

VILNIAUS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO ADMINISTRAVIMO FAKULTETAS
FINANSŲ KATEDRA

Evelina JUŠKAITĖ
Finansai ir bankininkystė

MAGISTRO DARBAS

PIRMINIO VIEŠO AKCIJŲ SIŪLYMO (IPO) EFEKTYVUMO ANALIZĖ
EFFECTIVENESS ANALYSIS OF INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)

Leidžiama ginti _____
(parašas)

Magistrantas _____
(parašas)

Darbo vadovas: _____
(parašas)

Dr. Darius Saikevičius

Darbo įteikimo data: 2021-01-05

Registracijos Nr. _____

Vilnius, 2021

Turinys

LENTELIŲ SĄRAŠAS	3
PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS	3
GRAFIKŲ SĄRAŠAS	3
Įvadas.....	4
1.Pirminis viešas siūlymas ir jo organizavimo procesas	6
1.1 IPO: sąvoka ir procesas.....	6
1.2 IPO privalumai.....	12
1.3 IPO grėsmės.....	15
1.4 IPO Efektyvumo vertinimo kriterijų apžvalga.....	17
2.Tyrimo metodologija	24
3.Vertybinių popierių (Nasdaq OMX) biržos IPO sandorių efektyvumo analizė	26
3.1 Baltijos šalių vertybinių popierių rinkos apžvalga	26
3.2 IPO įmonių analizė	30
Išvados.....	50
Pasiūlymai	51
Literatūros sąrašas:.....	52
Summary	58

LENTELIŲ SĄRAŠAS

1 lentelė “IPO apibrėžimai”.....	8
2. lentelė “IPO privalumai”.....	14
3. lentelė “IPO grėsmės”.....	17
4 lentelė. IPO įmonių tikslai.....	30
5 lentelė. Įmonės Linas Agro Group AB finansiniai rodikliai.....	31
6 lentelė. Įmonės AS PRFoods finansiniai rodikliai.....	34
7 lentelė. LHV Bank finansiniai rodikliai.....	36
8 lentelė. Įmonės EfTEN Real Estate Fund III finansiniai rodikliai.....	38
9 lentelė. Įmonės AB NOVATURAS finansiniai rodikliai.....	41
10 lentelė. Įmonės Port of Tallinn finansiniai rodikliai.....	43
11 lentelė. Finansinių rodiklių palyginimas.....	45

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

1 pav. Nasdaq OMX VP rinkos struktūra.....	27
2 pav. Baltijos šalių vertybinių popierių rinka.....	28
3 pav. Talino vertybinių popierių rinka.....	28
4 pav. Rygos vertybinių popierių rinka.....	29
5 pav. Vilniaus vertybinių popierių rinka.....	29
6 pav. Linas Agro Group AB akcijos kaina.....	33
7 pav. AS PRFoods akcijos kaina.....	35
8 pav. LHV Bank akcijos kaina.....	37
9 pav. EfTEN Real Estate Fund III akcijos kaina.....	40
10 pav. AB NOVATURAS akcijos kaina.....	42
11 pav. Port of Tallinn akcijos kaina.....	44

GRAFIKŲ SĄRAŠAS

1 grafikas. IPO rinkos aktyvumas 2011-2020m.....	6
--	---

Ivadas

Temos aktualumas ir naujumas. Verslas yra kiekvienos šalies ekonomikos variklis. Viena svarbiausių ekonomikos temų yra suprasti, kaip investuoti, kokius priimti finansinius sprendimus siekiant inovacijų ir ilgalaikio augimo. Smulkus ir vidutinis verslas skatina konkurencingumą, o tai viena pagrindinių laisvos rinkos veikimo principų. Jis didina įmonių veiklos efektyvumą, leidžia išplėsti esamas rinkas bei kurti naujus, patogesnius ir efektyvesnius produktus ar teikti geresnes paslaugas vartotojams. Verslo plėtra yra būtina tarptautinio konkurencingumo ir užimtumo augimo prielaida. Vienas iš būdų finansuoti įmonę ir plėstis, kuris paskutiniu metu tampa labai populiarus – pirminis viešas siūlymas (angl. *IPO – Initial Public Offering*) (toliau – IPO). Sprendimas įeiti į akcijų rinką ir viešai prekiauti akcijomis yra nepaprastai svarbus įmonės plėtrai. Taip pat pirminių viešų siūlymų reikšmė yra labai aktuali finansų krizės nuniokotose rinkose, nes pirmieji vieši vertybinių popierių siūlymai yra alternatyva įprastiniam skolinimuisi ir gali išjudinti stagnacijos apimtas rinkas ar palaikyti rinkų plėtrą esant geroms ekonominėms sąlygoms. Jie gali padėti kompanijoms pritraukti lėšas bei plėtoti verslus, pritraukiant finansinius išteklius ir nukreipiant juos pelningoms investicijoms ar kitokiems poreikiams tenkinti. Pasaulyje pirminių viešų siūlymų rinka labai išplėtota ir sudaro svarbią pirminės vertybinių popierių rinkos dalį. Ja pasinaudojus galima pritraukti verslui būtinų lėšų investicijoms ar valdyti finansines - ūkines rizikas. Po sėkmingo Baltijos biržų susijungimo, įmonėms buvo suteikta daugiau galimybių efektyvesniam įsiliesimui į jas, o tuo pačiu buvo suteiktos platesnės galimybės įgyvendinti jų strateginius tikslus. Paskutiniaisiais dešimtmečiais Baltijos įmonės vis dažniau pradėjo naudoti kapitalo pritraukimo būdą išleidžiant viešai apyvartai vertybinių popierių emisijas, nors šis lėšų pritraukimas vis dar yra naudojamas gerokai rečiau, nei daugumoje išsivysčiusių valstybių ekonomikų. Daugelis mano, kad galimybė pritraukti labai reikalingą kapitalą teikiant viešus siūlymus suteikia ženklų pranašumą privačių įmonių savininkams ir valdytojams. IPO padidina įmonės nuosavybės bazę ir pripildo ją dideliu kapitalu. Įmonės tapimas vieša yra labai svarbus momentas ir žymi kokybiškai naują įmonės vystymosi etapą. Nors IPO nėra naujiena, ši tema yra aktuali mūsų visuomenei. Yra nemažai autorių, kurie tyrė IPO sėkmingumą. Pavyzdžiui, Radosław Pastusiak (2016) nagrinėjo pavienes įmones ir analizavo kaip keičiasi pelningumas ryšium su įvykdytu IPO. Matteo, Giancarlo ir Silvio (2017) išanalizavo Italijoje esančias 165 IPO įmones, imdami duomenis metus prieš IPO ir metus po, ir taip pat tyrė ar įmonių pelnas didėja. Thomas ir Karthik (2011) analizavo viešas įmones ir pastebėjo, kad įmonių, turinčių geresnę reputaciją, situacija po IPO būna geresnė, nei tų, kurių reputacija yra žemesnė. Na, o Salim, Samer ir Marc

(2018) nagrinėjo JAV rinkoje esančius IPO ir jų efektyvumą. O šiame darbe bus nagrinėjamos viešomis tapusios įmonės Baltijos mastu, analizuojant finansines ataskaitas, prospektus ir lyginant, kokie buvo pokyčiai prieš ir po IPO.

Mokslinė problema. Sėkmingas pirminis viešas siūlymas kompanijoms suteikia ne tik galimybę pritraukti gana dideles lėšas, bet ir stabiliai augančias akcijų kainas biržose. Po sėkmingų pirminių viešų siūlymų kompanijos netgi turi geresnes skolinimosi galimybes įprastiniu būdu bei didesnį pasitikėjimą užsienio rinkose. Pirmą kartą įmonės išleidžiami vertybiniai popieriai viešai apyvartai, t.y. įvykdant pirminį viešą siūlymą, įmonėms gali ne tik suteikti papildomo viešumo ir žinomumo, bet ir atskleisti tikrąją kompanijos padėtį, kartais susilaukiant ir neigiamų pasekmių. Todėl kiekvienai įmonei svarbu visų pirma objektyviai įsivertinti savo galimybes pasinaudoti šia finansavimo alternatyva, mat ne visais atvejais IPO sandoriai atitinka įmonių lūkesčius, yra efektyvūs ar priimtinesni, nei kiti verslo finansavimo būdai ir priemonės. Šiame darbe, naudojantis Pabaltijo šalių faktiniais IPO, nagrinėjama ar tokie sandoriai tikrai yra efektyvūs ir kiek efektyvūs.

Tikslas – atlikti Baltijos šalių įmonių įvykdžiusių IPO sandorių efektyvumo ekonominę analizę bei įvertinti šių sandorių poveikį įmonei.

Uždaviniai :

1. Ištirti mokslinę literatūrą ir pateikti pirminio viešo siūlymo sąvoką bei grėsmes ir privalumus;
2. Išnagrinėti pirminio viešo siūlymo procesą;
3. Apžvelgti efektyvumo vertinimo kriterijus;
4. Sudaryti IPO efektyvumo vertinimo modelį;
5. Taikant modelį išanalizuoti Baltijos įmonių vykdytųjų IPO 2010 – 2018m. laikotarpiu veiklos rezultatus;

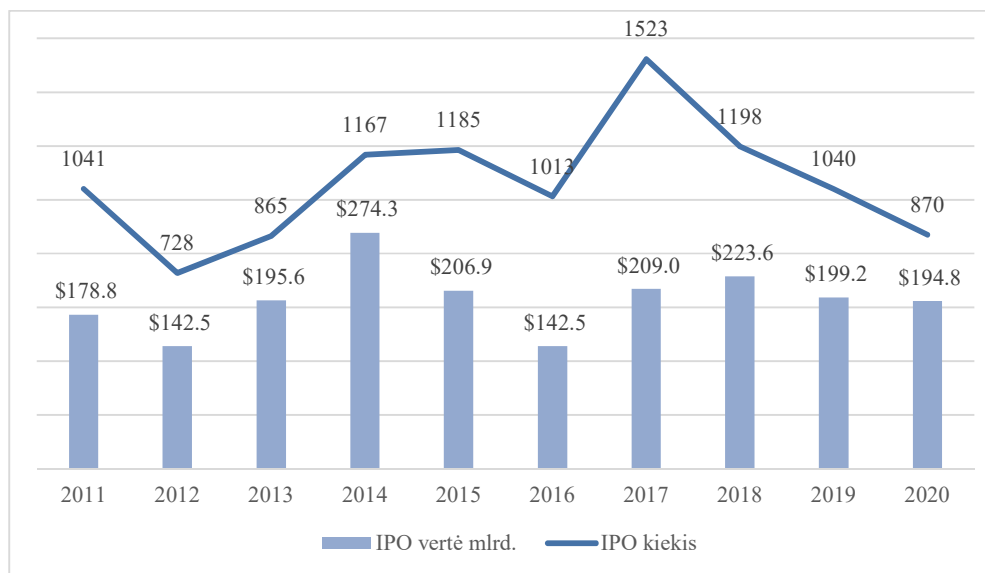
Metodas – lyginamoji sisteminė mokslinės literatūros analizė, kiekybinis tyrimas.

1. Pirminis viešas siūlymas ir jo organizavimo procesas

Pirminis viešas siūlymas organizuojamas pirminėje rinkoje. G. Kancerevyčius (2009) pateikia tokį pirminės rinkos apibrėžimą – tai rinka, kurioje tarpininkui ar investuotojui yra parduodama nauja vertybinių popierių emisija, o pajamos iš emisijos išplatavimo atitenka emitentui (angl. issuers). Kita vertus, reiktų pastebėti, jog kai kuriais atvejais pirminėje rinkoje pritrauktos lėšos atitenka emitento akcininkams. Pirminėje rinkoje investiciniai bankai veikia kaip tarpininkai. Daugelyje šalių pati įmonė prekiauti vertybinių popierių biržoje negali pagal įstatymus. Sandoriai joje vyksta tik vieną kartą ir tik viena kryptimi. Pirminių rinkų dalyviai dažniausiai būna akcinės bendrovės, norinčios išleisti į apyvartą naujų vertybinių popierių, taip pat investuotojai, kurie yra pasiruošę pirkti tuos vertybinius popierius. Į apyvartą išleistomis akcijomis ir obligacijomis pirmiausia prekiaujama pirminėje rinkoje kol jos prilygsta visiems kitiems vertybiniams popieriams ir tinka antrinei rinkai. Toliau bus plačiau aptariama pirminio viešo siūlymo sąvoka, organizavimo aspektai ir tikslai (privalumai) bet atskleistos su IPO susijusios grėsmės ir trūkumai.

1.1. IPO: sąvoka ir procesas

IPO yra svarbi ir ženkli pirminės vertybinių popierių rinkos dalis. Nors IPO kiekis ir jų metu pritrauktų lėšų apimtys gana ženkliai svyruoja priklausomai nuo pasaulio ekonomikos ir vertybinių popierių rinkų būklės, 2011-2020 metais pasaulyje kasmet vidutiniškai buvo įvykdyta 1 063 IPO, kurių metu išleistų akcijų vertė buvo apie 196.72 milijardų USD.



1 grafikas. IPO rinkos aktyvumas 2011-2020m. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis Pwc duomenimis.

Taigi – kaip tiksliai yra apibrėžiamas Pirminis viešas siūlymas? Skirtingi autoriai naudoja kiek skirtingus IPO apibrėžimus, kurie pateikti lentelėje žemiau, tačiau juos apibendrinant galima teigti, kad tai yra pirmą kartą įmonės išleidžiami vertybiniai popieriai (dažniausiai – akcijos), norint gauti papildomų lėšų bei ne tik susilaukiant papildomos reklamos įmonei, bet ir viešai atskleidžiant tikrąją jos padėtį, kartais susilaukiant ir neigiamų pasekmių.

Pirminio viešo siūlymo apibrėžimai

Šaltinis	Apibrėžimas
Kancerevyčius, G. (2009) Finansai ir investavimas	Pirminis viešas siūlymas yra pirmą kartą vieša akcijų emisija. Tokios emisijos vadinamos debiutinėmis, arba nepatyrusiomis naujomis emisijomis (angl. unseasoned new issues), nes iki tol viešai parduotų akcijų apyvartoje nebuvo.
Oxford dictionary of finance and banking and Oxford dictionary of business	(Angl. Initial public offering (IPO), flotation) Procesas apimantis pirmą kartą viešai siūlomas įmonės akcijas. Į šį procesą įeina ir privačių ir nacionalinių įmonių akcijų emisija, apimanti sąvokas: prisistatymas, supažindinimas, pasiūlymas, pasiūlymas parduoti, išdėstymas, paskirstymas, vieša emisija. Po pirminio viešo siūlymo akcijomis galima prekiauti akcijų biržoje. Pirminis viešas siūlymas suteikia įmonei padidinti kapitalą ar realizuoti investicijas.
Ghosh, A. (2006). Pricing and performance of initial public offerings in the United States. USA.	IPO yra apibrėžiamas kaip pirmasis viešas siūlymas. IPO visada siūlo akcijas, tačiau ne visada mažos, jaunos įmonės turi ieškoti savo akcijų išorinio kapitalo ir viešosios rinkos.
Draho, J. (2005). The IPO decision – why and how companies go public	IPO taip pat apibrėžiamas kaip procesas, kai įmonės kapitalas pirmą kartą siūlomas daugeliui investuotojų ir pradedamas jos įtraukimas į biržą.

<p>Kaustia, M., Knupfer, S. (2008). Do Investors Over- weight Personal Experience?</p>	<p>IPO yra apibrėžiamas kaip pirmas kartas, kai įmonė išleidžia akcijas pradiniam siūlymui. Šis procesas taip pat rodo bendrovės pasikeitimą iš privačios ribotos atsakomybės bendrovės į akcinę bendrovę. Investuotojai, įsigyjantys akcijas pirminio viešo siūlymo metu, turėtų būti pasirengę prisiimti didesnę riziką dėl galimybės uždirbti didelį pelną.</p>
<p>NASDAQ</p>	<p>Pirminis viešas siūlymas – tai pirmasis akcijų pardavimas viešai. Vertybinius popierius IPO būdu, dažniausiai, nors ne visuomet, išleidžia santykinai jaunos, nedidelės įmonės, siekančios pritraukti kapitalą vertybinių popierių rinkoje ir norinčios, jog išleistais vertybiniais popieriais būtų prekiaujama viešai. Investuotojai, įsigyjantys vertybinių popierių IPO metu, siekdami didelio pelno turi būti pasirengę toleruoti ženkliai riziką.</p>
<p>BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. (2001) Investments.</p>	<p>Pirminis viešas siūlymas – tai pirmą kartą investicinių bankų viešai siūlomi įmonės vertybiniai popieriai. Kai vertybinių popierių komisija įregistruoja ir pateikiamas investuotojams prospektas, investicinis bankas organizuoja „gatvės pasirodymus“ (angl road show) kuriais populiarina įmonės vertybinius popierius.</p>

1. lentelė "IPO apibrėžimai". Šaltinis : sudaryta autorės remiantis nurodytais autoriais.

Pirminis viešas siūlymas gali būti išimtinai sudarytas iš naujai išleidžiamų akcijų; jau išleistų akcijų (pavyzdžiui, steigėjų akcijos, patronuojančios įmonės valdomos akcijos); arba ir naujų, ir jau egzistuojančių akcijų. Priklausomai nuo to ar išleidžiamos naujos akcijos, ar IPO metu parduodamos jau išleistos akcijos, lėšos, gautos už akcijų pardavimą, atitenka arba pačiai kompanijai, arba jas parduodantiems akcininkams. Priešingai nei antrinėje rinkoje, kur gautos

lėšos už parduotas akcijas atitenka tiesioginiams akcijų savininkams.

Kai IPO metu akcijas parduoda įmonės esami akcininkai, dažniausiai jie neparduoda visų turimų akcijų, o tik jų dalį, kad neprarastų atitinkamo nuosavybės procento įmonėje (Haim, 2005), leidžiančio išlaikyti kontrolę. Kaip teigė Ljungqvist (2004), įmonės akcijos išleidžiamos į viešumą dėl kelių priežasčių: sumažėja įmonės finansavimo kaštai; tai suteikia galimybę prekiauti įmonės akcijomis, suteikdama suinteresuotosioms šalims galimybę diversifikuoti investicijas ir pretenduoti į emitento pelną.

IPO gali būti susisteminta skirtingais būdais - naudojant aukcioną, fiksuotą kainą ar knygų sudarymo metodą. Aukciono būdu emitentas nustato mažiausią kainą; todėl investuotojai daro pasiūlymą dėl šio pasiūlymo, kuriame taip pat nurodo akcijų skaičių, kuri nori įsigyti. Fiksuotos kainos metodikoje emitentas iš anksto investuotojams atskleidžia IPO siūlymo kainą. Pagal knygų sudarymo (angl. book building) metodiką platintojai ir emitentai nustato diapazoninę kainą, kuria jie nori parduoti akcijas; po to platintojas pateikia investuotojams pasiūlymą, kuris gali pareikšti neįpareigojantį susidomėjimą siūlomomis akcijomis.

IPO procesas veda į vertybinių popierių biržos sąrašus, kurie taip pat paprastai vadinami kintamaisiais ar flotaciniais. Pradinis viešas platinimas taip pat gali būti tiesiog vadinamas viešu platinimu, nes šis apibrėžimas reiškia faktą, kad vertybiniai popieriai parduodami plačiajai visuomenei, o ne tiesiogiai parduodami atrinktiems investuotojams, kaip tai būtų daroma privataus platinimo metu (FT lexicon, 2015).

Nors iš pradžių tai gali atrodyti nesudėtinga, IPO yra sudėtingas procesas, turintis savų privalumų ir trūkumų. Pirmasis ir svarbiausias klausimas, į kurį atsakoma daugumoje šios srities mokslinių tyrimų darbų, yra firmos pranašumas faktiškai išeiti į viešumą. Tradicinius atsakymus galima suskirstyti į dvi plačias kategorijas: įmonės nuosavo kapitalo didinimas, siekiant finansuoti verslo plėtros išlaidas, antra, bendrovės steigėjų ir esamų akcininkų galimybė parduoti dalį ar visą savo akcijų paketą bendrovėje, nes IPO procesas sukuria likvidumą įmonės akcijoms (Espinasse, 2011). Tuo pat metu naujas vertybinių popierių įtraukimas į vertybinių popierių biržą sukelia nemažai susijusių išlaidų, tokių kaip padidinta bendrovės atskaitomybė, paprastai griežtesnė stebėseną ir įmonės valdymas, taip pat galimybė pradinei vadovybei prarasti įmonės kontrolę (Amadeo, 2015). Kaip bebūtų, Ritter & Welch (2002), apžvelgdami IPO veiklą, išsamiau išnagrinėja priežastis ir paskatas įmonei pasirodyti viešai ir suskirsto ją į dvi pagrindines grupes: gyvavimo ciklo teorijas ir rinkos laiko teorijas.

