

**ŠIAULIŲ UNIVERSITETAS
SOCIALINIŲ MOKSLŲ FAKULTETAS
EKONOMIKOS KATEDRA**

Daiva PETRAUSKIENĖ

**PIRMINIO AKCIJŲ VIEŠO SIŪLYMO SANDORIŲ
EFEKTYVUMO NASDAQ OMX BALTIC VERTYBINIŲ
POPIERIŲ BIRŽOJE EKONOMINĖ ANALIZĖ**

Magistro darbas

Šiauliai, 2009

**ŠIAULIŲ UNIVERSITETAS
SOCIALINIŲ MOKSLŲ FAKULTETAS
EKONOMIKOS KATEDRA**

Daiva PETRAUSKIENĖ

**PIRMINIO AKCIJŲ VIEŠO SIŪLYMO SANDORIŲ
EFEKTYVUMO NASDAQ OMX BALTIC VERTYBINIŲ
POPIERIŲ BIRŽOJE EKONOMINĖ ANALIZĖ**

Magistro darbas

Socialiniai mokslai, ekonomika (04S)

Magistro darbo autorius Daiva Petrauskienė

(vardas, pavardė, parašas)

Vadovas Doc., dr. Diana Cibulskienė

(pareigos, vardas, pavardė, parašas)

Recenzentas Doc., dr. Angelė Lileikienė

(pareigos, vardas, pavardė, parašas)

SANTRAUKA

Daiva Petrauskienė

Pirminio akcijų viešojo siūlymo sandorių efektyvumo NASDAQ OMX Baltic vertybinių popierių biržoje ekonominė analizė.

Magistro darbas.

Vis labiau populiarėjančiu naujo kapitalo pritraukimo būdu tampa įmonių išėjimas į atvirą vertybinių popierių rinką. Sėkmingai įvykdytas pirminis akcijų viešas siūlymas (toliau – IPO) stambiose vertybinių popierių biržose garantuoja emitentams dideles papildomo kapitalo įplaukas. Įmonės patekimas į vertybinių popierių biržos sąrašą yra labai svarbus momentas ir žymį kokybiškai naują įmonės veiklos etapą. Tyrimo tikslas – atlikti pirminio akcijų viešo siūlymo sandorių efektyvumo NASDAQ OMX Baltic vertybinių popierių biržoje ekonominę analizę ir įvertinti jų poveikį įmonių vertės pokyčiui. IPO sandorių efektyvumas NASDAQ OMX Baltic nustatytas per IPO sandorių kiekio ir vertės pokyčių analizę, klasifikaciją, įmonės ir biržos kapitalizacijos tarpusavio santykį. Vertinant IPO sandorių įtaką įmonės vertės pokyčiui nustatyta, kad IPO sandoriai turi teigiamos įtakos šiam reiškiniai. Įmonės, nusprendusios tapti viešomis, turi atidžiai išanalizuoti buvusią, esamą ir būsimą įmonės finansinę padėtį, konkurenciją, įmonės plėtros galimybes, kitų įmonių, jau pasinaudojusių IPO sandoriais, finansinius rezultatus, akcijų rinkos kainas. Šiai analizei atlikti darbe sudaryta IPO sandorio efektyvumo vertinimo metodika.

SUMMARY

Daiva Petrauskiene

Economic evaluation of initial public offering transactions efficiency in NASDAQ OMX Baltic exchange.

Master's work.

The appearance of companies in public stock exchange market becomes a much more popular way to attract new capital. Successful implementation of initial public offering (further IPO) guarantees big additional inflows of capital to the issues. To gain access to the list in stock exchange is very important moment for the company and it initiates a new qualitative stage in company's action. The goal of research - economic evaluation of initial public offering transactions efficiency in NASDAQ OMX Baltic exchange and it's influence on the variation of value of a company. The efficiency of initial public offering transactions in NASDAQ OMX Baltic is determined by using an evaluation of IPO variation of quantity and value, classification, inter-ratio between company and stock exchange. It is estimated that the IPO transactions make positive influence on variation of company's value. If the company has decided to become a public company it should scan through past, present and future financial company's situation,

competition, possibilities of future development, analyze the financial results of other company's which has already made IPO transactions and market value of shares. In order to make this evaluation a structured methodology of valuation of efficiency of IPO transactions is provided.

TURINYS

ĮVADAS	4
I. ĮMONĖS KAPITALO FORMAVIMO NAUDOJANT IPO SANDORIUS	
TEORINIAI ASPEKTAI	7
1.1. IPO apibūdinimas, pagrindinė idėja.....	8
1.2. IPO privalumai ir trūkumai emitento aspektu.....	12
1.3. IPO privalumai ir trūkumai investuotojo aspektu.....	15
1.4. IPO reglamentavimas NASDAQ OMX Baltic vertybinių popierių biržoje.....	16
1.5. IPO organizavimo struktūra.....	17
1.6. IPO dalyviai, jų tikslai ir vaidmuo.....	23
1.7. IPO galimybės ir pavojai.....	28
II. NASDAQ OMX VERTYBINIŲ POPIERIŲ BIRŽOS IPO SANDORIŲ EFEKTYVUMO EKONOMINĖ ANALIZĖ	30
2.1. IPO sandorių ekonominis įvertinimas OMX vertybinių popierių biržoje 2004-2008 m.	30
2.1.1. IPO skaičiaus dinamika 2004 m. – 2008 m.....	31
2.1.2. IPO suskirstymas pagal GICS klasifikaciją.....	33
2.1.3. IPO sandorių poveikis OMX Baltic rinkos veiklos rezultatams.....	36
2.2. IPO sandorių įtakos įmonės veiklos rezultatams ekonominė analizė	38
2.2.1. Įmonių pelningumo ir likvidumo analizė prieš ir po IPO.....	39
2.2.2. Įmonių vertės analizė prieš ir po IPO.....	42
III. IPO SANDORIŲ EFEKTYVUMO VERTINIMO METODIKA	52
IŠVADOS IR PASIŪLYMAI	60
LITERATŪRA	63
PAGRINDINIŲ SĄVOKŲ ŽODYNAS	67
PRIEDAI	71

ĮVADAS

Temos aktualumas ir naujumas. Kiekvienoje ekonomiškai išsivysčiusioje valstybėje ir daugelyje besivystančių valstybių yra vertybinių popierių rinkos. Pasinaudojant jomis galima pritraukti verslui reikalingų investicijų, pasiskolinti piniginių lėšų ar valdyti finansines - ūkines rizikas. 2004 metais, Lietuvai, Latvijai ir Estijai įstojus į Europos Sąjungą, prisijungus prie OMX vertybinių popierių biržų operatoriaus, o nuo 2008 metų jau tapus NASDAQ OMX vertybinių popierių biržos narėmis, atsirado nauja kokybinė ekonomikos aplinka. Suaktyvėjo Pabaltijo šalių rinkų integracija į Europos ir viso pasaulio ekonomiką. Stambios ir vidutinės įmonės atrado naujas galimybes savo strateginių tikslų pasiekimui. Nuo XX a. devintojo dešimtmečio vis labiau populiarėjančiu kapitalo pritraukimo būdu tampa įmonių išėjimas į atvirą vertybinių popierių rinką. Sėkmingai įvykdytas pirminis akcijų viešas siūlymas (angl. *IPO – Initial Public Offering*) (toliau – IPO) stambiose vertybinių popierių biržose garantuoja emitentams dideles papildomo kapitalo įplaukas, o taip pat suteikia ir kai kuriuos kitus privalumus: viešos įmonės gali tikėtis stabilaus jų akcijų kainų kilimo, geresnių kreditavimo sąlygų, strateginių sutarčių pasirašymo tarptautinėse rinkose. Įmonės patekimas į vertybinių popierių biržos sąrašą yra labai svarbus momentas ir žymi kokybiškai naują įmonės veiklos etapą.

Finansų maklerių stebėjimų duomenimis 2006 metais inicijuoti IPO pasiekė visų laikų rekordą. Aktyviausiai į pasaulines vertybinių popierių biržas ėjo besivystančių šalių bendrovės, kurių priekyje nepralenkiamą buvo Kinija. Kyla klausimas, kuo IPO sandoriai tokie patrauklūs? Kokie jų trūkumai ir privalumai? Kokios įmonės jais naudojasi ir kodėl?

Darbe bus analizuojama NASDAQ OMX IPO skaičiaus kitimo dinamika, pasiskirstymas pagal pramonės sektorius, IPO rezultatai konkrečiose įmonėse, IPO įtaka įmonės vertės pokyčiui, vertinamas papildomo kapitalo pritraukimo efektyvumas naudojant IPO sandorius.

I Hipotezė – IPO sandorių apimtys teigiamai veikia konkrečios vertybinių popierių biržos kapitalizacijos pokyčius.

II Hipotezė – IPO sandoriai turi teigiamos įtakos įmonės vertės pokyčiui.

Tyrimo objektas - IPO sandoriai NASDAQ OMX Baltic vertybinių popierių biržoje 2004-2008 metais.

Tyrimo dalykas – pirminio akcijų viešo siūlymo sandorių efektyvumo NASDAQ OMX Baltic vertybinių popierių biržoje ekonominė analizė.

Tyrimo tikslas – atlikti pirminio akcijų viešo siūlymo sandorių efektyvumo NASDAQ OMX Baltic vertybinių popierių biržoje ekonominę analizę ir įvertinti šių sandorių poveikį įmonių vertės pokyčiui.

Uždaviniai:

1. apibendrinti ir susisteminti įmonės kapitalo formavimo šaltinių teorinius aspektus;
2. apibrėžti IPO kaip ekonominį reiškinį, nustatyti IPO privalumus ir trūkumus emitento ir investuotojo aspektais;
3. išanalizuoti IPO organizavimo struktūrą ir išsiaiškinti IPO teisinį reglamentavimą;
4. atlikti NASDAQ OMX VP biržos IPO sandorių efektyvumo ekonominę analizę;
5. sudaryti IPO sandorių efektyvumo vertinimo metodiką.

Tyrimo bazė - NASDAQ OMX priklausančių vertybinių popierių biržų IPO sandoriai nuo 2004 m. iki 2008 m. IPO sandorius literatūroje nagrinėja ir teisininkai, ir auditoriai, ir investiciniai bankai, ir ekonomistai. Literatūroje IPO dažniausiai nagrinėjamas JAV ir Jungtinės Karalystės finansų rinkų kontekste, nes jos pasaulyje yra didžiausios IPO siūlymų rinkos ir gali pasiūlyti didžiausią tarptautinių investuotojų būrį. Dauguma autorių, nagrinėjančių IPO, naudoja ir analizuoja IPO, įvykusius JAV. Mažai yra literatūros apie IPO procesus Europoje ir Baltijos šalyse. Daugiau duomenų apie Europos IPO statistiką galima rasti tik šiam regionui priklausančių VP biržų skelbiamoje statistinėje informacijoje, Europos Vertybinių Popierių Biržos Federacijos (ang. Federatio of European Securities Exchanges) statistinėje informacijoje. Šie duomenys ir buvo naudojami analizuojant IPO sandorius NASDAQ OMX Baltic. Pagrindiniai tyrimo metodai: teorinėje dalyje panaudota literatūros analizė bei praktiniame tyrime analizuojant konkrečių įmonių finansinius duomenis naudoti šie analizės atlikimo metodai: horizontalioji ir vertikalioji analizė, lyginamoji analizė, santykinių rodiklių (koeficientų) analizė. Grafinis būdas, gautų duomenų interpretavimo ir loginis metodai naudojami visoje darbo praktinėje dalyje.

Pagrindiniai darbo rezultatai - praktinis darbo naujumas apima darbe sudarytą IPO sandorių efektyvumo vertinimo metodiką. Ji gali būti panaudota įmonių IPO sandorių efektyvumo ekonominei analizei.

Darbo struktūra sudaro trys dalys: konceptualiojoje dalyje apžvelgiami įmonės kapitalo formavimo naudojant IPO sandorius teoriniai aspektai. Analitinėje – tiriamojoje dalyje atliekamas IPO sandorių ekonominis įvertinimas OMX vertybinių popierių biržoje 2004-2008 m., vykdoma IPO sandorių įtakos įmonės veiklos rezultatams ekonominė analizė. Vadovaujantis atliktos analizės

duomenimis sudaroma IPO sandorių efektyvumo vertinimo metodika. Pateikiamos išvados ir rekomendacijos.

I. ĮMONĖS KAPITALO FORMAVIMO NAUDOJANT IPO SANDORIUS

TEORINIAI ASPEKTAI

Kiekvienos įmonės veiklos tikslas – pelno didinimas. Gamybinėse įmonėse jis pasiekiamas įdiegiant naujas technologines linijas, sukuriant naujus produktus, prekybinėse – didinant prekybos plotus ir t.t. Tačiau visą tai reikia finansuoti. Todėl tolimesnis įmonių veiklos tikslas yra investicijų finansavimas optimaliausiais kapitalo kaštais.

Savo investicijų finansavimui įmonės vadovai gali naudoti vidinį ir išorinį kapitalą. Vidinis kapitalas įmonėje formuojamas dviem būdais:

1. įmonės uždirbtas ir reinvestuotas pelnas;
2. akcininkų papildomi įnašai.

Išorinis kapitalas įmonėje gali būti įsigyjamas dviem būdais:

1. tiesiogiai derantis dėl finansavimo su bankais ar lizingo bendrovėmis;
2. viešo siūlymo ar privataus paskirstymo būdu išplatinant nuosavybės ar skolos vertybinius popierius.

Išorinio kapitalo gavimas glaudžiai susijęs su finansų rinkomis. Finansų rinkos siekia kuo efektyviau perskirstyti laikinai laisvas lėšas pinigų naudotojams. Finansų rinkos vieniems dalyviams suteikia galimybę gauti reikiamą lėšų, o kitiems – turimas lėšas investuoti, skatina nuosavybės finansavimą. Rinkoje nuosavybės vertybinius popierius išleidžia ir platina emitentai, t.y. firmos ir finansinės institucijos, kurioms reikalingos lėšos nuosavam kapitalui suformuoti arba kurios nori skolintis.

Vis populiariausiu išorinio kapitalo pritraukimo būdu tampa pirminis akcijų viešas siūlymas. Pasak Ino Welchas ir Anthony Neubergeras (1999) pirminis akcijų viešas pardavimas, atrodo, puikus būdas įmonei pritraukti kapitalą. Bet čia gali būti ir svarbių trūkumų investuotojams, kurie priima pasiūlymą, bei pačioms įmonėms.

Įmonėms reikia kapitalo investicijoms finansuoti ir verslui plėsti. Vienas iš būdų pritraukti kapitalą iš investuotojų yra parduoti akcijas - nuosavybės teisę, kuri suteikia teisę investuotojams į pelno dalį ir į dalyvavimą įmonės valdyme. Akcijų išleidimas atrodo lengvas būdas įmonės vadovams pritraukti kapitalą. Kitaip nei skolindamasi, įmonė neprisiima jokių įsipareigojimų gražinti kapitalą ar mokėti kitas pajamas naujiems investuotojams. Vienintelis finansinis įsipareigojimas yra naujuosius akcininkus vertinti taip pat, kaip ir senuosius, kai mokami dividendai ar kitaip skirstomas pelnas.

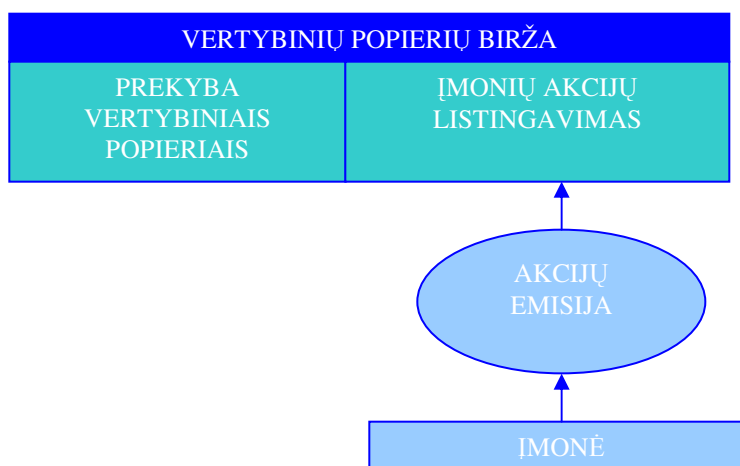
Išleidžiant naują akcijų emisiją, sumažėja dabartinių akcininkų nuosavybės dalis, nors kartu įmonei priklausančio turto vertė didėja. Naujos emisijos faktas, kapitalo suma, būdas, kuriuo akcijos

išleidžiamos, turės įtakos tam, kaip rinka priims naują įmonės akcijų emisiją.

Toliau nagrinėjant šį klausimą, naudinga išskirti dviejų tipų akcijų emisijas: IPO, kai įmonė parduoda savo akcijas rinkoje pirmą kartą ir pakartotinę emisiją, kai įmonė, anksčiau jau platinusi savo akcijas biržoje, vėl nusprendžia leisti emisiją. Iš IPO dar verta išskirti pirminius pasiūlymus, kai parduodamos naujos akcijos, ir antrinius pasiūlymus (angl. *secondary public offering, SPO*), kai parduodamos akcijos, priklausančios dabartiniams akcininkams.

1.1. IPO apibūdinimas ir pagrindinė idėja

Vertybinių popierių birža yra vieta, kurioje vyksta ne tik prekyba vertybiniais popieriais, bet taip pat vykdomas ir įmonių nuosavybės vertybinių popierių listingavimas (1 pav.).



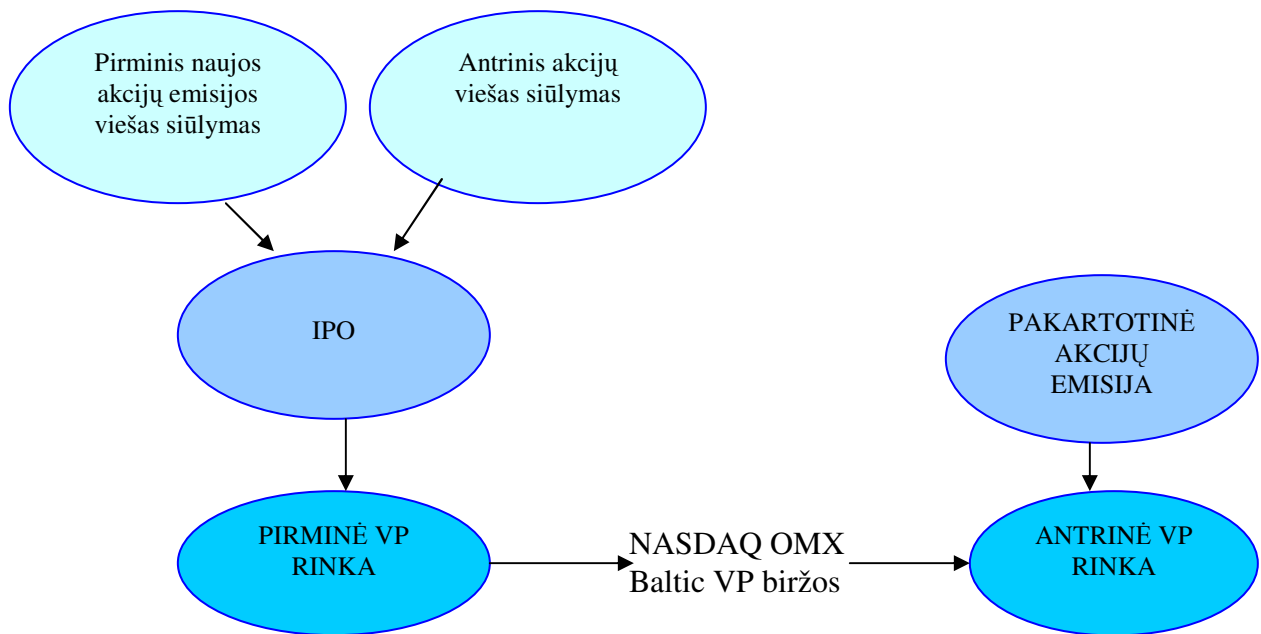
1 pav. Vertybinių popierių biržos veiklos schema

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Pirminio akcijų viešo siūlymo metu įmonė (emitentas) pirmą kartą viešai platina savo akcijas pirminėje vertybinių popierių rinkoje. Parduodamų akcijų emisija formuojama dviem būdais:

- 1) tai gali būti visiškai naujų akcijų emisija;
- 2) arba dalinis jau esamų akcijų viešas pardavimas (SPO).

Po pirminio akcijų viešo siūlymo įmonės akcijomis pradedamam prekiauti vertybinių popierių biržoje – antrinėje vertybinių popierių rinkoje. Šioje rinkoje įmonė gali vykdyti pakartotines akcijų emisijas. Pakartotinė emisija - emisija, kuomet ją išleidžianti įmonė jau listinguoja savo akcijas vertybinių popierių biržoje ir ši emisija jai yra papildoma. Visa akcijų patekimo į vertybinių popierių biržą schema pateikta 2 pav.



