0.3083	0.0869	0.1229	0.1576	0.1123	0.1927	0.2170	0.4925	0.4989	0.4970
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	550	550	550	183	183	183	183	183	183	184	184	184
	Hausman	0.3750			0.2623			0.3437			0.6573		
	White test	0.0000			0.0003			0.0027			0.0084		
Autocorrelation	0.0067			0.0008			0.0028			0.0014			
STL/C	Rentabilitāte	-0.153 (0.023)	-0.118 (0.044)	-0.042 (0.349)	-0.208 (0.065)	-0.126 (0.209)	0.157 (0.077)	-0.001 (0.997)	-0.105 (0.419)	-0.254 (0.001)	0.030 (0.696)	0.038 (0.593)	0.068 (0.346)
	Likviditāte	-0.266 (0.326)	-0.003 (0.990)	0.361 (0.010)	-0.352 (0.278)	-0.161 (0.535)	0.229 (0.208)	-4.210 (0.009)	-3.413 (0.018)	-2.633 (0.057)	0.456 (0.475)	0.832 (0.163)	1.865 (0.023)
	Aktīvu struktūra	-0.577 (0.000)	-0.517 (0.000)	-0.427 (0.000)	-0.584 (0.000)	-0.526 (0.000)	-0.286 (0.001)	-0.485 (0.000)	-0.534 (0.000)	-0.518 (0.000)	-0.786 (0.000)	-0.634 (0.000)	-0.564 (0.000)
	Lielums	-0.018 (0.066)	-0.018 (0.004)	-0.021 (0.000)	-0.605 (0.398)	-0.757 (0.160)	-0.483 (0.208)	-0.291 (0.027)	-0.135 (0.199)	0.095 (0.275)	-0.014 (0.038)	-0.013 (0.026)	-0.013 (0.001)
	Vecums	0.109 (0.623)	0.116 (0.571)	0.001 (0.998)	-0.215 (0.635)	-0.202 (0.628)	-0.634 (0.130)	0.584 (0.192)	0.166 (0.643)	-0.095 (0.765)	0.139 (0.634)	0.131 (0.632)	-0.381 (0.248)
	R-sq.	0.2834	0.3010	0.3083	0.0869	0.1229	0.1576	0.1123	0.1927	0.2170	0.4925	0.4989	0.4970
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	550	550	550	183	183	183	183	183	183	184	184	184
	Hausman	0.3750			0.2623			0.3437			0.6573		
	White test	0.0000			0.0003			0.0027			0.0084		
Autocorrelation	0.0067			0.0008			0.0028			0.0014			

Baltijas biržas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
NFL/C	Rentabilitāte	0.186 (0.000)	0.173 (0.000)	0.110 (0.001)	-0.0002 (0.997)	0.018 (0.701)	0.049 (0.412)	0.462 (0.001)	0.056 (0.485)	-0.099 (0.075)	0.187 (0.002)	0.177 (0.001)	0.116 (0.029)
	Likviditāte	0.382 (0.020)	0.456 (0.002)	0.714 (0.000)	0.145 (0.272)	0.197 (0.128)	0.106 (0.390)	2.332 (0.041)	3.842 (0.000)	4.561 (0.000)	0.941 (0.054)	1.437 (0.002)	4.595 (0.000)
	Aktīvu struktūra	-0.256 (0.000)	-0.250 (0.000)	-0.223 (0.000)	-0.184 (0.001)	-0.208 (0.000)	-0.359 (0.000)	-0.242 (0.012)	-0.275 (0.000)	-0.284 (0.000)	-0.251 (0.015)	-0.171 (0.010)	-0.125 (0.004)
	Lielums	-0.002 (0.758)	-0.003 (0.508)	-0.005 (0.061)	0.833 (0.005)	0.544 (0.054)	-1.623 (0.000)	-0.248 (0.008)	0.022 (0.753)	0.164 (0.008)	-0.002 (0.758)	-0.005 (0.278)	-0.009 (0.002)
	Vecums	0.235 (0.079)	0.224 (0.081)	0.075 (0.625)	-0.045 (0.809)	0.011 (0.951)	-0.491 (0.084)	1.145 (0.000)	0.427 (0.078)	0.208 (0.346)	0.266 (0.231)	0.279 (0.186)	-0.108 (0.652)
	R-sq.	0.2205	0.2288	0.2359	0.0220	0.1324	0.4299	0.0731	0.2922	0.3238	0.2286	0.3029	0.3859
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0018	0.0007	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	550	550	550	183	183	183	183	183	183	184	184	184
	Hausman	0.8338			0.0000			0.0000			0.8516		
	White test	0.0000			0.0281			0.0283			0.0177		
Autocorrelation	0.0000			0.0000			0.0000			0.1821			

Baltijas biržas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Igaunija			Latvija			Lietuva		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
TD/C	Rentabilitāte	-0.212 (0.131)	-0.012 (0.922)	0.234 (0.003)	-0.129 (0.002)	-0.119 (0.002)	-0.053 (0.170)	-0.396 (0.001)	-0.332 (0.001)	-0.083 (0.309)
	Likviditāte	-3.707 (0.036)	-6.187 (0.000)	-10.813 (0.000)	-0.209 (0.146)	-0.254 (0.052)	-0.449 (0.000)	-1.810 (0.031)	-2.445 (0.002)	-4.665 (0.000)
	Aktīvu struktūra	0.108 (0.368)	0.169 (0.067)	0.099 (0.089)	0.192 (0.000)	0.196 (0.000)	0.255 (0.000)	0.307 (0.010)	0.209 (0.006)	0.204 (0.000)