Gyvenimo ciklo teorijos teigia, kad viešos įmonės yra daug labiau pastebimos plačiajai visuomenei, taip pat ir potencialiems pirkėjams, tačiau ankstyvame gyvenimo cikle įmonei yra

naudingiau išlikti privačiai, ilgainiui ji gali pasiekti tašką, kai galima tapti vieša. Nepaisant to, įmonei tapus vieša, atsiranda teigiamų ir neigiamų reakcijų. Tai gali sukurti pridėtinę vertę, įkvėpdama daugiau tikėjimo įvairiomis suinteresuotosiomis šalimis, tokiomis kaip klientai, kreditoriai, tiekėjai ir kiti investuotojai. Tačiau tai taip pat gali sukelti nepageidaujamą konkurenciją produktų rinkoje, jei įmonė prekiauja aukšta vieša kaina.

Daugelis rinkos laiko teorijų, į paaiškinimus įtraukia informacijos asimetriją kaip modelį. Pasak kai kurių, firmos yra linkusios atidėti savo akcijų emisiją, jei žino, kad yra nepakankamai įvertintos arba jeigu rinka įmonei nurodo mažesnę vertę nei jiems priimtina. Dar kiti teigia, kad įmonės yra linkusios sekti rinką kaip vertingos informacijos šaltinį ir išleidžia naują kapitalą tuo metu, kai tai daro kitos stiprios įmonės arba būna geros augimo galimybės, kurias signalizuoja aukštesnės kainos.

Norinti pirmą kartą išplatinti savo akcijas, įmonė turi bent du metus veikti laikydamasi viešos firmos veiklos standartų. Reikia įdiegti detalias ataskaitų sistemas ir sudaryti verslo planą, jeigu tai dar nebuvo padaryta iki šiol. (Kononovič, A., 2001). Kai vertybinių popierių emisija yra specifiukuota, pasirinktas tarpininkas - pardavėjas pajungia kartu sindikatą didžiausių investicinių bankų ir mažesnių įmonių pardavėjų grupę, kad paskirstytų leidžiamą emisiją. Nusprendus atlikti pirminį viešą siūlymą (IPO), pasirenkama tarpininkų komanda (angl. selling group): (Kancerevyčius, G., 2009):

- Teisės įmonė
- Apskaitos įmonė
- Vadovaujantis investicinis bankas

Pirminio viešo siūlymo procesas prasideda taip vadinamu bendru susitikimu (angl. „all hands“ meeting). Jis vyksta 6-8 savaitės iki emisijos įregistravimo Vertybinių popierių komisijoje, jo metu pasidalijami vaidmenys ir sudaromas laiko tvarkaraštis. Daugiausia laiko pirminio viešo siūlymo komandai užima prospekto sukūrimas. Kai įmonė nusprendžia judėti pirmyn su IPO, ji turi glaudžiai bendradarbiauti su platintoju (paprastai banku ar keliais bankais), kad sukurtų prospektą, kuriame investuotojams pateikiama visa informacija, kurios jiems reikia priimant pagrįstą investicinį sprendimą. Emitentas pateikia ir preliminarų, ir galutinį prospektą. Preliminarus prospektas (angl. preliminary prospectus, „red herring“) yra pirminis siūlymo dokumentas, kuriame pateikiama išsami informacija apie siūlomą sandorį. Jame pateikiama paskutinių penkerių metų finansiniai duomenys, aprašoma įmonės veikla, produktai, paslaugos, rinkos, konkurentai, vadovybė, augimo strategija ir kiti svarbūs dalykai. Išleiziamame preliminariniame prospekte nurodomos ir emisijos charakteristikos, išskyrus kainą ir pardavimo datą. Jame taip pat nurodoma, kad tai nėra pasiūlymas pirkti (nes emisija dar

neįregistruota), o tik informacija investuotojams. Tuo pat metu pateikiami dokumentai Vertybinių popierių komisijai (JAV - Vertybinių popierių ir biržų komisijai, angl. Securities and Exchange Commission, SEC). Jos kurį laiką nagrinėja pateiktą informaciją ir tikrina ar nėra klaidų – t.y. ar prospekte pateikta informacija atitinka vertybinių popierių emisijos dokumentams nustatytus teisės aktų reikalavimus. Jeigu randama klaidų ar kitų trūkumų, emisijos prospektas turi būti atitinkamai pakoreguotas.

Kiekviena vieša emisija turi būti įregistruota Vertybinių popierių komisijoje. Finansinių instrumentų registravimas yra svarbus momentas, būtinas informacijos atskleidimo procesui. Informacija apie emitento veiklą pateikiama ne tik išleidžiant vertybinius popierius ir registruojant emisiją, bet vėliau pateikiamos reguliarios ataskaitos apie emitento būklę, stambius akcininkų pasikeitimus. (Kononovič, A., 2001).

Norint įregistruoti emisiją, Vertybinių popierių komisijai reikia pateikti emisijos prospektą. Prospektas yra investuotojams ir visuomenei skirtas viešas dokumentas. Platinant vertybinius popierius neviešu būdu, reikalavimai informacijos atskleidimui kiek mažesni, todėl emitentui leidžiama pateikti sutrumpintą prospekto variantą - vertybinių popierių platinimo memorandumą. Prospekte dažniausiai nurodoma: (Valakevičius, E., 2008):

- kaip platinama emisija ir kokie tarpininkai naudojami;
- kokia emisijos kaina ir kaip ji nustatyta;
- kiek ir kokiam tikslui siekiama pritraukti lėšų;
- kaip pasikeis firmos kapitalo struktūra po emisijos išplatinimo

Kitas žingsnis yra emisijos pristatymas investuotojams (angl. road show), kai numatomas pradinis viešas pasiūlymas pristatomas potencialiems investuotojams įvairiuose miestuose ir šalyse. Pristatymuose kartu su konsultantais dalyvauja ir emitento firmos vadovai. Galutinis prospektas pateikiamas, kai pasiūlymas yra baigtas ir siūlomas pasirašyti. Tad pasibaigus pristatymui išspausdinamas galutinis prospektas (angl. final prospectus) ir išplatinamas investuotojams. Informacija galutiniame prospekte apima išleistų akcijų skaičių, siūlymo kainą, įmonės finansinius duomenis, rizikos veiksnius, įplaukų panaudojimą, dividendų politiką ir kitą svarbią informaciją. Ši informacija padeda investuotojui priimti pagrįstą sprendimą investuoti į bendrovę. Firmos vadovybė susitinka su platintojais aptarti galutinės akcijų kainos bei emisijos dyžio. Paprastai per kelias savaites sindikatas jau būna surinkęs atsiliepimus apie pristatymą ir ketinimus įsigyti naujos emisijos akcijų. Kai nustatomas emisijos dydis ir kaina - mažiausiai dvi dienos po galutinių prospektų išsiuntimo investuotojams, pirminis viešas siūlymas paskelbiamas įvykusi.

1.2. IPO privalumai

Visgi, kodėl įmonė nusprendžia eiti į viešumą – dėl kokių IPO privalumų? Pavyzdžiui, Chemmanur modelis (2014) vadovaujasi Jenseno teorija (1993) ir mano, kad tik verslininkai, sukaupe didelę sėkmingos veiklos patirtį nuspręš parduoti akcijas viešai, tuo tarpu tie, kurie neturi tokios patirties, kaups kapitalą iš privataus kapitalo investuotojų, o Maksimovic ir Pichler (2001) IPO sprendimą susieja su technologinėmis naujovėmis – jeigu įmonė yra perspektyvi, ji nusprendžia parduoti akcijas.

Kodėl įmonės nusprendžia prekiauti akcijomis viešai - tai buvo pirmasis klausimas, iškeltas Ritter ir Welch (2002) atliktoje apklausoje, kurioje prieita prie išvados, kad daugeliu atvejų pagrindinis atsakymas yra pritraukti nuosavą kapitalą firmai ir sukurti viešą rinką, kurioje galėtų steigėjai ir kiti akcininkai savo valdomus vertybinius popierius ateityje konvertuoti į grynuosius pinigus. Nefinansinės priežastys, tokios kaip viešumas, daugumai įmonių vaidina tik nedidelį vaidmenį. Šios išvados atitinka vėlesnę Brau apklausą (2012), kuri praneša apie viešumo priežastis, gautas atlikus tiesioginius nuomonės tyrimus apie 984 privačių įmonių. Tik trys apklausos klausimai sulaukė bent 75 proc. sutikimo kaip IPO vykdymo pranašumo: gauti finansavimą ilgalaikiam augimui (86,8 proc.), gauti finansavimą tiesioginiam augimui (86,8 proc.) ir padidinti likvidumą (82,5 proc.).

Vis tik, įtakos vykdyti IPO taip pat turi finansinis lankstumas ir didesnė derybinė galia su bankais. Rajanas (1992) teigia, kad vieša veikla padidina įmonės finansinį lankstumą, sustiprina jos derybinę galią su bankininkais ir finansiniais kreditoriais, ir, atitinkamai, sumažina įmonės finansines sąnaudas. Huyghebaert ir Hulle (2005) teigia, kad IPO leidžia firmai padidinti finansinį lankstumą sukuriant papildomų kapitalo šaltinių jos augimui ir plėtrai finansuoti.

Kita priežastis - susijungimai ir įsigijimai. Lyandres ir kt. (2011) teigia, kad įmonės dažnai imasi IPO siekiant veiksmingos įmonių susijungimo ir įsigijimo strategijos. Jie daro prielaidą, kad kol įmonė yra privati, tol yra neaiški jos tiksli kapitalo vertė. IPO pašalina šį vertinimo neapibrėžtumą ir leidžia įmonei optimaliai pasinaudoti restruktūrizavimo galimybėmis. Laikydami šios teorijos, Celikyurt ir kt. (2007) nustato, kad, pavyzdžiui, naujai viešose JAV įmonėse yra didelis M&A (angl. merger and acquisition) veiklos paplitimas ir kad įsigijimų po IPO suma yra teigiamai susijusi su vertinimo neapibrėžtumo laipsniu ir rinkos sąlygomis. Brau ir kt. (2003) teigia, kad IPO leidžia įmonėms sukurti viešai parduodamas akcijas, kurios gali būti naudojamos kaip augimo valiuta per susijungimus ar įsigijimus.

Dar viena priežastis, dėl kurios siekiama tapti vieša įmone – išėjimo strategija. Tokiu atveju, IPO yra pirmas savininko pasitraukimo strategijos žingsnis. Savininkas maksimaliai padidina pajamas iš galimo įmonės pardavimo, vėliau parduodamas dalį teisių į pinigų srautus

ir nuosavybės kontrolės teises. Verslininkai, kurie pasirenka „finansinio derliaus“ strategijas, dažnai tikisi realizuoti finansinę vertę, sukurtą versle (Mason & Harrison, 2016). „Sėkmingas derlius“ dažnai nutinka, kai verslininkai įtikina pirkėjus ir investuotojus apie verslo patikimumą ir vertingumą (Benson, 2015). Verslininkų įsitraukimas į verslą prieš „derliaus nuėmimą“ ir, galimai, po jo gali turėti įtakos įmonės įvertinimui, pavyzdžiui, pradinei IPO kainai (Certo ir kt., 2001). Savo verslui atsidavusių steigėjų/vadovų buvimas dažnai yra svarbus dalykas investuotojams, tad tokiu būdu galima padidinti sėkmės (t.y. didesnės verslo vertės, t.y. IPO kainos) galimybę. Tad dažnai steigėjai ir po IPO išlieka įmonės dalimi, pavyzdžiui, veikdami kaip patarėjai arba išlikdami akcininkais, kai parduoda dalį įmonės (Morck ir kt., 1988). Verslininkų įsitraukimas į firmą padidina pirkėjų ir investuotojų pasitikėjimą savo pasirinkimu dėl investavimo ir verslo ateities. Potencialūs investuotojai taip pat gali tikėti akcininkų vertės maksimizavimu ir steigėjo - vadovo paskatų suderinimu su suinteresuotųjų šalių motyvais (Pedersen ir Thomsen, 2001; Thomsen ir Pedersen, 2000). Taigi jie gali norėti, kad įkūrėjai dalyvautų užtikrinant verslo vykdymą.

Be kita ko, paminėtina, kad anot Torrys LLP (2019), vienas iš IPO privalumų yra ir mažesnės kapitalo išlaidos, palyginti su skolų finansavimu. Įmonės, kurios pasiekia optimalią kapitalo struktūrą, gali sumažinti savo tiek nuosavo, tiek skolinto kapitalo sąnaudas. Taip pat finansinės institucijos yra linkusios labiau pasitikėti akcinėmis bendrovėmis, kurių akcijomis prekaujama viešai, dėl aukštesnių reikalavimų informacijos atskleidimui (reikalavimai dažniau rengti ir publikuoti finansines ataskaitas), o tai gali turėti įtakos mažesnėms paskolų palūkanoms.

Kitas, ne mažiau svarbus dalykas – išorinis stebėjimas. Vertinant IPO, išorės stebėjimas gali būti vertinamas dvejopai – kai kuriais atvejais kaip privalumas, kitais – kaip papildomos sąnaudos. Bendrovės įsipareigojimas įvykdyti vertybinių popierių biržų norminius ir informacijos atskleidimo reikalavimus padidina skaidrumą, sumažina informacijos asimetriškumą tarp vadovų ir daugumos akcininkų bei palengvina geresnį įmonės valdymą. Išorinis stebėjimas yra naudingas išsisklaidžiusiems akcininkams, tačiau tai kainuoja vadovams ir kontroliuojantiems akcininkams. Padidėjęs analitikų ir rinkos dalyvių dėmesys didina vadovų drausmę vykdant veiklą ir riboja privačios naudos siekimą. Įmonės vertybinių popierių įtraukimas į viešą apyvartą leidžia įmonei sukurti vadovų skatinimo planus, kad vadovų interesai būtų geriau suderinti su akcininkų interesais. Maksimovic ir Pichler (2001) teigia, kad didesnis skaidrumas verčia firmą atskleisti svarbią informaciją, kuri gali būti naudinga konkurentams. Kita vertus, literatūroje yra ir nuomonių, jog stebėjimo lygis yra aukštesnis etape

iki tampant IPO, nes nedidelė investuotojų grupė gali stebėti įmonę atidžiau nei išsisklaidę investuotojai.

Galima išskirti dar vieną privalumą – galimybių langai. Vadovai, naudodamiesi laikinai palankiomis rinkos sąlygomis ir patraukliomis akcijų kainomis, pasirenka įmonės sprendimų priėmimo laiką, naudodamiesi geresne informacija. Daugybė JAV ir ne JAV atliktų tyrimų dokumentuoja IPO klasterizavimą stipriomis pramonės ir rinkos sąlygomis bei ilgalaikius nepakankamus rezultatus po pirminio viešo siūlymo (Ritter 2003). Galimybių langas yra trumpas laikotarpis, per kurį galima atlikti retą ir norimą veiksmą. Užsidarius langui, galimybė gali niekada nebesikartoti. Konkurencingoje rinkoje, kurioje daug dalyvių, siekiama maksimaliai padidinti materialią ar nematerialią vertę savininkams, akcininkams, darbuotojams.

Ne ką mažiau svarbus faktorius – rinkos likvidumas. Jis apibūdina tai, koku mastu turtą galima greitai nusipirkti ir parduoti stabiliais kainomis. Kalbant paprastai, tai yra pirkėjų ir pardavėjų skaičiaus įvertinimas ir ar sandoriai gali būti lengvai vykdomi. Neseniai atliktame Francis, Hasan, Mani ir Yan (2016) tyrime nustatyta, kad įmonės, turinčios didesnę likvidumą kapitalo rinkoje, už suteiktas paskolas moka mažesnes palūkanas.

Privalumai
1. Nuosavo kapitalo pritraukimas
2. Didesnė derybinė galia su bankais
3. Įmonių susijungimas/įsigijimas
4. Išėjimo strategija
5. Išorinis stebėjimas (viešumas)
6. Galimybių langai
7. Rinkos likvidumas

2. lentelė "IPO privalumai". Šaltinis : sudaryta autorės remiantis nurodytais autoriais.

Apibendrinant, galima sakyti, kad IPO sprendimas yra strateginis sprendimas, kurį lemia skirtingi veiksniai. Visi šie pateikti pranašumai yra būdingi visoms įmonėms bei šalims. Pagrindiniai lemiami veiksniai, kodėl įmonė nori tapti vieša yra noras pritraukti daugiau

kapitalo, padidinti likvidumą, taip pat reikšmės turi išaugęs finansinis lankstumas ir susijungimai ar įsigijimai.

1.3 IPO grėsmės

Tapimas vieša įmone turi daug privalumų, tačiau yra ir trūkumų. Visų pirma, yra plačiai dokumentuota, jog nepriklausomai nuo šalies, įmonės akcijos, išleistos pirminiame viešame akcijų siulyme, dažniausiai bus parduodamos už kainą kuri yra mažesnė nei bus nustatyta tų akcijų vertė antrinėje rinkoje. Žemesnė IPO kaina dažniausiai atsiranda dėl investuotojų netikrumo dėl įmonės tikrosios vertės (Ritter & Welch, 2002; Sanders & Boivie, 2004). Kuo labiau neapibrėžtas įmonės vertinimas iš investuotojų perspektyvos, tuo žemesnę IPO kainą įmonė turės pasiūlyti, kad kompensuotų IPO investuotojams jų prisiimtą riziką. Kadangi žema kaina parodo vertę, kurios įmonė neužfiksavo, IPO vykdančios firmos yra suinteresuotos sumažinti skirtumą tarp IPO kainos ir kainos antrinėje rinkoje (Ljungqvist, 2007). Iš kitos pusės, itin aukšto lygio kainų nustatymas IPO įmonėms paprastai irgi yra nepageidautinas, todėl skirtumo, tarp IPO kainos ir akcijos rinkos kainos turi išlikti bei gali būti vertinamas kaip gero IPO rodiklis dėl didesnio investuotojų bei žiniasklaidos dėmesio, pirminės rinkos investuotojų bei investicinių bankų, organizuojančių IPO, pripažinimo. Rinkos ir žiniasklaidos dėmesys, teigiami atsiliepimai apie emitentą ir jo IPO yra ypač svarbūs šiuolaikiniame interneto pasaulyje. Pirma, Cliff ir Denis (2004) ir Brown (2016) teigia, kad dėl per mažų kainų padidėja analitikų aprėptis po IPO, skatinama skleisti informaciją apie įmonę, kartu didėja ir skaidrumas, o Billett, Garfinkel ir Yu (2017) nurodo, kad asimetrinės informacijos padidėjimas dėl analitikų aprėpties sumažėjimo pablogina įmonės veiklą. Kartu žema kaina gali pagerinti informacijos atskleidimo kokybę ir įmonės valdymą, todėl sumažės išorės finansų išlaidos. Antra, per maža kaina gali duoti tam tikros rinkodaros naudos, kuri padidina klientų pripažinimą produktų rinkose. Chemmanur ir Yan (2009) netgi teigia, kad reklama ir žemos kainos iš tikrųjų yra substitutai.

Visų antra, anot PwC (2019), IPO trūkumas yra kontrolės praradimas, nes patekus į rinką akcininkų skaičius ženkliai padidėja, todėl steigėjai ir pirmieji akcijų savininkai praranda įmonės kontrolę. Nebegalima savarankiškai priimti sprendimų, net jei turite didžiąją dalį akcijų, nes smulkieji akcininkai gali susivienyti ir pasisakyti prieš. Dėl šio priežasties, turimas steigėjų akcijų skaičius prieš IPO turi įtakos išleidžiamų akcijų skaičiui – kai vadovybės nuosavybės lygis iki IPO yra labai aukštas, IPO įmonės greičiausiai išleis daug akcijų, nes tikėtina, kad vadovai vis dar galės išlaikyti kontrolę pasibaigus IPO. Kai vadovybės nuosavybės iki IPO lygis yra labai žemas, IPO įmonės taip pat greičiausiai išleis didelę dalį akcijų, nes vargu ar

steigėjai/vadovai vis tiek sugebės išlaikyti balsavimo teisių kontrolę po IPO. Priešingai, kai steigėjai valdo akcijas, kurių riba pvz., apie 60 procentų nuosavybės, jie nelinkę išleisti daugybės akcijų, nes taip gali prarasti absoliučią kontrolę.