2 pav. Nuosavybės vertybinių popierių patekimo į vertybinių popierių biržą schema

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Pirminis akcijų viešas siūlymas įvairių autorių apibūdinamas taip:

IPO – tai pirmasis įmonės akcijų pardavimas viešai. IPO metu siūlomos akcijos dažnai, bet ne visada yra mažų, jaunų įmonių, ieškančių išorinio akcinio kapitalo ir viešos rinkos savo akcijoms [32];

IPO – pirminis viešas akcijų siūlymas visuomenei. Vykdomas emitentui (bendrovei) sudarant sutartį su tarpininku, kuris, ištyręs paklausą, nustato išleidžiamų vertybinių popierių kainą ir po to juos platina investuotojams [36];

Dar IPO finansų rinkų terminologijoje taip vadinamas procesas kai bendrovės akcijos pirmą kartą siūlomos plačiajam investuotojų ratui ir pradedamos kotiruoti biržoje [35];

IPO - pirmas kartas, kai bendrovė išleidžia akcijas, skirtas viešam platinimui. Šis procesas taip pat reiškia uždarnosios akcinės bendrovės tapimą akcine bendrove. Pirminio viešo siūlymo metu parduodamos akcijos dažnai, nors ne visada, yra akcijos jaunų, nedidelių įmonių, siekiančių išorinio akcinio kapitalo ir viešos rinkos jų akcijoms. Investuotojai, įsigyjantys akcijas pirminio viešo siūlymo metu, turėtų būti pasirengę prisiimti didelę riziką mainais už galimybę gauti didelį pelną;

Viešas vertybinių popierių platinimas – tai išleidžiamų vertybinių popierių siūlymas visuomenei. Norint pritraukti papildomų lėšų bendrovės veiklai plėsti, dažniausiai viešai platinamos akcijos, kartais

– obligacijos ar mišrūs vertybiniai popieriai (konvertuojamosios obligacijos).

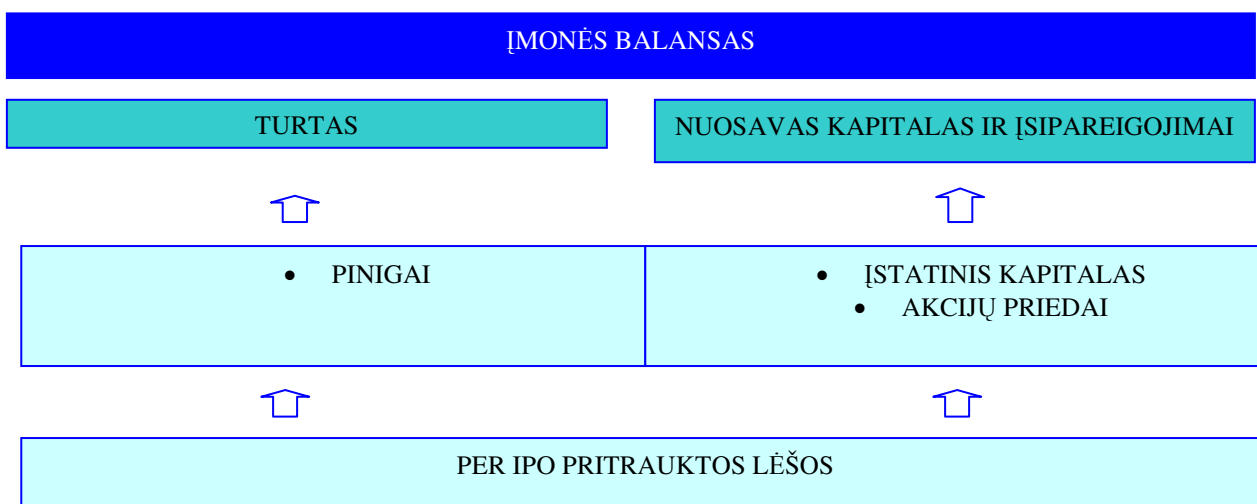
Kai kada juokaujama, kad IPO reiškia „Immediate Profit Opportunities“ (Nedelsiamas pelno galimybes) arba „It’s Probably Overpriced“ („Tai tikriausiai pervertinta“). Dažnas šių dienų investuotojas IPO supranta, kaip greito ir garantuoto pelno galimybę. Ši nuomonė susiformavo devinto dešimtmečio pabaigoje, kai į JAV biržą atėjo begalė naujų aukštųjų technologijų kompanijų, o jų savininkai iš karto tapdavo milijonieriais.

Visas bendroves galima skirstyti į dvi kategorijas – privačias ir viešas. Privačios - tai bendrovės, kurios nepardavinėja savo akcijų viešai. Be to jos neprivalo viešai atskleisti informacijos apie savo veiklą, finansinius rezultatus ar rodiklius. Dažniausiai tokių bendrovių akcijas valdo vos keli savininkai, o kitiems investuotojams tokios bendrovės praktiškai „nepasiekiamos“. Ir nors dažniausiai tai mažesnės bendrovės, tačiau galima rasti ir stambių privačių bendrovių pavyzdžių. Viešos bendrovės - tai tokios, kurios bent dalį savo akcijų yra pardavę viešai ir kotiruojasi biržoje. Dažniausiai jos turi kelis stambius ir daug smulkių savininkų (investuotojų). Be to joms taikomi griežti valdymo ir informacijos atskleidimo reikalavimai, o visų tokių taisyklių laikymąsi prižiūri specialios vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijos.

Apibendrinant įvairių autorių IPO apibrėžimus išryškėja pagrindinė IPO koncepcija:

- viešas siūlymas privačios įmonės akcijas pirkti vertybinių popierių biržoje;
- įmonė išleidžia naujas akcijas norėdama gauti papildomo kapitalo;
- tai kapitalo didinimas, o ne lėšų pasiskolinimas;
- esami akcijų savininkai gali pasitraukti dalinai arba visiškai;
- iki tol įmonės akcijomis nebuvo prekiaujama vertybinių popierių biržoje.

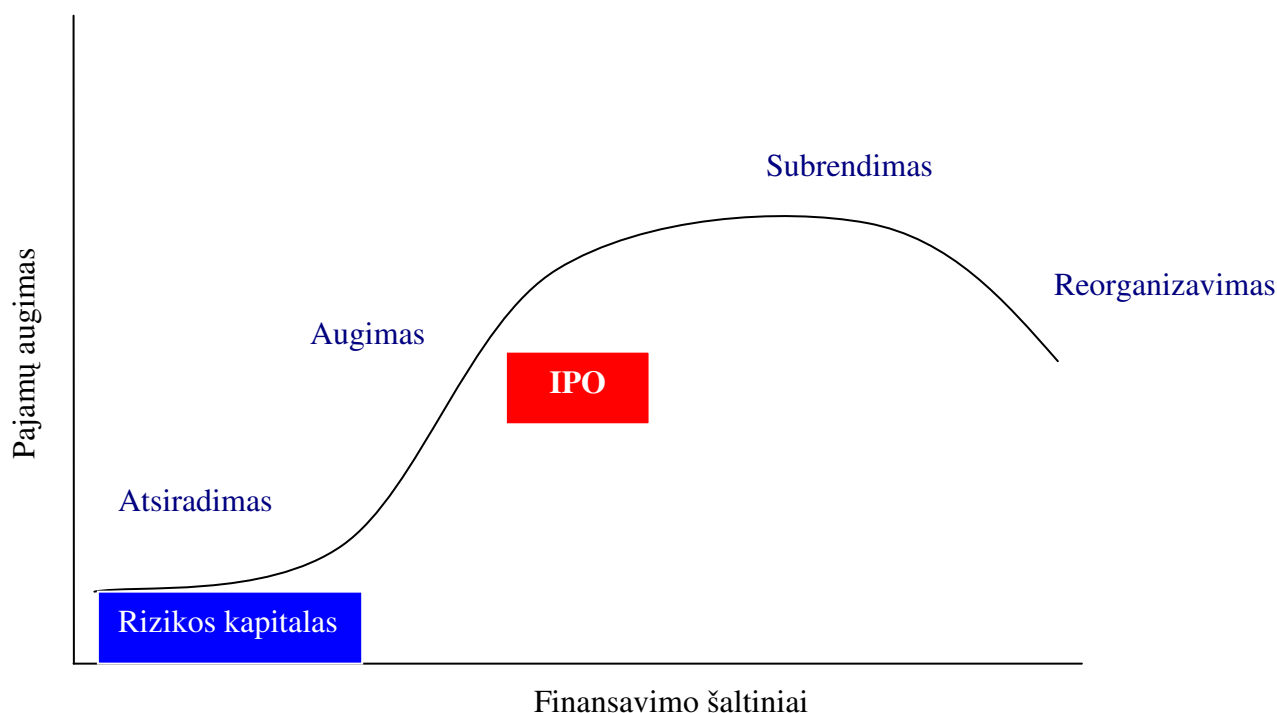
Per IPO pritrauktas kapitalas neviršta įmonės skola, bet padidina įmonės nuosavo kapitalo dalį ir turtą (3 pav.).



3 pav. Per IPO pritraukto kapitalo įtraukimo į įmonės balansą schema

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

IPO analitikų pastebėjimais IPO siūlymo idėja įmonėje subręsta tuomet, kai jos verslo ciklas būna įsibėgėjęs ir pasiekęs augimo fazę (4 pav.). Taip yra todėl, kad šiame įmonės verslo cikle jau būna susiformavusi pagrindinė veiklos strategija, gera vadovų ir personalo komanda, uždirbtas pelnas, užkariauta nemaža rinkos dalis, suformuotas klientų, kreditorių pasitikėjimas.



4 pav. Įmonės verslo ciklas ir IPO siekiant finansavimo; Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Įmonės „Jūsų tarpininkas“ makleris A. Adomkus įmonėms pataria „svarstyti ėjimą į biržą verta tuo metu, kai įmonė jau yra pakankamai didelė, bet vis dar neperėjusi augimo stadijos. Dažnai savininkai suklysta pateikdami IPO tuo metu, kai įmonė jau pasiekusi aukščiausią augimo tašką, ir pateikdami rinkai tik nedidelę akcijų dalį, pavyzdžiui, 10 proc. Toks pasiūlymas nebus patrauklus“ [17, p.21].

Dažnai po IPO seka pakartotinė akcijų emisija. Jos tikslas - įmonės augimo palaikymui reikalingo papildomo kapitalo pritraukimas išleidžiant naujas papildomas akcijų emisijas. Šiame procese įmonė gali greitai įvertinti savo akcijų vertę, nes jomis jau prekiaujama vertybinių popierių biržoje.

1.2 IPO privalumai ir trūkumai bendrovės aspektu

Dažniausiai IPO vykdomas tada, kai bendrovei reikia pritraukti dideles lėšas naujų investicijų finansavimui ir plėtrai. Yra ir kitų finansavimo būdų (pvz. bankų paskolos), tačiau jie ne visada gali patenkinti vis didėjančius klestinčios bendrovės poreikius, o be to, viešas akcijų išplatimas ir tapimas vieša bendrove bei listingavimasis vertybinių popierių biržoje įmonei turi keletą labai svarbių privalumų, kuriuos galima suskirstyti į dvi pagrindines grupes: finansiniai ir marketinginiai.

Finansinių privalumų yra daugiau nei marketinginių ir jie yra tokie:

- 1) Plėtimasis. Pritraukiamas kapitalas įmonės augimo vystymui. Įmonės komercinių galimybių įgyvendinimui reikalingas kapitalas, kuris dažnai viršija esamas įmonės galimybes. Akcijų listingavimas vertybinių popierių biržoje sukuria didesnes galimybes priėti prie neribotų kapitalo išteklių. Esant poreikiui, kompanija bet kada gali išleisti naujas akcijų emisijas, skirtas stambių projektų finansavimui, tiksliniam investuotojui arba susijungimų bei kitų bendrovių pirkimo procedūroms palengvinti;
- 2) Įvertinimas. Vykdomas objektyvus ir tikslus įmonės įvertinimas;
- 3) Pastangos. Emitentui reikia mažiau pastangų ir paieškos laiko norint gauti pinigų;
- 4) Mažesni finansavimo kaštai. Sudaromos galimybės pigiau pritraukti kapitalo iš rinkos tiek leidžiant pirmines, tiek pakartotines vertybinių popierių emisijas. Per IPO pritrauktos lėšos „nieko nekainuoja“, t.y. jų nereikia niekam gražinti bei nereikia už jas mokėti palūkanų. Be abejo, pats IPO organizavimas bendrovei kainuoja ir dažnai gana ne pigiai;
- 5) Likvidumas. Akcijų listingavimas vertybinių popierių biržoje didina akcijų likvidumą - akcininkai turimas akcijas gali lengvai paversti pinigais;

- 6) Akcininkų prasmė. Bendrovės akcininkams akcijų turėjimas įgauna aiškesnę prasmę - akcijas įvertina rinka atsižvelgiant į bendrovės rezultatus ir perspektyvas;
- 7) Finansavimo priemonė. Sudaromos galimybės naudoti savo akcijas finansuojant įsigijimus ir susiliejimus. Vykdamas bendrovių susiliejimus gali būti pageidaujama, kad veiklą tęsiančios įmonės akcijos būtų listinguojamos biržoje. Tokiu būdu veiklą tęsianti įmonė gali naudoti likvidžias listinguojamas akcijas kaip mokėjimą (dalinį arba pilną) veiklą nutraukiančios įmonės akcininkams;
- 8) Sumažintas išorinis skolinimasis. Įmonė gali veikti daug laisviau kai ji nėra varžoma didelių kreditų. Norėdamos pritraukti naujo kapitalo įmonės mieliau naudojasi akcijų kapitalo rinka nei dar daugiau didina skolą kreditoriams;
- 9) Rinkos vertė. Privati įmonė dažnai vertinama pagal jos grynąjį kapitalą. Listinguojantis vertybinių popierių biržoje viešai parodoma įmonės akcijos rinkos vertė;
- 10) Teisių apsauga. Garantuojama didesnė investuotojų teisių apsauga;
- 11) Paveldėjimas, tęstinumas. Šeimos ar giminės verslas gali susidurti su atveju, kuomet paveldėjus verslą reikia jį parduoti. Padėtis būtų lengvesnė ir naudingesnė, jei parduodamo verslo akcijos būtų listinguojamos vertybinių popierių biržoje. Listinguojamos įmonės akcijos dažnai yra vertinamos aukščiau nei privačios;
- 12) Internacionalizavimas. Įmonė, kuri listinguojasi, yra labiau patrauklesnė užsienio investuotojams nei privati. Listingavimasis suteikia daugiau galimybių formuojant strateginius susivienijimus, aljansus, pvz. tarptautiniai holdingai, nustatantys tikslią įmonės akcijų kainą ir pagerinantys jų apyvartumą;
- 13) Mažesni nuostoliai. Bankroto atveju akcijos turėtojas pretenduos į jos nominalią vertę arba nieko negaus, nes jis yra akcininkas. Jei buvo vienas ar keli savininkai, o po emisijos jų atsirado 1000, tai bankroto atveju pirminiems savininkams bus mažesnis nuostolis nei jie būtų keliese.

Marketinginiai privalumai ne ką mažiau svarbūs nei finansiniai:

- 1) Prestižas. Keliamas bendrovės prestižas. Listingavimasis biržoje kelia kompanijos prestižą ir garsina vardą. Reitingų agentūros tokioms kompanijoms suteikia aukštesnius skolinimosi reitingus, kas atveria kelią pigesniai finansavimui ateityje (paskolos, obligacijų emisijos);
- 2) Matomumas. Didinamas bendrovės pastebimumas bei parodomas jos vadovybės profesionalumas;
- 3) Investuotojų dėmesys. Skatinamas didesnis potencialių investuotojų susidomėjimas;

- 4) Patikimumas. Stiprinamas bendrovės patikimumas partnerių, kreditorių, darbuotojų, kitų interesų grupių akyse;
- 5) Reklama. Pritraukiama daugiau žiniasklaidos dėmesio - taip reklamuojama ne tik bendrovė, bet ir jos produktai/paslaugos;
- 6) Darbuotojų skatinimas. Prekyba akcijomis atviroje rinkoje užtikrina didelį likvidumą. Tai leidžia bendrovėms vykdyti talentingų darbuotojų skatinimą, dalinant jiems įmonės akcijas ar akcijų opcionus (teisę ateityje už nustatytą kainą įsigyti akcijų);
- 7) Matomumas. Listinguojama įmonė labiau matoma nei privati. Žiniasklaida nuolat seka viešų įmonių augimą, plėtrą. Greiti elektroniniai informacijos perdavimo kanalai naudojami akcijų dienos kainos skelbimui spaudoje.

Be abejo yra ir neigiamų IPO aspektų:

- 1) Brangumas: investicinio banko mokestis 3-5% nuo IPO bendrųjų įplaukų, mokėjimai juristams ir konsultantams, Roadshow and marketingo išlaidos, pasirašymo nuolaidos;
- 2) Išlaidos, susijusios su valdymu ir ataskaitų teikimu;
- 3) Kadangi vieša, biržoje listinguojama bendrovė privalo reguliariai teikti ataskaitas apie savo veiklą, finansinius rezultatus, esminius įvykius, naujus įsigijimus bei plėtros planus, tokia informacija gali lengvai pasinaudoti konkurentai;
- 4) Atsiranda galimybė, kad priešas (konkurentas) gali įsigyti kontrolinį akcijų paketą.

Apie tai, kad atėjimas į vertybinių popierių biržą turi daugiau privalumų nei trūkumų kalba ir NASDAQ OMX Vilnius VP biržos senbuvės AB „Apranga“ generalinis direktorius R.Perveneckas: „Matome tikrąją įmonės vertę, galime pritraukti kapitalo už realią kainą. Turime ir reklaminės naudos – mūsų bendrovė užsiima plataus vartojimo prekių mažmenine prekyba, dažnas bendrovės vardo paminėjimas biržos apžvalgose mums yra svarbus“ [17, p.21].

T.Andriuškevičius [17, p.21], „SEB Enskilda“ banko asocijuotasis direktorius mano, kad „į biržos sąrašą įtraukos bendrovės turi daugiau privalumų ir naudos nei neįtrauktos. Iš visų akcinio kapitalo pasirinkimų IPO ir po to galinčios eiti antrinės emisijos yra pats pigiausias būdas finansuotis. Norint pritraukti tam tikrą pinigų sumą, IPO metu reikės atiduoti mažesnę procentą savo akcinio kapitalo. Be to birža garantuoja įmonės akcijų likvidumą – užtikrina, kad akcijoms bus rinka. Tuo tarpu uždarosios akcinės bendrovės akcininkai yra pririšti vienas prie kito. Dar vienas svarbus privalumas - sąraše esanti bendrovė yra matomesnė, skaidresnė, jos reputacija didėja, o tai atsiperka bendraujant su klientais ir tiekėjais“.

Ž.Lapinskas, „City Service“ generalinis direktorius, įmonės pasirengimą IPO siūlymui prilygina „kompleksiniam įmonės sveikatos patikrinimui“. Anot jo „tai užima laiko, bet yra labai naudinga. Birža parodo, ar tinkamas verslo modelis, kokios kompanijos perspektyvos“ [17, p.21].

1.3. IPO privalumai ir trūkumai investuotojo aspektu

Nors IPO dažniausiai plačiai reklamuojami ir minimi kaip gero ir greito uždarbio galimybė, tačiau jokių būdu nereikėtų skubėti juose dalyvauti, o prieš apsisprendžiant investuoti reikėtų nepamiršti šių dalykų:

1) Bet kurios bendrovės tikrosios akcijų vertės nustatymas yra labai sudėtingas ir sunkus uždavinys. IPO atveju tai dar sunkiau padaryti, nes viešai žinomos informacijos apie bendrovės veiklą, jos finansinius rezultatus ir kitus aktualius dalykus yra labai mažai. Pagrindinis informacijos šaltinis yra pirminio viešo akcijų siūlymo prospektas, kurį patartina labai gerai išanalizuoti. Ypač reikėtų atkreipti dėmesį į bendrovės vadybininkų komentarus dėl ateities perspektyvų ir dėl būsimo per IPO surinktų lėšų panaudojimo;

2) Stambių, gerai žinomų investicinių tarpininkų organizuojami IPO paprastai būna sėkmingesni. Tai aiškinama tuo, kad tokie tarpininkai turi galimybes organizuoti geras reklamines kompanijas, bei palaiko ryšius su daugeliu rinkos dalyvių;

3) Paprastai po IPO išplatavimo, seniesiems bendrovės akcininkams yra taikomas akcijų pardavimo apribojimas, t.y. tam tikrą laiką jie išsipareigoja nepardavinėti savo akcijų. Todėl, pasibaigus šiam terminui, rinkoje gali ženkliai padidėti akcijų pasiūla iš "senujų" akcininkų pusės, kas gali neigiamai paveikti akcijų kainą biržoje;

4) Pirmosiomis dienomis, kai bendrovė pradeda listinguoti biržoje, jos akcijų apyvarta, likvidumas bei kainos pokyčiai dažniausiai būna milžiniški ir toli gražu neatspindi tikrosios situacijos, įsivyrasiančios po kurio laiko. Tokį aktyvumą galima paaiškinti skirtingais rinkos dalyvių lūkesčiais dėl akcijų kainos, institucinių investuotojų norą „atsikratyti“ arba sukaupti didesnius akcijų paketus bei galimą investicinio tarpininko stabilizavimo veiklą, kai jis vykdo intervenciją dirbtinai keldamas akcijos kainą. Todėl pirmosiomis akcijų prekybos dienomis investicinius sprendimus reikia priiminėti neskubant ir ypač apgalvotai.

1.4. IPO reglamentavimas NASDAQ OMX Baltic vertybinių popierių biržoje

Paprastai akcijos viešai yra siūlomos tikslu jas įtraukti į prekybą reguliuojamoje rinkoje. Tam tikslui emitentas turi atitikti konkrečios reguliuojamos rinkos nustatytas taisykles.

NASDAQ OMX Baltic Baltijos šalių vertybinių popierių biržos turi bendrus prekybos sąrašus, į kuriuos yra įtraukiami visose Baltijos šalių biržose listinguojamų bendrovių vertybiniai popieriai. Tačiau teisiniu požiūriu, kiekvienos šalies bendrovės yra listinguojamos vietinėje rinkoje, t.y., Latvijos bendrovių vertybiniai popieriai yra įtraukti į vertybinių popierių biržos NASDAQ OMX Ryga prekybos sąrašus, Estijos bendrovių vertybiniai popieriai – į vertybinių popierių biržos NASDAQ OMX Tallinn prekybos sąrašus, Lietuvos bendrovių vertybiniai popieriai – į vertybinių popierių biržos NASDAQ OMX Vilnius prekybos sąrašus, o kiekvienos šalies rinkos priežiūrą vykdo tos šalies vertybinių popierių rinkos priežiūros institucija.