	Lielums	-0.008 (0.220)	-0.001 (0.918)	0.004 (0.161)	0.037 (0.002)	0.029 (0.003)	0.011 (0.070)	0.069 (0.142)	-0.021 (0.476)	-0.061 (0.001)
	Vecums	-0.134 (0.655)	-0.006 (0.984)	0.509 (0.062)	0.006 (0.971)	0.041 (0.804)	0.464 (0.043)	-0.725 (0.007)	-0.543 (0.476)	-0.280 (0.221)
	R-sq.	0.1684	0.5610	0.6119	0.2021	0.2258	0.2605	0.1436	0.3730	0.4149
	Prob>F	0.0022	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	100	100	100	250	250	250	200	200	200
	Hausman		0.1655			0.6759			0.0000	
	White test		0.0201			0.0000			0.0024	
Autocorrelation		0.3159			0.0000			0.0000		
LTD/C	Rentabilitāte	-0.035 (0.807)	0.151 (0.171)	0.253 (0.001)	-0.029 (0.463)	-0.022 (0.550)	0.004 (0.899)	-0.115 (0.311)	-0.118 (0.217)	-0.082 (0.258)
	Likviditāte	-0.896 (0.619)	-3.760 (0.013)	-7.137 (0.000)	0.040 (0.770)	-0.015 (0.899)	-0.154 (0.076)	0.058 (0.945)	-0.101 (0.898)	-0.934 (0.250)
	Aktīvu struktūra	0.103 (0.406)	0.182 (0.032)	0.151 (0.006)	0.218 (0.000)	0.225 (0.000)	0.271 (0.000)	-0.018 (0.879)	0.041 (0.551)	0.099 (0.009)
	Lielums	-0.004 (0.552)	0.004 (0.365)	0.006 (0.037)	0.031 (0.009)	0.024 (0.005)	0.014 (0.004)	0.085 (0.073)	-0.008 (0.753)	-0.034 (0.034)
	Vecums	-0.107 (0.729)	0.050 (0.862)	0.374 (0.143)	0.011 (0.946)	0.049 (0.748)	0.433 (0.021)	-1.284 (0.000)	-1.098 (0.000)	-0.815 (0.000)
	R-sq.	0.2115	0.5629	0.5726	0.2334	0.2575	0.2765	0.0027	0.1644	0.1851
	Prob>F	0.7377	0.0002	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0004	0.0002	0.0000
	N	100	100	100	250	250	250	200	200	200
	Hausman		0.0269			0.7006			0.0574	
	White test		0.0232			0.0003			0.0039	
Autocorrelation		0.4474			0.0001			0.0002		

Baltijas biržas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Igaunija			Latvija			Lietuva			
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	
STD/C	Rentabilitāte	-0.177 (0.009)	-0.125 (0.023)	-0.019 (0.587)	-0.101 (0.001)	-0.088 (0.001)	-0.057 (0.006)	-0.280 (0.011)	-0.105 (0.182)	-0.0003 (0.997)	
	Likviditāte	-2.811 (0.001)	-3.226 (0.000)	-3.676 (0.000)	-0.249 (0.018)	-0.266 (0.002)	-0.296 (0.000)	-1.868 (0.022)	-2.937 (0.000)	-3.731 (0.000)	
	Aktīvu struktūra	0.005 (0.931)	-0.011 (0.793)	-0.052 (0.048)	-0.026 (0.482)	-0.026 (0.426)	-0.016 (0.555)	0.325 (0.005)	0.126 (0.008)	0.105 (0.001)	
	Lielums	-0.004 (0.200)	-0.003 (0.122)	-0.002 (0.208)	0.007 (0.429)	0.001 (0.814)	-0.003 (0.319)	-0.016 (0.726)	-0.025 (0.176)	-0.027 (0.045)	
	Vecums	-0.027 (0.853)	-0.002 (0.988)	0.135 (0.273)	-0.005 (0.969)	0.013 (0.913)	0.031 (0.803)	0.559 (0.031)	0.588 (0.004)	0.534 (0.003)	
	R-sq.	0.2392	0.2977	0.3293	0.1039	0.1299	0.1249	0.2028	0.2982	0.2940	
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0036	0.0005	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
	N	100	100	100	250	250	250	200	200	200	
	Hausman		0.6833			0.9295			0.0049		
	White test		0.0002			0.6465			0.0000		
Autocorrelation		0.7795			0.0028			0.0185			
TL/C	Rentabilitāte	-0.163 (0.158)	-0.116 (0.282)	0.208 (0.027)	-0.194 (0.001)	-0.188 (0.001)	-0.206 (0.000)	-0.555 (0.000)	-0.517 (0.000)	-0.160 (0.079)	
	Likviditāte	-7.108 (0.000)	-7.771 (0.000)	-14.325 (0.000)	-0.729 (0.000)	-0.823 (0.000)	-1.173 (0.000)	-2.494 (0.000)	-2.771 (0.000)	-6.273 (0.000)	
	Aktīvu struktūra	-0.013 (0.892)	-0.019 (0.833)	-0.127 (0.072)	0.142 (0.051)	0.136 (0.048)	0.131 (0.058)	0.057 (0.549)	0.016 (0.834)	-0.019 (0.676)	
	Lielums	0.003 (0.516)	0.004 (0.437)	0.005 (0.176)	0.049 (0.004)	0.026 (0.057)	-0.010 (0.188)	-0.034 (0.377)	-0.054 (0.064)	-0.079 (0.000)	
	Vecums	-0.709 (0.005)	-0.649 (0.007)	0.479 (0.148)	0.477 (0.049)	0.545 (0.021)	1.144 (0.000)	-0.848 (0.000)	-0.773 (0.000)	-0.299 (0.243)	
	R-sq.	0.3659	0.4055	0.5378	0.1811	0.2731	0.3428	0.3653	0.4033	0.4591	
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
	N	100	100	100	250	250	250	200	200	200	