Trečia, įvykdžius IPO, didėja įmonės išlaidos. Priešingai nei privačioms įmonėms, reikalaujama, kad viešos įmonės pateiktų savo finansines ataskaitas Vertybinių popierių komisijai. Šios finansinės ataskaitos turi būti parengtos pagal priimtus apskaitos principus ir patikrintos sertifikuotos apskaitos įmonės, o tai yra brangu. Be kita ko, įmonė privalo turėti griežtą finansų kontrolę, taip pat sudaryti finansinės atskaitomybės komandą ir audito komitetą, rengti ne tik metines, bet ir ketvirtines finansines ataskaitas, samdyti audito įmonę ir atlikti šimtus kitų užduočių. Ši atsakomybė IPO įvykdžiusioms įmonėms (ir kitoms įmonėms, kurių vertybiniais popieriais prekiaujama viešai) kasmet kainuoja milijonus ir reikalauja labai daug darbo valandų. Be periodinių išlaidų, susijusių su akcinės bendrovės norminių aktų laikymusi, IPO sandorio procesas taip pat kainuoja nemenką sumą pinigų. Didžiausia pirminio viešo siūlymo kaštų dalis yra akcijų platinimo sąnaudos. Akcijų platintojai paprastai apmokestina IPO emisiją nuo 5% iki 7% iš emisijos gaunamų įplaukų. Be pastarųjų mokesčių, bendrovės išleidžia nemažai dar ir teisiniams mokesčiams. Be to, dar yra registracijos ir spausdinimo sąnaudos. Sandorio išlaidos bus dar didesnės, jei įmonė nuspręs samdyti finansinės atskaitomybės konsultantus ar kitas specialias grupes.

Reikšmingas trūkumas yra rinkos spaudimas. Jis gali būti labai sunkus įmonės steigėjams/vadovybei, kuri yra įpratusi daryti tai, kas, jų manymu, įmonei yra geriausia. Steigėjai linkę turėti ilgalaikę viziją, kaip jų įmonė atrodys po daug metų nuo dabarties ir kaip tai paveiks pasaulį. Tuo tarpu vertybinių popierių rinkos požiūris yra trumpalaikis. Kai bendrovė yra vieša, jos kiekvieną žingsnį seka viso pasaulio investuotojai ir analitikai, kuriuos paprastai domina vienas klausimas: „Ar ši įmonė pasieks savo ketvirčio pelno tikslą?“. Jei įmonė pasieks savo tikslą, jos akcijų kaina pakils, o jei ne – akcijų kaina sumažės. Net jei vadovybė daro tai, kas įmonei yra geriausia ilgalaikėje perspektyvoje, nesugebėjimas įvykdyti trumpalaikių visuomenės sekamų tikslų, gali priversti įmonę prarasti vertę. Todėl įmonės steigėjai, kuriems nepatinka būti suvaržytiems dėl trumpalaikių tikslų, turėtų gerai pagalvoti apie ėjimą į viešumą.

Paskutinis reikšmingas trūkumas susijęs su informacijos atskleidimu ne tik investuotojams, bet kartu ir konkurentams. Be to, kadangi akcijomis prekiaujama viešai, konkurentams daug lengviau suformuoti ženklų (o kai kuriais atvejais - ir kontrolinį) akcijų paketą ir tokiu būdu perimti įmonės kontrolę.

Grėsmės
1. Žema akcijos kaina
2. Kontrolės praradimas
3. Didesnės išlaidos, susijusios su valdymu ir ataskaitų teikimu/rengimu
4. Rinkos spaudimas (ilgalaikių ir trumpalaikių tikslų konfliktas)
5. Konkurentams lengviau įsigyti kontrolinį akcijų paketą

3. lentelė "IPO grėsmės". Šaltinis : sudaryta autorės remiantis nurodytais autoriais.

Apibendrinant, galima sakyti, kad IPO gali būti tinkama įmonės kryptis. Yra daug privalumų ir trūkumų, tačiau reikia labai gerai apsvarstyti ir įvertinti visus "už" ir "prieš" arba kitas IPO alternatyvas. Didžiausi IPO minusai yra per žema kaina, įmonės kontrolės praradimas, didėjančios išlaidos, nes IPO sandorio procesas kainuoja nemažai, taip pat kaip trūkumas gali būti traktuojamas ir per didelės visuomenės dėmesys bei spaudimas, be to, be visų aukščiau minėtų pavojų, atsiranda galimybė, kad konkurentas gali įsigyti akcijų.

1.4 IPO Efektyvumo vertinimo kriterijų apžvalga

Šiame poskyryje bus aptarti keli tyrimai, kurie parodo, kaip įmonės efektyvumas keitėsi po IPO, taip pat kokie yra galimi vertinimo būdai. Peristiani ir Hong (2004) ištyrė bendrovių, įsitraukusių į biržą, tokių kaip NASDAQ, AMEX ir NYSE, finansinę būklę 1980–2000 m. Jie palygino bendrovių, kurios pateko į vertybinių popierių biržą vėlesniais metais iki IPO pelningumą (ROA). Jie pastebėjo, kad bendrovių pelningumas (ROA), laikotarpiu iki IPO yra mažesnis. Tuo pačiu metu jie nepastebėjo tokio pelningumo sumažėjimo tarp ne viešų įmonių. Jų nuomone, tai yra įrodymas, kad pablogėjusiai bendrovių, patenkančių į vertybinių popierių biržą, finansinei būklei įtakos neturi silpnesnės ekonominės sąlygos, tačiau tai rodo, kad vis silpnesnės būklės bendrovės yra įtrauktos į biržos sąrašus. Jie išsiaiškino, kad ši (IPO) verslo finansavimo forma tampa vis populiareesnė, o jaunoms įmonėms tapo lengviau išleisti vertybinius popierius viešai.

Kaip bebūtų, ROA nėra vienintelis pelningumo rodiklis, į kurį reikėtų atsižvelgti, ypač kai IPO yra susijęs su nuosavybe ir daro įtaką jo pelningumui. Wu ir kt. (2009) tyrė ar IPO pagerina Kinijos bankų veiklą, matuojant santykiniais gražos koeficientais: ROE ir ROA. Jie nustatė, kad apskritai biržoje kotiruojamų bankų rezultatai yra blogesni nei į biržos sąrašus neįtrauktų bankų ir kad IPO turėjo reikšmingą teigiamą poveikį ROA augimui prieš IPO, nors laikui bėgant ROA sumažėjo. Anot jų, tai reiškia, kad banko buvimas akcijų rinkoje veiklos rezultatuose neatsispindi. Įdomu tai, kad ne tik JAV, bet ir Kinijos rinkoje buvo pastebėtas reiškinys, susijęs su prastesnėmis biržoje kotiruojamų bendrovių, palyginti su tomis, kurios nebuvo įtrauktos į biržos sąrašus, rezultatais. Be to, Wu ir kt. taip pat pastebėjo, kad ROA pagerėjimas buvo laikinas ir išliko tik trumpam po IPO, o ilgainiui po IPO bankų rezultatai blogėjo. Jie nustatė, kad dėl IPO padidėja nuosavo kapitalo dydis bendrovės balanse, tačiau tai nepagerina valdymo ir operatyvinės veiklos, ir kuo ilgiau bankas yra įtrauktas į biržos sąrašą, tuo prastesnis yra ROA. Panašius pastebėjimus pateikė Aharony ir kt. (2000), kuris ištyrė bendrovių ROA pradinio viešo siūlymo metais ir kitais metais po to. Pirminio viešo siūlymo metais jie nustatė, kad vidutinis įmonių ROA pasiekė aukščiausią tašką, o tada krito. Kurtaran ir Bünyamin (2008) ištyrė Turkijoje kotiruojamas bendroves ir palygino praėjusių metų prieš IPO ROA su trejų metų po IPO ROA. Jie parodė, kad ROA praėjus trejiems metams po IPO sumažėjo nuo 9% iki -32,7%. ROA mažėjimas buvo pastovus ir nuolatinis.

Radosław Pastusiak ir kt. (2016) atliko įmonės pelningumo prieš IPO ir po, tyrimą. Norint nustatyti įmonės veiklos efektyvumą, buvo pasirinkti pelningumo rodikliai: turto graža (ROA) ir nuosavybės graža (ROE). Be to, siekiant nustatyti ar ROE ir ROA padidėjimas prieš pat IPO ir vėlesnis šių rodiklių mažėjimas yra manipuliacija (t.y. dirbtinis pelningumo „padidinimas“ siekiant aukštesnės IPO kainos) ar nulemtas nuosavybės padidėjimo po IPO, buvo atsižvelgta į dar du rodiklius, t.y. veiklos pelno maržą (angl., Operating Margin, OPM) ir grynąją pelno maržą (angl. Net Profit margin, NPM). Jei ROA ir ROE mažėjimas po IPO susijęs tik su nuosavybės ir turto išaugimu, pelno maržos turėtų išlikti tame pačiame lygyje po IPO, o gražos koeficientai turėtų sumažėti dėl aukšto neproduktyvaus grynujų pinigų ir trumpalaikių investicijų lygio. Jei keleriais metais po IPO padidės ir ROE, ROA, NPM ir OPM, tai reikštų, kad pelningumo sumažėjimas po IPO buvo laikino pobūdžio, susidariusio dėl staigaus nuosavo kapitalo ir „nepelningo“ trumpalaikio turto akumuliacijos, kuri vėliau panaudojus investicijoms, gražos rodikliai grįžta į pradinį, iki IPO buvusį, lygmenį. Tyrimui buvo naudojamosi Varšuvos vertybinių popierių biržoje kotiruojamų įmonių duomenimis. Tyrimo metu autoriai nustatė, jog visi nagrinėti rodikliai (ROA, ROE, OPM ir NPM) pasiekė aukščiausias reikšmes paskutinį finansinį laikotarpį prieš IPO, bei, kaip ir tikėtasi, visi šie

rodikliai buvo geresni prieš IPO, nei pirmą laikotarpį po IPO, tad darytina išvada, jog įmonės sąmoningai „pagerina“ pelningumo ir gražos rodiklius prieš IPO siekdami aukštesnės IPO kainos. Kita vertus, pastebėta, jog ilgainiui po IPO, gražos rodikliai artėja prie įprastinių, iki IPO demonstruotų gražos rodiklių reikšmių, kas rodo, jog per IPO pritrauktų lėšų pelningas „įdarbinimas“, taip pat yra ROA ir ROE viena priežasčių. Taip pat daroma išvada, kad dažniausiai per IPO įmonės pritraukia daug kapitalo (kartais – daugiau, nei tikėtasi) ir būna nepasirengusios pritrauktą kapitalą efektyviai ir greitai panaudoti – tad kuo ilgiau užtrunka naujo kapitalo įsisavinimas, tuo ilgiau po IPO gražos rodikliai išlieka žemi.

Joanna LIZIŃSKA ir Leszek CZAPIEWSKI (2014) vertino įmonių dydžio ir pelningumo įtaką vertybinių popierių, išleistų per IPO, kainoms trumpajame ir ilgalaikiame laikotarpyje. Siekta išsiaiškinti, kiek Lenkijos IPO yra būdingas fenomenas, jog IPO kaina yra pastebimai mažesnė, nei išleistų akcijų kaina iš karto po IPO, bei tai, kad IPO metu išleistų akcijų graža yra santykinai mažesnė, nei kitų vertybinių popierių rinkoje kotiruojamų akcijų graža. Taip pat, lyginta ar minėtų dalykų mastas yra vienodai aktualus skirtingo pelningumo ir/ar dydžio bendrovėms. Tyrimas parodė, jog 2004-2009 metų laikotarpiu, IPO kaina buvo apie 11% mažesnė, nei tų pačių akcijų kaina antrinėje rinkoje iš karto po IPO. Taip pat nustatyta, jog investuotojas, įsigijęs akcijų antrinėje rinkoje iš karto po IPO ir laikęs jas 3 metus, būtų vidutiniškai uždirbęs 7% (mediana – 24,9%) mažesnę gražą. Be to, autoriai priėjo prie išvados, jog mažesnėms įmonėms buvo būdingas didesnis skirtumas tarp IPO kainos ir akcijų kainos po IPO.

Varšuvos vertybinių popierių rinka, kaip didžiausia ir sparčiausiai auganti vertybinių popierių rinka Rytų ir Centrinėje Europoje, buvo tyrimo objektas ir Bogumiła Brycz, Tadeusz Dudycz & Michał J. Kowalski (2017). Autorių tikslas buvo nustatyti ar sėkmingas IPO jį vykdančiai bendrovei lemia sėkmingą investiciją naujiems šios įmonės akcininkams. IPO atveju, įmonės stengiasi pritraukti kuo daugiau kapitalo tuo pačiu esamiems akcininkams (dažniausiai – steigėjams) perleidžiant kuo mažiau kontrolės. Tad šiame darbe IPO sėkmingumas įmonei buvo matuojamas santykinu rodikliu, lyginančiu nuosavo kapitalo (angl. Equity) išaugimo procentą su perleistų balsavimo teisių procentu. Tyrimo metu nustatyta, jog didžiausią įtaką IPO sėkmei turėjo ROE rodiklis, buvęs iki IPO vykdymo. Šio rodiklio reikšmė stipriau nei kitas plačiai naudojamas gražos rodiklis – ROA – lėmė IPO kainą. Anot autorių, kadangi ROE rodikliui apskaičiuoti naudojamas grynojo pelno rodiklis, skirtingai nei veiklos pelno rodiklis, naudojamas apskaičiuoti ROA, įmonės vadovybė turi daug didesnes galimybes manipuliuoti šiuo rodikliu ir jį dirbtinai „išpūsti“ prieš IPO, tokiu būdu padidinant ir ROE. Dar viena iš tyrimo išvadų buvo ta, kad mažesnių įmonių IPO yra sėkmingesni, nei didelių įmonių

IPO – tai aiškinama tuo, kad mažų įmonių augimo potencialas paprastai būna didesnis negu stambių įmonių, tad investuotojai gali tikėtis aukštesnio ROE, o tuo pačiu ir akcijų kainų ateityje. Ir nors prieš IPO buvęs ROE rodiklis yra pagrindinis IPO sėkmės faktorius pačiai įmonei, dažniausiai priklausomybė yra priešinga investuotojų gražos požiūriu – t.y. įmonių, kurių ROE prieš IPO buvo aukštesnis ir lėmė aukštesnes IPO kainas, akcijų graža antrinėje rinkoje buvo mažesnė, nei tų įmonių, kurių ROE prieš IPO buvo žemesnis. Tai rodo, kad investuotojai darydami investicinius sprendimus remiasi signalais, kurie yra neefektyvūs ir, ko gero, naudojami paprasčiausiomis euristikomis bei yra veikiami reprezentatyvumo šališkumo (angl. representativeness bias) – t.y. vietoje įmonės pilnos fundamentalios analizės atlikimo remiasi prielaida, jog ankstesnių laikotarpių gražos ar pelningumo rodikliai yra tokių pat finansinių rezultatų ateityje garantas.

Matteo Bonaventura, Giancarlo Giudici ir Silvio Vismara (2017) išnagrinėjo 195 Italijos IPO pavyzdžius, kad sužinotų apie didesnę persikirstymą mažmeniniams investuotojams į IPO, kurie yra pervertinti, palyginti su kolegų įmonėmis. Instituciniai investuotojai gauna naudos iš persikirstymo, nes jie gauna daugiau IPO akcijų, kurių našumas yra ilgalaikis. Visų pirma, buvo nustatytas skirtumas tarp pradinės ir galutinės akcijų sumos, paskirstytos kiekvienai investuotojų kategorijai. Atliekant tyrimą ir norint išsiaiškinti, ar persikirstymo veiksniai ir išsikeltos hipotezės yra susijusios su ilgalaikiais IPO rezultatais, buvo atliekama regresija su priklausomais persikirstymo ir BHAR (ang. buy-and-hold returns) kintamaisiais. BHAR skaičiuojami naudojant mėnesines ataskaitas nuo laikymo laikotarpio pradžios iki minimalios laikymo laikotarpio pabaigos arba išbraukimo iš sąrašo datos. Pačios IPO bendrovės pelningumas turėtų įtakoti paskirstymo procesą ir ilgalaikę gražą. Pelningiausių bendrovių akcijos turėtų būti siejamos su neigiamais paskirstymo mažmeniniams investuotojams pakeitimais, nes akcijų platintojai nori atkreipti jų dėmesį. Dabartinis pelningumas dažnai susijęs su būsima rinkos graža (Bonardo ir kt., 2011). Taigi, naudojamas turto gražos santykis (ROA) iš balanso iki IPO kaip tvirtas pelningumo rodiklis. Straipsnyje tiriama, ar užsienio rizikos kapitalo įmonės patvirtina JAV IPO kompanijų užsienio verslo veiklos kokybę ir ar jos sustiprina šią veiklą vykdydamos savo patariamąsias ir stebėjimo funkcijas. Darbe nerandama jokio tiesioginio teigiamo užsienio rizikos kapitalo įmonių poveikio IPO priemokai. Tačiau yra tvirtų ir nuoseklių tokio netiesioginio teigiamo poveikio įrodymų. Šis poveikis atsiranda dėl trijų skirtingų vaidmenų, kuriuos vaidina užsienio rizikos kapitalo įmonės: sertifikavimo vaidmuo, patariamasis ir stebėjimo vaidmuo.

Salim Chahine, Gonul Colak, Iftekhar Hasan ir Mohamad Mazboudi (2018) analizavo investuotojų santykių (IR) strategijų vertę IPO įmonėms. Mažiau matomos ir nepatyrusios

vadovybės įmonės linkusios samdyti išorinius IR konsultantus, kurių specializacija - ryšiai su investuotojais, iki išleidimo datos. IR konsultantai padeda sukurti teigiamas naujienas prieš IPO renginį, atspindintį optimistiškesnę paskelbtos žiniasklaidos toną, kad padidintų IPO planuojančios bendrovės matomumą ir užtikrintų sėkmingą jų pasiūlymą. Norėdami apskaičiuoti emisijos įmonės (netiesiogiai) sumokėtą kapitalo kainą siūlymo metu, buvo įvertinta kiekvienos IPO įmonės santykiniai vertės koeficientai. Remdamiesi ankstesniais tyrimais Purnanandam ir Swaminthan (2004) bei Colak, Durnev ir Qian (2017), panaudoti santykiniai vertinimo koeficientai už pasiūlymo kainą. Tiksliau, apskaičiuojamas kainos ir vertės (P / V) santykis, kur P yra IPO pasiūlymo kaina, o V yra „sąlyginė vertė“. Norėdami apskaičiuoti IPO įmonės sąlyginę vertę V , remiamasi palyginamų įmonių kainų daugikliais. V apskaičiuojamas naudojant suderintos patyrosios firmos rinkos kainų daugiklius ir IPO įmonės pardavimus bei EBITDA. Remiantis duomenimis, turimais fiskaliniiais metais prieš IPO, kiekvienoje IPO įmonėje nustatoma artimiausia palyginama įmonė, kurios pardavimai ir EBITDA (pajamos prieš palūkanas, mokesčius, nusidėvėjimą ir amortizaciją) yra panašūs. Neįtraukiamos įmonės, kurios neturi paprastųjų akcijų, ir visų įmonių, kurių akcijų kaina fiskaliniiais metais prieš IPO pabaigoje yra mažesnė nei 5 doleriai. Nustatoma artimiausia palyginamoji įmonė pagal pardavimus ir EBITDA $\pm 25\%$ ribose. Taigi IPO įmonės $P /$ pardavimų ($P / EBITDA$) santykis apskaičiuojamas kaip santykis tarp rinkos kapitalizacijos, apskaičiuotos pagal pasiūlymo kainą, ir įmonės pardavimų (arba EBITDA) per paskutinius fiskalinius metus prieš IPO datą. Jei EBITDA yra neigiama, $P / EBITDA$ vertės nėra. Pakoreguotos šių priemonių versijos yra apskaičiuojamos kaip IPO pasiūlymo kainos daugiklis, palyginti su atitinkamos įmonės rinkos kainos dauginimu. Galiausiai išmatuojama ilgalaikė IPO metu išleistų akcijų grąža antrinėje rinkoje, naudojant neįprasta pirkimo ir palaikymo grąžos norma (BHAR) per vienerių metų (12 mėnesių) laikotarpį po pirmosios prekybos dienos pabaigos. Atlikus analizę, paaiškėjo, kad mažiau matomi IPO, turintys didelę asimetrinės informacijos problemą ir mažesnę generalinio direktoriaus žmogiškąjį kapitalą, labiau linkę pasamdyti IR konsultantą prieš jų IPO datą. IR konsultantai padeda didindami optimistišką žiniasklaidos straipsnių, apimančių jų klientus „tyliojo“ IPO periode metu, toną, o šis optimizmas teigiamai (neigiamai) susijęs su trumpalaikiu (ilgalaikiu) IPO vykdymu. Be to, IR palaikomos IPO turi mažesnes kapitalo sąnaudas, didesnę IPO kainą, didesnę pirmosios dienos akcijų grąžą (žemą kainą) ir geresnę rinkos likvidumą po IPO.