Kiekviena NASDAQ OMX Baltic priklausanti vertybinių popierių birža turi patvirtintas reguliuojamos rinkos taisykles, kurios apima ir specialius reikalavimus akcijų emitentams ir jų išleistoms akcijoms, kurias siekiama įtraukti į Oficialųjį prekybos sąrašą. Vertybinių popierių biržos valdyba priima sprendimą įtraukti vertybinius popierius į prekybos sąrašą, jeigu emitentas ir jo vertybiniai popieriai atitinka reguliuojamos rinkos Prekybos taisyklėse nustatytus reikalavimus: “AB NASDAQ OMX Vilnius reguliuojamos rinkos taisyklės” [42], “NASDAQ OMX Ryga Rules on Listing and Trading of Financial Instruments on the Markets Regulated by the Exchange” [41] “NASDAQ OMX Tallinn rules” [43]. Pagal visų trijų nagrinėjamų vertybinių popierių biržų taisykles emitentas, norintis savo akcijas įtraukti į biržos Oficialųjį sąrašą, privalo atitikti šiuos reikalavimus:

1) Emitentas turi būti aktyviai vykęs savo pagrindinę veiklą mažiausiai trejus paskutinius metus. Atsižvelgdama į emitento finansinę padėtį, jo pozicijas rinkoje, veiklos sritį, reputaciją, ateities planus ir kitus faktorius, reikšmingus įvertinant emitentą ir jo veiklą, NASDAQ OMX Baltic VP biržos turi teisę daryti jam išimtį dėl šio reikalavimo;

2) Emitentas turi būti paskelbęs arba pateikęs savo paskutinių trejų finansinių metų audituotas metines finansines atskaitomybes. Paskutinių finansinių metų finansinė atskaitomybė turi būti parengta pagal Tarptautinius finansinės atskaitomybės standartus. Kai emitentas veikia trumpesnę nei trejų metų laikotarpį, NASDAQ OMX Baltic vertybinių popierių biržos turi teisę daryti jam išimtį dėl šio reikalavimo, jeigu mano, kad investuotojai turi galimybę susipažinti su visa informacija, reikalinga motyvuotam sprendimui dėl investicijų į emitento akcijas, kurias siekiama įtraukti į Oficialųjį prekybos sąrašą, priimti;

3) Numatoma akcijų, dėl kurių paduota paraiška įtraukti į Oficialųjį prekybos sąrašą, kapitalizacija arba, jeigu to negalima įvertinti, bendrovės kapitalas ir rezervai, įskaitant pelną ar nuostolius, per paskutinius finansinius metus turi būti ne mažesni kaip keturi milijonai eurų. NASDAQ OMX Baltic vertybinių popierių biržos turi teisę daryti išimtį dėl šio reikalavimo, jeigu yra pakankamas investuotojų interesas prekiauti emitento akcijomis reguliuojamoje rinkoje;

4) Dar iki įtraukimo į Oficialųjį prekybos sąrašą pakankamas laisvų akcijų skaičius turi būti viešai išplatintas Lietuvos Respublikoje ir (ar) vienoje ar daugiau Europos Sąjungos valstybių narių. Laikoma, kad yra išplatintas pakankamas laisvų akcijų skaičius, jeigu:

4.1) akcijos, dėl kurių paduota paraiška įtraukti į Oficialųjį prekybos sąrašą, jau yra išplatintos viešai tiek, kad laisvos akcijos rinkoje sudaro ne mažiau kaip 25% įstatinio kapitalo dalies, kurią sudaro tos klasės akcijos; arba

4.2) akcijos, dėl kurių paduota paraiška įtraukti į Oficialųjį prekybos sąrašą, jau yra išplatintos viešai tiek, kad laisvų akcijų rinkos vertė sudaro ne mažiau kaip dvidešimt penkis milijonus eurų.

5) Laisvomis akcijomis rinkoje laikomos tiesiogiai ar netiesiogiai valdomos akcijos, sudarančios mažiau kaip 10% įstatinio kapitalo dalies, kurią sudaro tos klasės akcijos. Laisvomis akcijomis taip pat laikomos emitento akcijos, fiksuojamos įrašais užsienio valstybėse registruotų sąskaitų tvarkytojų klientų sąskaitose, kurios atidaromos sąskaitų tvarkytojų vardu kliento naudai (*angl. Nominee account*), išskyrus tuos atvejus, kai vadovaujantis kitomis šio punkto nuostatomis akcijos yra nelaikomos laisvomis.

1.5. IPO organizavimo struktūra

Ar tai būtų IPO siūlymas, ar pakartotinis akcijų siūlymas, ar bendra emisija dėl privatizavimo, ar esamų įmonės akcininkų išėjimas iš verslo, ar tai vyktų vietinėje, ar tarptautinėje rinkoje, visiems šiems sandoriams būdingos tos pačios pagrindinės procedūros norint sandorį padaryti sėkmingu. Ross Geddes (2003) išskiria penkis pagrindinius naujos emisijos išleidimo proceso etapus:

1. bendras emisijos klausimo svarstymas (*angl. Corporate issues*);
2. pasiūlymo struktūros formavimas (*angl. Offer structure*);
3. tvarkos nustatymas ir dokumentavimas (*angl. Regulation and documentation*);
4. marketingas, kainos nustatymas ir paskirstymas (*angl. Marketing, pricing and allocation*);

5. rezultatas (angl. *Aftermarket*).

Pagrindinis strateginis klausimas kurį reikia aptarti pirmiausiai galvojant apie IPO yra: "Ar įmonė pasiruošusi tapti vieša?" Dauguma IPO siūlymų yra įmonių, kurios veikia daugiau nei keletą metų. JAV įmonių, pasiūliusių savo IPO medianinis amžius buvo septyni metai 1980-iais, aštuoni metai nuo 1990 iki 1998 m., penki metai nuo 1999 iki 2000 m. Kitose rinkose, pvz. Japonijoje vidutinis įmonės amžius buvo 23,2 metai nuo 1997 iki 2001 m. (Kaneko and Pettway, 2001). Jaunesnės įmonės susiduria su didesniu akcijų neįvertinimo lygiu nei senesnės. Investuotojai į jaunesnes įmones žiūri kaip į rizikingesnes ir už tai nori didesnės pradinės gražos (t.y. pirmos dienos kaina), kompensuojančios riziką.

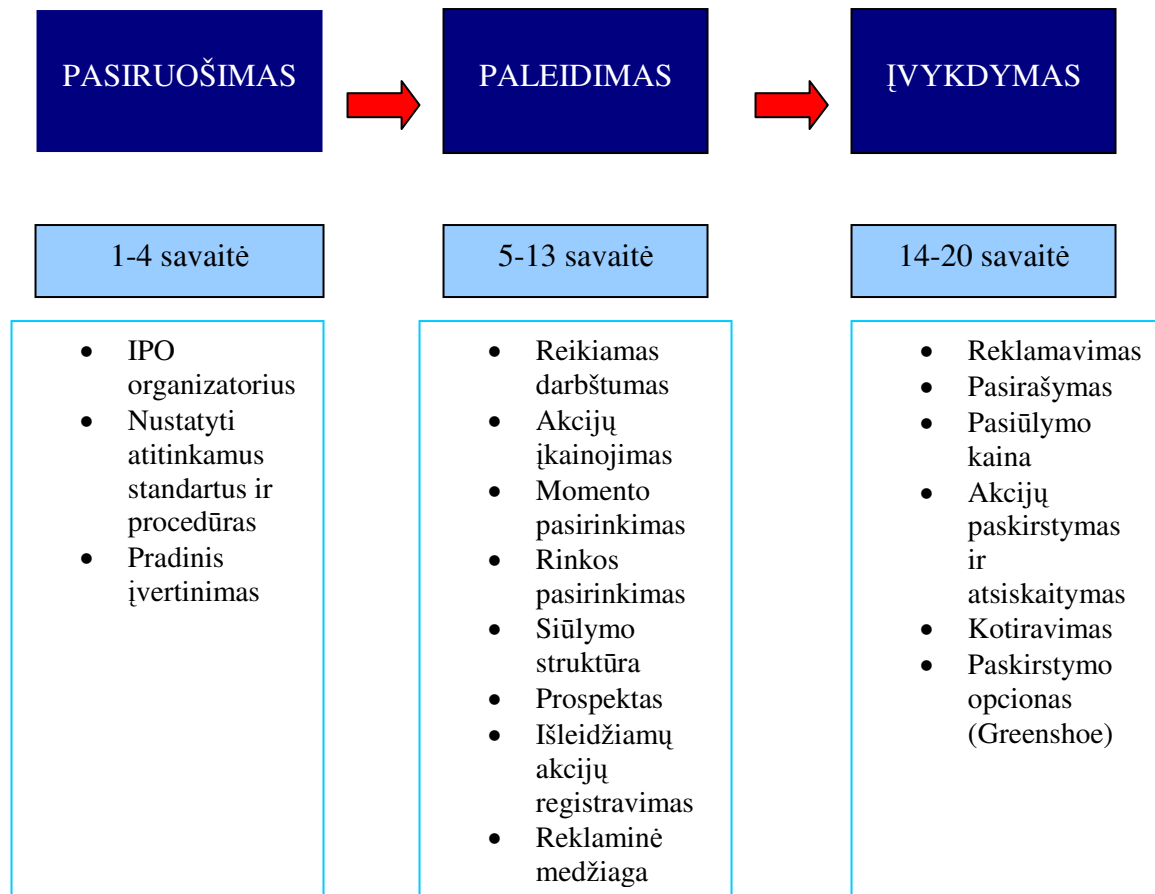
Įmonės amžius kalba apie jos stabilumą, sugebėjimą generuoti pajamas metai iš metų, bet jis nėra vienintelis rodiklis, nusakantis ar įmonė pasiruošusi tapti vieša. "Karštuoju" IPO periodu JAV nuo 1998 iki 2000 m. NASDAQ akcijų rinkoje ir kitose pasaulio akcijų rinkose, įmonės beveik neturinčios veiklos istorijos, neturinčios pelno, o kartais netgi ir pajamų, išleido savo akcijas, pritraukė milijardus dolerių, o paskui patyrusios nuostolius išėjo iš biržos. Bet kuriuo atveju ar akcijų rinka "karšta", ar "rami" įmonė pasiruošusi tapti vieša jei ji gali pateikti įtikinamus argumentus investuoti. Investavimo argumentai apima keletą elementų, tarp kurių pagrindiniai yra:

- 1) vadovavimo gebėjimai ir patirtis;
- 2) finansinių rezultatų istorija;
- 3) pramonės perspektyva ir augimo potencialas;
- 4) įmonės užimama pozicija pramonės šakoje, konkurencija;
- 5) įvertinimas, vertės palyginimas.

Ne tik bankai, teikdami paskolas, bet ir investuotojai planuodami savo investiciją į tam tikrą įmonę įvertina įmonės pagrindinių vadovų komandos darbo kompetenciją. Įmonė turi įvertinti savo poziciją dalyvaujamoje pramonės šakoje. Investuotojai mėgsta įmones, kurios užima vieną iš trijų pirmaujančių pozicijų rinkoje.

Mažesnės įmonės, nusprendusios tapti viešomis, turi parodyti sugebėjimą augti greitai su mažiausiai šimto milijonų dolerių rinkos kapitalizacija ir daugiau JAV arba nuo penkiasdešimt milijonų iki dviejų šimtų penkiasdešimt milijonų svarų sterlingų Jungtinėje Karalystėje.

IPO organizavimo ir vykdymo struktūrą galima suskirstyti į tris pagrindinius etapus (5 pav.).



5 pav. IPO organizavimo ir vykdymo struktūros schema

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

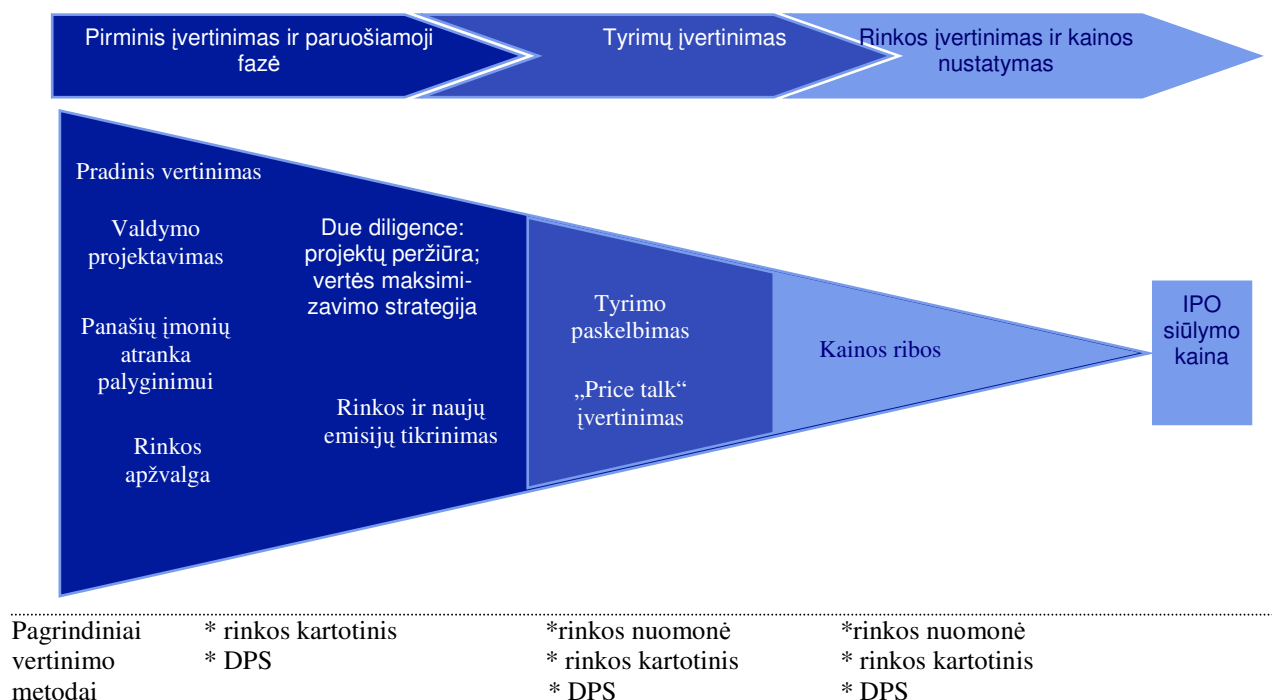
Pirmasis IPO etapas yra vadinamas „Pasiruošimo etapu“ (angl. Preparation). Jis trunka nuo 1 iki 4 savaitių ir yra trumpiausias iš visų etapų. Bendrovė, nusprendusi tapti vieša ir kotiruotis biržoje, pirmiausia ieško partnerio - investicinio tarpininko (angl. *underwriter*), kuris padės jai organizuoti IPO bei tarpininkaus parduodant akcijas instituciniams ir privatiems investuotojams. Dažnai investicinis tarpininkas, nenorėdamas vienašališkai prisiimti atsakomybės dėl sėkmingo visų akcijų išplatavimo, bendradarbiauja su kitais finansų tarpininkais. Tokiu atveju suformuojamas sindikatas ir emisiją platina keli finansų tarpininkai. Kai bendrovė ir investicinis tarpininkas galutinai suderina tarpusavio bendradarbiavimo sąlygas, pradėdamas ruošti pirminio siūlymo prospektas.

Šiame etape įmonė iš gautų komercinių pasiūlymų išsirenka patarėją ir su juo nusprendžia koku būdu išplatins emisiją: „Įmonės įsipareigojimo“ (angl. *Underwritten*) ar „Geriausią pastangų“ (angl. *Best effort*). Toliau vyksta emitento strategijos ir finansinių tikslų nustatymas, įvardinamos

priežastys kodėl vykdomas IPO, analizuojamas verslo modelio aiškumas, akcininkų struktūra, formuojama profesionali ir motyvuota vadovavimo komanda, kuriama efektyvi finansinių ataskaitų rengimo sistema, susipažinama su įmonės valdymo principais. IPO organizatorius analizuoja įmonės strategiją, verslo planus, aiškina akcijų užimamą poziciją rinkoje, galvoja kodėl investuotojas turėtų pirkti šios įmonės akcijas. Šiame etape daugiausiai dirbama prie įmonės finansų, verslo ir įstatymų laikymosi audito. Pasiruošimo etape IPO organizatorius taip pat paruošia pirminį akcijų vertinimą naudodamas diskontuotų grynujų pinigų srautų metodą ir lygindamas panašių įmonių duomenis.

Antrasis ir pats ilgiausias IPO etapas vadinamas “Išankstinio paleidimo etapu” (angl. *Pre-launch*). Jo trukmė ilgesnė nei pirmojo ir tęsiasi nuo 5-tos iki 13-tos savaitės. Šiuo periodu vykdomos aštuonios užduotys. Pirmoji užduotis vadinama “Reikiamas uolumas, tinkamas pareigos vykdymas” (angl. *due diligence*). Šis terminas pradėtas naudoti 1933 metais priėmus vertybinių popierių įstatymą Amerikoje. Būtent tokias pastangas turėjo įdėti brokeris, norėdamas sistemiskai patikrinti įmonės, kurios akcijos buvo parduodamos biržoje, verslą. Remiantis šiuo įstatymu brokeris turėjo investuotojui pateikti visą informaciją, kurią buvo galima sužinoti tyrimo metu. Due diligence yra sisteminė akcijų pardavimo/pirkimo procedūra. Jos metu renkama informacija tiek pirkėjui, tiek pardavėjui, siekiant nustatyti vykdyti ar ne siūlomą sandėrį. Gaunama informacija susijusi su visais emitento verslo aspektais. Svarbiausia užduotis – suformuoti objektyvią nuomonę apie investavimo objektą, tame tarpe ir investavimo riziką. Informacijos pilnumas suteikia galimybę investuotojams išsamiau įvertinti visus būsimos sandorio privalumus bei trūkumus. Due diligence apima tiek kiekybinius rodiklius ir finansinę informaciją, tiek kokybinius rodiklius. Analizuojamos ir vertinamos sutartys, įmonės ateities planai, įsipareigojimai, tiriama rinka, kurioje dirba įmonė. Dažnai analizuojama informacija yra riboto naudojimo ir speciali, todėl svarbu, kad specialistai ar kompanija, atliekantys due diligence, būtų pakankamai kompetentingi.

Antrasis svarbus šio etapo darbas yra akcijų kainos nustatymas. Čia nusprendžiama koku būdu bus nustatoma emisijos kaina: “fiksotos kainos” (angl. *fixed price*) būdu ar nustatant kainos ribas “knygos statymo metodas”(angl. *Bookbuilding*) ar aukciono / pasiūlymų pateikimo būdu. Įmonės vertinimo ir akcijos kainos nustatymo etapus galima pavaizduoti kartu nes jie tarpusavyje yra glaudžiai susiję (6 pav.)



6 pav. IPO kainos nustatymo schema

Šaltinis: Reinout Koopmans, IPO considerations 2008 vs 2007, Deutsche Bank

Nustačius IPO kainą galvojama kada galėtų būti geriausia IPO siūlymo data. Šiame etape analizuojama panašių įmonių akcijų apyvarta biržoje ir investuotojų dėmesys, apskaičiuojama galima per IPO pritraukti kapitalo suma, ieškoma galimybių parduoti IPO akcijas už didžiausią kainą, apskaičiuojama kiek reikės įmonei laiko pasiruošti IPO pasiūlymo išleidimui.

Svarbus apsisprendimo klausimas yra kurioje vertybinių popierių biržoje registruoti IPO siūlymą. Čia įvardijami visi galimi investuotojai (tarptautiniai ir vietiniai), sinchroninis akcijų siūlymas keliose vertybinių popierių biržose, įvertinami biržų teikiamų paslaugų įkainiai, informacijos atskleidimo reikalavimai.

Išsirinkus biržą formuojama pasiūlymo struktūra, t.y. modeliuojama kokią akcijų dalį parduoti instituciniams investuotojams ir kokią individualiems investuotojams, iš kokių regionų turėtų būti investuotojai.

Prospekto kūrimo etape renkama detali informacija apie emitentą, akcijų emisiją ir akcijų siūlymo eigą. Į šį darbą įtraukiami auditoriai, juristai, investiciniai bankai ir įmonės vadovų komanda. Sukūrus prospektą kreipiamasi į vertybinių popierių komisiją išduoti leidimą vykdyti IPO siūlymą ir akcijas įtraukti į VP biržos sąrašą. Prospekte turi būti pateikiama išsami informacija apie bendrovės veiklos strategiją, praeities ir prognozuojamus finansinius rezultatus, esamą akcininkų bei grupės įmonių

struktūrą, bei kitus potencialų investuotoją dominančius dalykus. Paruoštas prospektas pirmiausiai yra pateikiamas rinkos priežiūros institucijai, kuri patikrina prospekte pateiktus faktus bei priima sprendimą dėl jo įregistravimo. Prospektas tai dokumentas, kurį privalo paskelbti bendrovė, ketinanti viešai siūlyti savo akcijas. Prospekte aprašomi bendrovės valdymo principai, pateikiama bendrovės verslo analizė, jos konkurencinis pranašumas ir strategija, organizacinė ir akcininkų struktūra, ateities perspektyvos, dividendų politika, finansiniai rodikliai, su bendrove ir vertybinių popierių siūlymu susiję rizikos veiksniai ir kita svarbi informacija apie bendrovę.

Gavus vertybinių popierių komisijos pritarimą pateikiama paraiška VP biržai dėl įmonės akcijų listingavimo, akcijų emisija registruojama VP depozitoriume ir viešai paskelbiama kartu su IPO prospektu. Įprastai viešo IPO aptarimo nebūna tol, kol neįvyksta IPO paskelbimo.