	Hausman		0.5190			0.1421			0.0000		
	White test		0.0001			0.0000			0.0000		
Autocorrelation		0.0010			0.0000			0.0003			

Baltijas biržas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Igaunija			Latvija			Lietuva		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
LTL/C	Rentabilitāte	-0.273 (0.155)	-0.035 (0.823)	0.228 (0.027)	0.118 (0.139)	0.105 (0.136)	0.058 (0.295)	0.285 (0.085)	0.117 (0.399)	0.002 (0.987)
	Likviditāte	-0.044 (0.985)	-3.057 (0.148)	-9.161 (0.000)	0.345 (0.218)	0.153 (0.498)	-0.191 (0.205)	-0.589 (0.628)	0.471 (0.684)	0.657 (0.572)
	Aktīvu struktūra	0.242 (0.142)	0.342 (0.006)	0.345 (0.000)	0.783 (0.000)	0.765 (0.000)	0.665 (0.000)	0.201 (0.241)	0.252 (0.008)	0.333 (0.000)
	Lielums	0.006 (0.472)	0.011 (0.084)	0.010 (0.010)	0.031 (0.189)	0.036 (0.019)	0.039 (0.000)	0.250 (0.000)	0.034 (0.343)	-0.019 (0.409)
	Vecums	-0.103 (0.802)	0.091 (0.817)	0.657 (0.070)	0.466 (0.159)	0.522 (0.094)	1.047 (0.001)	-1.254 (0.001)	-1.288 (0.000)	-1.652 (0.000)
	R-sq.	0.3932	0.5888	0.6386	0.4024	0.4235	0.4316	0.0391	0.2369	0.2714
	Prob>F	0.2324	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	100	100	100	250	250	250	200	200	200
	Hausman	0.0719			0.6352			0.4798		
	White test	0.0006			0.0091			0.0240		
Autocorrelation	0.0197			0.2414			0.0037			
STL/C	Rentabilitāte	0.273 (0.155)	0.035 (0.823)	-0.228 (0.027)	-0.118 (0.139)	-0.105 (0.136)	-0.058 (0.295)	-0.285 (0.085)	-0.117 (0.399)	-0.002 (0.987)
	Likviditāte	0.044 (0.985)	3.057 (0.148)	9.161 (0.000)	-0.345 (0.218)	-0.153 (0.498)	0.191 (0.205)	0.589 (0.628)	0.471 (0.684)	-0.657 (0.572)
	Aktīvu struktūra	-0.242 (0.142)	-0.342 (0.006)	-0.345 (0.000)	-0.783 (0.000)	-0.765 (0.000)	-0.665 (0.000)	-0.201 (0.241)	-0.252 (0.008)	-0.333 (0.000)
	Lielums	-0.006 (0.472)	-0.011 (0.084)	-0.010 (0.010)	-0.031 (0.189)	-0.036 (0.019)	-0.039 (0.000)	-0.250 (0.000)	-0.034 (0.343)	0.019 (0.409)
	Vecums	0.103 (0.802)	-0.091 (0.817)	-0.657 (0.070)	-0.466 (0.159)	-0.522 (0.094)	-1.047 (0.001)	1.254 (0.001)	1.288 (0.000)	1.652 (0.000)
	R-sq.	0.3932	0.5888	0.6386	0.4024	0.4235	0.4316	0.0391	0.2369	0.2714
	Prob>F	0.2324	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	100	100	100	250	250	250	200	200	200
	Hausman	0.0719			0.6352			0.4798		
	White test	0.0006			0.0091			0.0240		
Autocorrelation	0.0197			0.2414			0.0037			

Baltijas biržas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Igaunija			Latvija			Lietuva			
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	
NFL/C	Rentabilitāte	0.212 (0.131)	0.012 (0.922)	-0.234 (0.003)	0.129 (0.002)	0.119 (0.002)	0.053 (0.170)	0.396 (0.001)	0.332 (0.001)	0.083 (0.309)	
	Likviditāte	3.707 (0.036)	6.187 (0.000)	10.813 (0.000)	0.209 (0.146)	0.254 (0.052)	0.449 (0.000)	1.810 (0.031)	2.445 (0.002)	4.665 (0.000)	
	Aktīvu struktūra	-0.108 (0.368)	-0.169 (0.067)	-0.099 (0.089)	-0.192 (0.000)	-0.196 (0.000)	-0.255 (0.000)	-0.307 (0.010)	-0.209 (0.006)	-0.204 (0.000)	
	Lielums	0.008 (0.220)	0.001 (0.918)	-0.004 (0.161)	-0.037 (0.002)	-0.029 (0.003)	-0.011 (0.070)	-0.069 (0.142)	0.021 (0.476)	0.061 (0.001)	
	Vecums	0.134 (0.655)	0.006 (0.984)	-0.509 (0.062)	-0.006 (0.971)	-0.041 (0.804)	-0.464 (0.04)	0.725 (0.007)	0.543 (0.027)	0.280 (0.221)	
	R-sq.	0.1684	0.5610	0.6119	0.2021	0.2258	0.2605	0.1436	0.3730	0.4149	
	Prob>F	0.0022	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
	N	100	100	100	250	250	250	200	200	200	
	Hausman		0.1655			0.6759			0.0000		
	White test		0.0201			0.0000			0.0024		
Autocorrelation		0.3159			0.0000			0.0000			

Pielikums nr.2. Kapitāla struktūras ietekmes uz darbības finanšu rezultātiem regresijas modeļu analīzes rezultāti

Lauksaimniecības uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