Įvertinant „Facebook“ IPO ir siekiant nustatyti įmonės vertę (BEV), buvo naudojami finansiniai ir rinkos metodai. Vienas iš metodų buvo diskontuoto grynujų pinigų srauto metodas (DCF). Šis metodas apima būsimų įmonės pinigų srautų projektavimą konkrečiu laiko

momentu ir tokių pinigų srautų diskontavimą iki dabartinės vertės. Diskonto norma atspindi grynujų pinigų srautams būdingą riziką ir rinkos gražos normas, kurias galima gauti iš pakaitinių vienodos rūšies ir kokybės investicijų vertės nustatymo dieną (Vertybinių popierių biržos komisija, 2012). Antrasis metodas, kuris naudojamas IPO vertinimui, buvo „Guideline Public Company Method“ (GPCM). Šis metodas grindžiamas prielaida, kad panašiuose pramonės sektoriuose veikiančios įmonės turės abipusių bruožų ir kad nagrinėjamo subjekto verslas bus susijęs su tomis savybėmis. GPCM pateikia apytikslį vertės koeficientą, gaunamą iš viešai parduodamų firmų akcijų kainų. Trečiasis metodas yra rinkos sandorių metodas (MTM). Ši metodika pabrėžia vertinamo verslo ar įmonės nuosavybės vertybinius popierius. 2011 m. „Facebook“ paprastosiomis akcijomis buvo vykdomi privatūs pirkimo-pardavimo sandoriai. Šie sandoriai yra svarstomi, jei jie vyksta su parengtomis ir nesusijusiomis šalimis arba tarp jų. „Facebook“ MTM aproksimacijose visos operacijos buvo įvertintos ketvirtį, ypatingą dėmesį skiriant operacijoms, kurios yra arčiau vertės nustatymo dienos. „Facebook“ IPO kaina kilo dėl didelių lūkesčių ir dėl daugybės klaidingų skaičiavimų. Vienas iš klaidingų skaičiavimų yra tas, kad dvi dienos prieš IPO „Facebook“ pakeitė savo sprendimą dėl siūlomų akcijų skaičiaus. Tai sukėlė klaidą vien dėl to, kad pagrindiniai dalyviai, kurie planavo įsigyti akcijų IPO dieną, turėjo perskaičiuoti visus aspektus ir atnaujinti savo planus. Be to, keli iš pradinių institucinių investuotojų likus vos kelioms dienoms iki IPO dienos priminė, kad planuoja parduoti dalį akcijų, kurias gaus (Bhuptani, 2013). Siūlomas alternatyvus „Facebook“ vertinimo metodas yra kainos ir pelno santykis. Kainos ir pelno santykis (P / E) yra gerai pripažintas kaip vienas iš investicijų vertinimo rodiklių. Nepaisant jo trūkumų, metodas yra plačiausiai aprašytas ir naudojamas vertinimo metodas, kurį taiko investicijų ekspertai ir investicinė visuomenė. Tiek įmonių, tiek investicinių priemonių analizę atliekančių įmonių ataskaitose apskaičiuojamas ir pateikiamas P / E daugiklis (bazinis pelnas vienai akcijai, padalintas iš esamos akcijų kainos (Bhuptani, 2013)). Šiuo atveju kainos ir pajamų santykio metodas gali būti sutelktas į numatomą būsimąjį uždarbį bei įmonės įvertinimas tampa palyginamas su kitomis įmonėmis. „Facebook“ IPO būtų galima vertinti dvejopai – pati įmonė pritraukė didelį kapitalą savo būsimoms investicijoms bei IPO kaina buvo labai aukšta. Tačiau, iš kitos pusės, neužilgo po prekybos „Facebook“ akcijomis pradžios antrinėje rinkoje, jų kaina nukrito žemiau IPO kainos, tad IPO investuotojų požiūriu toks kainos pokytis siejamas su nesėkmingu IPO.

Apibendrinant, galima sakyti, kad IPO, kaip verslo finansavimo forma tampa vis populiareesnė, ir į rinką eina ir silpnesnės įmonės. Tačiau tapimas vieša įmone ne visada būna sėkmingas - buvimas akcijų rinkoje veiklos rezultatuose gali ir neatsispindėti. Ar IPO

sėkmingas ar ne, priklauso nuo išsikeltų pačios įmonės tikslų ir ko ji siekia einant į rinką – ar nori pritraukti kapitalą, ar yra taikoma išėjimo strategija. Paskutiniu atveju, po IPO įvykdymo, įmonė gali ir nebeaugti, o stabilizuotis.

2. Tyrimo metodologija

Tyrimo tikslas – naudojant kiekybinę analizę, įvertinti NASDAQ Baltic (Lietuva, Latvija, Estija) biržoje kotiruojamų įmonių įvykdžiusių IPO veiklos rezultatus.

Kiekybinė ir statistinė lyginamoji analizė – tyrimo metu planuojama vertinti įmonių, vykdžiusių IPO laikotarpiu nuo 2010 m. iki 2018m. (2019 m. buvo eliminuoti iš imties, kadangi įmonėms, vykdžiusioms IPO šiais metais, nebūtų faktinių duomenų, pagal kurias būtų galima vertinti pasiektus finansinius rezultatus po IPO), pasiekti rezultatai. Tuo tikslu bus naudojami duomenys iš NASDAQ vertybinių popierių biržos – viešai prieinamos finansinės ataskaitos, metinės ataskaitos bei IPO prospektai. Tyrimas bus atliekamas dviem būdais, t.y.:

1. pradžioje visos įmonės bus vertinamos ir lyginamos pagal vienodus autorės nustatytus kriterijus: siekiant įvertinti pirminių viešųjų siūlymų sandorių efektyvumą bus pritaikytas multiplikatorius, kurio esmė yra įvertinti EBITDA pasikeitimą dėl pritraukto kapitalo panaudojus pirminį viešą siūlymą, t.y. įvertinant kokia papildoma EBITDA (Earnings before interest taxes depreciation and amortisation) buvo uždirbta pritraukus kapitalo per pirmą viešą siūlymą. EBITDA kaip mato vienetas pasirinktas dėl to, kad šis pelningumo rodiklis mažiausiai jautrus įmonės turto įsigijimo politikai (t.y. jis nepriklauso nuo to ar įmonė turta įsigyja nuosavybės teise ar jį nuomojasi). EBITDA pasikeitimas bus apskaičiuojamas lyginant šį rodiklį pirmais ir antrais metais po IPO su šio rodiklio reikšme prieš IPO (arba, jei IPO vykdytas metų pradžioje – su šio rodiklio reikšme IPO metais). Multiplikatoriaus vertė apskaičiuojama padalinus EBITDA santykį per tam tikrą laikotarpį iš nuosavo kapitalo pasikeitimo dėl emisijos per tą patį laikotarpį.

2. Vėliau bus analizuojami įmonių, įvykdžiusių IPO, prospektai bei lyginami prospektuose nurodyti tikslai su pasiektais rezultatais. Įmonės, vykdydamos IPO, gali sau kelti skirtingus tikslus – pradedant nuo rinkų ir pardavimų plėtros, naujų produktų ar paslaugų vystymo, baigiant naudojamų gamybinių pajėgumų keitimo, plėtros, kitų įmonių įsigijimais, įmonės finansavimo struktūros keitimo (pvz., paskolų refinansavimo iš pritraukto nuosavo kapitalo) ar akcininkų struktūros pasikeitimo (pvz., kaip dalies akcininkų pasitraukimo būdas). Išvardintų veiksmų pasekmė – besikeičiantys finansiniai rodikliai (išskyrus tuos atvejus, kai vykdytą IPO keičiasi akcininkų struktūra įmonei nepritraukiant papildomo nuosavo kapitalo). Siekiant įvertinti ar numatyti tikslai yra įgyvendinti ir turėjo planuotą poveikį įmonės veiklai,

bus lyginami prognozuojami ar istoriniai finansiniai rodikliai, nurodyti įmonės IPO prospektuose, su faktiniais rezultatais, pasirinkus tam tikrus rodiklius:

- gražos (ROE - skaičiuojamas grynąjį pelną dalinant iš ataskaitinio laikotarpio pabaigoje esančio nuosavo kapitalo, ROCE - skaičiuojamas grynąjį pelną dalinant iš ataskaitinio laikotarpio pabaigoje esančio nuosavo kapitalo ir ilgalaikių įsipareigojimų sumos)
- augimo tempai (pajamų, EBITDA, grynojo pelno)
- maržos (EBITDA, bendrojo pelno)

Lyginant ir vertinant istorinius ir pasiektus finansinius rodiklius bus laikoma, jog įmonė pasiekė savo užsibrėžtus tikslus, jei gražos rodikliai bei pelningumo maržos išliks stabilūs.

Tai pat bus atliekamas pasirinktų įmonių rodiklių (tokių kaip grynasis pelnas, EBITDA, grynasis pelnas akcijai, dividendai akcijai) pokyčių prieš ir po IPO palyginimas siekiant išsiaiškinti kaip skyrėsi įmonių vystymasis bei kokią įtaką tai turėjo įmonės išleistų akcijų kainoms. Įmonių akcijų kainų pokyčiai taip pat lyginami su Baltijos šalių indekso pokyčiais siekiant išsiaiškinti kuriais atvejais buvo verta investuoti į IPO metu išleistas akcijas, o kuriais atvejais tokia investicija būtų atnešusi mažesnę gražą nei investicija į Baltijos šalių indeksą.



3. Vertybinių popierių (Nasdaq OMX) biržos IPO sandorių efektyvumo analizė

Šiame skyriuje bus atlikta Baltijos šalių vertybinių popierių rinkos apžvalga ir atliekama IPO įmonių analizė 2010-2018m. laikotarpiu – kokią įtaka įmonės veiklos rezultatams daro pirminis viešas siūlymas. Taip pat bus pateiktos išvados bei pasiūlymai.

3.1 Baltijos šalių vertybinių popierių rinkos apžvalga

Nors biržos buvo įsteigtos visose trijose Baltijos šalyse maždaug apie 1994 m., prirėkė beveik 10 metų, kad pasiektume priimtinius ir palyginamus standartus visose trijose biržose - Rygoje, Vilniuje ir Taline. Tam įtakos turėjo tai, kad birža siekdama sėkmingos veiklos negali veikti tik šalies viduje. Sėkminga biržos veikla yra užtikrinama pritraukus investicijas ir išitraukus į didesnę vertybinių popierių rinką, kurioje yra sudaromos galimybės pritraukti investuotojus. Taip pat įtakos Baltijos valstybėms turėjo ir artėjanti narystė Europos Sąjungoje. 2004 m. visos trys šalys įstojo į ES, o tai savo ruožtu paskatino gilesnę Baltijos akcijų rinkų integraciją, tada visų trijų šalių akcijų rinkos tapo „Nasdaq OMX“ grupės dalimi. Šis žingsnis žymi Baltijos akcijų rinkų konsolidaciją, infrastruktūros integraciją, pašalinius patekimo į rinkas apribojimus užsienio investuotojams ir gilesnį įmonių valdymą kotiruojamoms bendrovėms (Darškusienė, Keating ir Žigienė, 2014). Ir nors rinka negalėjo būti techniškai vadinama bendra, kol visos trys šalys 2015 m. neįvedė bendros prekybos ir kliringo valiutos, toks praktikų suderinimas leido sukurti bendrą jungtinę narystę Baltijos šalių rinkoje, taip pat bendrus Baltijos rinkos indeksus ir prekybos sąrašus. Atsirado ir iki šiol tebėra du pagrindiniai prekybos sąrašai - pagrindinis Baltijos šalių sąrašas ir Baltijos antrinis sąrašas. Abu šie sąrašai yra vadinamojoje Baltijos šalių reguliuojamoje rinkoje, kuri yra prižiūrima ir reguliuojama įvairių ES standartų bei direktyvų ir yra skirta gerai įsitvirtinusioms įmonėms, turinčioms privalomą finansinę atskaitomybę pagal TFAS taisykles (Jacikevičius, Raos ir Backienė, 2014). Vertybinių popierių rinką reguliuoja ir prižiūri šalies vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijos. Jos, kaip valstybės įgaliota institucija, vykdo vertybinių popierių rinkos priežiūrą tam, kad sustiprintų viso finansų sektoriaus stabilumą ir patikimumą.

Pagrindinį Baltijos šalių sąrašą sudaro stabilios ir subrendusios bendrovės, turinčios bent 3 metų veiklos istoriją bei tvirtą finansinę būklę (Jacikevičius, Raos ir Backienė, 2014). Šiame sąrašė nurodytos bendrovės yra vertinamos kaip „blue-chip“ (nacionaliniu mastu pripažinta, nusistovėjusi ir finansiškai patikima įmonė) investicijos, turinčios reikšmingą finansinį stabilumą.

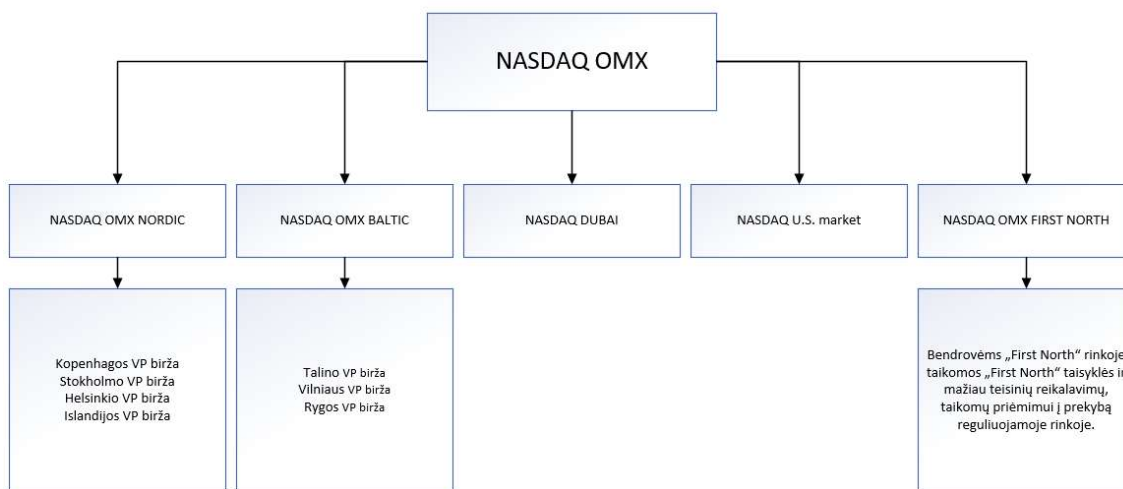
Baltijos antrinis sąrašas sudaromas iš įmonių, kurios neatitinka reikalavimų būti įtrauktomis į pirminį sąrašą. Bendrieji priėmimo reikalavimai taip pat nėra tokie griežti kaip pirminiame prekybos sąrašė (Jacikevičius, Raos ir Backiene, 2014).

Baltijos vertybinių popierių rinkos yra santykinai jaunos, tad joms būdingi dauguma mažų ir jaunų rinkų bruožų – santykinai nedidelė kapitalizacija, nedidelis emitentų kiekis, nėra didelio prekybos aktyvumo.

Baltijos šalių vertybinių popierių rinkoje yra problema - bendrovių pritraukimas į prekybos sąrašus. Tai įtakoja kapitalo rinkų vystymąsi. Augant kapitalo rinkai plečiasi investavimo galimybės, pensijų ir investiciniai fondai padidina investicijas vietinėje rinkoje, verslai bei gyventojai gali laisvas lėšas investuoti į naujas VP emisijas, o įmonės pritraukia reikiamo kapitalo iš VP rinkos savo veiklai plėsti. Tiek Estijoje, Lietuvoje ar Latvijoje vyksta labai nedaug pirminių viešų pasiūlymų, nes įmonės vis dar labai atsargiai žiūri į galimybę pritraukti lėšų iš kapitalo rinkų.

OMX vertybinių popierių biržos Vilniuje, Rygoje ir Taline siekia užtikrinti skaidrią, efektyvią, bei aktyvią prekybą, harmonizuoja prekybos praktiką su kitomis OMX grupės biržomis, nuolatos stebi ir vykdo pokyčius vertybinių popierių rinkos struktūroje, taip pat siekia labiau populiarinti šią kapitalo pritraukimo galimybę įmonėms.

NASDAQ OMX yra didžiausia įmonė visame pasaulyje, kuri valdo vertybinių popierių biržas.



1 pav. Nasdaq OMX VP rinkos struktūra. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis NASDAQ pateikta informacija.

Remiantis Nasdaq OMX tinklalapyje pateikiama informaciją apie 2010-2018 m. akcijų prekybos sąrašus bei apyvartas, galima pateikti statistinę informaciją apie tiriamo laikotarpio

paskutinius metus: listinguojamos 28 Lietuvos įmonės, iš kurių 13 priklauso pagrindiniam sąrašui; 17 Estijos įmonių, iš kurių 15 priklauso pagrindiniam sąrašui ir 20 Latvijos įmonių, iš kurių pagrindiniam sąrašui priklauso tik 4 įmonės. Toliau pateiktose lentelėse matysime kaip kito bendri Baltijos šalių duomenys tiriamu laikotarpiu.

Pagal įmonių vidutinę kapitalizaciją Estijos įmonės yra didžiausios – šis rodiklis pastebimai didesnis nei Lietuvos įmonių ir kelis kartus didesnis, nei Latvijos įmonių. Pastabėtina, jog visoms rinkoms būdinga labai didelė kapitalizacijos koncentracija – t.y. trys didžiausi šalies emitentai sudaro labai didelę dalį visų šalies įmonių listinguojamų akcijų kapitalizacijos (2018 metų duomenimis Lietuvoje šis santykis buvo 46%, Latvijoje – 76% ir Estijoje – 61%), kas liudija apie nedideles diversifikavimo galimybes investuotojams šalies lygmenyje. Tačiau vertinant Pabaltijos rinkas kaip vieną regioną, situacija yra geresnė – tiek dėl didesnio emitentų kiekio, tiek dėl mažesnės didžiausių emitentų kapitalizacijos koncentracijos (2018 metais – 29%).

Baltijos šalių rinka									
	Y2010	Y2011	Y2012	Y2013	Y2014	Y2015	Y2016	Y2017	Y2018
Rinkos kapitalizacija (mEur)	6846	5205	5602	5731	5853	6533	6585	7588	6639
TOP3 įmonių kapitalizacija	1451	1190	1543	1667	1675	1728	1926	2168	1903
Rinkos apyvarta (mEur)	488	401	282	302	224	268	260	299	304
Įmonių skaičius	89	83	80	78	77	72	69	68	65
Vidutinė įmonės kapitalizacija (mEur)	76.9	62.7	70.0	73.5	76.0	90.7	95.4	111.6	102.1
Rinkos kapitalizacija (% nuo BVP)	11.3	7.6	7.6	7.5	7.3	7.9	7.7	7.9	6.6
TOP3 kapitalizacija (% nuo rinkos kapitalizacijos)	21.2	22.9	27.5	29.1	28.6	26.5	29.2	28.6	28.7
Rinkos apyvarta (% nuo rinkos kapitalizacijos)	7.1	7.7	5.0	5.3	3.8	4.1	3.9	3.9	4.6

2 pav. Baltijos šalių vertybinių popierių rinka. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis NASDAQ ir Eurostat pateikiamais duomenimis.

Rinkos aktyvumo aspektu, geriausia situacija yra Estijoje – kur rinkos apyvartos ir kapitalizacijos santykis (8.2% 2018 metais) yra ženkliai didesnis, nei Lietuvoje (2.5%) ar Latvijoje (1.6%). Vėlgi, šie skaičiai yra kelis kartus žemesni, nei Pasaulio (2018 metais 105%) ar Europos Sąjungos (2019 metais 58%, nėra duomenų už 2018 metus).

Talinas									
	Y2010	Y2011	Y2012	Y2013	Y2014	Y2015	Y2016	Y2017	Y2018
Rinkos kapitalizacija (mEur)	1685	1241	1769	1876	1663	1882	2287	2585	2566
TOP3 įmonių kapitalizacija	1010	742	1075	1119	975	1128	1223	1487	1559
Rinkos apyvarta (mEur)	243	187	136	187	127	148	159	151	210
Įmonių skaičius	15	15	16	16	15	15	16	17	17
Vidutinė įmonės kapitalizacija (mEur)	112.3	82.7	110.6	117.3	110.9	125.5	142.9	152.1	150.9
Rinkos kapitalizacija (% nuo BVP)	11.3	7.4	9.8	9.9	8.2	9.1	10.5	10.9	9.9
TOP3 kapitalizacija (% nuo rinkos kapitalizacijos)	59.9	59.8	60.8	59.6	58.6	59.9	53.5	57.5	60.8
Rinkos apyvarta (% nuo rinkos kapitalizacijos)	14.4	15.1	7.7	10.0	7.6	7.9	7.0	5.8	8.2

3 pav. Talino vertybinių popierių rinka. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis NASDAQ ir Eurostat pateikiamais duomenimis.