Antrojo etapo pabaigoje IPO siūlymo dokumentai perduodami nepriklausomam analitikui, kuris paruošia tyrimo ataskaitą – dokumentą, kuriame prognozuojami ateities veiklos rezultatai, pvz. apyvarta, pajamos. Iš tyrimo ataskaitos ir sutrumpinto prospekto varianto sukuriamas IPO siūlymo reklaminis prospektas. Jis bus naudojamas IPO siūlymo reklaminėse kelionėse (angl. roadshow).

Trečiasis – paskutinis IPO etapas yra „Įvykdymo“ (angl. execution) etapas. Jis trunka beveik septynias savaites ir apima šešias atskiras užduotis. Pirmoji jų apima marketingo veiklą. Ji susijusi su rinkos nuotaikų, sentimentų analize, sudaro galimų investuotojų sąrašą. Čia jau vykdomos reklaminės kelionės, kuriose įmonės vadovų komanda susitinka su galimais investuotojais, jiems pristato IPO siūlymą. Reklaminės kelionės trunka beveik dvi savaites. Jose pasakojama apie įmonės strategiją, finansinę padėtį, konkurencinius pranašumus. Ši kompanija vadinama “Reklamine kelione” (“roadshow”). Tuo pačiu metu organizuojami susitikimai ir su individualiais investuotojais, aiškinama akcijų pasirašymo schema. Per žiniasklaidos informavimo priemones skleidžiama reklaminė informacija apie IPO siūlymą. Akcijų kainos lygį dažnai padeda nustatyti grįžtamasis ryšys (investuotojų atsiliėpimus, atsakomąją reakciją) iš profesionalių investuotojų.

Pasirašymo etape investuotojai pateikia paraiškas dėl IPO siūlomų akcijų pirkimo. Kol baigsis paraiškų teikimo terminas analizuojama IPO akcijų paklausa. Pabaigoje nustatoma ar paklausa viršijo pasiūlą (angl. oversubscrib), ar pasiūla viršijo paklausą (angl. undersubscrib).

Tolimesnis etapas - pasiūlymo akcijos kaina. Priklausomai nuo pasirinkto akcijos kainos nustatymo būdo registruojama akcijų pasirašymo kaina už kurią jos bus parduotos paraiškas pateikusiems investuotojams. “Pasirašymo knygos” metodas formuoja kainą vadovaudamasis gautais duomenimis iš profesionalių investuotojų, t.y. kokią kainą yra pasiruošę mokėti profesionalūs investuotojai ir kokią kiekį jie žada pirkti. Įvertinę gautą informaciją apie kainas ir kiekį iš solidžių ir rimtų investuotojų nustatoma bendroji IPO paklausa ir įmonė kartu su IPO organizatoriumi nustato pusiausvyros kainą, už

kurią visi investuotojai gali nusipirkti IPO akcijų. “Pasirašymo knygos ” metodas yra labai plačiai paplitęs tarptautiniu mastu, kadangi jis apima investuotojų nuomonės apie akcijų kainą aptarimą, padeda sumažinti kainos svyravimus antrinėje rinkoje.

Kaip alternatyva gali būti naudojamas aukciono kainos formavimo būdas, kai aukščiausia pasiūlyta kaina yra nustatoma kaip akcijų pardavimo kaina (pvz. kompanijos Google siūlymas). Toks kainos nustatymo metodas netaikomas Estijoje.

Nustačius IPO akcijų kainą vykdomas akcijų paskirstymas ir atsiskaitymas. Akcijų paskirstymą gali paveikti šie prioritetai: skirtingi ir kompetentingi investuotojai; stabili akcijos kaina pradėjus listingavimą; pakankamas akcijų likvidumas.

Pasirašius ir apmokėjus akcijas jos įtraukiamos į VP biržos sąrašą ir pradamos kotiruoti VP biržoje. Taip prasideda akcijų listingavimas VP biržoje.

Laikotarpis, einantis iš karto po akcijų kainos nustatymo ir listingavimo yra gyvybiškai svarbus. Jei įmonė šiame laikotarpyje blogai „startuoja“ jos akcijos biržoje gali pradėti silpti ir jei įmonei ateityje reikės kapitalo finansavimo tai ji gali susidurti su sunkumais jį gauti. Daugumas JAV ir tarptautinių siūlymų išsipareigoja stabilizuoti akcijos kainą iš karto patekus į antrinę rinką (angl. aftermarket or base secondary market) naudodami „Greenshoe“ procedūrą arba perpaskirstymo opciją (angl. overallotment option). Jei paklausa yra menka ir akcijų kaina krinta žemiau pirminio siūlymo kainos – IPO pagrindinis organizatorius gali sustabdyti arba sulėtinti kainos kritimą jas pirkdamas biržoje.

Esami akcininkai, kurių akcijos biržoje nekotiruojamos, yra suvaržyti išsipareigojimo šešis mėnesius po IPO siūlymo neparduoti savo turimų akcijų biržoje.

Po vertybinių popierių įtraukimo į prekybą pirmą kartą, dažniausiai yra taikomos stabilizavimo procedūros, kurias reglamentuoja Europos Komisijos tiesioginio taikymo teisės aktas 2003 m. gruodžio 22 d. Reglamentas (EB) Nr. 2273/2003, įgyvendinantis Europos Parlamento ir tarybos direktyvą 2003/6/EB dėl išimčių, taikomų išperkamojo pirkimo programoms ir finansinių priemonių stabilizavimui.

1.6. IPO dalyviai , jų tikslai ir vaidmuo

Kai kurie autoriai (Kancerevyčius, 2004) nurodo tokiud pagrindinius IPO dalyvius: akcijų pardavėjas (emitentas), akcijų platinimo organizatorius, kuriuo gali būti investicinis bankas arba finansų maklerių įmonė (toliau IPO organizatorius) ir investuotojas (akcijų pirkėjas). Akcijų pardavėjo

arba emitento tikslas yra padidinti įmonės kapitalą. Tikslu taip pat gali būti noras būti labiau viešu, prieinamu, nustatyti akcijų kainą, padidinti įmonės skaidrumą, sukurti stabilų, pastovų ir tvirtą savininkų ratą.

Visų pirminio akcijų viešo siūlymo dalyvių tikslas yra maksimizuojamas kuomet akcijų kaina kyla antrinėje rinkoje. Tuo atveju jei IPO nustatyta pardavimo kaina yra per žema, o antrinėje rinkoje pardavimo kaina greitai kyla - tai investuotojus gali suvilioti dar kartą gauti pelno ir akcijų nepastovumas didėja, kuris apsisuka ir mažina investuotojų susidomėjimą akcijomis.

Jei IPO nustatyta pardavimo kaina yra per aukšta ir antrinėje rinkoje nukrinta – tuomet mažėja įmonės galimybės pritraukti daugiau kapitalo ateityje. Jei įmonės esami akcininkai parduodami viešai dalį turimų akcijų nepasiekia savo tikslo – kaip galima brangiau parduoti akcijas – likusių akcijų vertė krenta.

IPO procese taip pat dalyvauja teisiniai patarėjai, audito įmonė ir reklamos firmos.

Emitentas samdo IPO organizatorių, kurio uždavinys yra garantuoti akcinio kapitalo padidinimą ir/arba prekybą akcijomis. Didelių IPO atveju išrinktas IPO organizatorius gali pasinaudoti kitų papildomų tarpininkų pagalba ir suformuoti sindikatą. Sindikatas siekia supažindinti potencialius tarptautinius investuotojus su IPO siūlančia įmone arba suvilioti savo patirtimi, išmanymu, mokėjimu (know-how).

Emitento jo vadovybė turi pateikti IPO organizatoriui, auditoriams ir teisininkams visą reikalingą informaciją apie įmonę IPO prospekto sudarymui. Emitento vadovybė turi iš anksto planuoti įtikinamą pristatymą instituciniams investuotojams reklaminėje išvykoje (angl. roadshow).

IPO organizatoriaus atsakomybė yra išsiaiškinti ar ruošiamas IPO atitinka teisinius reikalavimus. IPO organizatorius bendradarbiauja su vertybinių popierių rinkos priežiūrai vadovaujančia įstaiga ir vertybinių popierių biržos atstovais tose šalyse, kur yra planuojamas vykdyti IPO ir prekyba akcijomis jau antrinėje rinkoje. Šis bendradarbiavimas padeda patalpinti (išdėstyti, nukreipti) medžiagą apie IPO ir duoda patarimų, suteikia informaciją apie sutarties sudarymą ir pasirašymą bei derybas.

Apskaitos ar audito kompanija patikrina IPO prospekte pateiktą finansinių duomenų tikrumą. Patarėjas garantuoja, kad informacija apie ruošiamą IPO pasieks tam reikalingus visuomenės informavimo kanalus ir jei bus reikalinga suorganizuos spaudos konferenciją.

Išleidžiant vertybinius popierius dalyvauja investiciniai bankai (angl. investment banks). Pačios įmonės tokius sprendimus dėl išorinio finansavimo įsigijimo daro gana retai ir todėl dažniausiai naudojami tarpininkais – investiciniais bankais. Jie yra tarsi tarpinė grandis tarp įmonės ir finansų rinkų, kuriose veikia investuotojai ir kiti finansiniai tarpininkai. Investiciniai bankai, kaip tarpininkai, naudingi tuo, kad turi ryšį, kontaktus ir finansų rinkose, ir įmonių sektoriuje. Tokiu būdu jie lengviau

negu pati įmonė gali rasti pirkėjus, be to, jų patirtis ir konsultacijos įmonei taip pat yra labai svarbios. Paprastai investiciniai bankai ir įmonės neapsiriboja vienkartinio kontaktu. Dažnai prieš parduodant emisiją investicinis bankas ir įmonė ilgai bendradarbiauja, ieško geriausio įmonei sprendimo. Išskiriamos trys pagrindinės investicinių bankų funkcijos:

1) Investiciniai bankai pataria firmoms planavimo etape, prieš išleidžiant vertybinių popierių emisiją. Jie konsultuoja dėl tokių emisijos charakteristikų:

- ✓ kokius vertybinius popierius parduoti;
- ✓ kokia turi būti naujos emisijos kaina;
- ✓ kokios turi būti emisijos nekaininės charakteristikos;
- ✓ kokia turi būti emisijos data.

2) Investiciniai bankai atlieka garanto (emisijos pasirašymo) funkciją (angl. *underwriting*), išpirkdami visą naują emisiją, kad ją vėliau parduotų.

3) Investiciniai bankai atlieka emisijos pardavimą antrinėje rinkoje.

Įmonei pigiau pačiai parengti emisiją išleidimui, tačiau firmos parengta emisija gali būti nepatraukli investuotojui, todėl nuostolis gali viršyti sutaupytas išlaidas investicinio banko konsultacijoms.

Laikoma, kad tipiškas investicinis bankas specializuojasi veikdamas pirminėje rinkoje, kur vertybiniai popieriai išplatunami pirmą kartą, o lėšos už juos tenka emitentui. Po to vykstančioje antrinės rinkos apyvartoje įmonė beveik nedalyvauja ir iš akcijų kainų pokyčių jokios tiesioginės naudos ar nuostolių nepatiria.

Investicinių bankų veikla gali užsiimti:

- ✓ savarankiškai ir tik tuo užsiimantys investiciniai bankai;
- ✓ komercinių bankų investicinės bankininkystės padaliniai;
- ✓ brokerių (maklerių) įmonių investicinės bankininkystės padaliniai.

Lietuvoje investicinės bankininkystės veikla daugiausia užsiima finansų maklerio įmonės. Nėra vartojamas netgi investicinio banko pavadinimas. Taigi, po finansų maklerio įmonės pavadinimu gali slėptis ne tik biržos tarpininkas, bet ir investicinis bankas. Pavyzdžiui, finansų maklerio įmonė „Suprema“, finansų maklerio įmonė „Vilfima“ ir kitos yra labai aktyviai veikiančios investicinės bankininkystės įmonės. 2008 metų pradžioje įsteigtas AB bankas „Finasta“, teikiantis investicinės bankininkystės paslaugas.

Susitarimai tarp investicinio banko ir įmonės dėl vertybinių popierių emisijos išplatavimo būna dviejų tipų: suderėti pasiūlymai ir konkurentiniai pasiūlymai.

Suderėti pasiūlymai (angl. *negotiated offerings*) yra susitarimai, pagal kuriuos įmonė pasirenka investicinį banką planavimo etape, su juo dirba ir aptaria visas emisijos detales. Kaina iš anksto suderinama.

Konkurentiniai pasiūlymai (angl. *competitive bids*) yra susitarimai, kai firma pati nusprendžia, kokios turi būti emisijos charakteristikos, o po to kreipiasi į investicinius bankus dėl kainos. Įmonė pasirenka geriausią pasiūlymą. Šiuo atveju investicinis bankas nekonsultuoja. Gali būti, kad įmonę įstatymai verčia naudoti tik konkurencinius pasiūlymus, arba įmonė gali naudoti vieną investicinį banką konsultacijoms, o po to kitiems investiciniams bankams siūlo emisiją pirkti. Konkurentiniai pasiūlymai įmonėms mažiau kainuoja, tačiau įmonė netenka eksperto patarimo.

Platinimas per tarpininkus

Pagal tai, kaip emitentas ir tarpininkas pasidalija riziką, galima skirti du emisijos platinimo būdus. Tai yra geriausių pastangų būdas (Lietuvoje pagal įstatymus vadinamas platinimu viešosios apyvartos tarpininko vardu, bet emitento sąskaita, arba platinimu pagal vertybinių popierių platinimo sutartį) ir tvirto įsipareigojimo būdas (Lietuvoje pagal įstatymus vadinamas platinimu tarpininko vardu ir tarpininko sąskaita, arba platinimu pagal vertybinių popierių emisijos organizavimo sutartį). Svarbus tarpininko finansinis pajėgumas ir kapitalo ištekliai, ypač platinant emisiją tvirto įsipareigojimo būdu. Tik pakankamai didelius finansinius resursus turintis tarpininkas gali pajėgti palaikyti finansinių instrumentų kursą antrinėje rinkoje. Tačiau solidesnis tarpininkas yra brangiau kainuojantis. Tarpininką pasirinkti galima skelbiant konkursą dėl paslaugų arba derantis su pasirinktais tarpininkais tiesiogiai. Yra šie akcijų platinimo per tarpininkus būdai:

Tvirto susitarimo būdas

Paprastai firmos parduoda visą emisiją investiciniam bankui (bankams), kuris po to ją perparduoda investuotojams. Preliminariame prospekte jau yra nurodomas kainų ruožas (angl. *price range*) – t.y. kokios yra preliminarios naujos emisijos instrumentų kainų ribos. Per naujos emisijos pristatymą investuotojams (angl. *roadshow*) pasirašymo vadovas (t.y. pagrindinis investicinis bankas) (angl. *lead manager*) surenka duomenis, už kiek investuotojai norėtų pirkti ir kiek akcijų. Paskui sukonstruojama paklausos kreivė (angl. *demand curve*), ir pasirenkama optimali emisijos kaina, kuri taikoma visiems. Investicinis bankas laiko emisiją tol, kol neparduoda. Daugumą emisijų investuotojai išperka jau pirmąją dieną, tačiau kai kurių nepavyksta parduoti po keletą savaičių. Jei per tą laiką akcijų kaina krinta, bankas patiria nuostolį. Tačiau dauguma emisijų būna sėkmingos. Pagal tvirto susitarimo principą parduodant emisiją, investiciniai bankai iš anksto užsitikrina didesnę nei 100 proc.

investuotojų paklausą, ir tik tada skelbia tvirta kainą, bei ima realiai pardavinėti. Dažniai investiciniai bankai turi teisę parduoti 15 proc. daugiau akcijų, negu planuojama leisti emisija. Todėl, kad emisija būtų išpirkta visa, stengiamasi surinkti daugiau paraiškų, negu numatyta emisijos prospekte – iš anksto daroma perkeltinė alokacija (angl. overlotment). Jeigu tikimasi didelės paklausos, ji siekia apie 115 proc. išleidžiamos emisijos, jeigu tikimasi silpnos paklausos, ji gali siekti 135 proc. emisijos. Tokiu būdu užtikrinama, kad emisija bus išpirkta, o perteklių po išplatavimo investicinis bankas superka iš rinkos ir išima iš apyvartos. Teisė parduoti daugiau, nei numatyta, akcijų vadinama „Green Shoe“ opcionu. Toks vardas kilo iš to, kad pirmoji tokią teisę suteikė 1993 metais „Green Shoe Manufacturing Company“.

Šis procesas, kai bankas tampa pardavimo tarpininku ir garantuoja išplatimą, vadinamas emisijos pasirašymu arba garantu (angl. underwriting). Kadangi investicinis bankas prisiima kainos smukimo riziką, kol emisija bus parduota, tai garanto funkcija yra apdraudimo funkcija. Aišku, bankai gerai išanalizuoja siūlomą emisiją. Svarbiausia jiems numatyti investuotojų reakciją emisijos išleidimo metu. Jei investuotojų reakcija bloga, tai priežastis dažniausiai būna ta, kad firma arba kapitalo rinka yra nesveika, netipinės būklės, nors pati emisija kartais taip pat būna nepatraukli. Jei investuotojai susirūpinę dėl ateities ir nenori naujų vertybinių popierių, tai investicinis bankas gali nesutikti garantuoti (pasirašyti) net pačių stipriausių firmų emisiją. Tuomet firmos atideda emisiją iki geresnių laikų. Įmonės ir investicinio banko sutartis gali apimti ir sąlygą, kuri leidžia investiciniam bankui atšaukti pardavimą, jei rinkos sąlygos pablogėja.

Paprastai investiciniai bankai retai konkuruoja vienas su kitu siūlydami mažesnius mokesčius, todėl pasirašymo vadovas pasirenkamas pagal reputaciją ir patirtį, o ne kainą. Be to, geresnę reputaciją turintis ir geriau žinomas tarpininkas lengviau randa pirkėjus naujai vertybinių popierių emisijai, ypač kai emitentas mažai žinomas.

Geriausios pastangos būdas.

Parduodant geriausių pastangų metodu investicinis bankas neperka visos emisijos, o sutinka parduoti už firmą kiek galima daugiau vertybinių popierių pagal sutartą kainą (minimalų ir maksimalų kiekį). Išplatimas negarantuojamas. Pardavimo rizika lieka emitentui. Šiuo atveju garanto funkcijos nėra. Dažniausiai taip parduodamos mažų rizikingų firmų emisijos, kurių investiciniai bankai kitaip nesutinka parduoti. Didelės stiprios firmos taip pat parduoda šiuo būdu, jei yra įsitikinusios emisijos sėkme.

1.7. IPO galimybės ir pavojai

Rinkos pakilimo laikotarpiais IPO dažnai suprantamas ir kaip beveik garantuota galimybė greitai uždirbti didžiulį pelną. Dauguma Baltijos šalių investuotojų su džiaugsmu ir pasididžiavimu prisimena įvykusį Olympic Entertainment Group pirminį viešą siūlymą, kai akcijų kaina vos per porą savaičių pakilo 50% nuo pradinės vertės. Investuotojų dėmesį prikaustė ir Kroatijos valstybinės naftos kompanijos INA privatizavimas pirminio viešo siūlymo būdu ir prasidėjusi prekyba Zagrebo ir Londono vertybinių popierių biržose. INA akcijų kaina rinkoje buvo 35% aukštesnė už pradinę. Tuo tarpu antrojo pagal dydį Gruzijos banko – Bank of Georgia – akcininkai (įskaitant ir Finasta Naujosios Europos fondą) galėjo pasidžiaugti Londone įvykusio IPO rezultatais: kaina, kuria akcijos buvo parduotos tarptautiniams investuotojams, buvo 37% didesnė už tuo metu vyravusią Tbilisio biržoje, o po to per savaitę ji dar paaugo beveik 14%.

Ir vis dėlto, tokioje aplinkoje bet kuris atsargus ilgalaikis protingas investuotojas turėtų būti atsargus. Jam žodžiai „garantuotai, greitai ir daug“ yra aiškus signalas, kad „Ponią Rinką“ ima užvaldyti euforija, o tai, kaip žinia, nėra pats palankiausias metas pirkti akcijas. Dvigubai atsargesniems reiktų būti perkant akcijas viešo siūlymo metu. Kodėl? Dėl dviejų pagrindinių priežasčių. Pirma, investiciniai bankai, kurie organizuoja IPO, už sėkmingai išplatintas akcijas gauna komisinius, kurie dažniausiai būna gerokai didesni nei normalūs prekybos komisiniai. Todėl jie deda gerokai daugiau pastangų, siekdami išsiūlyti pirkėjams naujai išleidžiamas akcijas. Todėl tikėtina, kad IPO metu siūloma akcijų kaina neretai bus paremta pakankamai optimistinėmis ateities prognozėmis. Antra, didžioji dauguma pirminių platinimų vyksta esant „palankioms rinkos sąlygoms“ – t.y., palankioms akcijų pardavėjams, o ne pirkėjams. Juk sprendimą pasiūlyti akcijas rinkai pirmiausia turi priimti būtent pardavėjas. Natūralu, kad toks sprendimas dažniau bus priimtas tada, kai „rinkos sąlygos“ lemia pakankamai aukštą bendrovės kainą.

Taip pat reiktų prisiminti, kad toli gražu ne visi IPO būna sėkmingi. Greičiau atvirkščiai – kiekvienam Microsoft, Google ar Olympic tenka šimtai nesėkmingų siūlymų, apie kuriuos niekas net nenori prisiminti. Tuo tarpu visos euforijos ir bumai kada nors baigiasi ypač skaudžiais praradimais. Geriausia iliustracija šiandienos investuotojams galėtų būti 1999-ųjų interneto ir telekomunikacijų kompanijų IPO bumas, kuris 2000 metais baigėsi krachu ir praradimais, siekusiems virš 90% pradinės vertės.