Finanšu cikls ilgums	TD/C	3.725 (0.000)	3.915 (0.000)	4.263 (0.000)	n/i	3.952 (0.000)	2.367 (0.037)	n/i	3.981 (0.000)	n/i	2.677 (0.026)	3.235 (0.005)	5.163 (0.000)
	LTD/C	-3.008 (0.000)	-2.904 (0.000)	-2.176 (0.005)	n/i	-2.488 (0.053)	n/i	0.373 (0.664)	-3.193 (0.010)	0.721 (0.416)	-1.979 (0.130)	-2.115 (0.092)	-1.609 (0.319)
	STD/C	n/i	n/i	n/i	3.048 (0.046)	n/i	0.419 (0.751)	4.191 (0.001)	n/i	5.124 (0.000)	n/i	n/i	n/i
	TL/C	1.614 (0.039)	1.784 (0.020)	2.217 (0.041)	0.872 (0.327)	1.124 (0.186)	0.751 (0.099)	6.616 (0.001)	6.230 (0.001)	2.166 (0.499)	n/i	-2.908 (0.001)	-4.769 (0.000)
	LTL/C	-1.954 (0.027)	-2.286 (0.008)	-3.299 (0.005)	-1.667 (0.311)	-2.211 (0.112)	-3.729 (0.015)	-5.453 (0.007)	-5.458 (0.005)	-2.150 (0.507)	0.114 (0.860)	2.579 (0.006)	2.528 (0.017)
	STL/C	-4.433 (0.000)	-4.985 (0.000)	-6.499 (0.000)	-3.660 (0.001)	-4.310 (0.000)	-5.226 (0.000)	-10.313 (0.000)	-9.966 (0.000)	-6.900 (0.038)	-2.349 (0.009)	n/i	n/i
	NFL/C	n/i	n/i	n/i	-1.261 (0.345)	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i
	R-sq.	0.1375	0.1442	0.1469	0.1351	0.1534	0.1546	0.0939	0.0965	0.1019	0.1264	0.1435	0.1503
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0184	0.0008	0.0000
	N	1015	1015	1015	338	338	338	338	338	338	339	339	339
	Hausman		0.0052			0.6313			0.0000			0.0000	
	White test		0.0000			0.7765			0.0000			0.0000	
	Autocorrelation		0.0000			0.0017			0.0205			0.0089	
ROE	TD/C	0.098 (0.560)	-0.052 (0.699)	-0.129 (0.310)	n/i	0.169 (0.493)	-0.399 (0.172)	n/i	-0.413 (0.066)	n/i	0.497 (0.108)	0.213 (0.426)	-0.168 (0.487)
	LTD/C	-0.155 (0.433)	-0.039 (0.805)	-0.010 (0.947)	n/i	-0.494 (0.174)	n/i	-0.166 (0.481)	0.554 (0.035)	0.185 (0.209)	-0.661 (0.050)	-0.427 (0.148)	-0.109 (0.687)
	STD/C	n/i	n/i	n/i	0.509 (0.280)	n/i	0.485 (0.155)	0.216 (0.520)	n/i	-0.450 (0.035)	n/i	n/i	n/i
	TL/C	-0.598 (0.007)	-0.474 (0.022)	-0.415 (0.051)	-0.462 (0.094)	-0.356 (0.166)	-0.246 (0.370)	-1.195 (0.023)	-1.434 (0.006)	-1.495 (0.005)	n/i	-0.432 (0.020)	-0.035 (0.815)
	LTL/C	0.264 (0.291)	0.359 (0.113)	0.385 (0.094)	0.334 (0.512)	0.508 (0.204)	0.495 (0.212)	1.132 (0.039)	1.273 (0.015)	1.318 (0.015)	-0.324 (0.052)	0.322 (0.128)	0.073 (0.677)
	STL/C	0.005 (0.984)	0.249 (0.263)	0.319 (0.155)	-0.341 (0.331)	-0.045 (0.878)	0.015 (0.961)	0.363 (0.542)	1.489 (0.006)	1.592 (0.004)	-0.870 (0.000)	n/i	n/i
	NFL/C	n/i	n/i	n/i	0.173 (0.676)	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i
	R-sq.	0.0154	0.0185	0.0152	0.0193	0.0224	0.0093	0.0035	0.0409	0.0272	0.0276	0.0371	0.0377
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0010	0.0005	0.0113	0.1502	0.0009	0.0284	0.0145	0.0000	0.0009	0.0021
	N	1015	1015	1015	338	338	338	338	338	338	339	339	339
	Hausman		0.0000			0.0242			0.0000			0.4268	
	White test		0.0000			0.0821			0.0000			0.0545	
	Autocorrelation		0.0018			0.7606			0.0002			0.0003	

Ražošanas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
Finanšu cikls ilgums	TD/C	1.314 (0.000)	1.339 (0.000)	0.289 (0.431)	-0.077 (0.891)	0.493 (0.317)	0.631 (0.543)	3.129 (0.000)	2.905 (0.000)	n/i	1.999 (0.000)	1.877 (0.000)	0.788 (0.261)
	LTD/C	-1.039 (0.020)	-1.064 (0.011)	n/i	1.979 (0.142)	0.437 (0.692)	n/i	-2.711 (0.000)	-2.751 (0.000)	-2.176 (0.003)	-0.122 (0.898)	-0.016 (0.985)	n/i
	STD/C	n/i	n/i	1.060 (0.016)	n/i	n/i	0.445 (0.690)	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	0.655 (0.427)
	TL/C	0.706 (0.001)	0.626 (0.003)	0.200 (0.472)	0.797 (0.007)	0.678 (0.017)	0.293 (0.397)	0.534 (0.494)	0.286 (0.709)	-0.341 (0.774)	-27.778 (0.008)	-25.618 (0.011)	-6.196 (0.637)
	LTL/C	-0.216 (0.588)	-0.240 (0.532)	-0.178 (0.692)	-2.359 (0.059)	-1.156 (0.262)	-0.307 (0.774)	0.476 (0.567)	0.542 (0.510)	0.688 (0.589)	26.537 (0.011)	24.175 (0.017)	5.029 (0.702)