Vertinant akcijų rinkos kapitalizacijos dydį lyginant su šalies BVP, pažymėtina, kad Estijoje (9.9% 2018 metais) šis rodiklis yra ženkliai aukštesnis nei Lietuvoje (7.4%) ir Latvijoje (2.5%). Vis tik, net ir Estijos rodiklis yra žekliai žemesnis, nei Pasaulio banko pateikiamas viso Pasaulio (92%), Europos Sąjungos (53%) ar Centrinės Europos ir Pabaltijo regiono (22%) mastu. Tai rodo gana žemą vertybinių popierių rinkų išsivystymo lygį ir gerokai mažesnę jų svarbą tiek įmonių finansavimui, tiek ir valstybių ekonomikoms, nei daugumoje kitų Europos valstybių.

Ryga									
	Y2010	Y2011	Y2012	Y2013	Y2014	Y2015	Y2016	Y2017	Y2018
Rinkos kapitalizacija (mEur)	941	825	842	948	860	1272	802	1241	738
TOP3 įmonių kapitalizacija	594	587	574	635	572	966	564	938	560
Rinkos apyvarta (mEur)	21	37	17	22	17	45	14	49	12
Įmonių skaičius	34	32	31	30	29	26	26	24	20
Vidutinė įmonės kapitalizacija (mEur)	27.7	25.8	27.2	31.6	29.7	48.9	30.8	51.7	36.9
Rinkos kapitalizacija (% nuo BVP)	5.3	4.1	3.8	4.1	3.6	5.2	3.2	4.6	2.5
TOP3 kapitalizacija (% nuo rinkos kapitalizacijos)	63.1	71.2	68.2	67.0	66.5	75.9	70.3	75.6	75.9
Rinkos apyvarta (% nuo rinkos kapitalizacijos)	2.2	4.5	2.0	2.3	2.0	3.5	1.7	3.9	1.6

4 pav. Rygos vertybinių popierių rinka. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis NASDAQ ir Eurostat pateikiamais duomenimis.

Pastebėtina, kad Lietuvos ir Latvijos listinguojamų įmonių skaičius nagrinėjamu laikotarpiu turėjo aiškią mažėjimo tendenciją (Lietuvos įmonių skaičius susitraukė nuo 40 iki 28, Latvijos – nuo 34 iki 20), kai tuo tarpu Estijoje listinguojamų įmonių skaičius šiek tiek išaugo – nuo 15 iki 17. Tai lėmė ir viso Pabaltijo regiono listinguojamų emitentų skaičiaus mažėjimą.

Vilnius									
	Y2010	Y2011	Y2012	Y2013	Y2014	Y2015	Y2016	Y2017	Y2018
Rinkos kapitalizacija (mEur)	4220	3159	2992	2907	3330	3379	3495	3762	3335
TOP3 įmonių kapitalizacija	1262	1120	1261	1365	1675	1576	1712	1727	1547
Rinkos apyvarta (mEur)	224	176	129	92	79	74	87	98	82
Įmonių skaičius	40	36	33	32	33	31	27	27	28
Vidutinė įmonės kapitalizacija (mEur)	105.5	87.2	90.7	90.8	100.9	109.0	129.4	139.3	119.1
Rinkos kapitalizacija (% nuo BVP)	15.1	10.1	9.0	8.3	9.1	9.1	9.0	8.9	7.4
TOP3 kapitalizacija (% nuo rinkos kapitalizacijos)	29.9	35.7	42.1	47.0	50.3	46.6	49.0	45.9	46.4
Rinkos apyvarta (% nuo rinkos kapitalizacijos)	5.3	5.6	4.3	3.2	2.4	2.2	2.5	2.6	2.5

5 pav. Vilniaus vertybinių popierių rinka. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis NASDAQ ir Eurostat pateikiamais duomenimis.

Lyginat rinkos kapitalizacijas, pastebimas Vilniaus biržos pirmavimas – listinguojamų Lietuvos įmonių kapitalizacija visu laikotarpiu buvo ženkliai didesnė, nei Latvijos ir Estijos – ko būtų galima tikėtis žinant, jog Lietuvos ekonomika yra didžiausia iš visų Pabaltijo valstybių. Įdomu pastebėti, jog nepaisant mažesnio emitentų kiekio ir mažesnio ekonomikos dydžio, Estijos listinguojamų įmonių kapitalizacija buvo ženkliai didesnė, nei Latvijos.

Apibendrinant visas tris nagrinėjamas biržas, galima teigti, kad jų sujungimas lėmė efektyvesnę jų veiklą: investuotojams tapo žymiai patogiau ir paprasčiau naudotis biržos

paslaugomis nenukenčiant saugumui, taip pat visa reikiama informacija apie biržas ir jos dalyvius pateikiama bendrai, tiek kalbant apie sąrašus, tiek apie indeksus ar kitą reikiamą informaciją. Paprastesnis priėjimas prie biržų, suvienodintos taisyklės bei prekybos sistema. Be to, vertinant Pabaltijos rinkas, kaip vieno regiono rinką, investuotojai turi didesnę emitentų pasirinkimą (dydžio, ekonominio sektoriaus ir kitomis prasmėmis), mažesnę emitentų koncentraciją.

3.2 IPO įmonių analizė

Apžvelgus IPO sandorių apimtį bei populiarumą NASDAQ OMX Baltic rinkoje, 2010-2018 m. laikotarpyje buvo atrinktos 6 įmonės, kurios įvykdė IPO. Pastebima, kad visos bendrovės užsiima skirtinga veikla. Viena iš jų yra finansinė institucija, taip pat tiriamu laikotarpiu patenka ir fondas, kitos užsiima gamyba ar prekyba arba teikia paslaugas. Įdomu ir tai, kad visų įmonių IPO siūlymo tikslai yra išties skirtingi, tad toliau bus analizuojama įtaka įmonės veiklos rezultatams konkrečių įmonių pavyzdžiu.

Įmonė /Metai	Veiklos sritis	Tikslai
AS PRFoods (Estija), 2010	Gamyba	<ul style="list-style-type: none"> • Sustiprinti įmonės nuosavybės padėti, palaikyti grupės augimo strategiją; • Plėsti verslą, taip pat tikimasi, kad bendros gryniosios pajamos iš siūlymo bus panaudotos į plėtrą Rusijoje.
Linus Agro Group AB (Lietuva), 2010	Prekyba	<ul style="list-style-type: none"> • Pritraukti papildomo kapitalo; • Užtikrinti, kad įmonė sėkmingai įgyvendintų plėtros strategiją.
LHV Bank (Estija), 2016	Bankas	<ul style="list-style-type: none"> • Sustiprinti kapitalo struktūrą; • Tolesnis grupės augimas, verslo apimčių didėjimas, kapitalo rezervo užtikrinimas.
EFTEN Real Estate Fund III (Estija), 2017	Nekilnojamasis turtas	<ul style="list-style-type: none"> • Investuoti į NT.
Novaturas AB (Lietuva), 2018	Turizmas	<ul style="list-style-type: none"> • Paskatinti tolimesnę įmonės plėtrą, suteikti rinkos galimybių, pakelti įmonės lygi bei matomumą; • Vienas iš akcininkų yra privataus kapitalo įmonė, todėl naudojamas siūlymu kaip dalinio pasitraukimo galimybė.
Port of Tallinn (Estija), 2018	Infrastruktūra	<ul style="list-style-type: none"> • Padidinti įmonės lankstumą, efektyvumą, skaidrumą, rinkos vertę; • Suteikti vietinių investicijų galimybes Estijoje (privatiems investuotojams bei pensijų fondams); • Didinti Talino VP biržos likvidumą ir patrauklumą.

4 lentelė. IPO įmonių tikslai. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis įmonių prospektais.

Viena jų yra Linas Agro Group AB, kuri įvykdė IPO 2010 metų sausio mėnesį. Įmonių grupė išaugo iš 1991 m. įsteigtos UAB „Linus ir viza“ įmonės, kuri pradėjo veiklą lietuviškų

rapšų eksportu į Vakarų Europą. Grupės įmonės užsiima tarptautine prekyba žemės ūkio produkcija, prekių tiekimu žemdirbiams bei žemės ūkio produktų ir maisto produkcijos gamyba. Grupė yra viena iš didžiausių lietuviškų grūdų eksportuotojų, kuri turi savo nuosavą grūdų saugyklų tinklą. Kartu yra ir viena iš prekių žemdirbiams (sertifikuotų sėklų, trąšų bei žemės ūkio technikos) tiekimo lyderių Lietuvoje, turi sėklų paruošimo gamyklą. Grupės įmonės dirba virš 17 tūkst. ha žemės, turi 7,7 tūkst. ha nuosavos dirbamos žemės. Grupę sudaro 24 subjektai, įskaitant 3 kontroliuojančiąsias bendroves, 6 rinkodarą vykdančias bendroves (viena iš jų vienu metu yra taip pat ir kontroliuojančioji bendrovė), 15 kompanijų kurios užsiima gamyba ir paslaugų teikimu, bei tarptautinė žemės ūkio verslo veikla taip pati ir logistikos kompanija. Įmonės IPO siūlymo tikslas buvo pritraukti papildomo kapitalo ir užtikrinti, kad grupė sėkmingai įgyvendintų plėtros strategiją. Siūlymas taip pat sudaro prielaidas įtraukti akcijas į prekybą reguliuojamoje rinkoje. Įmonė išleido 55629140 akcijų, tačiau pastebėtina, kad pardavus akcijas, įmonė lėšų gavo tik už 38940398 akcijas. Nustatyta vienos akcijos kaina buvo 0.5937 Eur.

	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
Pardavimai (MEUR)	322.60	241.58	392.14	387.50
EBITDA (MEUR)	16.22	13.79	7.40	36.05
EBITDA marža	5.0%	5.7%	1.9%	9.3%
Pardavimų multiplikatorius (lyginant su 2009/2010)			0.96	0.95
EBITDA multiplikatorius (lyginant su 2009/2010)			0.32	1.55
Nuosavo kapitalo ir turto santykis	40.3%	58.7%	45.9%	51.5%
Grynosios finansinės skolos ir turto santykis	37.3%	23.4%	35.9%	25.4%
ROE	20.4%	12.7%	6.8%	26.5%
ROCE	22.3%	13.1%	4.7%	28.0%
EBITDA akcijai (EUR)	0.40	0.13	0.05	0.23
Grynasis pelnas akcijai (EUR)	0.69	0.30	0.12	0.56
Dividendai akcijai (EUR)	0.00	0.00	0.01	0.01
Akcijos kaina (EUR)	-	0.54	0.51	0.51
Akcijos kainos pokytis (lyginant su IPO/metinis)	-	-8.8%	-6.6%	-0.2%
Akcijos kainos pokytis (lyginant su IPO)	-	-8.8%	-14.8%	-14.9%
Indekso reikšmė	-	404.54	519.69	492.43
Indekso pokytis (lyginant su IPO meto/metinis)	-	2.3%	28.5%	-5.2%
Indekso pokytis (lyginant su IPO meto reikšme)	-	2.3%	31.5%	24.6%

5 lentelė. Įmonės Linas Agro Group AB finansiniai rodikliai. Šaltinis: apskaičiuota ir sudaryta autorės remiantis įmonių finansinėmis ataskaitomis.

Linus Agro Group AB pritrauktas kapitalas IPO metu galėjo būti panaudotas įmonės plėtrai, kas, kaip didelė dalimi prekybos įmonei, gali būti suprantama kaip investicijos tiek į ilgalaikį turtą, tiek apyvartinio kapitalo poreikių tenkinimui. Šiuo atveju investicijos į ilgalaikį turtą 2009/2010 finansiniais metais buvo nedidelės, tad tikėtina, jog įmonė dalį lėšų pasiliko kaip likvidumo rezervą, kuris buvo investuotas į ilgalaikį turtą 2010/2011 metais.

Linus Agro Group AB veikia žemės ūkio sektoriuje, tiek patys augindami, tiek prekiaudami savo ir kitų pagaminta žemės ūkio produkcija. Dėl veiklos specifikos – ženklaus sezoniškumo, derlingumo svyravimų, paklausos/pasiūlos santykio ir jo lemiamo žemės ūkio produkcijos kainų pasikeitimų, įmonės finansiniai rezultatai yra labai nestabilūs ir dinamiškai keičiasi tiek silpnėjimo, tiek stiprėjimo kryptimis. Tą puikiai iliustruoja įmonės pardavimų pokyčio svyravimai ir ženklūs pelningumo maržos pokyčiai – pastaroji per 4 nagrinėjamus finansinius metus keitėsi keleriopai tiek mažėjimo (nuo 5.7% iki 1.9%), tiek didėjimo (nuo 1.9% iki 9.3%) linkme. Ženklūs įmonės pelningumo svyravimai, suprantama, turėjo tiesioginės įtakos ir grynojo pelno akcijai rodikliui (kuri keitėsi kartais tiek mažėjimo, tiek didėjimo kryptimis) ir gražos rodikliams – tiek ROE, tiek ROCE.

Dėl jau minėto sezoniškumo (atsargų išpardavimo, gautinų sumų susirinkimo ir atitinkamo finansinių skolų portfelio sumažinimo momento – ar tai atsitinka iki finansinių metų pabaigos, ar vėliau), įmonės kapitalo struktūra nagrinėjamu laikotarpiu taip pat ženkliai svyravo. Po IPO 2009/2010 finansiniais metais įmonės nuosavo kapitalo ir turto santykis buvo ženkliai sustiprėjęs ir siekė 59% (lyginant su ankstesnio laikotarpio pabaigoje buvusiais 40%), tačiau vėlesniais laikotarpiais dėl padidėjusio apyvartinio kapitalo vėl sumažėjo (tiesa, iki 2008/2009 finansinių metų lygio nenukrito). Netgi didesni pokyčiai matomi nagrinėjant Grynosios finansinės skolos ir turto santykio rodiklį, kuris svyravo intervale nuo 23.4% iki 37.3%.

Kaip matome, dėl ženklių įmonės veiklos rezultatų svyravimų, vienareikšmiškai įvertinti IPO poveikį veiklos rezultatams yra sudėtinga. Įmonės kainos dinamika nagrinėjamu laikotarpiu buvo neigiama (akcijos kaina buvo 15% mažesnė du metus po IPO, kai tuo tarpu OMX Baltic Benchmark GI indekso vertė buvo ženkliai didesnė, nei IPO metu), kas buvo neigiamų finansinių rezultatų pokyčių pirmaisiais metais po IPO pasekmė ir, neatmestina tikimybė, jog tam taip pat įtakos turėjo itin nestabilūs finansiniai rezultatai.



6 pav. Linas Agro Group AB akcijos kaina. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis NASDAQ OMX duomenimis.

Kita įmonė, kuri įvykdė IPO yra AS „PRFoods“. Tai Estiško kapitalo bendrovė. AS „PRFoods“ yra žuvų auginimo ir gamybos įmonė, kuri nuo 2010 m. Gegužės 5 d. yra įtraukta į pagrindinį NASDAQ OMX Talino vertybinių popierių biržos sąrašą. Pagrindinė AS „PRFoods“ rinka yra Suomija, kur bendrovė yra tarp trijų didžiausių žuvies gamybos bendrovių. Nuo 2017 m. Vasaros įsigijus „John Ross Jr.“ ir „Coln Valley Smokery“, grupė išplėtė savo pardavimus į 37 šalis Europoje, Šiaurės ir Pietų Amerikoje bei Azijoje. Pagrindinė grupės veikla yra žuvies gamyba keturiuose šiuolaikiniuose gamybos pastatuose Renko ir Kokkoloje (Suomija), Saremoje (Estija) ir Aberdeene (Didžioji Britanija). Pagrindiniai siūlymo tikslai - sustiprinti bendrovės nuosavybės padėtį ir toliau palaikyti grupės augimo strategiją bei plėsti verslą pagrindinėse rinkose Baltijos šalyse, Skandinavijoje ir Šiaurės Vakarų Rusijoje. Tikimasi, kad šis pasiūlymas praplės Estijos mažmeninių ir tarptautinių institucinių investuotojų akcininkų skaičių ir sudarys būtinas sąlygas akcijų įtraukimui į NASDAQ OMX Talino vertybinių popierių biržos pagrindinį sąrašą. Taip pat tikimasi, kad bendros grynosios pajamos, kurias Bendrovė gaus iš siūlymo, bus panaudotos papildomoms investicijoms į veiklos plėtrą Sankt Peterburgo regione Rusijoje. Dalis įplaukų bus panaudota grąžinti dalį negrąžintos grupės skolos komerciniams bankams ir akcininkų paskolų. Galiausiai dalis įplaukų bus panaudota kaip rezervas tolesnei plėtrai. Įmonė išleido 14500000 akcijų, kurias vienos kaina 0.89 Eur. Šiems išsikeltiems įmonės tikslams įvertinti bus naudojami įmonės finansinių rodiklių lentelėje apskaičiuoti rodikliai, kuri yra pateikta žemiau.

	2009	2010	2011	2012
Pardavimų multiplikatorius (lyginant su 2009)			0.89	0.87
EBITDA multiplikatorius (lyginant su 2009)			0.99	0.88
Nuosavo kapitalo ir turto santykis	44.2%	60.0%	63.2%	57.7%
Grynosios finansinės skolos ir turto santykis	29.5%	20.3%	17.9%	21.9%
ROE	2.3%	3.1%	-1.4%	0.2%
ROCE	6.1%	5.7%	0.3%	0.1%
EBITDA akcijai (EUR)	5.08	0.27	0.11	0.08
EBITDA akcijai (EUR, normalizuota)*	3.28	0.17	0.15	0.13
Grynasis pelnas akcijai (EUR)	0.52	0.05	-0.01	0.00
Dividendai akcijai (EUR)	0.00	0.01	0.01	0.11
Akcijos kaina (EUR)	-	0.943	0.664	0.635
Akcijos kainos pokytis (lyginant su IPO/metinis)	-	6.0%	-29.6%	-4.4%
Akcijos kainos pokytis (lyginant su IPO)	-	6.0%	-25.4%	-28.7%
Indekso reikšmė	-	533.99	431.94	546.98
Indekso pokytis (lyginant su IPO metu/metinis)	-	19.4%	-19.1%	26.6%
Indekso pokytis (lyginant su IPO meto reikšme)	-	19.4%	-3.4%	22.3%

* EBITDA įmonės pateikiama neatsižvelgiant į vienkartinio pobūdžio pajamas/sąnaudas

6 lentelė. Įmonės AS PRFoods finansiniai rodikliai. Šaltinis: apskaičiuota ir sudaryta autorės remiantis įmonių finansinėmis ataskaitomis.

Įmonės IPO prospekte nurodytus tikslus galima supaprastinti ir perfrazuoti tokiu būdu:

- padidinti nuosavą kapitalą ir padengti dalį finansinių įsipareigojimų;
- plėsti savo veiklą, tikintis augimo pagrindinėse įmonės rinkose.

Nuosavo kapitalo didinimą ir finansinių įsipareigojimų mažinimą, kas iš esmės yra finansinio sverto mažinimas, galima įvertinti nuosavo kapitalo ir turto santykio bei grynosios finansinės skolos ir turto santykio rodikliais. Kaip matome, nuosavo kapitalo ir turto santykis 2010 metais, t.y. po IPO, ženkliai padidėjo (nuo 44% iki 60%), kas rodo, jog ženkliai didesnė įmonės turto dalis tapo finansuojama iš nuosavo kapitalo. Iš kitos pusės, Grynosios finansinės skolos ir turto santykis 2010 metais pastebimai sumažėjo (nuo 30% iki 20%), t.y. įmonė sumažino finansines skolas savo veiklai finansuoti. Minėti rodikliai nežymiai svyravo ir 2011-2012 metais. Tad darytina išvada, jog šis įmonės tikslas buvo pasiektas.

Įmonės veiklos plėtros, tikintis augimo pagrindinėse rinkose, tikslas gali būti vertinamas naudojantis pajamų ir EBITDA multiplikatoriais. Pajamų multiplikatorius 2011-2012 metais buvo žemesnis, nei 0.9 – kas rodo, jog IPO metu pritrauktas kapitalas pajamas padidino mažiau,

nei generavo nuosavas kapitalas iki IPO. Dar daugiau, šis rodiklis būtų dar blogesnis, jeigu būtų skaičiuojamas pajamų multiplikatorius lyginant su įmonės pardavimais, fiksuotais IPO metais, kurie buvo ženkliai didesni, nei 2009 metais.

Panaši situacija vertinant EBITDA multiplikatorių – 2011 metais rodiklis buvo 0.99, o 2012 metais – 0.88, kas, kaip ir pardavimų multiplikatoriaus atveju, rodo, jog papildomai pritraukto kapitalo pelningumas buvo žemesnis, nei istorinis. Šį faktą taip pat gerai iliustruoja EBITDA akcijai rodiklis – kaip matome, normalizuota EBITDA akcijai (0.17 EUR) buvo didžiausia 2010 metais (2009 metai nenaudotini dėl ženkliai mažesnio akcijų skaičiaus) ir mažėjo tiek 2011 metais (0.15 EUR/akcijai), tiek 2012 metais (0.13 EUR/akcijai). Tad vertinant IPO tik šiuo aspektu, pritraukto kapitalo panaudojimas nesukūrė tokio pardavimų ir pelno augimo, kokio buvo galima tikėtis pagal istorinius vidurkius, tad šis tikslas pasiektas tik iš dalies.