Tačiau analitikai teigia, kad nereiktų vengti visų be išimties IPO, tiesiog į juos reiktų žiūrėti itin atsargiai: skeptiškai vertinti pateikiamas prognozes, atsižvelgti į tai, ar platinamos naujos akcijos, siekiant pritraukti lėšų plėtrai, ar tiesiog parduodamas stambiujų akcininkų paketas; visuomet patiems

įvertinti bendrovės vertę ir, be abejo, niekuomet neinvestuoti aklai – tik dėl to, kad tai dar vienas magiškas, viliojantis IPO.

Savaime suprantama, kad IPO dažnai tiek investuotojams, tiek ir akcijų siūlytojams duoda nemažą pelną. Tačiau investuotojai gali patirti ir nuostolių.

Akcijų įsigijęs investuotojas, vadovaudamasis prospekte pateikta informacija, nebūtinai uždirbs iš savo investicijos. Pavyzdžiui, bendrovė IPO metu sėkmingai išplatina akcijas, o vėliau paaiškėja, kad prospekte buvo pateikti tikrovės neatitinkantys duomenys arba tam tikra informacija buvo išvis nutylėta. Dėl to staiga krenta bendrovės akcijų kursas, o investuotojas patiria nemažus nuostolius.

Lietuvoje Vertybinių popierių įstatymas (VPIĮ) numato, kad investuotojas, patyręs žalos dėl prospekte pateiktos neteisingos ar neišsamios informacijos, turi teisę iš atsakingų asmenų reikalauti žalos atlyginimo. Lietuvoje žala (nuostoliais) laikoma asmens turto netekimas, turėtos išlaidos, negautas pelnas ir t.t.

Lietuvoje VPIĮ numato, kad už prospekte pateiktos informacijos teisingumą ir išsamumą yra atsakingas emitentas, emitento vadovas, valdymo ar priežiūros organai, garantas (pavyzdžiui investicinis bankas), vertybinių popierių siūlytojas arba asmuo, kuris kreipiasi dėl vertybinių popierių įtraukimo į prekybą biržoje. Be šių asmenų ar bendrovės organų, už prospekte pateiktą informaciją gali būti atsakingi ir kiti asmenys, nurodyti prospekte.

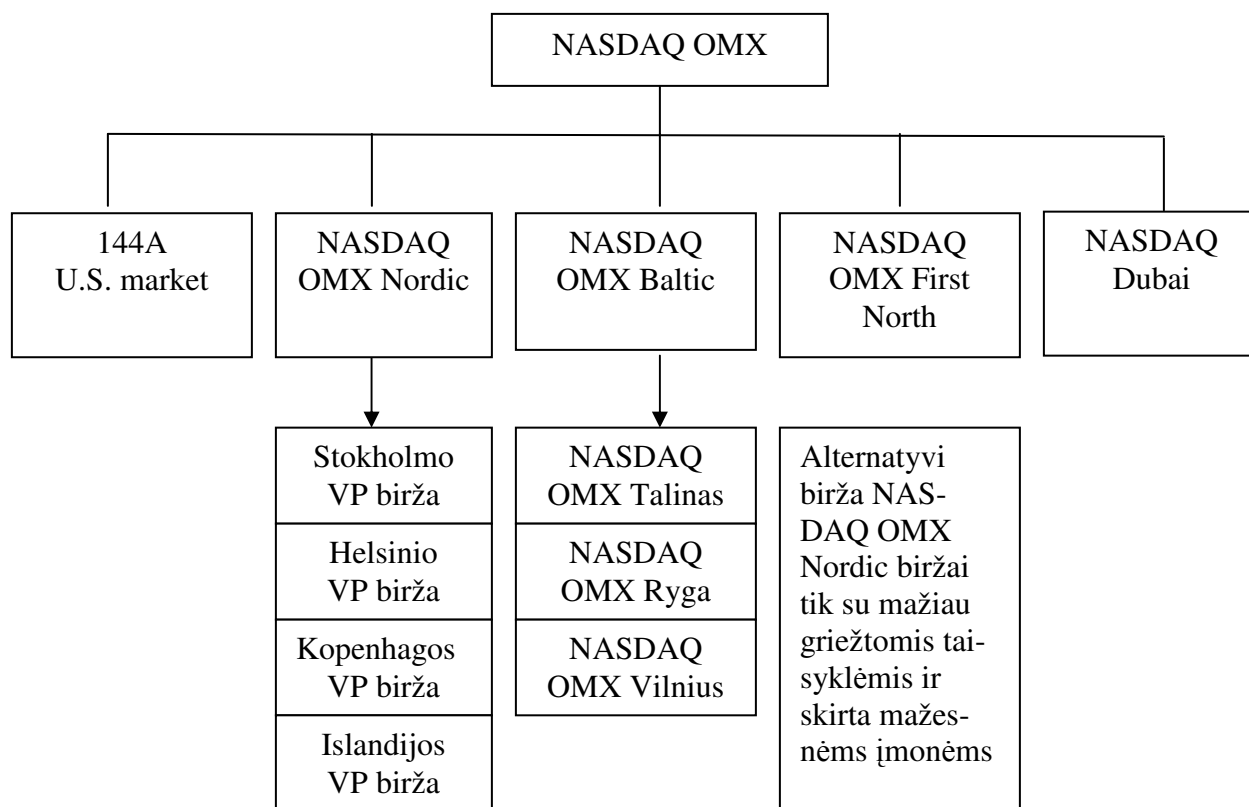
Tiesa, atsakingi asmenys gali įrodyti, kad akcijų vertė nukrito žemiau IPO metu išplatintų akcijų kainos dėl kitų priežasčių, o ne dėl neteisingos ar neišsamios informacijos pateikimo viešo siūlymo dokumentuose. [41 gedeikis].

IPO geriausiai naudoti kai šalies ekonomika yra pakilimo cikle, tuomet yra daugiau laisvų lėšų, t.y. yra didesnė paklausa investicijoms. Tuomet galima siūlomas akcijas parduoti už didesnę kainą nei tuo metu, kai šalyje sąstingis ar nuosmukis ir visi nežino kas bus rytoj.

II. NASDAQ OMX VERTYBINIŲ POPIERIŲ BIRŽOS IPO SANDORIŲ EFEKTYVUMO EKONOMINĖ ANALIZĖ

2.1. IPO sandorių ekonominis įvertinimas OMX vertybinių popierių biržoje 2004-2008 m.

NASDAQ OMX yra didžiausia įmonė pasaulyje valdanti vertybinių popierių biržas. Apytikriai 3 100 įmonių iš 37 pasaulio šalių ir iš visų pramonės šakų listinguojasi NASDAQ OMX vertybinių popierių biržose (7 pav.).



7 pav. NASDAQ OMX vertybinių popierių rinkos struktūra

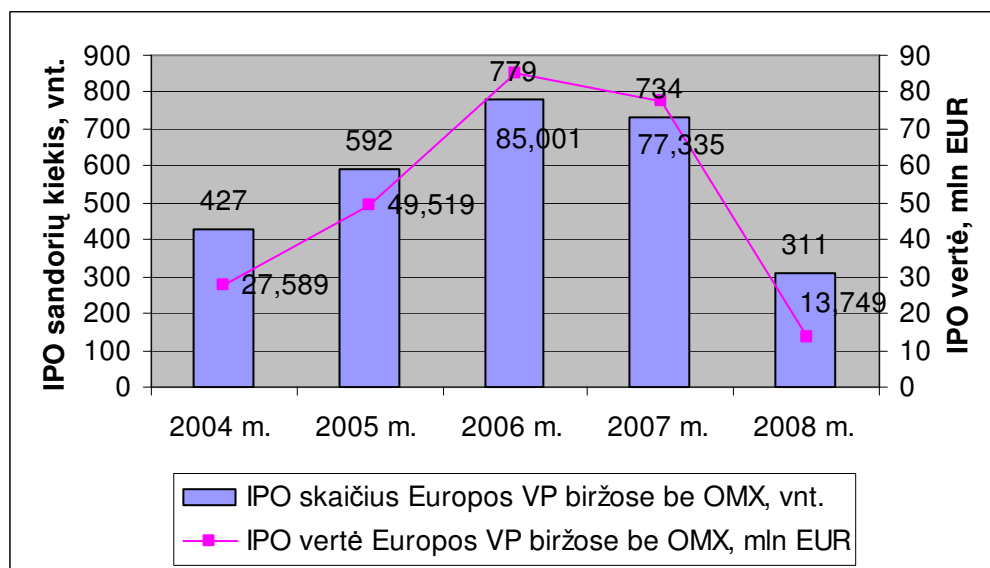
Norint labiau atskleisti NASDAQ OMX Nordic, NASDAQ OMX Baltic ir NASDAQ First North (toliau darbe – NASDAQ OMX) IPO sandorių skaičiaus, vertės kitimo dinamiką ir ūkio bei pramonės šakas, kuriose jie vykdomi, NASDAQ OMX duomenys lyginami su pagrindinių Europos

vertybinių popierių biržų duomenimis. Darbe analizuojami IPO, įvykę nuo 2004 iki 2008 metų. Toks laikotarpis pasirinktas todėl, kad tai yra tyrimas iš naujausių duomenų, o pasirinktos tokios vertybinių popierių biržos todėl, kad yra galimybė gauti statistinius duomenis ir apima Baltijos šalių ir Šiaurės Europos regionus.

2.1.1. IPO skaičiaus dinamika 2004 – 2008 m.

Visos pasaulio vertybinių popierių biržos fiksuoja naujų įmonių atėjimus į jas, analizuoja tokius sandorius kiekybine išraiška ir pinigine verte. Sukaupta informacija naudojasi ne tik pačios biržos, bet ir investuotojai, emitentai, finansų analitikai, ekspertai. Darbe pateikti duomenys yra paimti iš NASDAQ OMX Nordic, NASDAQ OMX Baltic, NASDAQ OMX First North vertybinių popierių biržų statistinių suvestinių ir Pricewaterhouse Coupers tiriamųjų darbų.

Susisteminius Pricewaterhouse Coupers tiriamųjų darbų duomenis apie IPO sandorių skaičių pagrindinėse Europos vertybinių popierių biržose (išskyrus NASDAQ OMX) matome, kad nuo 2004 iki 2008 metų IPO sandorių kiekis Europoje kiekvienais analizuojamais metais keitėsi ir pakankamai žymiai (8 pav.).



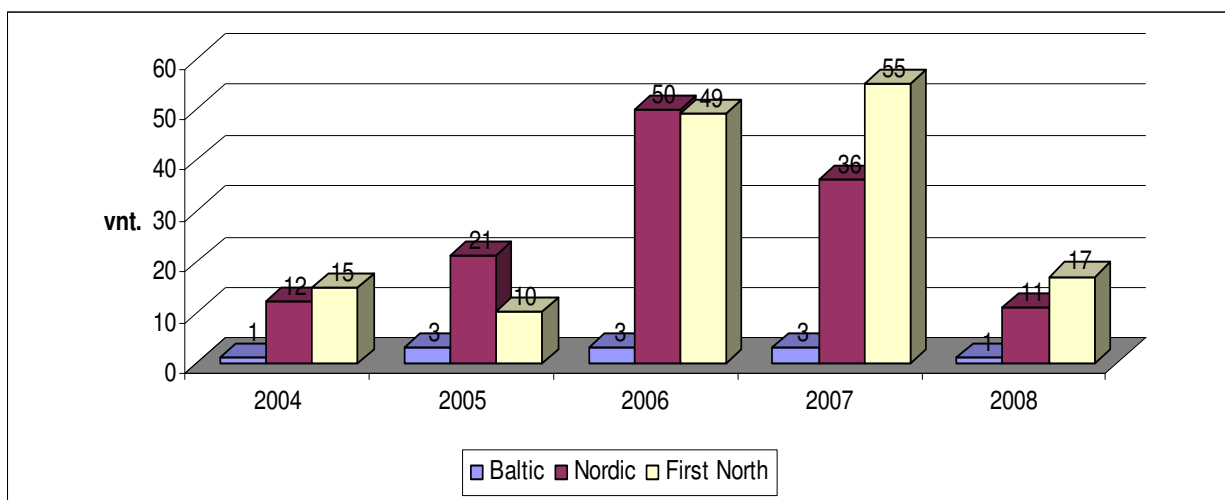
8 pav. IPO sandoriai Europos VP biržose, išskyrus NADAQ OMX

Šaltinis: Pricewaterhouse Coupers tiriamieji darbai, susisteminta darbo autorės

Pikas buvo pasiektas 2006 metais fiksuojant 779 vnt. IPO sandorių su pritrauktais 85 001 mln. EUR. Nuo 2004 metų iki 2006 metų IPO sandorių skaičius augo vidutiniškai po 35 proc. kiekvienais metais, o per IPO pritrauktos lėšos taip pat didėjo nuo 27 589 mln. EUR 2004 m. iki 49 519 mln. EUR

2005 m. Po 2006 metų prasidėjo IPO sandorių skaičiaus kritimas – nežymus 2007 metais – 6 proc., o 2008 metais kritimas jau buvo beveik 60 proc. lyginant su situacija 2006 metais. Mažėjo ne tik IPO sandorių skaičius, bet ir per IPO pritrauktų lėšų suma. 2007 m. ji nukrito iki 77 335 mln. EUR arba sumenko 9% lyginant su 2006 m., o 2008 m. šis kritimas buvo dar ryškesnis ir siekė beveik 82 % mažėjimą iki 13 749 mln. EUR. Nuo 2004 metų iki 2006 metų IPO kilimas siejamas su vis didėjančiu tarptautinių IPO sandorių skaičiumi Europos VP biržose. 2006 m. besitęsiantis kapitalo poreikis Rusijos, Kinijos ir Indijos finansų rinkose vis dar didino IPO sandorių skaičių 2007 metais. Tačiau 2008 pasaulinė ekonomikos krizė beveik dvigubai sumažino IPO sandorių kiekį. Tai buvo nusivylimo metai visose pasaulinėse VP biržose. Atsiradęs nepasitikėjimas vertybiniais popieriais padarė savo „juodą darbą“.

Kokia situacija nagrinėjamu laikotarpiu buvo NASDAQ OMX VP biržose? Išnagrinėjus ir susisteminius statistinę informaciją apie IPO skaičių NASDAQ OMX vertybinių popierių biržose nustatyta, kad per analizuojamą laikotarpį nuo 2004 m. iki 2008 m. čia įvyko 287 IPO pasiūlymai (9 pav.).

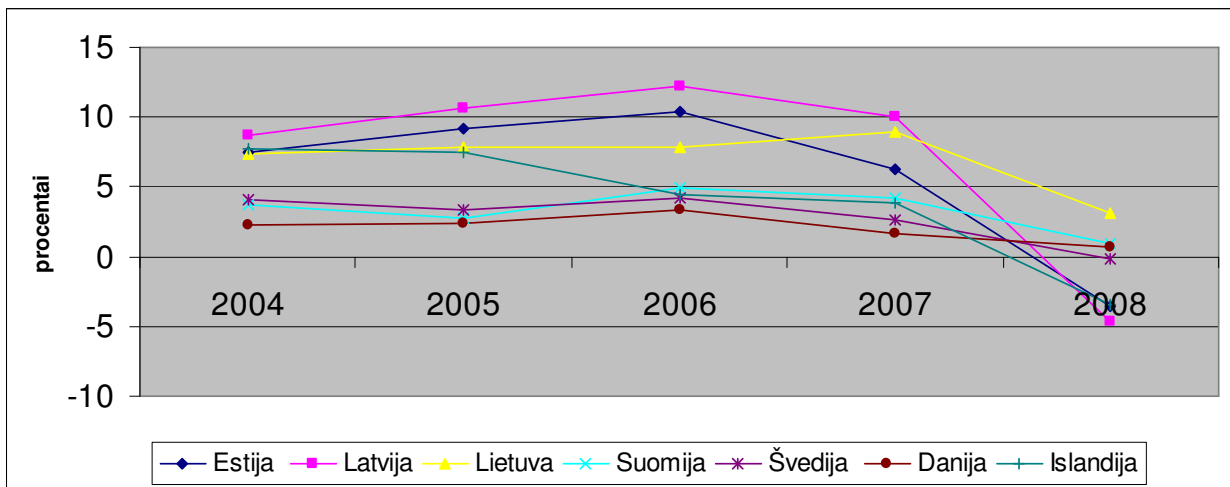


9 pav. IPO skaičius NASDAQ OMX VP biržose

Šaltinis: sudaryta darbo autorės pagal NASDAQ OMX VP biržų statistinius duomenis

Mažiausiai IPO siūlymų buvo 2004 m. – 28 siūlymai, 2005 m. jų skaičius išaugo iki 34, o didžiausias IPO siūlymų skaičius investuotojams pateiktas 2006 metais – 102 siūlymai. Ne ką mažiau jų būta ir 2007 metais – 94 siūlymai. 2008 m. siūlymų skaičius sumažėjo iki 29 siūlymų.

Pricewaterhous Coupers analitikai teigia, kad IPO skaičius susijęs su šalies ekonomikos lygiu. Todėl susisteminius šalių, kuriose veikia NASDAQ OMX VP biržos, BVP duomenis matyti tarpusavio ryšys tarp IPO siūlymų skaičiaus ir šalies BVP augimo (10 pav.).



10 pav. BVP pagal šalis

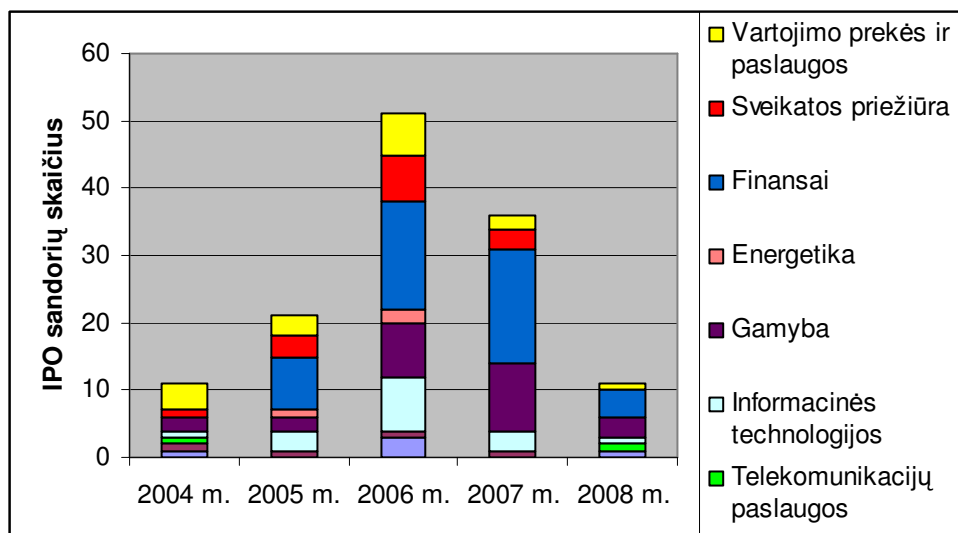
Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Bendrasis vidaus produktas parodo tam tikros šalies ekonomikos lygį. Tariama koreliacija tarp šalies ekonomikos augimo ir IPO sandorių didėjimo pasitvirtina. Ekonomikų augimas Latvijoje, Lietuvoje ir Estijoje padidino ir IPO sandorių kiekį nuo vieno 2004 m. iki trijų – 2005 m., 2006 m. ir 2007 m. Per 2004-2008 m. OMX Baltic VP biržoje iš viso įvyko vienuolika IPO sandorių. Lėtesnis BVP augimas Suomijoje, Švedijoje ir Danijoje 2004 – 2006 metais labiau padidino IPO sandorių skaičių nei Baltijos šalyse. Skandinavijos valstybės turi labiau išvystytą pramonę, ilgiau veikia laisvos rinkos ekonomikos sąlygomis, turi anksčiau atidarytas ir išvystytas VP biržas su nusistovėjusiais santykiais kapitalo rinkose.

Atskirai analizuojant NASDAQ OMX Baltic VP biržas daugiausiai IPO sandorių įvykdyta Estijoje – 7 sandoriai arba 64% visų sandorių, antroje vietoje yra Lietuva – 3 sandoriai arba 27% visų sandorių, o mažiausiai sandorių buvo Latvijoje – 1 sandoris arba 9% visų sandorių.

2.1.2. IPO suskirstymas pagal GICS klasifikaciją

Išnagrinėjus IPO sandorių kiekį NASDAQ OMX VP biržose svarbu pamatyti kuriuose ekonominės veiklos sektoriuose šie sandoriai yra populiariausi. 11 pav. pateikti duomenys apie NASDAQ OMX Nordic IPO sandorių pasiskirstymą pagal GICS klasifikaciją.