	STL/C	-1.633 (0.000)	-1.551 (0.000)	-1.054 (0.000)	-1.537 (0.000)	-0.146 (0.000)	-1.059 (0.006)	-1.426 (0.096)	-1.346 (0.103)	-0.563 (0.650)	26.563 (0.011)	24.343 (0.016)	4.969 (0.704)
	NFL/C	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	-2.176 (0.000)	n/i	n/i	n/i
	R-sq.	0.1108	0.1160	0.1179	0.1181	0.1419	0.1297	0.0953	0.1132	0.0994	0.0366	0.0510	0.0739
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0012	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0006	0.0001	0.0000	0.0038
	N	498	498	498	166	166	166	166	166	166	166	166	166
	Hausman		0.4087			0.1130			0.3046			0.7209	
	White test		0.0522			0.7048			0.7952			0.0000	
	Autocorrelation		0.0000			0.0028			0.0002			0.0000	
ROE	TD/C	-0.948 (0.002)	-0.658 (0.001)	-0.364 (0.186)	-0.433 (0.411)	-0.323 (0.355)	-0.646 (0.365)	-1.535 (0.016)	-0.751 (0.048)	n/i	-1.751 (0.009)	-1.488 (0.008)	0.110 (0.876)
	LTD/C	0.564 (0.231)	0.294 (0.373)	n/i	-0.237 (0.849)	-0.323 (0.673)	n/i	1.329 (0.093)	0.415 (0.398)	0.415 (0.399)	2.811 (0.021)	2.205 (0.030)	n/i
	STD/C	n/i	n/i	-0.294 (0.373)	n/i	n/i	0.323 (0.673)	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	-1.245 (0.137)
	TL/C	-0.237 (0.304)	-0.216 (0.301)	-0.216 (0.302)	-0.249 (0.357)	-0.240 (0.311)	-0.240 (0.312)	-0.389 (0.677)	0.134 (0.870)	0.134 (0.870)	-5.236 (0.686)	-5.638 (0.657)	-7.828 (0.556)
	LTL/C	0.039 (0.926)	0.267 (0.430)	0.267 (0.430)	0.115 (0.920)	0.446 (0.544)	0.446 (0.545)	0.232 (0.816)	0.085 (0.922)	0.085 (0.923)	2.614 (0.841)	4.206 (0.741)	7.301 (0.584)
	STL/C	0.129 (0.641)	0.246 (0.260)	0.246 (0.261)	0.516 (0.141)	0.317 (0.221)	0.317 (0.223)	-0.329 (0.747)	-0.288 (0.737)	-0.288 (0.737)	4.624 (0.722)	5.214 (0.681)	7.528 (0.570)
	NFL/C	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	0.751 (0.050)	n/i	n/i	n/i
	R-sq.	0.0280	0.0315	0.0216	0.0335	0.0395	0.0095	0.0327	0.0410	0.0110	0.0917	0.1192	0.0982
	Prob>F	0.0036	0.0069	0.0075	0.1528	0.2538	0.2598	0.0043	0.2328	0.2391	0.0001	0.0002	0.0006
	N	498	498	498	166	166	166	166	166	166	166	166	166
	Hausman		0.3539			0.5258			0.0203			0.1042	
	White test		0.0000			0.0756			0.1139			0.0000	
	Autocorrelation		0.2599			0.1910			0.0346			0.0000	

Tirdzniecības uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
Finanšu cikls ilgums	TD/C	n/i	0.497 (0.000)	0.059 (0.294)	-0.069 (0.431)	0.431 (0.000)	0.522 (0.000)	0.322 (0.006)	0.474 (0.000)	0.129 (0.218)	n/i	0.876 (0.000)	n/i
	LTD/C	n/i	-0.360 (0.000)	n/i	n/i	-0.388 (0.000)	-0.354 (0.000)	n/i	-0.262 (0.027)	n/i	0.230 (0.075)	-0.739 (0.000)	n/i
	STD/C	0.306 (0.000)	n/i	0.473 (0.000)	0.426 (0.000)	n/i	n/i	0.126 (0.378)	n/i	0.336 (0.011)	0.938 (0.000)	n/i	1.001 (0.000)
	TL/C	0.081 (0.236)	0.073 (0.268)	0.089 (0.364)	-0.140 (0.136)	-0.105 (0.228)	0.063 (0.606)	0.067 (0.557)	0.104 (0.313)	0.123 (0.433)	0.150 (0.399)	0.154 (0.387)	0.286 (0.397)
	LTL/C	-0.154 (0.088)	-0.113 (0.165)	-0.051 (0.642)	0.231 (0.064)	0.101 (0.338)	-0.102 (0.462)	-0.103 (0.516)	-0.106 (0.429)	-0.185 (0.305)	-0.324 (0.132)	-0.222 (0.279)	-0.069 (0.844)
	STL/C	-0.413 (0.000)	-0.412 (0.000)	-0.426 (0.000)	-0.129 (0.193)	-0.192 (0.037)	-0.381 (0.003)	-0.311 (0.022)	-0.404 (0.001)	-0.556 (0.001)	-0.886 (0.000)	-0.819 (0.000)	-0.769 (0.027)
	NFL/C	-0.170 (0.007)	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	0.238 (0.036)
	R-sq.	0.1051	0.1070	0.1060	0.1767	0.1905	0.1930	0.0996	0.1156	0.1197	0.0551	0.0623	0.0734
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	N	1520	1520	1520	506	506	506	506	506	506	508	508	508
	Hausman		0.6332			0.0000			0.0000		0.0000		0.0000
	White test		0.0000			0.0001			0.1018		0.0255		
	Autocorrelation		0.0000			0.0000			0.0000		0.0000		