Suprantama, vienareikšmiškai įvertinti šios įmonės IPO sudėtinga, nes nors papildomai pritraukto nuosavo kapitalo pardavimų ir pelno generavimas buvo žemesnis, nei istorinis vidurkis, tačiau, vis tik, nuosavo kapitalo ir turto santykis ir grynosios finansinės skolos ir turto santykis ženkliai pagerėdami sustiprino įmonės atsparumą galimiems neigiamiems ekonomikos pokyčiams, kas tikėtina, sudarė geresnes sąlygas ne tik pritraukti nuosavą kapitalą vertybinių popierių rinkoje (nors ir blogesnėmis sąlygomis, nei IPO metu dėl gerokai smukusios akcijų kainos – žr. grafiką), tačiau ir skolintą kapitalą dėl sumažėjusios kredito rizikos.



7 pav. AS PRFoods akcijos kaina. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis NASDAQ OMX duomenimis.

Kita įmonė - LHV Bank („Lõhmus“, „Haavel & Viisemann“) yra Estijos bankų ir finansinių paslaugų įmonė, įvykdžiusi IPO 2016 metais, kurios būstinė yra Taline. Banko klientai yra privatūs asmenys, mažos ir vidutinės įmonės bei instituciniai investuotojai. „LHV Bank“ yra ketvirtas pagal dydį Estijos bankas - turi filialus Taline, Tartu, Rygoje, Vilniuje ir Helsinkyje. Banke dirba apie 180 žmonių. Paslaugomis naudojasi daugiau nei 50 000 klientų. LHV yra vienas didžiausių brokerių NASDAQ OMX Baltijos šalių biržose ir didžiausias Baltijos šalių mažmeninių investuotojų brokeris tarptautinėse rinkose. „LHV Bank“ buvo identifikuotas kaip virtualios Estijos elektroninės rezidencijos programos partneris, leidžiantis elektroniniams gyventojams atidaryti banko sąskaitą Estijoje. vykdomo IPO pagrindinis tikslas yra sustiprinti grupės kapitalo struktūrą. IPO metu pritrauktas kapitalas bus panaudotas bendriems įmonės tikslams, siekiant palaikyti tolesnį augimą ir rinkos padėtį, didinti verslo apimtis ir užtikrinti konservatyvų įmonės kapitalo rezervą. Vienos akcijos kaina – 6.95 Eur (tai maksimali kaina, kuria buvo norima parduoti), iš viso išleista 2000000 akcijų. Žemiau pateikiami finansiniai rodikliai iš dalies skiriasi nuo kitų nagrinėjamų įmonių finansinių rodiklių dėl skirtingo veiklos pobūdžio ir skirtingų finansinių ataskaitų.

	2015	2016	2017	2018
Banko turtas, iš viso (MEUR)	757.1	935.4	1772.9	1677.1
Kapitalo pakankamumo rodiklis	23.4%	20.7%	18.3%	20.9%
Nuosavo kapitalo ir turto santykis	9.7%	11.5%	7.2%	9.4%
Grynujų palūkanų marža	3.6%	3.6%	2.7%	2.3%
Grynasis pelnas akcijai (EUR)	0.48	0.7	0.75	0.96
Dividendai akcijai (EUR)	0	0	0.15	0.16
ROE	21.8%	20.7%	17.6%	18.4%
ROA	2.3%	2.4%	1.6%	1.6%
Akcijos kaina (EUR)	-	9.55	10.4	9.38
Akcijos kainos pokytis (lyginant su IPO/metinis)	-	37.4%	8.9%	-9.8%
Akcijos kainos pokytis (lyginant su IPO)	-	37.4%	49.6%	35.0%
Indekso reikšmė	-	788.17	944.09	873.81
Indekso pokytis (lyginant su IPO metu/metinis)	-	10.4%	19.8%	-7.4%
Indekso pokytis (lyginant su IPO meto reikšme)	-	10.4%	32.3%	22.4%

7 lentelė. LHV Bank finansiniai rodikliai. Šaltinis: apskaičiuota ir sudaryta autorės remiantis įmonių finansinėmis ataskaitomis.

Kaip matyti iš lentelėje pateiktų LHV Bank finansinių rodiklių, bankas 2015-2017 metais sparčiai plėtė savo veiklą, t.y. banko turtas augo dideliu tempu iš esmės dėl paskolų portfelio ir lėšų centriniuose bankuose augimo. Sparčiam augimo tempui finansuoti bankas vykdė IPO, kas, kartu su subordinuotomis paskolomis ir sukauptu nepaskistytuju pelnu leido bankui palaikyti kapitalo pakankamumo rodiklį pakankamai stabilų. Tiesa, atkreiptinas dėmesys, jog nusoavo kapitalo ir turto santykis buvo sustiprėjęs tik tais metais, kai buvo vykdytas IPO, tačiau vėliau jis šiek tiek sumažėjo dėl jau minėto spartaus turto augimo. Tad galima teigti, jog pagrindinis tikslas buvo pasiektas.

Taip pat atkreiptinas dėmesys, jog bankas sugebėjo panaudoti pritrauktą nuosavą kapitalą gana rezultatyviai, t.y. banko grynasis pelnas akcijai po IPO nuosekliai augo – nuo 0.70 EUR IPO metais (2016) iki 0.96 EUR 2018 metais. Nepaisant papildomo pritraukto nuosavo kapitalo, banko ROE išliko pakankamai aukštas – 18-20% intervale. Minėti geri veiklos rodikliai lėmė banko akcijų kainos augimą – akcijų kaina jau IPO metų pabaigoje buvo 37% aukštesnė, nei IPO metu (palyginimui – rinkos indekso pokytis tuo pačiu laikotarpiu siekė 10%). 2017 metais banko akcijų kainos augimas buvo nuosaikesnis ir žemesnis, nei rinkos indekso pokytis, o 2018 metais – kainos kritimas buvo didesnis, nei rinkos indekso sumažėjimas. Vis tik, vertinant 2 metų laikotarpį, bendras akcijos pokytis buvo 35% ir solidžiai viršijo indekso augimą (+22%). Apibendrinant, darytina išvada, jog banko IPO tikslai buvo pasiekti.



8 pav. LHV Bank akcijos kaina. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis NASDAQ OMX duomenimis.

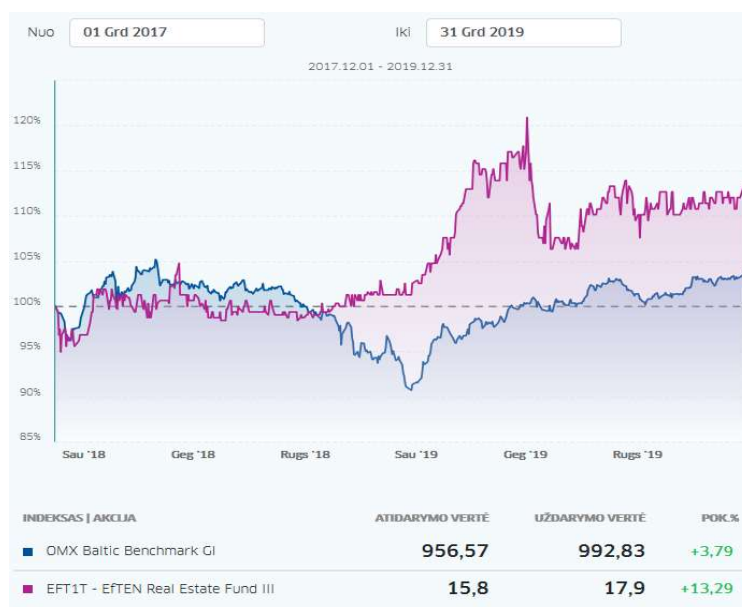
EfTEN Real Estate Fund III – IPO vykdytas 2017 metais. Tai yra viešas uždaras alternatyvių investicijų fondas, kuris investuoja į pinigų srautus kuriančią komercinę nuosavybę Baltijos šalyse. Fondas turi pridėtinės vertės ir oportunistinę investavimo strategiją. Fondas pirmiausia skirtas mažmeniniams investuotojams. „EfTEN Real Estate Fund III AS“ yra konsolidavimo grupės patronuojanti įmonė. Fondas turi aštuonias dukterines įmones (SPV), per kurias fondas valdo nekilnojamojo turto investicijas Estijoje, Latvijoje ir Lietuvoje. Įmonė išleido 337272 akcijas, o vienos akcijos nustatyta kaina 14 Eur. Nekilnojamojo turto fondo EfTEN Real Estate Fund III vienintelis IPO prospekte nurodytas tikslas – finansuoti investicijas į nekilnojamąjį turtą. Šis tikslas yra lengvai įvertinamas peržvelgus įmonės ilgalaikio turto vertes nagrinėjamu laikotarpiu - kaip matyti finansinių rodiklių lentelėje apačioje, įmonės ilgalaikis turtas augo kiekvienais nagrinėjamais metais ir, akivaizdu, turto įsigijimas buvo dalinai finansuojamas iš pritraukto nuosavo kapitalo. Be to, atkreiptinas dėmesys, jog fondas nuosavą kapitalą nagrinėjamu periodu didino 3 kartus – du kartus 2017 metais (įskaitant IPO) ir viešai platindamas akcijas rinkoje 2019 metais.

	2016	2017	2018	2019
Ilgalaikio turto vertė (MEUR)	73.6	88.5	102.9	113.1
Ilgalaikio turto vertės pokytis	101.2%	20.2%	16.3%	9.9%
Pardavimų multiplikatorius (lyginant su 2017)			1.11	1.08
EBITDA multiplikatorius (lyginant su 2017)			1.13	1.06
Nuosavo kapitalo ir turto santykis	39.3%	47.7%	46.5%	53.6%
Grynosios finansinės skolos ir turto santykis	51.1%	38.7%	44.2%	31.9%
ROE	14.3%	14.2%	12.5%	10.9%
ROCE	7.8%	8.6%	8.3%	9.1%
EBITDA akcijai (EUR)	1.89	2.04	2.10	1.97
Grynasis pelnas akcijai (EUR)	2.09	2.39	1.96	2.05
Dividendai akcijai (EUR)	0.30	0.68	0.95	0.82
Akcijos kaina (EUR)	-	15.30	16.00	17.90
Akcijos kainos pokytis (lyginant su IPO/metinis)	-	9.3%	4.6%	11.9%
Akcijos kainos pokytis (lyginant su IPO)	-	9.3%	14.3%	27.9%
Indekso reikšmė	-	944.09	873.81	992.83
Indekso pokytis (lyginant su IPO metu/metinis)	-	-1.4%	-7.4%	13.6%
Indekso pokytis (lyginant su IPO meto reikšme)	-	-1.4%	-8.7%	3.7%

8 lentelė. Įmonės EfTEN Real Estate Fund III finansiniai rodikliai. Šaltinis: apskaičiuota ir sudaryta autorės remiantis įmonių finansinėmis ataskaitomis.

Siekiant įvertinti investicijų rezultatyvumą, atkreiptinas dėmesys į keletą rodiklių:

- 1) Įmonės pardavimų multiplikatorius 2018-2019 metais (lyginant su 2017 metais – šie metai pasirinkti kaip baziniai, nes įmonės IPO buvo įvykdytas metų pabaigoje, todėl IPO tenkanti pardavimų ir EBITDA dalis sudaro santykinai mažą dalį) buvo virš 1, kas rodo, jog iš įmonės IPO metu pritraukto kapitalo generuojami pardavimai buvo didesni, nei iki tol sukaupto kapitalo finansuojamų nekilnojamojo turto objektų generuojami pardavimai. Analogiška situacija yra ir su EBITDA multiplikatoriumi, kuris taip pat aukštesnis už 1, kas taip pat indikuoja aukštesnį naujų investicijų pelningumą. Beje, tokia pajamų ir pelningumo stipri koreliacija yra įprastas reiškinys nekilnojamojo turto versle;
- 2) Nekilnojamojo turto įmonėms aktualus ROCE rodiklis nagrinėjamu 2016-2019 metų periodu turėjo teigiamą vystymosi tendenciją (nuo 7.8% iki 9.1%), kas patvirtina jau anksčiau išreikštą pastebėjimą dėl įmonės gebėjimo investuoti į pelningus objektus;
- 3) Kiek kitokia tendencija pastebima nagrinėjant ROE rodiklio reikšmes – šis rodiklis po nagrinėjamu periodu nuosekliai mažėjo nuo 14.3% 2016 metais iki 10.9% 2019 metais. Minėtą tendenciją galima paaiškinti augančiu įmonės nuosavo kapitalo ir turto santykiu – t.y. įmonė vis didesnę dalį savo investicijų finansavo iš nuosavo kapitalo, kurio santykinis augimo tempas buvo didesnis, nei grynojo pelno augimo tempas;
- 4) Geri įmonės veiklos rezultatai sudarė sąlygas augti įmonės akcijų kainai. Be to, atkreiptinas dėmesys, jog įmonės akcijų kainos pokytis po IPO buvo teigiamas (lyginant su IPO akcijos kaina 2018 metais buvo didesnė 14%, o 2019 metais net 28%), kai tuo tarpu rinkos indekso reiškmė 2018 metais mažėjo (-7.4%), o 2019 metų pabaigoje buvo vos 3.7% didesnė, nei įmonės IPO vykdymo metu.
- 5) Geri įmonės veiklos rodikliai ir teigiamas akcijų kainos pokytis sudarė sąlygas 2019 metais pritraukti papildomo kapitalo ženkliai didesne kaina, nei tai įmonė darė 2017 metais – palyginimui IPO kaina buvo 14 EUR/akciją, tuo tarpu emisijos kaina 2019 metais buvo 16 EUR/akciją (+14%).



9 pav. EFTEN Real Estate Fund III akcijos kaina. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis NASDAQ OMX duomenimis.

Apibendrinant - EFTEN Real Estate Fund III vykdytas IPO laikytinas sėkmingu, nes ne tik pasiektas įmonės tiesioginis tikslas (finansuoti nekilnojamojo turto įsigijimą), bet ir sudaręs sąlygas pritraukti papildomo kapitalo vertybinių popierių rinkoje geresnėmis sąlygomis, nei IPO metu, nepaisant to, kad akcijų rinkos indeksas keitėsi nežymiai.

AB Novaturas įvykdė IPO 2018 metais – Lietuvoje, Estijoje ir Lenkijoje. Įmonė yra didžiausias kelionių organizatorius Baltijos regione, turintis stiprią rinkos poziciją. Įmonės privalumai: stipri pozicija rinkoje, gerai žinomas prekės ženklas, didelis klientų lojalumas bei labai geri santykiai su turizmo agentūromis, taip pat tiekėjai, kurių dėka „Novaturas“ gali pasiūlyti klientams įvairų pasiūlymų už patrauklią kainą. Bendrovė taip pat parduoda lėktuvų bilietus ir apgyvendinimą viešbučiuose. „Novaturas“ veikia Lietuvoje, Latvijoje ir Estijoje, kur bendrovė yra neginčijama organizuotų užsakomųjų skrydžių rinkos lyderė, turėdama daugiau nei 40% Baltijos šalių akcijų. Įmonė IPO metu gauti papildomo kapitalo neplanavo – iš esmės, lėšas gavo tik įmonės akcininkai, parduodantys savo akcijas (be to, kadangi vienas iš parduodančiųjų akcininkų yra privataus kapitalo įmonė, ji naudojasi siūlymu kaip dalinio pasitraukimo galimybe). Anot emisijos prospekto, įmonės akcininkai tiki, kad akcijų įtraukimas į biržos prekybos sąrašus galėtų paskatinti tolesnę įmonės plėtrą, suteikti įvairių rinkos galimybių, prieigą prie kapitalo rinkų, kaip potencialaus naujo finansavimo šaltinio būsimai plėtrai, ir pakelti įmonės lygį, matomumą ir patikimumą tarp rinkos dalyvių. Bendrovė jokių įplaukų dėl siūlymo negauna.

	2016	2017	2018	2019
Nuosavo kapitalo ir turto santykis	35.8%	29.3%	30.0%	40.8%
Grynosios finansinės skolos ir turto santykis	16.6%	11.9%	10.0%	2.9%
ROE	28.2%	56.1%	37.7%	20.9%
ROCE	18.7%	60.0%	33.0%	15.3%
EBITDA akcijai (EUR)	0.72	1.38	1.01	0.55
Grynasis pelnas akcijai (EUR)	0.57	1.07	0.69	0.54
Dividendai akcijai (EUR)	0.89	1.22	0.52	0.00
Akcijos kaina (EUR)	-	-	8.00	4.30
Akcijos kainos pokytis (lyginant su IPO/metinis)	-	-	-23.8%	-46.3%
Akcijos kainos pokytis (lyginant su IPO)	-	-	-23.8%	-59.0%
Indekso reikšmė	-	-	873.81	992.83
Indekso pokytis (lyginant su IPO metu/metinis)	-	-	-13.1%	13.6%
Indekso pokytis (lyginant su IPO meto reikšme)	-	-	-13.1%	-1.3%

9 lentelė. Įmonės AB NOVATURAS finansiniai rodikliai. Šaltinis: apskaičiuota ir sudaryta autorės remiantis įmonių finansinėmis ataskaitomis.

Šiuo atveju įmonės akcininkai naudojo IPO kaip priemonę išeiti iš kompanijos arba labai ženkliai sumažinti savo valdomą kapitalo dalį – kitaip tariant, parduoti savo akcijas. Šis tikslas buvo įgyvendintas tik iš dalies: pirmiausia, planuota IPO maksimali kaina buvo 13.5 EUR, tuo tarpu faktinė akcijų platinimo kaina buvo ženkliai mažesnė – 10.50 EUR. Antra, buvo planuojama parduoti 50% įmonės akcijų su galimybe esant didelei paklausai padidinti per IPO parduodamą akcijų paketą iki 66%, tačiau faktiškai, dėl paklausos trūkumo buvo išplatinta tik dalis siūlytų vertybinių popierių – vos 27%. Tad IPO pradinis tikslas nebuvo pilnai įgyvendintas.

Po IPO įmonės akcijų kainos dinamika buvo nuvilianti – ji trumpai buvo aukštesnė, negu IPO kaina, o vėliau sparčiai mažėjo – jau 2018 metų pabaigoje kaina buvo 24% mažesnė, nei IPO kaina, o 2019 metų pabaigoje kaina buvo 59% mažesnė. Palyginimui, OMX Baltic Benchmark GI indekso reikšmė 2018 metų pabaigoje buvo tik 13% mažesnė, lyginant su IPO data, o 2019 metais – vos 1.3% mažesnė. Tad šios įmonės akcijos kainos pokyčiai buvo ženkliai blogesni, nei Pabaltijo rinkos.

Įmonės akcijų kainos pokyčius galima paaiškinti ne tik visos akcijų rinkos nuosmūkiu 2018 metais, bet ir prastėjančiais įmonės finansiniais rezultatais. Kadangi įmonė IPO metu kapitalo savo veiklai nepritraukė, pajamų ir pelno multiplikatoriaus rodikliai skaičiuojami nebuvo. Tačiau keletas kitų finansinių rodiklių 2017-2019 metais ženkliai blogėjo: grynasis pelnas akcijai sumenko nuo 1.07 EUR 2017 metais iki 0.54 EUR 2019 metais; dėl mažėjančio

pelningumo įmonės dividendai akcijai taip pat mažėjo (jeigu 2017 metais dividendai akcijai sudarė 1.22 EUR, tai 2019 metais jie mokėti nebuvo). Dėl blogėjančio grynojo įmonės peningumo, ROE taip pat keitėsi neigiama linkme ir krito nuo 56% 2017 metais iki 21% 2019 metais. Dar didesnis neigiamas pokytis pastebimas ROCE rodiklio reikšmėse, sumažėjo 4 kartus – nuo 60% iki 15%.



10 pav. AB NOVATURAS akcijos kaina. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis NASDAQ OMX duomenimis.

Apibendrinant galima teigti, jog šios įmonės IPO buvo nesėkmingas – pradedant nuo nesėkmingo platinimo, kuomet buvo nebuvo išplatintas planuotas akcijų skaičius, baigiant blogėjančiais įmonės veiklos rezultatais, lėmusiais ženklų (daug didesni, nei rinkos indekso) akcijų kainos kritimą.