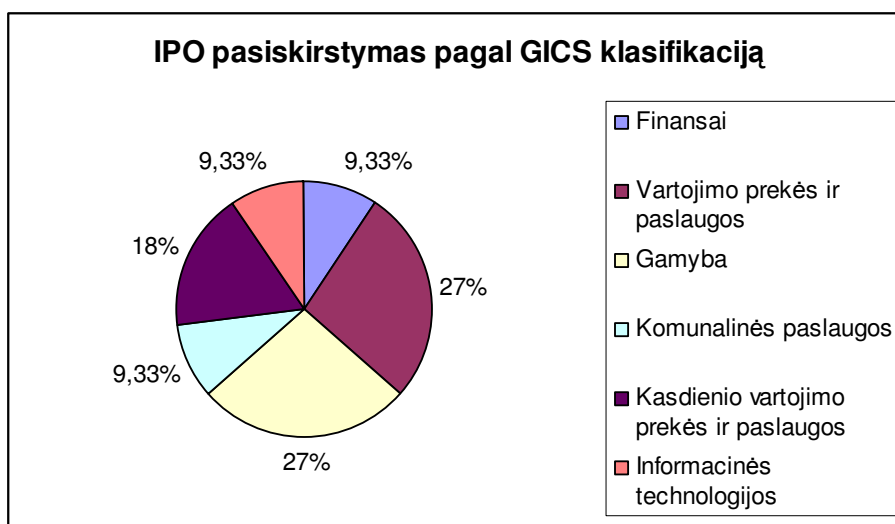


11 pav. IPO sandorių pasiskirstymas pagal GICS klasifikaciją NASDAQ OMX Nordic VP biržose

Šaltinis: sudaryta darbo autorės pagal NASDAQ OMX Nordic VP biržų statistinius duomenis

Didžiausias ir kiekvienais metais augantis IPO sandorių kiekis buvo įvykdytas finansų sektoriuje: 2005 m. – 8 sandoriai, 2006 m. – 16 sandorių, 2007 m. – 17 sandorių, 2008 m. – 4 sandoriai. Antroje vietoje yra gamybos sektorius. Čia iš viso įvyko 25 IPO sandoriai - 2004 m. – 2 sandoriai 2005 m. – 2 sandoriai, 2006 m. – 8 sandorių, 2007 m. – 10 sandorių, 2008 m. – 3 sandoriai. Vienodas kiekis IPO sandorių įvyko informacinių technologijų ir vartojimo prekių bei paslaugų sektoriuose – po 16 sandorių per nagrinėjamą laikotarpį. Nedaug atsiliko ir sveikatos priežiūros sektorius. Čia buvo pasiūlyta 14 IPO sandorių. Mažiausiai IPO sandorių įvyko telekomunikacijų paslaugų ir energetikos sektoriuose.

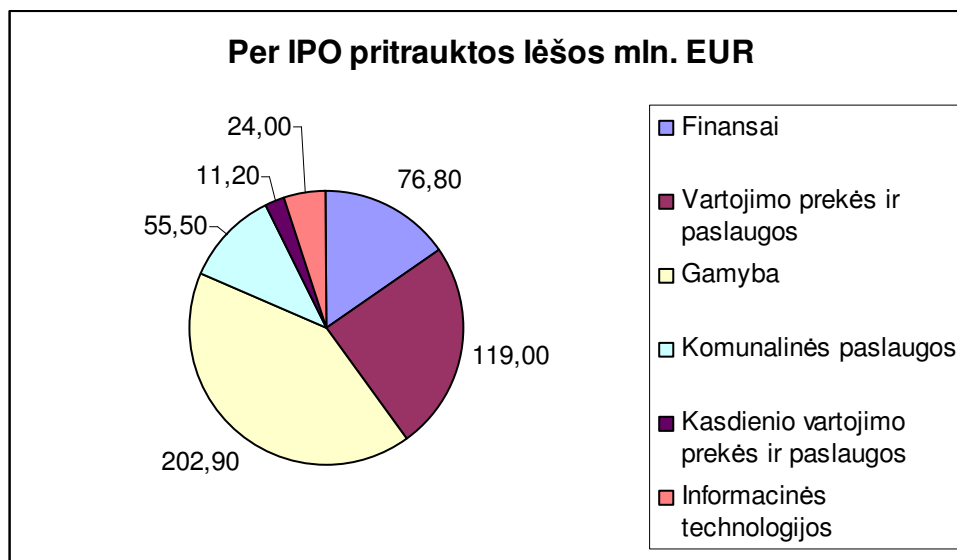
Situacija NASDAQ OMX Baltic VP biržoje pavaizduota 12 paveiksle.



12 pav. IPO sandorių pasiskirstymas pagal GICS klasifikaciją 2004 – 2008 m.

Šaltinis: sudaryta darbo autorės pagal NASDAQ OMX Baltic VP biržų statistinius duomenis

Pagal visuotinį ekonominės veiklos klasifikavimo standartą GICS IPO pasiskirstė taip: daugiausiai IPO sandorių įvyko tarp vartojimo prekių ir paslaugų įmonių ir gamybos įmonių po 27% arba po 3 sandorius, toliau seka kasdienio vartojimo prekės ir paslaugos su 18% už 2 sandorius, likusi dalis pasiskirstė vienodai po 9,33% arba po 1 sandorį. Tai informacinių technologijų, finansų ir komunalinių paslaugų įmonės.



13 pav. Per IPO sandorius pritrauktos lėšos mln.

EUR NASDAQ OMX Baltic VP biržose 2004 – 2008 m.

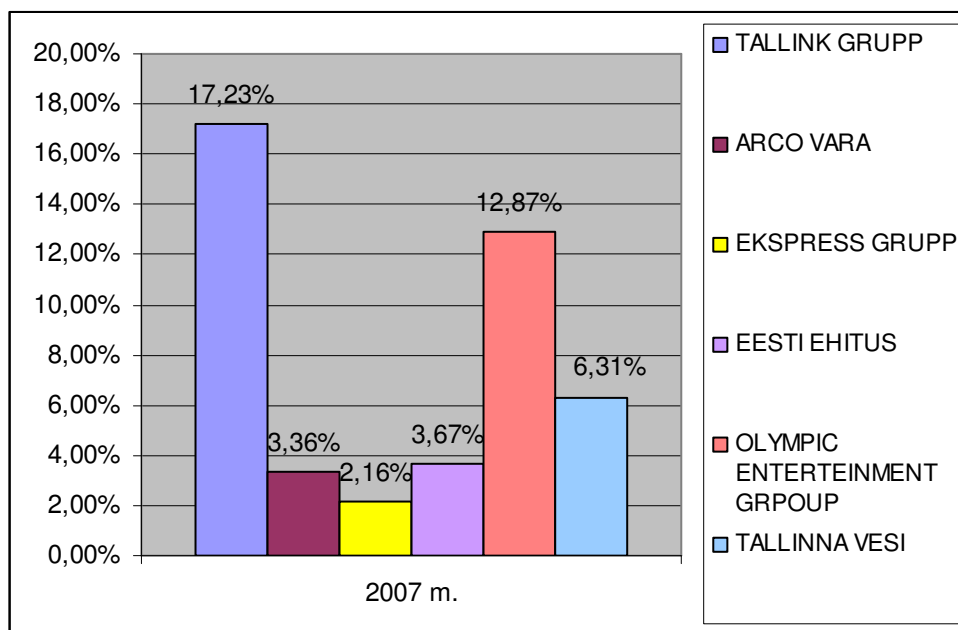
Šaltinis: sudaryta darbo autorės pagal NASDAQ OMX Baltic duomenis

Ne tik daugiausiai IPO įvyko vartojimo prekių ir paslaugų ir gamybinėse įmonėse, bet ir daugiausiai lėšų per IPO jos pritraukė: gamybos įmonės – 202,9 mln. EUR, vartojimo prekių ir paslaugų įmonės – 119 mln. EUR (13 pav.). Finansų įmonės pritraukė 76,8 mln. EUR, komunalinių paslaugų įmonės – 55,5 mln. EUR, informacinių technologijų įmonės – 24 mln. EUR ir kasdienio vartojimo prekių ir paslaugų įmonės – 11,2 mln. EUR

Daugiausiai šalių BVP augimą lemia išvystyta šalies gamyba ir pramonė, nes jų kuriami produktai glaudžiai siejasi su investicijomis, nukreipti į ateitį ir siekiantys sukurti kuo didesnę naudą šalies ūkiui. Todėl iš pateiktų duomenų ir matome, kad gamybinių įmonių tarp visų nagrinėjamų IPO ir buvo beveik daugiausia pritrauktų lėšų, nes jų vystymui reikalingos didesnės investicijos nei kitoms smulkesnėms pramonės šakoms.

2.1.3. IPO sandorių poveikis OMX Baltic rinkos veiklos rezultatams

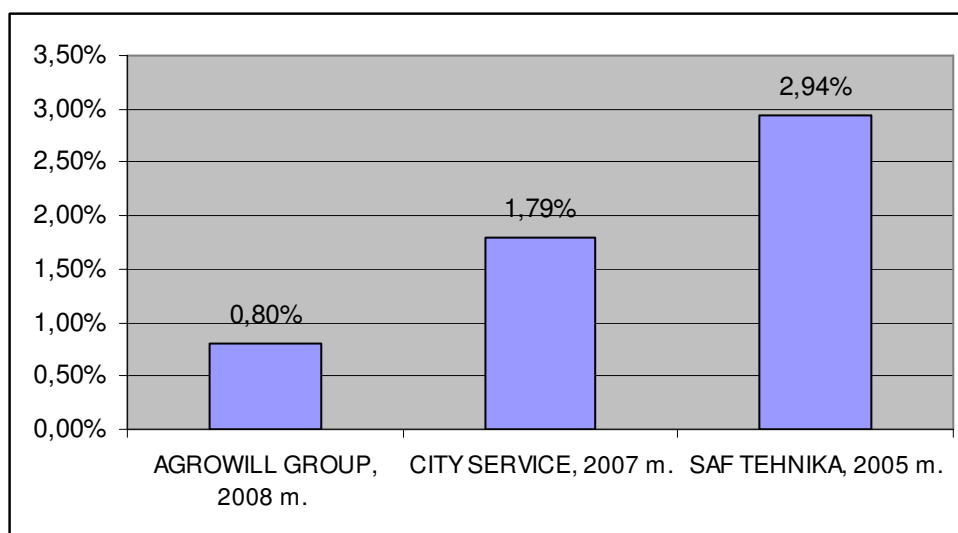
Kiekvienas ekonominis reiškinys daro teigiamą arba neigiamą įtaką tam tikroje ekonominėje veikloje kurioje jis atsiranda. IPO sandoriai išleidžiami pirminėje rinkoje, bet vėliau tomis akcijomis prekiaujama antrinėje rinkoje. Kokią įtaką ir kaip daro IPO sandoriai OMX rinkos veiklos rezultatams? Kiekvienos nuosavybės vertybinių popierių biržos uždavinys yra didinti listinguojamų joje įmonių skaičių. Kuo jis didesnis – tuo daugiau pajamų gauna birža iš apyvartos sandorių, iš narystės biržoje mokesčių. Didelis biržos dalyvių (emitentų) skaičius patrauklus investuotojams, nes didelėje biržoje su dideliu emitentų sąrašu galima geriau diversifikuoti savo vertybinių popierių investicinį portfelį, tokioje biržoje yra daugiau ir pirkėjų, o tai gerina vertybinių popierių likvidumą. Tačiau naujai atėjusios, savo akcijas vertybinių popierių biržoje listinguojančios įmonės, turi būti pakankamai patrauklios investuotojams, t.y. turėti pakankamą laisvų akcijų kiekį rinkoje, dirbti pelningai, mokėti dividendus, tik tokių įmonių akcijų kaina turi didesnę tendenciją didėti taip didinant ir bendrą biržos kapitalizaciją. Biržos kapitalizacija – arba rinkos vertė – yra dažnai sutinkamas terminas. Jis apibūdinamas kaip biržos apyvartos sąrašuose esančių įmonių akcijų skaičius, padaugintas iš akcijos rinkos kainos. 14 paveiksle pateikta informacija apie įmonių, atėjusių į OMX TALLINN biržą per IPO, kapitalizacijos procentas nuo visos biržos kapitalizacijos 2007 m.



14 pav. Įmonių, atėjusių į OMX Tallinn biržą per IPO kapitalizacijos proc. nuo visos biržos kapitalizacijos 2007 m.

TALLINK GRUPP, rinkoje turėdama 19% laisvų akcijų praėjus dviems metams nuo IPO 2007 metais užėmė pakankamai geras pozicijas OMX Tallinn biržoje turėdama 17,23% visos biržos kapitalizacijos. Neblogai sekėsi ir įmonei ARCO VARA, kuri 2007 metais sudarė 12,87% visos biržos kapitalizacijos turėdama 28% laisvų akcijų rinkoje. Perpus mažiau rinkos užėmė TALLINNA VESI įmonė. Jos kapitalizacija sudarė 6,31% visos biržos kapitalizacijos, o laisvų akcijų kiekis – 30%. EESTI EHITUS ir OLYMPIC ENTERTEINMENT GROUP sudarė beveik po 3% visos biržos kapitalizacijos, o mažiausią kapitalizaciją turėjo įmonė EKSPRESS GRUPP – 2,16% su 13% laisvų akcijų.

Informacija apie tai koks buvo per IPO atėjusių įmonių kapitalizacijos lygis OMX Ryga ir OMX Vilnius biržose pateikta 15 paveiksle.



15 pav. Įmonių kapitalizacijos proc. nuo visos biržos kapitalizacijos

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

IPO skaičius OMX Vilnius biržoje siekė vos du sandorius per laikotarpį nuo 2004 m. iki 2008 m. Šių abiejų sandorių kapitalizacija antrinėje rinkoje buvo maža. AGROWILL GROUP 2008 m. sudarė vos 0,8% visos biržos kapitalizacijos su 23% laisvų akcijų. Tai pakankamai žemas rodiklis su tokiu nemažu laisvų akcijų skaičiumi. Įtakos tokiai padėčiai turėjo ir akcijos rinkos kainos kritimas nuo 5 litų iki 3 litų per metus. Panašaus kapitalizacijos lygio 2008 m. OMX Vilnius biržoje buvo 35% visų listinguojamų įmonių. CITY SERVICE 2007 m. sudarė beveik 2% visos biržos kapitalizacijos.

IPO skaičius OMX Ryga biržoje siekė tik vieną sandorius per laikotarpį nuo 2004 m. iki 2008 m. Šio sandorio SAF TEHNIKA 2005 m. kapitalizacija antrinėje rinkoje sudarė beveik 3% visos biržos kapitalizacijos. Ir tai manau yra neblogas rezultatas lyginant su tuo, kad 2005 m. OMX Ryga biržoje kotiravosi 12 įmonių, iš kurių 7 turėjo apie 3% kapitalizaciją nuo visos biržos kapitalizacijos.

Būtų galima padaryti tokią išvadą apie IPO sandorių įtaką OMX rinkos veiklos rezultatams – IPO sandorių įtaka OMX rinkos veiklos rezultatams yra teigiama. Teigiamą poveikį dar labiau stiprina įmonės, kurios atėjusios į biržą per IPO joje pasiekia vidutinį kapitalizacijos lygį ir daugiau. Mažesnės kapitalizacijos įmonės tik padidina besilistinguojančių įmonių skaičių ir turi mažesnį likvidumo lygį.

2.2. IPO sandorių įtakos įmonės veiklos rezultatams ekonominė analizė

Išnagrinėjus IPO sandorių populiarumą, apimtis ir įtaką OMX rinkos veiklos rezultatams toliau darbe IPO įtaka bus analizuojama konkrečių įmonių pavyzdžiu. Analizei įmonės buvo atrinktos tokiu principu: po vieną įmonę iš kiekvienos NASDAQ OMX Baltic biržos ir dar dvi iš OMX Tallinn, nes

joje buvo daugiausiai IPO sandorių per analizuojamą laikotarpį. Taip pat atrenkant įmones buvo atsižvelgta ir į IPO siūlymo akcijų kiekį. Analizei pasirinktos šios įmonės: OMX Tallinn – ARCO VARA, OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP (toliau OEG), TALLINNK GRUPP; OMX Ryga – SAF TEHNIKA; OMX Vilnius – CITY SERVICE.

Analizės aiškumui analizuojami duomenys skirstomi pagal laikotarpius tokia tvarka: 1 laikotarpis – tai metinis balansas prieš IPO, 2 laikotarpis – tai metinis balansas, tų metų, kuriais įvyko IPO, 3 laikotarpis – tai pirmasis metinis balansas po 2 laikotarpio.

Analizuojamų įmonių finansiniai duomenys ir skaičiavimai pateikti 1, 2, 3, 4, 5 prieduose.

2.2.1. Įmonių pelningumo ir likvidumo analizė prieš ir po IPO

Per IPO pritrauktos lėšos dažniausiai naudojamos įmonės pajamų didinimui. Taip pat žinome, kad įmonių pelningumas tampriai susijęs su įmonės likvidumu ir turi priešingą tarpusavio ryšį. Todėl šioje darbo dalyje analizuojama kaip pasikeitė įmonės pelningumas ir likvidumas pasinaudojus IPO sandoriu. Pelningumui analizuoti skaičiuojamas grynasis pardavimų pelningumas, parodantis kiek vienam pardavimų litui tenka grynojo pelno, o likvidumui – bendrasis trumpalaikio mokumo koeficientas, parodantis kiek vienam trumpalaikių skolų litui tenka trumpalaikio turto litų ir finansinis svertas, parodantis kiek vienam nuosavybės litui tenka skolinto kapitalo. Kuo bendrojo mokumo rodiklis didesnis – tuo geriau, kuo finansinio sverto rodiklis mažesnis – tuo geriau, o geriausiai kai jis yra 50:50. Kokią įtaką ir kaip šiuose rodikliuose gali daryti IPO sandoris? Per IPO pritrauktos lėšos gali padidinti įmonės pajamas, padidinti trumpalaikio turto ir nuosavybės apimtį. Suvestiniai analizuojamų rodiklių duomenys pagal įmones pateikti 1 lentelėje.

1 lentelė

Įmonių, pasinaudojusių IPO sandoriu pelningumo ir likvidumo apskaičiavimas

Įmonė	Rodiklis	1 laikotarpis	2 laikotarpis	Pokytis, %	3 laikotarpis	Pokytis, %
ARCO VARA	Pajamos, tūkst. EEK	483586	727188	50,37	659779	-9,27
	Grynasis pelnas, tūkst. EEK	217349	235511	8,36	-1160141	-592,61
	Grynasis pardavimų pelningumas	0,45	0,32	-27,94	-1,76	-642,93
	Bendras trumpalaikio mokumo koeficientas	0,59	2,25	277,72	2,45	9,18
	Finansinis svertas	0,68	0,31	-53,43	0,99	213,30
OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP	Pajamos, tūkst. EEK	874462	1658749	89,69	2487298	49,95
	Grynasis pelnas, tūkst. EEK	215644	404262	87,47	380651	-5,84
	Grynasis pardavimų pelningumas	0,25	0,24	-1,17	0,15	-37,21
	Bendras trumpalaikio mokumo koeficientas	2,17	5,83	169,35	1,90	-67,45
	Finansinis svertas	0,39	0,01	-98,36	0,02	190,24

TALLINK GRUPP	Pajamos, tūkst. EEK	4062961	6330911	55,82	11903286	88,02
	Grynasis pelnas, tūkst. EEK	473355	1485271	213,78	1049287	-29,35
	Grynasis pardavimų pelningumas	0,12	0,23	101,37	0,09	-62,43
	Bendras trumpalaikio mokumo koeficientas	0,55	0,89	62,53	0,67	-25,04
	Finansinis svertas	1,18	1,52	27,92	1,25	-17,63
CITY SERVICE	Pajamos, tūkst. LTL	113607	209202	84,15	263850	26,12
	Grynasis pelnas, tūkst. LTL	7.528	11.051	46,80	8.686	-21,40
	Grynasis pardavimų pelningumas	0,07	0,05	-20,28	0,03	-37,68
	Bendras trumpalaikio mokumo koeficientas	1,55	1,44	-6,99	1,33	-7,44
	Finansinis svertas	0,16	0,03	-83,26	0,18	589,14
SAF TECHNIKA	Pajamos, LVL	4881291	12818452	162,60	11066391	-13,67
	Grynasis pelnas, LVL	811786	3920569	382,96	1559327,00	-60,23
	Grynasis pardavimų pelningumas	0,17	0,31	83,91	0,14	-53,93
	Bendras trumpalaikio mokumo koeficientas	1,65	4,33	162,33	8,57	97,80
	Finansinis svertas	0,06	0,00	-93,14	0,00	-52,63

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Analizuojant IPO sandorio įtaką finansinio sveto rodikliui 2-ju laikotarpiu keturiose įmonėse iš penkių nustatytas finansinio sveto rodiklio mažėjimas. Mažėjimo diapazonas buvo nuo -53,43 % iki -98,36 %. IPO sandorio įtaka finansinio sveto rodikliui yra tiesioginė ir teigiama. 3-ju laikotarpiu IPO sandorio įtaką nustatyti sunku, nes per metus įmonė gali daug pasiskolinti, gali daug uždirbti pelno arba gauti nuostolį, o visi šie reiškiniai tiesiogiai įtakoja finansinio sveto rodiklį.

Analizuojant IPO sandorio įtaką bendrojo trumpalaikio mokumo koeficientui 2-ju laikotarpiu keturiose įmonėse iš penkių nustatytas bendrojo trumpalaikio mokumo koeficiento didėjimas. Didėjimo diapazonas buvo nuo 62,53 % iki 277,72 %. IPO sandorio įtaka bendrojo trumpalaikio mokumo koeficientui yra tiesioginė ir teigiama. 3-ju laikotarpiu IPO sandorio įtaką nustatyti sunku, nes per metus įmonė gali savo trumpalaikį turtą pakeisti ilgalaikiu, gali patirti nuostolį, o šie reiškiniai tiesiogiai įtakoja bendrojo trumpalaikio mokumo koeficientą.