ROE	TD/C	n/i	-0.176 (0.166)	0.016 (0.885)	-0.313 (0.416)	0.051 (0.803)	0.098 (0.609)	-0.048 (0.909)	-0.457 (0.044)	0.054 (0.794)	n/i	0.121 (0.620)	n/i
	LTD/C	n/i	0.154 (0.337)	n/i	n/i	0.064 (0.795)	0.036 (0.880)	n/i	0.487 (0.113)	n/i	-0.360 (0.267)	-0.332 (0.277)	n/i
	STD/C	-0.095 (0.709)	n/i	-0.099 (0.483)	0.028 (0.952)	n/i	n/i	-0.395 (0.443)	n/i	-0.395 (0.127)	-0.129 (0.715)	n/i	0.397 (0.122)
	TL/C	-0.280 (0.201)	-0.251 (0.188)	-0.219 (0.254)	-0.833 (0.045)	-0.587 (0.064)	-0.546 (0.081)	0.423 (0.301)	0.142 (0.646)	0.065 (0.831)	-0.216 (0.630)	-0.242 (0.582)	-0.383 (0.428)
	LTL/C	0.507 (0.080)	0.343 (0.116)	0.314 (0.142)	1.458 (0.008)	0.769 (0.034)	0.728 (0.042)	-0.979 (0.087)	-0.208 (0.575)	-0.009 (0.980)	0.165 (0.760)	0.249 (0.596)	0.399 (0.426)
	STL/C	0.322 (0.183)	0.308 (0.128)	0.266 (0.182)	0.890 (0.043)	0.700 (0.034)	0.659 (0.042)	-0.641 (0.189)	-0.047 (0.891)	0.106 (0.746)	0.158 (0.754)	0.119 (0.798)	0.188 (0.704)
	NFL/C	0.259 (0.200)	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	n/i	0.111 (0.493)
	R-sq.	0.022	0.0043	0.0015	0.0131	0.0229	0.0133	0.0005	0.0076	0.0011	0.0014	0.0048	-0.0020
	Prob>F	0.1462	0.2493	0.2027	0.0506	0.0508	0.0392	0.1393	0.4795	0.3539	0.4196	0.6653	0.5552
	N	1520	1520	1520	506	506	506	506	506	506	508	508	508
	Hausman		0.8169			0.6970			0.2828		0.9853		
	White test		0.0000			0.0267			0.0000		0.0000		
	Autocorrelation		0.0000			0.9414			0.0873		0.0812		

Baltijas biržas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa			
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	
Finanšu cikls ilgums	TD/C	n/i	2.679 (0.000)	n/i	n/i	0.206 (0.928)	n/i	n/i	3.3978 (0.000)	-2.164 (0.183)	n/i	2.307 (0.000)	2.467 (0.018)	
	LTD/C	-2.845 (0.001)	-2.639 (0.002)	0.579 (0.668)	n/i	-0.811 (0.704)	-0.952 (0.741)	-0.699 (0.680)	-4.029 (0.005)	n/i	n/i	-2.246 (0.000)	-3.703 (0.002)	
	STD/C	n/i	n/i	n/i	0.205 (0.927)	n/i	n/i	3.618 (0.001)	n/i	4.609 (0.006)	2.289 (0.000)	n/i	n/i	
	TL/C	-1.588 (0.005)	-1.841 (0.001)	-3.359 (0.000)	-1.071 (0.491)	-1.978 (0.168)	-7.798 (0.000)	-1.133 (0.280)	-1.576 (0.056)	-1.633 (0.030)	-1.568 (0.000)	-1.358 (0.000)	0.236 (0.649)	
	LTL/C	n/i	1.523 (0.000)	n/i	n/i	2.025 (0.019)	n/i	1.621 (0.068)	1.384 (0.076)	1.965 (0.015)	n/i	0.830 (0.002)	n/i	
	STL/C	-1.771 (0.000)	n/i	1.457 (0.011)	-1.996 (0.024)	n/i	-0.589 (0.636)	n/i	n/i	n/i	-0.958 (0.001)	n/i	0.138 (0.763)	
	NFL/C	-2.915 (0.000)	n/i	-1.363 (0.208)	-1.143 (0.669)	n/i	-4.081 (0.120)	n/i	n/i	n/i	-0.147 (0.738)	n/i	n/i	
	R-sq.	0.0012	0.0033	0.1077	0.0064	0.0967	0.1852	0.0515	0.0788	0.0799	0.0136	0.0088	0.1014	
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0680	0.0489	0.0000	0.0015	0.0012	0.0008	0.0000	0.0001	0.0001	
	N	550	550	550	183	183	183	183	183	183	183	184	184	184
	Hausman		0.0000			0.1265			0.0000		0.0794			
	White test		0.0000			0.0000			0.0610		0.0112			
	Autocorrelation		0.0180			0.0002			0.7613		0.0000			
ROE	TD/C	n/i	-1.353 (0.000)	n/i	n/i	-1.823 (0.000)	n/i	n/i	-0.851 (0.001)	-1.014 (0.006)	n/i	-0.914 (0.000)	-0.730 (0.000)	
	LTD/C	0.836 (0.000)	0.893 (0.000)	0.892 (0.000)	n/i	1.399 (0.001)	1.437 (0.000)	-1.007 (0.038)	-0.294 (0.452)	n/i	n/i	1.035 (0.000)	0.963 (0.000)	
	STD/C	n/i	n/i	n/i	-0.555 (0.248)	n/i	n/i	-0.731 (0.015)	n/i	0.191 (0.608)	-1.171 (0.000)	n/i	n/i	
	TL/C	-0.397 (0.006)	0.027 (0.813)	0.188 (0.047)	-0.176 (0.597)	0.129 (0.596)	0.145 (0.531)	-0.447 (0.135)	-0.171 (0.435)	0.019 (0.907)	-0.253 (0.201)	0.004 (0.969)	-0.011 (0.908)	
	LTL/C	n/i	0.092 (0.312)	n/i	n/i	0.164 (0.342)	n/i	0.404 (0.110)	0.429 (0.042)	0.299 (0.099)	n/i	-0.278 (0.003)	n/i	
	STL/C	-0.146 (0.150)	n/i	-0.045 (0.589)	-0.362 (0.054)	n/i	-0.145 (0.391)	n/i	n/i	n/i	0.171 (0.206)	n/i	0.327 (0.000)	