Port of Tallinn (Tallina Sadam AS) - Talino uostas yra didžiausia Estijos uosto direkcija ir jo strateginis tikslas yra plėtoti Estijos, kaip jūrinės šalies, konkurencingumą. Kalbant apie krovinių ir keleivių srautus, Talino uostas galėtų būti laikomas didžiausiu uostu Baltijos jūros pakrantėje. Talino uostas nuo Nasdaq Talino vertybinių popierių biržos kotiruojamas nuo 2018 m. Birželio 13 d. Port of Tallin struktūrą sudaro : 67% Estijos Respublika ir 33% investiciniai fondai, pensijų fondai bei privatūs investuotojai. Pagrindiniai siūlymo tikslai - padidinti įmonės lankstumą, skaidrumą ir efektyvumą ir tokiu būdu padidinti bendrovės rinkos vertę. Tikimasi suteikti vietinių investicijų galimybes Estijos privatiems investuotojams ir pensijų fondams, taip pat padidinti Talino vertybinių popierių biržos likvidumą ir patrauklumą, pritraukiant

tarptautinius investuotojus. Gautos lėšos IPO metu planuojamos panaudoti iš dalies dividendų išmokėjimui Estijos vyriausybei bei su tuo susijusiems mokesčiams mokėti. Taip pat planuojama dalį lėšų panaudoti investicijoms į uosto infrastruktūrą ir dalies finansinių skolų padengimui. Akcijos kaina buvo 1.7 Eur, įmonė pardavė tiek akcijų, kiek ir išleido – 86704968 akcijas.

	2016	2017	2018	2019
Pardavimų multiplikatorius (lyginant su 2017)				0.76
EBITDA multiplikatorius (lyginant su 2017)				0.79
Nuosavo kapitalo ir turto santykis	54.3%	54.6%	59.0%	60.3%
Grynosios finansinės skolos ir turto santykis	30.7%	38.3%	27.4%	27.6%
ROE	11.4%	8.1%	6.6%	11.8%
ROCE	9.8%	7.1%	8.8%	8.7%
EBITDA akcijai (EUR)	0.36	0.36	0.33	0.28
Grynasis pelnas akcijai (EUR)	0.21	0.14	0.11	0.17
Dividendai akcijai (EUR)	0.19	0.26	0.46	0.13
Akcijos kaina (EUR)	-	-	2.04	1.99
Akcijos kainos pokytis (lyginant su IPO/metinis)	-	-	20.0%	-2.7%
Akcijos kainos pokytis (lyginant su IPO)	-	-	20.0%	16.8%
Indekso reikšmė	-	-	873.81	992.83
Indekso pokytis (lyginant su IPO metu/metinis)	-	-	-10.5%	13.6%
Indekso pokytis (lyginant su IPO meto reikšme)	-	-	-10.5%	1.7%

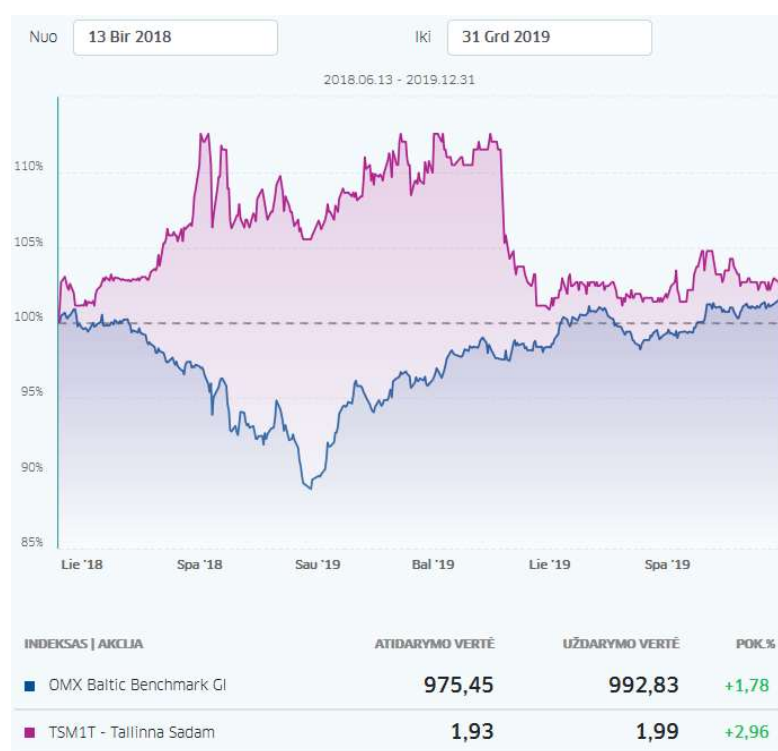
10 lentelė. Įmonės Port of Tallinn finansiniai rodikliai. Šaltinis: apskaičiuota ir sudaryta autorės remiantis įmonių finansinėmis ataskaitomis.

Kaip matome, kai kurie IPO tikslai yra “politinio” pobūdžio, t.y. susiję su vertybinių popierių rinkos plėtra ir investicinės aplinkos gerinimu pasiūlant investuotojams (tiek tarptautiniams, tiek Estijos privatiems bei instituciniams investuotojams) iki tol Estijos vyriausybės valdytą infrastruktūros įmonę. Šį tikslą galima laikyti pasiektu, nes 2019 metų pabaigoje įmonės akcijas valdė beveik 13 tūkstančių akcininkų (vienintelis akcininkas, valdantis daugiau nei 5% akcijų yra Estijos vyriausybė su kontroliniu 67% akcijų paketu).

Įmonės vertės didinimo tikslą galima įvertinti lyginant IPO kainą (1.7 EUR) su kainos pokyčiais vėlesniu laikotarpiu. Kaip matome, 2018 metų pabaigoje kaina buvo 20% aukštesnė, o 2019 metų pabaigoje – 17% aukštesnė nei IPO metu. Atkreiptinas dėmesys, jog akcijos kainos teigiamas pokytis buvo didesnis, nei lyginamo indekso pokytis: 2019 metais indeksas buvo tik 1.7% aukštesnis, nei buvo IPO metu.

Gautos IPO lėšos, kaip ir planavo įmonė, buvo panaudotos keliems tikslams - dividendų mokėjimui, investicijoms, finansinių paskolų grąžinimui ir likvidumo didinimui. Įmonės finansavimo struktūros pokyčiai matyti iš Nuosavo kapitalo ir turto santykio augimo (nuo 55% 2017 metais iki 59% 2018 metais) bei iš ženklaus Grynosios finansinės skolos ir turto santykio sumažėjimo – nuo 38% 2017 metais iki 27% 2018 metais.

Remiantis pateiktais faktais, galima teigti, jog įmonė savo tikslus įgyvendino, nepaisant to, kad įmonės pritrauktos lėšos negeneravo tiek pardavimų ir pelno, kiek uždirbdavo iki IPO naudotas nuosavas kapitalas (pajamų ir EBITDA multiplikatorius mažiau nei 1, EBITDA akcijai 2019 buvo mažiausias per visą nagrinėjamą laikotarpį).



11 pav. Port of Tallinn akcijos kaina. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis NASDAQ OMX duomenimis.

Siekiant palyginti nagrinėtas įmones kartu, buvo pasirinkti tokie grąžos rodikliai kaip ROE ir ROA, pelno rodikliai - grynasis pelnas ir EBITDA, balanso struktūros rodiklis Nuosavo kapitalo ir Turto santykis (NK ir Turto santykis) bei grąžos vienai akcijai rodikliai - grynasis pelnas vienai akcijai ir dividendai vienai akcijai. Visi šie rodikliai ne tik atspindi įmonės veiklos pelningumą, efektyvumą, tačiau kartu ir yra svarbūs investuotojams, kurie juos plačiai naudoja tiek pačių emitentų, tiek ir jų vertybinių popierių palyginimui.

Kadangi darbe nagrinėjami tik 6 IPO, o toks įmonių kiekis yra per mažas statistinei analizei atlikti, tad palyginamajai analizei pasirinktas kitoks būdas. Šiuo atveju patys rodikliai nebuvo lyginami tarp atskirų įmonių, o siekiama nustatyti finansinių rodiklių keitimosi kryptį ir dydį lyginant finansinius rodiklius paskutiniais metais prieš IPO su tais pačiais finansiniais rodikliais pirmaisiais ir antraisiais metais po IPO. Kadangi nagrinėjamos įmonės apima 2 šalis, kelis skirtingus veiklos sektorius, IPO vykdyti skirtingais metais, tad gauti rezultatai ir rodiklių pokyčiai nėra veikiami kokio nors vieno išskirtinio įvykio (pvz., tokio, kaip COVID-19 pandemija), turinčio vienodą įtaką daugumai ekonomikos šalių ir sektorių.

	AS PRFoods (Estija)	Linus Agro Group AB (Lietuva)	LHV Bank (Estija)	EFTEN Real Estate Fund (Estija)	Novaturas AB (Lietuva)	Port of Tallinn (Estija)
ROE pokytis:						
T-1 / T+1	-3.7%	-13.6%	-4.2%	-1.9%	-35.2%	3.7%
T-1 / T+2	-2.1%	6.1%	-3.4%	-3.5%		
ROA pokytis:						
T-1 / T+1	-1.9%	-5.1%	-0.7%	0.2%	-7.9%	2.7%
T-1 / T+2	-0.9%	5.4%	-0.7%	0.2%		
Grynojo pelno akcijai pokytis:						
T-1 / T+1	-102%	-83%	56%	-6%	-50%	21%
T-1 / T+2	-100%	-19%	100%	-2%		
Dividendų akcijai pokytis:						
T-1 / T+1	100%	100%	100%	217%	-100%	-50%
T-1 / T+2	100%	100%	100%	173%		
Grynojo pelno pokytis:						
T-1 / T+1	-187%	-40%	53%	45%	-49%	68%
T-1 / T+2	-89%	197%	83%	78%		
EBITDA pokytis:						
T-1 / T+1	43%	-54%		72%	-60%	12%
T-1 / T+2	28%	122%		90%		
NK ir Turto santykio pokytis:						
T-1 / T+1	19%	6%	-3%	7%	11%	6%
T-1 / T+2	14%	11%	0%	14%		
Kainos ir Indekso pokyčio santykis:						
T / T periodo pabaiga	0.89	0.89	1.24	1.11	0.88	1.34
T / T+1 periodo pabaiga	0.77	0.65	1.13	1.25	0.41	1.15
T / T+2 periodo pabaiga	0.58	0.68	1.10	1.23		

11 lentelė. Finansinių rodiklių palyginimas. Šaltinis: sudaryta autorės remiantis finansinių ataskaitų bei Nasdaq duomenimis.

IPO metai žymimi „T“, tad finansiniai metai prieš IPO žymėti „T-1“ ir, atitinkamai, finansiniai metai po IPO buvo žymimi „T+1“ ir „T+2“. Keletas pastebėjimų dėl naudojamų žymėjimų ir atliktų skaičiavimų principų:

- dviems įmonėms – AB Novaturas ir Port of Tallinn – antrųjų metų po IPO („T+2“) finansiniai rodikliai nebuvo skaičiuojami, kadangi jų IPO vyko 2018 metais, tad šio darbo rengimo metu 2020 finansinių metų ataskaitos nėra pasibaigę ir finansinės ataskaitos neegzistuoja;
- LHV Bank yra finansinė institucija, o tokio pobūdžio ekonominiams subjektams EBITDA rodiklis neturi prasmės, tad jis skaičiuotas nebuvo;
- ROA, ROE ir Nuosavo kapitalo (NK) ir Turto santykio pokytis buvo skaičiuojami iš „T+1“ ar „T+2“ laikotarpio rodiklio reikšmės atimant „T-1“ laikotarpio rodiklio reikšmę;
- Grynojo pelno akcijai, Dividendų akcijai, Grynojo pelno ir EBITDA rodiklių pokyčiai buvo skaičiuojami iš „T+1“/„T+2“ laikotarpio rodiklio ir „T-1“ laikotarpio rodiklio skirtumą dalijant iš „T-1“ laikotarpio rodiklio reikšmės;
- Kainos ir indekso pokyčio santykis buvo apskaičiuojamas dalinant įmonės akcijų vertės pokytį nuo IPO iki „T“, „T+1“, „T+2“ laikotarpio pabaigos iš rinkos indekso pokyčio nuo IPO momento iki atitinkamo laikotarpio pabaigos. Kitaip tariant, šio rodiklio reikšmė virš 1 rodo, jog akcijos vertės grąža buvo didesnė, nei indekso, ir atvirkščiai – mažesnė, nei 1 reiškia, jog akcijos vertės grąža buvo mažesnė, nei indekso;
- Patogumo dėlei, teigiamos reikšmės (Kainos ir indekso pokyčio santykio atveju – didesnės už vienetą) pažymėtos žalia spalva, neigiamos (Kainos ir indekso pokyčio santykio atveju – mažesnės už vienetą) – rausva.

Rodiklių reikšmės yra pateiktos aukščiau pateiktoje 11 lentelėje. Iš lentelėje pateiktų finansinių rodiklių pokyčio reikšmių galima padaryti keletą įdomių įžvalgų.

Pirmiausia krenta į akis tai, kad ROE rodiklis dažniausiai mažėjo (4 atvejais iš 6) ir ROE išaugo tik Port of Tallinn ir AB Linas Agro Group atvejais (pastarajai įmonei - antraisiais metais po IPO). Kaip jau minėta šiame darbe anksčiau, daug autorių nagrinėja šį fenomeną (ROE rodiklio mažėjimas po IPO lyginant su šiuo rodikliu prieš IPO) bei prieina labai panašių išvadų, jog tam yra keletas priežasčių: IPO besiruošiančios įmonės pirmiausia atidžiai renkasi IPO laikotarpį ir IPO vykdo tuomet, kai sąlygos išleisti vertybinius popierius į rinką būna geriausios ir dėl to įmonės geba pritraukti daugiau kapitalo; be to, prieš IPO įmonės vadovybė siekia

įvairiais apskaitoje naudojamais metodais padidinti įmonės grynąjį pelningumą, o tuo pačiu padidinti ir ROE, kas lemia aukštesnę IPO kainą; taip pat įmonėms staigiai plečiantis ir pritraukus daug naujo kapitalo, užtrunka laiko tą kapitalą įdarbinti ir bent jau priartėti prie buvusio pelningumo, todėl naujai pritrauktas kapitalas neatneša tokios pačios grąžos, kaip senasis kapitalas, kas lemia ROE mažėjimą.

Labai panaši tendencija matyti ir ROA rodiklio pokyčiuose – vienintelis aiškiai matomas skirtumas yra tas, kad neigiamas ROA pokytis yra mažesnis, negu ROE pokytis. Šį skirtumą galima paaiškinti tuo, kad pritraukus naują kapitalą pirmaisiais metais įmonės nuosavybės išaugimas vertine išraiška yra nedaug mažesnis, negu turto balanse išaugimas (įmonė pritraukia naujo kapitalo, bet jo nespėja “įdarbinti”, todėl įmonės turtas neauga dėl papildomo veiklos masto, pvz., dėl apyvartinio kapitalo – gautinų sumų, atsargų ir pan. – augimo). Tad dėl didesnės palyginimo bazės (turtas dažniausiai gerokai viršija nuosavą kapitalą), ROA pokyčiai yra mažesni. Čia įdomus yra Eften Real Estate Fund III atvejis, kur ROE pokytis yra neigiamas (nuosavo kapitalo grąža mažėjo), kai tuo tarpu ROA pokytis yra teigiamas (turto grąža didėjo). Taip atsitiko dėl įmonės nuoseklaus finansinių skolų mažinimo nuosavo kapitalo didėjimo sąskaita – kas lėmė ženklų nuosavo kapitalo didėjimą ir santykinai nedidelį viso turto augimą, nulėmusį nuosavo kapitalo ir turto santykio rodiklio stiprėjimą nuo 39% (T-1) iki 47% (T+1) ir 54% (T+2).

Iš nagrinėtų 6 įmonių tik dviem atvejais (LHV Bank ir Port of Tallinn) Grynojo pelno akcijai pokytis buvo teigiamas ir tai lėmė grynojo pelno augimas viršijęs akcijų skaičiaus augimą. Neigiamas Grynojo pelno akcijai pokytis dažniausiai reiškia žemesnę akcijų kainą, nes investuotojai paprastai nėra linkę sumokėti tokios pat kainos už mažesnę pelną, tad bendru atveju akcijos kainos ir pelno santykiui (P/E rodiklis) blogėjant, mažėja ir akcijos kaina. Iš kitos pusės, reiktų atkreipti dėmesį, kad Eften Real Estate Fund III atveju Grynojo pelno akcijai pokytis nors buvo neigiamas, bet labai nedidelis ir labiau vertintinas kaip stabilus. Vėlgi, nagrinėjant šį rodiklį, kaip ir ROE ir ROA atvejais, akivaizdu, jog įmonėms, vykdančioms IPO, yra sudėtinga per trumpą laikotarpį pelningai įdarbinti naudai pritrauktą kapitalą, kas lemia prastesnį Grynojo pelno vienai akcijai rodiklį.

Labai įdomią tendenciją galima pastebėti nagrinėjant Dividendų vienai akcijai rodiklio pokyčius. Net 3 iš nagrinėtų 6 įmonių po IPO pradėjo mokėti dividendus – AS PR Foods, AB Linas Agro Group ir LHV Bank. Akivaizdu, jog pradėjus prekiauti akcijomis viešai įmonės dažnai nusistato dividendų mokėjimo politiką ir, kiek įmanoma, stengiasi jos laikytis, tokiu būdu stengdamosios didinti akcijos patrauklumą investuotojams (tokiu atveju akcija nuolat generuoja tam tikrą prognozuojamą pinigų srautą ir pritraukia papildomų investuotojų, kurie

suinteresuoti tiek akcijų vertės teigiamu pokyčiu, tiek nuolatinio pinigų srauto gavimu). Dividendų mokėjimą tikrai atlikus IPO taip pat lemia ir tai, kad iki IPO įmonėms svarbu išlaikyti kiek įmanoma daugiau nuosavo kapitalo įmonės viduje investicijoms ir jos plėtrai palaikyti. Taip pat nepaskirstyto pelno kaupimas leidžia užtikrinti sveiką balanso struktūrą, kas yra aktualu įmonei derantis dėl finansavimo su finansinėmis institucijomis, tad steigėjai/vadovybė vengia dividendų mokėjimo. Pritraukus naujo kapitalo IPO būdu, įmonės nuosavo kapitalo bazė ženkliai sustiprėja, gaunama lėšų investicijoms ir plėtrai, tad anksčiau minėti veiksniai tampa nebe tokie aktualūs ir atsiranda erdvės dividendų mokėjimui. Vis tik, reikia pripažinti, jog dividendai kai kuriais atvejais yra simbolinio dydžio – AS PR Foods dividendai akcijai “T+1” periodu buvo 1 centas akcijai ir buvo mokami nepaisant to, kad įmonės patyrė nuostolį; AB Linas Agro Group abiem periodais po IPO (“T+1” ir “T+2”) taip pat mokėjo vos 1 centą už akciją.

Grynojo pelno ir EBITDA rodiklio pokyčių analizė rodo, kad daugumai nagrinėjamų įmonių IPO metu pritrauktas kapitalas padėjo padidinti pelningumą – Grynasis pelnas padidėjo 4 atvejais iš 6, EBITDA padidėjo 4 atvejais iš 5 (LHV Bank šis rodiklis neskaičiuojamas). Vis tik, nors pelno didėjimas buvo ženklus, jis daugeliu atveju buvo nepakankamas, kad padidėtų ROE ar Grynasis pelnas vienai akcijai. Net 2 atvejais esminis grynojo pelno augimas (AB Linas Agro Group atveju +197% „T+2” laikotarpyje ir Eften Real Estate Fund III atveju +45% „T+1” laikotarpyje bei +78% “T+2” laikotarpyje) buvo nepakankamas ir Grynojo pelno pokytis minėtais laikotarpiais buvo neigiamas.

Kaip jau buvo minėta ir anksčiau, IPO metu pritrauktas kapitalas teigiamai veikė balanso struktūrą, t.y. didesnė dalis turto buvo finansuojama iš nuosavo kapitalo. Tai akivaizdžiai matyti iš NK ir Turto santykio pokyčio, kuris buvo teigiamas 5 atvejais iš nagrinėtų 6. Stipresnė balanso struktūra dėl didesnio nuosavo kapitalo ir turto santykio (o tuo pačiu – mažesnio finansinio sverto dėl mažiau naudojamo skolinto kapitalo, didesnio likvidumo) sudaro įmonėms galimybes ne tik lengviau atsispirti negatyviems rinkos pokyčiams (pvz., AS PR Foods nuosavo kapitalo bazė išliko stipri, nepaisant patirto grynojo nuostolio pirmaisiais metais po IPO), bet kartu ir sustiprina derybines galias derantis su bankais tiek dėl esamo paskolų portfelio sąlygų, paskolų refinansavimo, tiek dėl naujų projektų finansavimo. Tiesa, reiktų pastebėti, jog AB Novaturas atveju šio rodiklio pagerėjimas daugiau yra susijęs su IPO metais uždirbtu grynoju pelnu ir dėl to išaugusiu nuosavu kapitalu, nes ši įmonė IPO metu nuosavo kapitalo nepritraukė (parduotos akcininkams priklausiusios akcijos). Vienintelė įmonė, kurios nuosavo kapitalo ir turto santykis nežymiai sumažėjo tai buvo LHV Bank, tačiau tai sietina su ta aplinkybe, jog bankai stengiasi dirbti su minimaliu leistinu nuosavu kapitalu (kurio minimalus dydis yra

reguliuojamas centrinių bankų) ir jam padidėjus turi dideles galimybes greitai pritraukti papildomo skolinto kapitalo bei tuo pat metu auginti pajamas nešančio turto apimtis, mat kitu atveju, dėl dažniausiai žemos grynosios palūkanų maržos, banko uždirbamas pelnas ir grąža akcininkams būtų itin žemi.