Analizuojant IPO sandorio įtaką grynojo pardavimų pelningumo koeficientui 2-ju laikotarpiu trijose įmonėse iš penkių nustatytas grynojo pardavimų pelningumo koeficiento mažėjimas, o dvejose – didėjimas. Didėjimas buvo įmonėse TALLINK GRUPP 101,37% ir SAF TECHNIKA 83,91%. Tai įmonės, kurių pajamų augimas priklauso nuo apyvartinio kapitalo išteklių, reikalingų produktų gamybai (SAF TECHNIKA) ir pajamas nešančio turto įsigijimo (TALLINK GRUPP – yra naujas laivas – yra naujos pajamos). Didžiausias mažėjimas buvo įmonėje ARCO VARA -27,94%, įmonėje – laivas – yra naujos pajamos). Didžiausias mažėjimas buvo įmonėje ARCO VARA -27,94%, įmonėje CITY SERVICE grynasis pardavimų pelningumas mažėjo 20,28%, o OEG -1,17%. Didžiausi mažėjimai

buvo įmonėse, kurių veikla susijusi su nekilnojamo turto projektų vystymu, o mažiausias mažėjimas – pramogas (kazino) teikiančioje įmonėje. 3-ju laikotarpiu visose analizuojamose įmonėse pardavimų pelningumo koeficientas mažėjo. Jei teigtume, kad IPO sandorio įtaka yra teigiama teigiamam grynojo pardavimų pelningumo koeficientui 2-ju laikotarpiu tai nustatyti dėl kokių priežasčių šis koeficientas mažėjo 3-ju laikotarpiu sunku. Mažėjimą galėjo sukelti išaugusios išlaidos, padidėjusi konkurencija rinkoje, sumažėjusi parduodamų prekių ar paslaugų paklausa.

IŠVADA – IPO sandorio įtaka finansinio svėro rodikliui yra tiesioginė ir teigiama. IPO sandorio įtaka bendrojo trumpalaikio mokumo koeficientui yra tiesioginė ir teigiama. IPO sandorio įtaka grynajam pardavimų pelningumui yra menka.

Vertinant IPO sandorių efektyvumą įvertinamas ir IPO multiplikatorius. IPO multiplikatoriaus esmė yra įvertinti kokią įtaką turėjo grynojo kapitalo, pritraukto per IPO, pokytis įmonės pajamų pokyčiui, t.y. kiek papildomų piniginių vienetų pajamų padėjo papildomai uždirbti dėka IPO pritrauktas grynas kapitalas.

IPO multiplikatorius apskaičiuojamas kaip:

$$\text{IPO multiplikatorius} = \frac{\text{Pajamų pokytis per tam tikrą laikotarpį}}{\text{Grynojo kapitalo, pritraukto iš IPO, pokytis per tam tikrą laikotarpį}}$$

2 lentelėje pateikiami konkrečių analizuojamų įmonių IPO multiplikatorių rezultatai.

2 lentelė

Įmonių, pasinaudojusių IPO sandoriu IPO multiplikatoriai

Įmonė	Rodiklis	1 laikotarpis	2 laikotarpis	Pokytis piniginiiais vienetais
ARCO VARA	Pajamos, tūkst. EEK	483586	727188	243602
	Grynasis kapitalas, pritrauktas per IPO, tūkst. EEK			987514
	IPO multiplikatorius			0,25
OEG	Pajamos, tūkst. EEK	874462	1658749	784287
	Grynasis kapitalas, pritrauktas per IPO, tūkst. EEK			943202
	IPO multiplikatorius			0,83
TALLINK GRUPP	Pajamos, tūkst. EEK	4062961	6330911	2267950
	Grynasis kapitalas, pritrauktas per IPO, tūkst. EEK			2053793
	IPO multiplikatorius			1,10
CITY SERVICE	Pajamos, tūkst. LTL	113607	209202	95595
	Grynasis kapitalas, pritrauktas per IPO, tūkst. LTL			25566
	IPO multiplikatorius			3,74
SAF TEHNKA	Pajamos, tūkst. LVL	4881	12818	7937
	Grynasis kapitalas, pritrauktas per IPO, tūkst. LVL			1532
	IPO multiplikatorius			5,18

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Mažiausias IPO multiplikatoriaus rezultatas gautas įmonėje ARCO VARA – vienas papildomo grynojo kapitalo piniginis vienetas pritraukė 0,25 papildomų piniginių vienetų arba 25% papildomų pajamų nuo bendros papildomo kapitalo sumos. Daugiau papildomų pajamų papildomo grynojo kapitalo vienetas pritraukė įmonėje OEG – 0,83 vieneto. Įmonėje TALLINNK GRUPP papildomas grynojo kapitalo vienetas pritraukė 1,10 papildomų pajamų vienetų. Efektingesni IPO multiplikatoriaus rezultatai apskaičiuoti įmonėse CITY SERVICE ir SAF TEHNIKA. Atitinkamai IPO multiplikatoriaus rezultatai yra 3,74 ir 5,18.

2.2.2. Įmonių vertės analizė prieš ir po IPO

Kiekvienos įmonės tikslas – jos vertės didinimas. Vienas iš būdų įmonių savininkams, išplėtojusiems savo verslą, realizuoti įmonėse sukurtą vertę – pirminis viešas akcijų siūlymas. Įmonių skelbiami aukšti pajamų augimo tempai bei pelningumas atrodytų kaip ilgalaikės akcininkų vertės garantas. Bet ar užtenka vien tik pajamų ir pelno rodiklių norint įvertinti kaip kuriama ilgalaikė vertė akcininkams? Šioje darbo dalyje analizuojama kokią įtaką turi IPO sandoriai skaičiuojant įmonės vertę. Įmonės vertės nustatymui pasirinkti trys metodai: ekonominės pridėtinės vertės ((angl. *economic value added, EVA*), koreguotos balansinės vertės ir investuoto kapitalo pelningumo (angl. *return on invested capital, ROIC*).

Vienas iš įmonės vertės nustatymo metodų, plačiai naudojamų pasaulyje, yra EVA metodas. Mokslinėje literatūroje EVA vadinamas įvairiai: ekonomine pridėtine verte, naujai sukurta verte (Boguslauskas, Jagelavičius, 2002). EVA metodo autorius Bennet-Stewart (1994) ekonominę pridėtinę vertę apibrėžia taip: ekonominiu požiūriu vertė (EVA) sukuriama tuomet, kai įmonė gauna pajamas, didesnes nei ekonominiai kaštai šioms pajamoms uždirbti. Nuolatinis ir darnus EVA augimas ilgai turėtų didinti kompanijos vertę. EVA skaitinė reikšmė nėra tokia svarbi, kur kas svarbiau, kaip ir kiek ji auga laike ir kiek atspindi bendrą kompanijos augimą. EVA apskaičiuojama kaip:

$$EVA = EBIT - C * WACC.$$

EVA – ekonominė pridėtinė vertė;

EBIT – pelnas iki mokesčių ir palūkanų;

WACC – vidutiniai svertiniai kapitalo kaštai.

Darbe apskaičiuoti penkių įmonių EVA pokyčiai įmonei pasinaudojus IPO sandoriu.. Šiuo skaičiavimu siekta nustatyti kaip pasikeitė įmonės EVA vertė pasinaudojus IPO sandoriu ir ar IPO daro svarbią įtaką EVA rezultatui. Tyrimo duomenys pateikti 3 lentelėje.

3 lentelė.

Įmonių, pasinaudojusių IPO sandoriais, vertės skaičiavimas EVA metodu

Įmonė	Rodiklis	1 laikotarpis	2 laikotarpis	Pokytis, %	3 laikotarpis	Pokytis, %
ARCO VARA	EBIT, tūkst. EEK	260752	298503	14,48	-1103146	-469,56
	WACC, tūkst. EEK	82691	148556	79,65	59675	-59,83
	EVA, tūkst. EEK	178061	149947	-15,79	-1162821	-875,49
	EBIT pelningumo koeficientas:	0,54	0,41	-23,87	-1,67	-507,32
	WACC lygio nuo pajamų koeficientas:	0,17	0,20	19,47	0,09	-55,73
	Nuosavo kapitalo dalis visame investuotame kapitale, %	20,15	8,36	-58,51		
	IPO emisijos dalis visame investuotame kapitale, %		39,92			
OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP	EBIT, tūkst. EEK	222931	455060	104,13	425007	-6,60
	WACC, tūkst. EEK	224535	247596	10,27	375046	51,47
	EVA, tūkst. EEK	-1604	207464		49961	-75,92
	EBIT pelningumo koeficientas:	0,25	0,27	7,61	0,17	-37,72
	WACC lygio nuo pajamų koeficientas:	0,26	0,15	-41,87	0,15	1,02
	Nuosavo kapitalo dalis visame investuotame kapitale, %	72	53	-26,42	99	85,73
	IPO emisijos dalis visame investuotame kapitale, %		47			
TALLINK GRUPP	EBIT, tūkst. EEK	634492	1783332	181,06	1751480	-1,79
	WACC, tūkst. EEK	581364	1675594	188,22	1551781	-7,39
	EVA, tūkst. EEK	53128	107738	102,79	199699	85,36
	EBIT pelningumo koeficientas:	0,22	0,23	3,94	0,25	11,94
	WACC lygio nuo pajamų koeficientas:	0,14	0,26	84,97	0,13	-50,74
	Nuosavo kapitalo dalis visame investuotame kapitale, %	40,91	28,67	-29,92	40,59	41,58
	IPO emisijos dalis visame investuotame kapitale, %		9,1			
CITY SERVICE	EBIT, tūkst. LTL	9786	13170	34,58	11259	-14,51
	WACC, tūkst. LTL	7792	7540	-3,23	9581	27,06
	EVA, tūkst. LTL	1994	5630	182,31	1678	-70,19
	EBIT pelningumo koeficientas:	0,09	0,06	-26,92	0,04	-32,22
	WACC lygio nuo pajamų koeficientas:	0,07	0,04	-47,45	0,04	0,75
	Nuosavo kapitalo dalis visame investuotame kapitale, %	83,02	49,97	-39,81	82,34	64,78
	IPO emisijos dalis visame investuotame kapitale, %		47,77			
SAF TEHNIK A	EBIT, LVL	1099151	4919673	347,59	1972171	-59,91
	WACC, LVL	848894	3083224	263,20	1573789	-48,96
	EVA, LVL	250257	1836449	633,83	398382	-78,31

EBIT pelningumo koeficientas:	0,23	0,38	70,44	0,18	-53,57
WACC lygio nuo pajamų koeficientas:	0,17	0,24	38,31	0,14	-40,88
Nuosavo kapitalo dalis visame investuotame kapitale, %	62,87	76,89	22,30	99,92	29,95
IPO emisijos dalis visame investuotame kapitale, %		23,09			

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Neigiamą ARCO VARA EVA pokytį 2-ju laikotarpiu -15,79 % davė beveik 80 % išaugę kapitalo kaštai. Kapitalo kaštų augimą sukėlė 197 189 tūkst. EEK padidėjusios skolos finansinėms institucijoms su beveik 1 procentiniu punktu padidėjusiomis palūkanomis, o didžiausią neigiamą įtaką EVA vertei padarė naujos akcijų emisijos (IPO) išleidimas. Rezultato nesušvelnino netgi tai, kad IPO emisijos kaštų norma buvo beveik lygi paskolų palūkanų normai, įvertinus mokesčius. EBIT padidėjimas 14,48 % buvo per mažas norint turėti bent nulinį EVA. Jei IPO emisijos palūkanų norma būtų dvigubai mažesnė – EVA būtų nulinis.

3-ju laikotarpiu ARCO VARA EVA pokytis taip pat buvo neigiamas – (875,49 %). Deja šiuo laikotarpiu didžiausią neigiamą įtaką EVA rodikliui padarė neigiamas įmonės veiklos rezultatas. EBIT buvo – 1 103 146 tūkst. EEK. Pagal įmonės vadovų pateikto metinio pranešimo duomenis didžiausią neigiamą rezultatą – 1 086,6 mln. EEK davė turimo turto perkainavimo rezultatas.

IŠVADA – nuosavo kapitalo didėjimas naudojant IPO sandorius mažina EVA tik pirmaisiais metais.

Analizuojant EVA pokytį įmonėje TALLINK GRUPP nustatyta, kad jis 2-ju laikotarpiu lyginant su pirmuoju padidėjo 103 %. Šioje įmonėje 2-ju laikotarpiu EBIT padidėjo 181 %, bet padidėjo ir investuoto kapitalo kaštai 188 %. Kodėl EVA vis tiek turėjo teigiamą pokytį? EBIT padidėjimas tūkst.. EEK buvo didesnis nei kapitalo kaštų padidėjimas matuojant tūkst. EEK. Nors įmonės skolos finansinėms institucijoms padidėjo daugiau nei keturis kartus įmonė sugebėjo gauti šias paskolas su tomis pačiomis palūkanomis kaip ir prieš tai buvusiais metais. Akcijų išleidimas pasinaudojant IPO žymios įtakos EVA rezultatui nepadarė, nes IPO emisijos lyginamasis svoris visame investuotame kapitale sudarė tik 9,1 %. Įmonės EBIT didėjimas ir nepakilusios naujų paskolų palūkanų normos padarė didžiausią teigiamą poveikį EVA rezultatui.

3-ju laikotarpiu TALLINK GRUPP EVA padidėjo dar 85 % lyginant su 2-ju laikotarpiu. Investuoto kapitalo kaštams sumažėjus 7,39 % arba 123 813 tūkst. EEK, o EBIT sumažėjus 1,79 % arba 31 852 tūkst. EEK EVA padidėjo 91 961 tūkst. EEK.

IŠVADA – IPO emisija svarbios įtakos EVA vertės pokyčiui nepadarė. Reikšmingesnę įtaką EVA teigiamam pokyčiui padarė EBIT pelningumas, kuris visada buvo didesnis už WACC lygio nuo pajamų koeficientą.

OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP 1-jo laikotarpio EVA buvo neigiamas (1 604 tūkst. EEK). 2-įjį laikotarpį EVA pakilo iki 207 464 tūkst. EEK. Didžiausią teigiamą įtaką EVA pokyčiui 2 laikotarpyje turėjo 104,13 % padidėjęs EBIT. Investuoto kapitalo kaštai padidėjo tik 10 %. Nors akcijų emisija (IPO) investuotame kapitale sudarė beveik 47 % jos kaštų žema norma 2,78% stipriai nepaveikė EVA vertės, o WACC lygio nuo pajamų koeficienta sumažėjo beveik 42%.

3-ju laikotarpiu įmonės EVA sumažėjo beveik 76 % dėl 51% išaugusių investuoto kapitalo kaštų po nuosavo kapitalo padidėjimo beveik 86% visame investuotame kapitale. EBIT pelningumo koeficientas sumažėjo beveik 38%.

IŠVADA - IPO emisija svarbios įtakos EVA vertės pokyčiui nepadarė.

CITY SERVICE EVA vertė 2-me laikotarpyje išaugo 182% dėl beveik 47% sumažėjusio WACC nuo pajamų lygio koeficiento, o EBIT pelningumo koeficientas sumažėjo 27% . Bendras teigiamas EVA pokytis sudarė 3 636 tūkst. LTL. Šioje įmonėje nuosavas kapitalas visame investuotame kapitale per analizuojamą laikotarpį sudaro virš 80%. IPO emisija sudarė 47,77% investuoto kapitalo su 6,44% emisijos kaštų norma. Beveik 40% sumažėjusi nuosavo kapitalo dalis visame investuotame kapitale ir ROE nuo 24% iki 20% tą patį laikotarpį kaip ir IPO emisija investuoto kapitalo kaštai 2-me laikotarpyje ne tik kad nepadidėjo, bet sumažėjo 3,23%. Sumažėjo ir pageidaujama nuosavo kapitalo gražos norma. Jei nuosavo kapitalo dalis būtų išlikusi ta pati, tai IPO kaštai (1 759 tūkst. LTL) EVA būtų sumažinę iki 3 871 tūkst. LTL arba 94,13% mažiau nei pradinis pokytis 182%. 3-me laikotarpyje EVA sumažėjo 70% dėl sumažėjusio 32,22% EBIT pelningumo koeficiento. WACC lygio nuo pajamų koeficientas pasiliko beveik tame pačiame lygyje.

IŠVADA - IPO emisija svarbios įtakos EVA vertės pokyčiui nepadarė, kadangi buvo nuosavo kapitalo sumažėjimas. Priešingu atveju būtų galima sakyti, kad IPO mažina EVA rezultata.

SAF TEHNIKA EVA vertė 2-me laikotarpyje padidėjo beveik 634%. Tokį rezultatą lėmė 70,44% padidėjęs EBIT pelningumo koeficientas. Jo svarią įtaką sumažino WACC lygio nuo pajamų koeficiento padidėjimas 38,31%. Pakankamai žemi IPO emisijos kaštai (3,01% kaštų norma) ir beveik 35% sumažėjusi skolų finansinėms institucijoms dalis bendroje investuoto kapitalo dalyje atsivėrė IPO kaštus. Jei paskolos nebūtų gražintos EVA vertė būtų sumažėjusi apie 2%. 3-ju laikotarpiu EVA sumažėjo 78,31%. Tokį rezultatą sąlygojo EBIT pelningumo koeficiento sumažėjimas 54% lyginant su 2-ju laikotarpiu.

IŠVADA - IPO emisija svarbios įtakos EVA vertės pokyčiui nepadarė.

Bendra išvada – per IPO metus įmonės EVA padidėja, tačiau pats IPO ir jo kaštai žyriam EVA pokyčiui įtakos neturi. Nagrinėjant EVA pokytį pastebėta, kad didžiausią neigiamą įtaką EVA daro didėjanti nuosavo kapitalo dalis investuotame kapitale, o teigiamą įtaką EVA daro EBIT didėjimas vienam pardavimų piniginiam vienetui.

Analizuojant ar IPO sandorio panaudojimas padarė įtaką įmonės vertės pasikeitimui ją skaičiuojant pakoreguotos balansinės vertės metodu, nustatyta, kad visais analizuojamais penkiais atvejais IPO sandorio įtaka įmonės vertės pokyčiui buvo ženkli (žr. 4 lentelę).

4 lentelė

Įmonių, pasinaudojusių IPO sandoriais, vertės skaičiavimas koreguotos balansinės vertės metodu

Įmonė	Rodiklis	1 laikotarpis	2 laikotarpis	Pokytis, %	3 laikotarpis	Pokytis, %
ARCO VARA	Trumpalaikis turtas, tūkst. EEK	603230	2308035	282,61	1366626	-40,79
	Ilgalaikis turtas, tūkst. EEK	1654141	1256006	-24,07	603966	-51,91
	Nematerialus ilgalaikis turtas, tūkst. EEK	16705	25505	52,68	12475	-51,09
	Materialus turtas iš viso, tūkst. EEK	2240666,00	3538536,00	57,92	1958117,00	-44,66
	Ilgalaikės skolos, tūkst. EEK	501267,00	607117,00	21,12	701634,00	15,57
	Trumpalaikės skolos, tūkst. EEK	1014223,00	1027352,00	1,29	557185,00	-45,76
	Įmonės vertė, tūkst. EEK	725176	1904067	162,57	699298	-63,27346
OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP	Trumpalaikis turtas, tūkst. EEK	256569	1300637	406,93	618507	-52,45
	Ilgalaikis turtas, tūkst. EEK	688373	1008564	46,51	2085419	106,77
	Nematerialus ilgalaikis turtas, tūkst. EEK	0	0	0,00	690379	
	Materialus turtas iš viso, tūkst. EEK	944942	2309201	144,37	2013547	-12,80
	Ilgalaikės skolos, tūkst. EEK	230608	13173	-94,29	43067	226,93
	Trumpalaikės skolos, tūkst. EEK	118494	223015	88,21	325770	46,08
	Įmonės vertė, tūkst. EEK	595840	2073013	247,91	1644710	-20,66
TALLINK GRUPP	Trumpalaikis turtas, tūkst. EEK	614226	2753459	348,28	2516987	-8,59
	Ilgalaikis turtas, tūkst. EEK	6312945	23178103	267,15	24053910	3,78
	Nematerialus ilgalaikis turtas, tūkst. EEK	176153	1258432	614,40	1283592	2,00
	Materialus turtas iš viso, tūkst. EEK	6751018	24673130	265,47	25287305	2,49
	Ilgalaikės skolos, tūkst. EEK	3146193	13752898	337,13	12651213	-8,01
	Trumpalaikės skolos, tūkst. EEK	1125156	3103386	175,82	3784747	21,96
	Įmonės vertė, tūkst. EEK	2479669	7816846	215,24	8851345	13,23
CITY SERVICE	Trumpalaikis turtas, tūkst. LTL	65508	94169	43,75	91141	-3,22
	Ilgalaikis turtas, tūkst. LTL	13349	28723	115,17	47482	65,31
	Nematerialus ilgalaikis turtas, tūkst. LTL	3554	12451	250,34	22454	80,34

	Materialus turtas iš viso, tūkst. LTL	75303	110441	46,66	116169	5,19
	Ilgalaikės skolos, tūkst. LTL	5011	1490	-70,27	10883	630,40
	Trumpalaikės skolos, tūkst. LTL	42376	65493	54,55	68483	4,57
	Įmonės vertė, tūkst. LTL	27916	43458	55,67	36803	-15,31
SAF TEHNIKA	Trumpalaikis turtas, LVL	2743679	6800751	147,87	6531431	-3,96
	Ilgalaikis turtas, LVL	622017	1722775	176,97	1739399	0,96
	Nematerialus ilgalaikis turtas, LVL	82069	648947	690,73	694396	7,00
	Materialus turtas iš viso, LVL	3283627	7874579	139,81	7576434	-3,79
	Ilgalaikės skolos, LVL	99435	29422	-70,41	15082	-48,74
	Trumpalaikės skolos, LVL	1661848	1570237	-5,51	762427	-51,45
	Įmonės vertė, LVL	1522344	6274920	312,19	6798925	8,35

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Analizuojamų įmonių vertės po IPO padidėjo nuo beveik 56% iki 312%. Mažiausias vertės padidėjimas nustatytas įmonėje CITY SERVICE 56%, o didžiausias – SAF TEHNIKA 312%. Kitose įmonėse vertės padidėjo beveik po 200% . Kadangi skaičiuojant įmonės vertę pakoreguotos balansinės vertės metodu neištraukiama informacija apie nuosavo kapitalo dydį – per IPO pritrauktos lėšos balanse atsispindi turto dalyje ir taip padidina įmonės vertę ją skaičiuojant šiuo metodu.