	NFL/C	1.361 (0.000)	n/i	1.309 (0.000)	2.249 (0.000)	n/i	1.775 (0.000)	n/i	n/i	n/i	0.043 (0.841)	n/i	n/i	
	R-sq.	0.1250	0.1543	0.1548	0.1750	0.2548	0.2388	0.1763	0.1881	0.1751	0.1093	0.1790	0.1684	
	Prob>F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
	N	550	550	550	183	183	183	183	183	183	183	184	184	184
	Hausman		0.0000			0.1723			0.0000		0.1219			
	White test		0.0000			0.0000			0.0000		0.0000			
	Autocorrelation		0.0001			0.2406			0.2791		0.0049			

Baltijas biržas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Visi uzņēmumi			1.grupa			2.grupa			3.grupa		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
P/E	TD/C	n/i	-1.019 (0.386)	n/i	n/i	-2.462 (0.406)	n/i	n/i	-0.853 (0.597)	-2.847 (0.272)	n/i	-0.120 (0.899)	-0.128 (0.891)
	LTD/C	2.628 (0.136)	0.962 (0.510)	0.873 (0.546)	n/i	2.063 (0.529)	2.063 (0.530)	-8.647 (0.025)	-1.994 (0.449)	n/i	n/i	0.507 (0.647)	0.489 (0.653)
	STD/C	n/i	n/i	n/i	-4.886 (0.292)	n/i	n/i	-3.662 (0.123)	n/i	1.994 (0.450)	-0.209 (0.891)	n/i	n/i
	TL/C	0.299 (0.800)	-0.087 (0.902)	-0.089 (0.898)	0.666 (0.836)	0.741 (0.702)	0.741 (0.702)	4.528 (0.058)	0.315 (0.791)	0.315 (0.791)	-0.776 (0.449)	-0.104 (0.827)	-0.099 (0.832)
	LTL/C	n/i	-0.343 (0.581)	n/i	n/i	-0.792 (0.575)	n/i	2.249 (0.261)	0.692 (0.589)	0.692 (0.590)	n/i	0.079 (0.850)	n/i
	STL/C	1.319 (0.112)	n/i	0.299 (0.626)	2.707 (0.135)	n/i	0.792 (0.576)	n/i	n/i	n/i	-0.617 (0.376)	n/i	-0.079 (0.847)
	NFL/C	1.968 (0.221)	n/i	0.989 (0.394)	-2.377 (0.666)	n/i	2.462 (0.407)	n/i	n/i	n/i	-1.078 (0.328)	n/i	n/i
	R-sq.	0.0034	0.0051	-0.0022	0.0044	0.0073	-0.0150	0.0036	0.0171	-0.0050	0.0078	0.0089	-0.0132
	Prob>F	0.4435	0.6014	0.5964	0.6723	0.8600	0.8596	0.1290	0.5428	0.5444	0.4878	0.8060	0.8061
	N	550	550	550	183	183	183	183	183	183	184	184	184
	Hausman	0.2383			0.9765			0.4196			0.4578		
	White test	0.7361			0.9598			0.0263			0.7806		
	Autocorrelation	0.4467			0.4130			0.3031			0.4374		
NPA	TD/C	n/i	-0.266 (0.000)	n/i	n/i	-0.212 (0.045)	n/i	n/i	-0.370 (0.003)	-0.077 (0.669)	n/i	-0.151 (0.205)	-0.146 (0.187)
	LTD/C	0.105 (0.178)	0.106 (0.155)	0.143 (0.058)	n/i	0.162 (0.132)	0.186 (0.075)	-0.287 (0.247)	0.165 (0.397)	n/i	n/i	0.121 (0.386)	0.380 (0.004)
	STD/C	n/i	n/i	n/i	-0.101 (0.429)	n/i	n/i	-0.512 (0.001)	n/i	-0.129 (0.480)	-0.050 (0.748)	n/i	n/i
	TL/C	0.093 (0.075)	0.069 (0.110)	0.005 (0.881)	0.185 (0.037)	0.104 (0.127)	0.052 (0.398)	0.057 (0.711)	0.071 (0.481)	0.036 (0.663)	-0.033 (0.751)	-0.082 (0.228)	-0.173 (0.002)
	LTL/C	n/i	-0.018 (0.599)	n/i	n/i	-0.009 (0.845)	n/i	-0.101 (0.435)	-0.055 (0.590)	-0.058 (0.518)	n/i	-0.051 (0.360)	n/i
	STL/C	0.035 (0.343)	n/i	0.021 (0.516)	-0.015 (0.760)	n/i	0.031 (0.484)	n/i	n/i	n/i	0.043 (0.549)	n/i	0.152 (0.002)
	NFL/C	0.356 (0.000)	n/i	0.149 (0.014)	0.222 (0.145)	n/i	0.157 (0.096)	n/i	n/i	n/i	0.127 (0.262)	n/i	n/i
	R-sq.	0.0137	0.0158	0.0137	0.0097	0.0183	0.0005	0.0343	0.0347	0.0136	0.0817	0.1135	0.1300
	Prob>F	0.0000	0.0001	0.0212	0.1677	0.2993	0.3970	0.0000	0.0026	0.1695	0.1223	0.0231	0.0000
	N	550	550	550	183	183	183	183	183	183	184	184	184
	Hausman	0.6669			0.1458			0.0000			0.5352		
	White test	0.2721			0.6912			0.4794			0.0001		
	Autocorrelation	0.9839			0.2218			0.2812			0.7505		

Baltijas biržas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Igaunija			Latvija			Lietuva		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
Finanšu cikls ilgums	TD/C	n/i	2.387 (0.003)	n/i	0.389 (0.832)	2.273 (0.221)	1.693 (0.480)	n/i	2.548 (0.001)	n/i
	LTD/C	n/i	-2.309 (0.006)	n/i	n/i	-2.269 (0.271)	n/i	-1.984 (0.027)	-1.257 (0.152)	1.177 (0.267)
	STD/C	2.448 (0.004)	n/i	-0.243 (0.895)	2.651 (0.198)	n/i	-1.925 (0.517)	n/i	n/i	1.119 (0.148)
	TL/C	-1.918 (0.000)	-1.738 (0.000)	1.296 (0.051)	-1.502 (0.140)	-1.826 (0.065)	-4.607 (0.000)	-2.437 (0.002)	-1.654 (0.017)	-0.319 (0.605)