Paskutinis lygintas rodiklis daugiau susijęs ne su finansiniais rodikliais, o su nagrinėjamų įmonių IPO metu išleistų akcijų vertės, taigi ir grąžos investuotojams, pokyčiais. Šiuo atveju grąža yra lyginama su Baltijos šalių indeksu. Reiktų pastebėti, kad toks lyginimas nėra visiškai korektiškas, kadangi indeksas apima daug įvairių įmonių, besiskiriančių savo veikla, dydžiu ir pan., tiksliau būtų lyginti su toje pačioje rinkoje veikiančių analogiška veikla užsiimančių įmonių indeksu, tačiau pastarieji neegzistuoja dėl per mažos rinkos. Bet kokiu atveju, šis palyginimas parodo ar investicija į įmonės akcijas IPO metu buvo geresnė ar blogesnė, negu investicija į indeksą. Investicija į indeksą (arba indeksą sudarančių akcijų portfelį) būtų mažiau rizikinga nei investicija į vieno emitento akcijas, tad, atitinkamai, reikalaujama grąža iš vieno emitento akcijų yra auštesnė. Kaip matome iš duomenų, pateiktų lentelėje, trijų įmonių akcijų grąža viršijo indekso pokyčius, kai tuo tarpu kitų trijų – grąža buvo mažesnė. Iš šių pavyzdžių matome, jog įmonės, kurių grąža viršijo indekso grąžą, demonstravo ir geriausias finansinius rezultatus. ROA rodiklis buvo teigiamas dviem atvejais iš 3. Grynojo pelno akcijai pokytis buvo teigiamas taip pat 2 atvejais iš trijų, nors ir trečiuoju atveju (Eften Rea Estate Fund III) šio rodiklio neigiamas pokytis buvo nežymus ir ženkliai mažesnis nei tų įmonių, kurių akcijų grąža lyginant su indeksu buvo neigiama.

Nagrinėta įmonių imtis yra vos 6 įmonės, tad tokia imtis negali būti laikoma statistiškai reikšminga. Vis tik, net ir tokios apimties IPO analizė rodo, jog papildomo kapitalo pritraukimas teigiamai veikia įmonių pelningumą ir sudaro sąlygas plėtrai, tačiau naujas kapitalas dažnai neatneša tokios pat naudos, kaip iki IPO buvęs kapitalas, todėl įmonių grąžos rodikliai sumažėja, kas lemia santykinai prastesnius akcijų grąžos rodiklius naujesiems įmonių akcininkams.

Išvados

1. Skirtingi autoriai išskiria skirtingus pirminio viešo siūlymo apibrėžimus, tačiau juos visus apibendrinant, galima sakyti, kad tai yra pirmą kartą įmonės išleidžiami vertybiniai popieriai, norint gauti papildomų lėšų ne tik susilaukiant papildomos reklamos įmonei, bet ir atskleidžiant tikrąją jos padėtį kartais ir susilaukiant neigiamų pasekmių. Tačiau IPO sprendimas yra strateginis sprendimas, kurį motyvuoja skirtingi veiksniai. Visi teorinėje dalyje aptarti pranašumai yra būdingi visoms įmonėms bei šalims. Pagrindiniai lemiami veiksniai, kodėl įmonė nori tapti vieša yra noras pritraukti daugiau kapitalo, padidinti likvidumą, taip pat reikšmės turi finansinis lankstumas ir susijungimai ar įsigijimai, o didžiausiai trūkumai yra per žema kaina, įmonės kontrolės praradimas, didėjančios išlaidos, taip pat kaip trūkumas gali būti traktuojamas ir per didelės visuomenės dėmesys bei spaudimas.

2. IPO, kaip verslo finansavimo forma tampa vis populiareesnė ir akcijų rinką, kaip papildomą veiklos finansavimo priemonę šalia įprastinių bankinių ar kitų asmenų paskolų, renkasi ir silpnesnės įmonės. Tačiau tapimas vieša įmone ne visada būna sėkmingas - buvimas akcijų rinkoje veiklos rezultatuose gali ir neatsispindėti. Ar IPO sėkmingas ar ne, priklauso nuo išsikeltų pačios įmonės tikslų ir ko ji siekia einant į rinką – ar nori pritraukti kapitalą, ar yra taikoma akcininkų išėjimo strategija. Paskutiniu atveju, po IPO įmonė gali ir nebeaugti, o stabilizuotis. Kaip rodo nagrinėti pavyzdžiai, įmonių rezultatai net ir pritraukus papildomą nuosavą kapitalą gali ženkliai skirtis – priklausomai nuo įmonės vykdomų projektų, strategijos ir jos įgyvendinimo, t.y. svarbus ne tik faktas, jog papildomas kapitalas leidžia padidinti pardavimus ar pelną, tačiau ne mažiau svarbu – kiek efektyviai panaudojamas papildomas kapitalas, kas neefektyvaus panaudojimo atveju turi neigiamos įtakos emitento akcijų kainai ir atvirkščiai – efektyvaus panaudojimo atveju didina akcijų kainą bei kuria didesnę vertę įmonės akcininkams.

3. Išnagrinėjus kelis IPO prospektus pastebėtina, jog įmonės ir jų vadovybė vengia pateikti įmonių veiklos prognozes ir apsiriboja „aptakiai“ aprašytais tikslais, nepaisant to, kad būtent jie turi tiksliausią informaciją apie įmonės veiklos planus, padėtį rinkoje ir pan. Dėl šios priežasties investuotojams, planuojantiems įsigyti akcijų IPO metu belieka pasikliauti savo lūkesčiais ir skaičiavimais, tad, dėl disponavimo skirtingu informacijos kiekiu lyginant su emitento vadovybe, susiduriama su papildoma rizika, kylanti iš informacijos asimetriškumo vertybinių popierių rinkoje.

4. Išanalizavus visų įmonių rodiklius, pastebima, kad ROE rodiklis dažniausiai mažėjo, ROE išaugo tik dviem atvejais. Taip atsitinka dėl to, jog IPO besiruošiančios įmonės IPO vykdo

tada, kai sąlygos išleisti vertybinius popierius į rinką būna geriausios, dėl to įmonės gali pritraukti daugiau kapitalo. Įmonėms greitai augant, užtrunka laiko kapitalą įdarbinti ir bent jau priartėti prie buvusio pelningumo, todėl naujai pritrauktas kapitalas neatneša tokios pačios grąžos. Panaši tendencija matyti ir ROA rodiklio pokyčiuose.

5. Iš nagrinėtų įmonių, tik kelių bendrovių Grynojo pelno akcijai pokytis buvo teigiamas ir tai lėmė grynojo pelno augimas, kuris viršijo akcijų skaičiaus augimą. IPO metu pritrauktas kapitalas teigiamai veikė balanso struktūrą - didesnė dalis turto buvo finansuojama iš nuosavo kapitalo. Išaugęs pelningumas ir stipresnė finansinė padėtis, t.y. išaugusios finansinės galimybės kartu su vadovybės siekimu įtikti didesniai investuotojų ratui, leido pradėti mokėti dividendus (iki IPO įmonėms svarbu išlaikyti kiek įmanoma daugiau nuosavo kapitalo įmonės viduje investicijoms ir jos plėtrai palaikyti).

6. Grynojo kapitalo ir EBITDA pokyčių analizė rodo, kad daugumai nagrinėjamų įmonių IPO metu pritrauktas kapitalas padėjo padidinti pelningumą, be to, išnagrinėjus kainos ir indekso pokyčio santykį, matoma, kad pusei iš nagrinėtų įmonių, įmonių akcijų grąža viršijo indekso pokyčius, kai tuo tarpu kitų trijų – grąža buvo mažesnė. Tad galima teigti, jog įmonių, kurios demonstravo geriausius finansinius rezultatus, akcijų grąža viršijo indekso grąžą.

Pasiūlymai

1. Baltijos verslo rinka neturėtų bijoti įvertinti pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų kaip įprastinio skolinimosi alternatyvos dabartinėje rinkoje, tai galėtų būti kaip priemonė išjudinti jų verslą ir visą rinką.

2. Pasaulyje ši alternatyvi kapitalo pritraukimo priemonė yra labai populiarī ir analizuota įvairiais pjūviais. Skirtingai nei Baltijos valstybių pirminių viešų siūlymų rinka - gana maža ir, ko gero, dėl to silpnai tyrinėjama ir naudojama akcinių bendrovių. Ateityje turėtų būti atliekama daugiau ir detalesnių tyrimų apie Baltijos valstybių įmonių IPO – tiek praplečiant nagrinėjamą laikotarpį ir tokiu būdu apimant daugiau įmonių (kad būtų galima pradėti taikyti statistinę analizę), tiek ilginant tiriamą laikotarpį – t.y. analizuojant IPO poveikį įmonių finansiniams rezultatams 3-5 metų laikotarpiu po IPO. Tai sudarytų sąlygas su šia kapitalo rinka susipažinti įmonių vadovams bei populiarinti šią kapitalo pritraukimo alternatyvą.

Literatūros sąrašas:

A dictionary of finance and banking. 3rd ed (2005) United Kingdom Oxford: *Oxford University Press*. 436 p ISBN 0198607490.

Aharony, J., Lee, C. W. J., Wong, T. J. (2000). Financial Packaging of IPO Firms in China. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 103–126. DOI: 10.2307/2672924.

Amadeo, K. (2015). What Is an IPO: Definition, Pros, Cons, Process. Retrieved May 6, 2015, prieiga prie internet: <http://useconomy.about.com/od/glossary/g/Ipo-Initial-Public-Offering.htm>.

Baltic Journal of Economic Studies The influence of the enterprise life cycle on the efficiency of investment. DOI: <http://dx.doi.org/10.30525/2256-0742/2017-3-5-183-187>.

Bahadir, S. C., DeKinder, J. S., & Kohli, A. K. (2014). Marketing an IPO issuer in early stages of the IPO process. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 43(1), 14—31.

Benson, D. F., Brau, J. C., Cicon, J., & Ferris, S. P. (2015). Strategically camouflaged corporate governance in IPOs: Entrepreneurial masking and impression management. *Journal of Business Venturing*, 30(6), 839-864.

Bhuptani, R. 2013. How does IPO pricing work? *Forbes*.

Billett, M. T., J. A. Garfinkel, M. Yu, 2017. The effect of asymmetric information on product market outcomes. *Journal of Financial Economics* 123, 357–376.

BROU J.C., FAWCETT, S.E. (2006) Initial Public Offerings: An Analysis of the Theory and Practice. *The Journal of finance*, Vol.LXI, no.1, 339-436 p.

Brown, D., 2016. Investing in Security Price Informativeness: *The Role of IPO Underpricing*. Working Paper.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. (2001) Investments. 5th Edition. The Mc Graw-Hill Companies. 1015 p. ISBN 9780072503661.

Bogumiła Brycz, Tadeusz Dudycz & Michał J. Kowalski (2017) *Is the success of an issuer an investor success? Evidence from Polish IPOs*, *Baltic Journal of Economics*, 17:1, 57-77, DOI:

10.1080/1406099X.2017.1308781.

Bonardo, D., Paleari, S., Vismara, S., 2011. *Valuing university-based firms: The effects of academic affiliation on IPO performance*, *Entrepreneurship Theory and Practice*.

Celikyurt, U., Sevilir, M. and Shivdasani, A. L., 'Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs', *Working Paper* (North Carolina University, 2007).

Certo, S. T., Covin, J. G., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Wealth and the effects of founder management among IPO-stage new ventures. *Strategic Management Journal*, 22(6-7), 641-658.

CFI, prieiga prie interneto: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/data/public-filings/prospectus/> žiūrėta 2020-02-02.

Chemmanur, Thomas J., and Paolo Fulghieri, 2014, Entrepreneurial finance and innovation: An introduction and agenda for future research, *Review of Financial Studies* 27, 1–1.

Chemmanur, T., A. Yan, 2009. Product market advertising and new equity issues. *Journal of Financial Economics* 92, 40–65.

Cliff, M. T., D. J. Denis, 2004. Do initial public offering firms purchase analyst coverage with underpricing?. *The Journal of Finance* 59, 2871–2901.

Colak, G., A. Durnev, and Y. Qian, 2017. Political uncertainty and IPO activity: Evidence from U.S. Gubernatorial elections. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (Forthcoming).

Daily, C. M., Certo, S. T., Dalton, D. R., & Roengpitya, R. (2003). IPO underpricing: A meta analysis and research synthesis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(3), 271-295.

Darškuvienė, V., Keating, C., and Žigienė, G. (2014). *Baltic Financial Markets Handbook*. ISBN 978-609-95610-0-4.

Demers, E., K. Lewellen, 2003. The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks. *Journal of Financial Economics* 68, 413–437.

Draho, J. (2005). *The IPO decision – why and how companies go public*. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar Publishing.

- Espinasse P. 2011. *IPO – A global guide*. Hong Kong: Paramount Printing Co.
- Francis, B., I. Hasan, S. B. Mani, A. Yan, 2016. Externality of stock liquidity to the cost of borrowing. *Working Paper*.
- FT lexicon. (2015). Retrieved May 6, 2015, prieiga prie interneto:
<http://lexicon.ft.com/Term?term=IPO>.
- Ghosh, A. (2006). *Pricing and performance of initial public offerings in the United States*. USA.
- Huyghebaert, N., & Van Hulle, C. (2006). Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 296-320.
- HAIM L., POST, T. (2005) Investments. Harlow, England. New York: *Prentice Hall/Financial Times, Pearson Education*. 1000p. ISBN 0273651641, 9780273651642.
- Jacikevičius, A., Raos, D., and Backiene, S. (2014). Equity Markets. *In Baltic Financial Markets Handbook* (p. 74-89).
- James Brau. Why do firms go public? In Douglas Cumming, editor, *Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, pages 467–494. New York: Oxford University Press, 2012.
- Jay R. Ritter and Ivo Welch. A review of ipo activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57(4): 1795–1828, 2002.
- Joanna LIZIŃSKA and Leszek CZAPIEWSKI (2014). *Performance of Polish IPO Firms: Size and Profitability Effect*. 1 (269); Rok LXXXIV/XXV styczeń–luty 2014 s. 53–71.
- Jensen, Michael C., 1993, The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance* 48, 831–880.
- Jiri Chod and Evgeny Lyandres. Strategic ipos and product market competition. *Journal of Financial Economics*, 100(1):45–67, 2011.
- KANCEREVYČIUS, Gitanas (2009) *Finansai ir investicijos*. 3-iasis atnaujintas leid. Kaunas: Smaltija. 904 p. ISBN: 9789955707646.
- Kaustia, M., Knupfer, S. (2008). Do Investors Over- weight Personal Experience? Evidence

from IPO Subscriptions. *The Journal of Finance*, Vol. LXIII, 6, December 2008.

Kurtaran, A., Bünyamin, Er. (2008). The Post-Issue Operating Performance of IPOs in an Emerging Market: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 5(4), 50–62.

KONONOVICĀ, Ala (2001) Bendrovių valdymas, akcininkų susirinkimai, vertybiniai popieriai. Vilnius: Vilniaus universiteto leidykla. 260 p. ISBN: 9986193907.

Laaksonen A & Sipilä H. 2006. *Lyhyen Elinkaaren Omaavien PK-Yritysten Liiketoiminnan Päätymisen Syyt Espoon ja Kauniaisten Alueella*.

Ljungqvist, A. (2004). 'IPO Underpricing: A Survey.' *Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance*, B. Espen Eckbo, Chapter III.4, pp. 1-74.

Ljungqvist, A. (2007). IPO underpricing. In B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of corporate finance* (pp. 375–422). Amsterdam, Netherlands: Elsevier.

Mason, C., & Botelho, T. (2016). The role of the exit in the initial screening of investment opportunities: The case of business angel syndicate gatekeepers. *International Small Business Journal*, 34(2).

Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2006). After the exit: Acquisitions, entrepreneurial recycling and regional economic development. *Regional Studies*, 40(1).

Matteo Bonaventura, Giancarlo Giudici and Silvio Vismara. May 2017 Valuation and performance of reallocated IPO shares. *Politecnico di Milano – School of Management, Italy*.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), 293-315.

Nasdaq, January 2020. *Initial Listing Guide*.

Nasdaq, *Capital raising solutions*. Prieiga prie interneto:

<https://www.nasdaq.com/solutions/list-your-company> , Žiūrėta 2019-12-15.

- Pedersen, T., & Thomsen, S. (2001). The Causal Relationship between Insider Ownership, Owner Identity and Market Valuation among the Largest European Companies. *Working Paper*, 15, 1-36.
- PwC 2019. *Thinking of floating? Considerations for private and family owned businesses*. Prieiga prie interneto: https://www.pwc.co.uk/audit_assurance/assets/pdf/considerations-private-family-owned-businesses.pdf Žiūrėta 2020.01.03.
- Peristiani, S., Hong, G. (2004). Pre-IPO Financial Performance and Aftermarket Survival Current Issues. *Economics and Finance*, 10(2), 1–7.
- Purnanandam, A.K., and B. Swaminathan, 2004. Are IPOs really underpriced? *Review of Financial Studies* 17(3): 811-848.
- Radosław Pastusiak, Monika Bolek, Maciej Malaczewski, Marta Kacprzyk (2016). *Company profitability before and after IPO. Is it a windows dressing or equity dilution effect?* DOI: 10.18267/j.pep.540.
- Ritter, J. R., ‘Differences between European and American IPO markets’, *European Financial Management*, Vol. 9(4), 2003, pp. 421–34.
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57, 1795– 1828.
- Sanders, W. M. G., & Boivie, S. (2004). Sorting things out: Valuation of new firms in uncertain markets. *Strategy Management Journal*, 25(2), 187– 200.
- Taulli T. 2013. 3rd edition. High-profit IPO strategies: *Finding Breakout IPOs for investors and traders*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- The British Academy of Management (BAM) (2019). *Entrepreneurs’ Exit Strategies: The Role of Emotion*. Kingston University, KT2 7LB, UK .
- Torrys LLP. International business law firm. *The benefits and costs of going public*. Prieiga prie internetu : <https://www.torrys.com/pages/trends/the-benefits-and-costs-of-going-public>. Žiūrėta 2019.12.10.

Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.

Venture Law Corporation, *Listing Requirements of the NASDAQ Stock Market* <https://venturelawcorp.com/listing-requirements-nasdaq/> , žiūrėta 2019-12-20.

Volume 8, Issue 2, April-June 2017 International Journal of Service Science, Management, Engineering, and Technology *High-Growth SMEs: A Specific Research Object*.

Vojislav Maksimovic and Pegaret Pichler. Technological innovation and initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 14(2):459–494, 2001.

Wu, H. L., Chen, C. H., Lin, H. L. (2009). Can a Stock Market Listing Help to Improve the Operational Performance of China's Banks? *Journal of Economic Policy Reform*, 12(1), 13–28. DOI: 0.1080/17487870802677742.

Effectiveness analysis of initial public offering (IPO)

Evelina JUŠKAITĖ

Paper of the Master's degree

Finance and Banking Studies Master's Program

Vilnius University, Faculty of Economics and Business Administration,

Department of Finance

Supervisor – Dr. Darius Saikevičius

Vilnius, 2021

Summary

58 pages, 11 pictures, 11 tables, 1 graphic, 65 references.

The main goal of this master's thesis is to perform an economic analysis of the efficiency of IPO (initial public offering) performed by Baltic companies and to assess the impact of IPO on the company. The work consists of three main parts: analysis of scientific literature, research methodology and research results, as well as conclusions. The analysis of the literature reviews the concept, structure, positive and negative aspects of the initial public offering, as well as the results of other similar studies. After creating the research project of literature analysis, the research methods and indicators were selected. In the methodological part, the concept of research is formed. The investigation is being carried out by selecting 6 companies that have completed the initial public offering within the set timeframes. Using companies' financial statements and prospectuses, the impact of IPOs on companies is analysed. The analysis showed that raising additional capital has a positive effect on corporate profitability, as well as conditions for development, but new capital often does not bring the same benefits as pre-IPO capital, leading to declining corporate returns, leading to relatively lower returns for new companies' shareholders. The conclusions summarize the main concepts of literature analysis, situation analysis and research results.