	LTL/C	n/i	0.735 (0.028)	n/i	n/i	1.888 (0.005)	n/i	0.805 (0.145)	0.212 (0.689)	-1.346 (0.010)
	STL/C	-0.877 (0.009)	n/i	1.521 (0.013)	-2.143 (0.002)	n/i	1.145 (0.255)	n/i	n/i	n/i
	NFL/C	-0.127 (0.771)	n/i	0.481 (0.633)	n/i	n/i	n/i	-3.208 (0.000)	n/i	n/i
	R-sq.	0.0882	0.0636	0.2288	0.0063	0.0034	0.1522	0.0025	0.0014	0.0605
	Prob>F	0.0006	0.0015	0.0000	0.0065	0.0170	0.0000	0.0011	0.0183	0.0028
	N	100	100	100	250	250	250	200	200	200
	Hausman		0.0000			0.0000			0.0005	
	White test		0.3634			0.0000			0.4709	
	Autocorrelation		0.0052			0.0001			0.7910	
ROE	TD/C	n/i	-1.905 (0.001)	n/i	-0.602 (0.023)	-0.747 (0.001)	-0.477 (0.023)	n/i	-1.448 (0.000)	n/i
	LTD/C	n/i	1.647 (0.009)	n/i	n/i	0.223 (0.419)	n/i	0.807 (0.067)	1.139 (0.005)	-0.132 (0.750)
	STD/C	-1.982 (0.002)	n/i	-1.518 (0.019)	-0.504 (0.089)	n/i	-0.091 (0.727)	n/i	n/i	-1.532 (0.000)
	TL/C	0.102 (0.756)	0.353 (0.151)	0.376 (0.100)	-0.346 (0.018)	0.023 (0.833)	0.124 (0.195)	-0.692 (0.077)	-0.182 (0.528)	-0.035 (0.886)
	LTL/C	n/i	-0.307 (0.149)	n/i	n/i	0.178 (0.053)	n/i	0.210 (0.438)	0.041 (0.861)	-0.121 (0.553)
	STL/C	0.736 (0.004)	n/i	0.215 (0.301)	-0.229 (0.019)	n/i	-0.131 (0.139)	n/i	n/i	n/i
	NFL/C	0.305 (0.354)	n/i	0.297 (0.395)	n/i	n/i	n/i	1.203 (0.002)	n/i	n/i
	R-sq.	0.1399	0.1722	0.1400	0.0323	0.0459	0.0358	0.2079	0.2412	0.2324
	Prob>F	0.0000	0.0002	0.0010	0.0000	0.0001	0.0116	0.0000	0.0000	0.0000
	N	100	100	100	250	250	250	200	200	200
	Hausman		0.2394			0.0001			0.1398	
	White test		0.0000			0.0001			0.0000	
	Autocorrelation		0.0004			0.0646			0.0013	

Baltijas biržas uzņēmumi

Rādītājs	Modeļa dati	Igaunija			Latvija			Lietuva		
		FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM	FEM	REM	MKM
P/E	TD/C	n/i	1.340 (0.520)	n/i	-0.075 (0.986)	-2.239 (0.449)	-1.044 (0.718)	n/i	-0.791 (0.174)	n/i
	LTD/C	n/i	-1.559 (0.495)	n/i	n/i	1.342 (0.712)	n/i	1.074 (0.205)	0.876 (0.227)	0.148 (0.844)
	STD/C	1.226 (0.621)	n/i	1.654 (0.470)	-3.363 (0.467)	n/i	-1.193 (0.739)	n/i	n/i	-0.600 (0.274)
	TL/C	-1.185 (0.365)	-0.712 (0.398)	-0.705 (0.389)	0.946 (0.679)	0.120 (0.929)	0.119 (0.927)	0.451 (0.549)	0.252 (0.599)	0.181 (0.680)
	LTL/C	n/i	0.176 (0.816)	n/i	n/i	-0.382 (0.755)	n/i	0.243 (0.642)	0.138 (0.728)	0.113 (0.758)
	STL/C	-0.199 (0.841)	n/i	-0.181 (0.809)	2.042 (0.182)	n/i	0.278 (0.819)	n/i	n/i	n/i
	NFL/C	0.135 (0.918)	n/i	0.231 (0.853)	n/i	n/i	n/i	1.258 (0.085)	n/i	n/i
	R-sq.	0.0152	0.0184	-0.0228	0.0051	0.0083	-0.0079	0.0193	0.0205	0.0005
	Prob>F	0.8757	0.8023	0.7738	0.6299	0.7406	0.7272	0.0858	0.2426	0.3945
	N	100	100	100	250	250	250	200	200	200
	Hausman		0.6337			0.4221			0.3402	
	White test		0.9636			0.8115			0.8323	
	Autocorrelation		0.4611			0.5467			0.0000	
NPA	TD/C	n/i	-0.556 (0.016)	n/i	-0.529 (0.000)	-0.469 (0.000)	-0.077 (0.458)	n/i	-0.059 (0.508)	n/i
	LTD/C	n/i	0.499 (0.044)	n/i	n/i	0.208 (0.129)	n/i	0.027 (0.818)	0.092 (0.401)	0.169 (0.154)
	STD/C	-0.577 (0.023)	n/i	-0.359 (0.207)	-0.234 (0.112)	n/i	-0.183 (0.157)	n/i	n/i	-0.057 (0.512)
	TL/C	0.090 (0.495)	0.039 (0.738)	-0.078 (0.443)	0.261 (0.000)	0.154 (0.008)	0.068 (0.151)	-0.152 (0.143)	-0.115 (0.149)	-0.140 (0.043)
	LTL/C	n/i	-0.179 (0.053)	n/i	n/i	0.016 (0.727)	n/i	-0.044 (0.540)	-0.055 (0.385)	-0.087 (0.133)
	STL/C	0.277 (0.007)	n/i	0.019 (0.831)	0.008 (0.875)	n/i	-0.011 (0.795)	n/i	n/i	n/i
	NFL/C	0.087 (0.513)	n/i	0.032 (0.838)	n/i	n/i	n/i	0.051 (0.614)	n/i	n/i
	R-sq.	0.0856	0.1112	0.1284	0.0137	0.0202	0.0090	0.0515	0.0602	0.0526
	Prob>F	0.0009	0.0018	0.0018	0.0000	0.0014	0.1841	0.0543	0.0367	0.0057
	N	100	100	100	250	250	250	200	200	200
	Hausman		0.3964			0.0394			0.0000	
	White test		0.0571			0.7089			0.0180	
	Autocorrelation		0.0771			0.4295			0.9587	