Įmonės vertę nustatant trečiuoju būdu - naudojant investuoto kapitalo pelningumo (angl. *return on invested capital, ROIC*) metodą – taip pat buvo siekiama nustatyti ar IPO sandorio panaudojimas daro įtaką vertės pasikeitimui. ROIC metodas matuoja, kiek pinigų uždirba kiekvienas investuoto kapitalo piniginis vienetas. ROIC turėtų viršyti investuoto kapitalo kaštus (WACC) ir randamas:

$$ROIC = (GP - D) / (NK + IS + TS),$$

čia: GP – grynasis pelnas;

D – dividendai;

NK – nuosavas kapitalas;

IS – ilgalaikės skolos, nuo kurių mokamos palūkanos;

TS – trumpalaikės skolos, nuo kurių mokamos palūkanos.

Analizuojant ROIC apskaičiavimo formulę IPO tiesioginė įtaka ROIC rezultatui pasireiškia per nuosavo kapitalo pokytį ir netiesioginė įtaka - per grynojo pelno pasikeitimą jei per IPO pritrauktos lėšos buvo skirtos rinkų ir pardavimų plėtimui arba per skolų pasikeitimą jei per IPO pritrauktos lėšos buvo skirtos paskolų refinansavimui. Nei viena iš penkių analizuojamų įmonių savo IPO prospektuose nenurodė, kad pritrauktos lėšos bus skirtos paskolų refinansavimui. Todėl analizuojant kaip IPO paveikė įmonės vertę ją skaičiuojant ROIC metodu dėmesys sutelkiamas į nuosavo kapitalo ir grynojo pelno pokyčius (žr. 5 lentelę).

Īmoniu, pasinaudojusiu IPO sandoriams, vērtēs skaiĉivims ROIC metodu

Īmonē	Rodiklis	1 laikotarpis	2 laikotarpis	Pokytis, %	3 laikotarpis	Pokytis, %
ARCO VARA	Nuosavo kapitālo svoris visamē investuotamē kapitālē, %	20,15	48,28	139,6	40,49	-16,1
	Grynasis peļnas (GP), tūkst. EEK	217349	235511	8,4	-1160141	-592,6
	Dividendai (Div), tūkst. EEK	11692	25430	117,5	37160	46,1
	Nuosavas kapitālas (NK), tūkst. EEK	741881	1929572	160,1	711773	-63,1
	Ilgalaikēs skolas, nuo kuriu mokamos palūkanas (IS), tūkst. EEK	457258	600938	17,0	692919	15,3
	Trumpalaikēs skolas, nuo kuriu mokamos palūkanas (TS), tūkst. EEK	699568	753077		353417	-53,1
	ROIC (%)=(GP-Div) / NK + ISB+TSB, nes ģ WACC ģeina ju kaštai	10,8%	6,4%	-40,9	-68,1%	-1164,4
	WACC	5,4%	5,9%	8,9	5,7%	-3,1
	ROIC - WACC	5,4%	0,5%		-73,8%	
OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP	Nuosavo kapitālo svoris visamē investuotamē kapitālē, %	72,26	99,95	38,3	86,92	-13,0
	Grynasis peļnas (GP), tūkst. EEK	215644	404262	87,5	380651	-5,8
	Dividendai (Div), tūkst. EEK	9500	20000	110,5	150800	654,0
	Nuosavas kapitālas (NK), tūkst. EEK	595840	2073013	247,9	2335089	12,6
	Ilgalaikēs skolas, nuo kuriu mokamos palūkanas (IS), tūkst. EEK	227189	991	-99,5	24787	2401,2
	Trumpalaikēs skolas, nuo kuriu mokamos palūkanas (TS), tūkst. EEK	1559	174		4682	2590,8
	ROIC (%)=(GP-Div) / NK + ISB+TSB, nes ģ WACC ģeina ju kaštai	25,0%	18,5%	-25,9	9,7%	-47,5
	WACC	27,2%	11,9%	-56,2	15,9%	32,8
	ROIC - WACC	-2,2%	6,6%		-6,1%	
TALLINK GRUPP	Nuosavo kapitālo svoris visamē investuotamē kapitālē, %	40,91	37,77	-7,7	40,59	7,5
	Grynasis peļnas (GP), tūkst. EEK	473355	1485271	213,8	1049287	-29,4
	Dividendai (Div), tūkst. EEK	0	0	0,0	0	0,0
	Nuosavas kapitālas (NK), tūkst. EEK	2655822	9075278	241,7	10134937	11,7
	Ilgalaikēs skolas, nuo kuriu mokamos palūkanas (IS), tūkst. EEK	3145864	13727497	289,8	12584261	-8,3
	Trumpalaikēs skolas, nuo kuriu mokamos palūkanas (TS), tūkst. EEK	690473	1228098		2247390	83,0
	ROIC (%)=(GP-Div) / NK + ISB+TSB, nes ģ WACC ģeina ju kaštai	7,3%	6,2%	-15,2	4,2%	-32,0

	WACC	9,0%	7,0%	-22,1	6,2%	-10,8
	ROIC - WACC	-1,7%	-0,8%		-2,0%	
CITY SERVICE	Nuosavo kapitalo svoris visame investuotame kapitale, %	83,02	97,74	17,7	82,34	-15,8
	Grynasis pelnas (GP), tūkst. LTL	7528	11051	46,8	8686	-21,4
	Dividendai (Div), tūkst. LTL	1500	1759	17,3	3058	73,8
	Nuosavas kapitalas (NK), tūkst. LTL	31470	55909	77,7	59257	6,0
	Ilgalaikės skolos, nuo kurių mokamos palūkanos (IS), tūkst. LTL	4767	586	-80,0	7772	1226,3
	Trumpalaikės skolos, nuo kurių mokamos palūkanos (TS), tūkst. LTL	1669	703		4934	601,8
	ROIC (%)=(GP-Div) / NK + ISB+TSB, nes į WACC įeina jų kaštai	15,9%	16,2%	2,2	7,8%	-51,9
	WACC	20,6%	13,2%	-35,9	13,3%	1,0
	ROIC - WACC	-4,7%	3,1%		-5,5%	
SAF TEHNIKA	Nuosavo kapitalo svoris visame investuotame kapitale, %	62,87	99,96	59,0	99,92	0,0
	Grynasis pelnas (GP), LVL	811786	3920569	383,0	1559327	-60,2
	Dividendai (Div), LVL	0	150000	0,0	990060	560,0
	Nuosavas kapitalas (NK), LVL	1604413	6923867	331,6	7493321	8,2
	Ilgalaikės skolos, nuo kurių mokamos palūkanos (IS), LVL	80137	0	-99,7	0	
	Trumpalaikės skolos, nuo kurių mokamos palūkanos (TS), LVL	867334	2519		6101	142,2
	ROIC (%)=(GP-Div) / NK + ISB+TSB, nes į WACC įeina jų kaštai	31,8%	54,4%	71,1	7,6%	-86,1
	WACC	33,3%	44,5%	33,8	18,0%	-59,6
	ROIC - WACC	-1,5%	9,9%		-10,4%	

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Įmonės ARCO VARA vertė 2-ju laikotarpiu sumažėjo beveik 41% lyginant su 1-ju laikotarpiu. Tokio rezultato susidarymui didžiausią įtaką turėjo nuosavo kapitalo padidėjimas 160%, 117% padidėjęs dividendų išmokėjimas ir 17% padidėję išsiskolinimai. 3-ju laikotarpiu įmonė patyrė didelį grynąjį nuostolį todėl šio laikotarpio rezultatai davė -68,1% ROIC grąžą.

Įmonės OLIMPIC ENTERTAINMENT GROUP vertė 2-ju laikotarpiu sumažėjo beveik 26% lyginant su 1-ju laikotarpiu. Tokio rezultato susidarymui didžiausią įtaką turėjo nuosavo kapitalo padidėjimas 248% ir 111% padidėjęs dividendų išmokėjimas. Nors grynasis pelnas padidėjo 87% jo didėjimo lygis buvo mažesnis nei grąžintų paskolų lygis.

Įmonės TALLINK GRUPP vertė 2-ju laikotarpiu sumažėjo beveik 15% lyginant su 1-ju laikotarpiu. Tokio rezultato susidarymui didžiausią įtaką turėjo 290% padidėję išsiskolinimai ir 242% padidėjęs nuosavas kapitalas. Grynojo pelno padidėjimas 214% buvo per mažas, kad išlaikyti 1-ju laikotarpio ROIC rezultata.

Įmonės CITY SERVICE vertė 2-ju laikotarpiu padidėjo 2,2% lyginant su 1-ju laikotarpiu. Tokio rezultato susidarymui didžiausią įtaką turėjo grynojo pelno padidėjimas 46,8%, skolų sumažėjimas 80%, o nuosavo kapitalo padidėjimas 78% nesumenkino ROIC rezultato žemiau 1-jo laikotarpio duomenų.

Įmonės SAF TEHNIKA vertė 2-ju laikotarpiu padidėjo 71,1% lyginant su 1-ju laikotarpiu. Tokio rezultato susidarymui didžiausią įtaką turėjo grynojo pelno padidėjimas 383%, skolų sumažėjimas 100%, o nuosavo kapitalo padidėjimas 332% nesumenkino ROIC rezultato žemiau 1-jo laikotarpio duomenų.

IŠVADA – IPO sandorio rezultatas daro svarbią įtaką įmonės vertei ją skaičiuojant investuoto kapitalo gražos metodu. IPO tiesioginė neigiama įtaka ROIC rezultatui pasireiškia per nuosavo kapitalo pokytį ir netiesioginė teigiama įtaka - per grynojo pelno pasikeitimą jei per IPO pritrauktos lėšos buvo skirtos rinkų ir pardavimų plėtimui.

Apibendrinti rezultatai apie IPO sandorių įtaką įmonių vertės pasikeitimui pateikti 6 lentelėje.

6 lentelė

IPO sandorio poveikio įmonės vertės pokyčiams pagal atitinkamus rodiklius

apibendrinimas

Reiškinys	Tallink Grupp		Arco Vara		OEG		City Service		SAF technika		Išvada	
	Taip	Ne	Taip	Ne	Taip	Ne	Taip	Ne	Taip	Ne	Taip	Ne
Ar padidėjo įmonės vertė ją skaičiuojant "Pakoreguotos balansinės vertės" metodu?	X		X		X		X		X		X	
Ar tam turėjo įtakos IPO emisija?	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-
Jei taip - kiek procentų?	215		163		248		56		312			
Ar padidėjo įmonės vertė ją skaičiuojant "Investuoto kapitalo pelningumo (ROIC)" metodu?		X		X		X	X		X			X
Ar tam turėjo įtakos IPO emisija?	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-
Jei taip - kiek procentų?							2		63			
Ar padidėjo įmonės vertė ją skaičiuojant EVA metodu?	X			X	X		X		X		X	
Ar tam turėjo įtakos IPO emisija?	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>	-	<u>X</u>
Jei taip - kiek procentų?	205				105		36		375			

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

IPO sandorio panaudojimas turi tiesioginę teigiamą įtaką įmonės vertės didėjimui, kai vertė skaičiuojama koreguotos balansinės vertės metodu. Įmonės vertę skaičiuojant investuoto kapitalo gražos metodu IPO sandorio įtaka tiesioginė ir neigiama, nes po IPO padidėja nuosavo kapitalo dalis, o ši kapitalo rūšis pagal atliktus ekonominius tyrimus yra brangesnė nei skolintas kapitalas. Taigi

nuosavo kapitalo dalies didėjimas mažina investuoto kapitalo grąžą. Įmonės vertę skaičiuojant EVA metodu įmonės vertė po IPO padidėjo, tačiau tiesioginė IPO įtaka vertės didėjimui nenustatyta.

Apibendrinant IPO sandorių įtakos įmonės veiklos rezultatams ekonominę analizę sudaryta IPO sandorio poveikio įmonės veiklos rezultatams pagal apskaičiuotus atitinkamus rodiklius apibendrinimo lentelė. Žr. 7 lentelę.

7 lentelė

IPO sandorio poveikio įmonės veiklos rezultatams pagal apskaičiuotus atitinkamus rodiklius apibendrinimas

Įmonė	IPO multiplikatorius	Pajamų pokytis 2 laikotarpiu	EVA pokytis 2 laikotarpiu	ROIC pokytis 2 laikotarpiu
ARCO VARA	0,25	50%	-16%	-41%
OEG	0,83	90%	2,3+03E proc.*	-26%
TALLINNK GRUPP	1,1	56%	103%	-15%
CITY SERVICE	3,74	84%	182%	2,2%
SAF TEHNIKA	5,18	163%	634%	71%

* Prieš tai buvusio laikotarpio rezultatas buvo nuostolis

Iš 7 lentelėje pateiktų duomenų matosi, kad visų keturių skaičiuotų rodiklių teigiami pokyčiai atsirado tuomet, kai IPO multiplikatoriaus rodiklis buvo 3,74. Esant IPO multiplikatoriui arčiau 1 neigiamas tik vienas skaičiuotas rodiklis – ROIC. Jo neigiamas pokytis dar labiau sumažėja IPO multiplikatoriui perkopus reikšmę 1. Todėl daroma ši išvada – IPO sandorio tiesioginis teigiamas poveikis įmonės veiklos rezultatams pradeda reikštis tuomet, kai IPO multiplikatorius yra didesnis už vieneta.

III. IPO SANDORIŲ EFEKTYVUMO VERTINIMO METODIKA

Iš ankstesniuose skyriuose pateiktų duomenų ir analizės matome, kad IPO yra pakankamai populiarus Europoje. Labiausiai ir dažniausiai analitikai IPO populiarumą sieja su pakankamai neblogo galimybe pritraukti papildomą kapitalą įmonės tolimesniam vystymui. Kokios įmonės ir kokiems tikslams išleido IPO emisijas NASDAQ OMX Baltic biržose nurodytos 8 lentelėje.

8 lentelė

Įmonių pasinaudojimo IPO sandoriais tikslai

Įmonė pavadinimas, veiklos sritis	Šalis	IPO tikslas
AGROWILL GROUP – investicijos į žemės ūkio sektorių	Lietuva	1. Išplėsti veiklą ir padidinti pieno gavybos pajėgumus Lietuvoje. Didinti ganyklų ir dirbamos žemės plotus. 2. Išplėsti veiklą Centrinėje ir Rytų Europoje ten išsigyjant žemės ūkio įmones.
CITY SERVICE - kompleksinių pastatų priežiūros paslaugų teikimas	Lietuva	1. Naujo kapitalo pritraukimas investicijoms ir vystymuisi. 2. Naujų pastatų ūkio valdymo paslaugas teikiančių įmonių išsigijimu, verslo plėtimui Rusijoje, Latvijoje ir Lietuvoje.
VILKYŠKIŲ PIENINĖ - sūrių gamyba	Lietuva	1. Dalis akcininkų norėjo parduoti dalį turimų įmonės akcijų. 2. Padidinti akcijų likvidumą ir sukurti papildomų galimybių plėtos finansavimui ateityje.
SAF TEHNIKA - telekomunikacinių įrenginių gamyba ir prekyba	Latvija	1. Tyrimams ir projektų vystymui siekiant išplėsti verslą. 2. Dalis akcininkų norėjo parduoti dalį turimų įmonės akcijų.
ARCO VARA - nekilnojamojo turto projektų vystymas	Estija	1. Pritraukti papildomo kapitalo nekilnojamo turto projektų vystymui Baltijos šalyse, naujų projektų įgyvendinimui Bulgarijoje, Rumunijoje ir Ukrainoje. 2. Dalis akcininkų norėjo parduoti dalį turimų įmonės akcijų.
EKSPRESS GRUPP - masinės informacijos priemonės ir leidyba	Estija	1. Verslo plėtimui užimant naujas rinkas. 2. Masinėmis informacijos priemonėmis skelbiamų naujienų einamuoju momentu (on-line) bazės palaikymui ir plėtimui. 3. Dalis akcininkų norėjo parduoti dalį turimų įmonės akcijų.
EESTI EHITUS - pastatų ir infrastruktūros statyba, konstravimas	Estija	1. Verslo plėtimui užimant naujas rinkas. 2. Dalis akcininkų norėjo parduoti dalį turimų įmonės akcijų.
STARMAN - ryšių paslaugos	Estija	1. Dalis akcininkų norėjo parduoti dalį turimų įmonės akcijų.
TALLINK GRUPP - vežimas laivais	Estija	1. Verslo vystymui ir išsigijimams. 2. Dalis akcininkų norėjo parduoti dalį turimų įmonės akcijų.
OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP - kazino ir viešbučių valdymas	Estija	1. Sutvirtinti savo pozicijas rinkoje kuriant naujus operatorius. 2. Atidaryti naujus operatorius penkiose naujose šalyse.
TALLINNA VESI - vandens tiekimas ir jo valymas	Estija	1. Dalis akcininkų norėjo parduoti dalį turimų įmonės akcijų.

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Kiekvienas naujas įmonės strateginis sprendimas susijęs su šio sprendimo įgyvendinimui reikalingo kapitalo ir kaštų skaičiavimais, projekto duodamos naudos įvertinimu. NASDAQ OMX Baltic VP biržų IPO pagal apimtis ir kaštus (žr. 9 lentelę).

9 lentelė

Įmonių pritrauktos lėšos, pasinaudojant IPO sandoriu

Įmonė pavadinimas, veiklos sritis	Išleistų akcijų skaičius, vnt.	Iš viso pritraukta kapitalo įmonėje, tūkst. vietine valiuta	Emisijos išlaidos, tūkst. vietine valiuta	Emisijos kaštų dydis, %
TALLINK GRUPP - vežimas laivais	26 500 000	2 186 250 (166 mln. EUR)	132 457	6,894
ARCO VARA - nekilnojamojo turto projektų vystymas	27 500 000	1 045 000 (69 mln. EUR)	57 486	5,501
OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP - kazino ir viešbučių valdymas	15 400 000	970 200 (72 mln. EUR)	26 998	2,782
EKSPRESS GRUPP - masinės informacijos priemonės ir leidyba	2 447 881	225 939 (36 mln. EUR)	17 996	7,964
EESTI EHITUS - pastatų ir infrastruktūros statyba, konstravimas	1 451 000	130 546 (19 mln. EUR)	7 555	5,787
AGROWILL GROUP - investicijos į žemės ūkio sektorių	6 142 732	30 714 (9,8 mln. EUR)	2 039	6,638
CITY SERVICE - kompleksinių pastatų priežiūros paslaugų teikimas	2 110 000	27 325 (17,9 mln. EUR)	1 759	6,437
SAF TEHNIKA - telekomunikacinių įrenginių gamyba ir prekyba	67 637 ir SPO - 48,3%	1 599 (24 mln. EUR)	48	3,010
TALLINNA VESI - vandens tiekimas ir jo valymas	SPO – 30%	868 386 * (55,5 mln. EUR)	26 003	2,994
VILKYŠKIŲ PIENINĖ - sūrinių gamyba	SPO – 10%	(1,4 mln. EUR)		
STARMAN - ryšių paslaugos	SPO – 25,3%	(12 mln. EUR)		

* - akcininkų gauta suma už parduotas akcijas

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Įmonės, norėdamos įsitikinti IPO teikiamais privalumais, gali juos įvertinti analizuodamos savo konkurentų arba kitų įmonių, jau pasinaudojusių IPO sandoriu, finansinius duomenis. Atliekant tokį vertinimą siūloma atkreipti dėmesį į šiuos rezultatus (žr.10 lentelę):

10 lentelė

IPO privalumų ir trūkumų kiekybinis matavimas

Privalumai	Matavimo rodikliai
Sudaromos galimybės pigiau pritraukti kapitalo iš rinkos.	Palyginti IPO emisijos kaštus su tarpbankine palūkanų norma.
Akcijų listingavimas biržoje sukuria didesnes galimybes prieiti prie neribotų kapitalo išteklių.	Ar buvo panašių įmonių pakartotinių viešų akcijų arba obligacijų emisijų siekiant pritraukti papildomo kapitalo? Palyginti emisijos kaštus su tarpbankine palūkanų norma.
Emitentui reikia mažiau pastangų ir paieškos laiko norint gauti pinigų.	Skirtumas mėnesiais tarp IPO ir pakartotinės akcijų emisijos.
Akcininkai turimas akcijas lengvai gali paversti pinigais.	Pažiūrėti ar pakankamas įmonės likvidumas atėjus į VP biržą?
Įmonė gali veikti daug laisviau kai ji nėra varžoma didelių kreditų.	Palyginti šiuos įmonės rodiklius vieni metai iki IPO ir metai po IPO: finansinio svėro ir bendrojo trumpalaikio mokumo koeficientai
Bendrovės akcininkams akcijų turėjimas įgauna aiškesnę prasmę - akcijas įvertina rinka, atsižvelgiant į bendrovės rezultatus ir perspektyvas.	Paanalizuoti įmonės akcijų rinkos vertės kitimą.
Reitingų agentūros viešoms įmonėms suteikia aukštesnius skolinimosi reitingus, kas atveria kelią pigesniai finansavimui ateityje (paskolos, obligacijų emisijos).	Ar pasikeitė skolinto kapitalo palūkanų norma po IPO? Ar ji sumažėjo?
Trūkumai	Matavimo rodikliai
Brangumas : investicinio banko mokestis 3-5% nuo IPO bendrųjų įplaukų.	Palyginti banko ilgalaikės paskolos suteikimo kaštus ir palūkanų normą.
Išlaidos, susijusios su valdymu, ataskaitų teikimu ir listingavimusi biržoje.	Susipažinti su NASDAQ OMX IPO skelbiamais įkainiais ir metiniais narystės mokesčiais.
Atsiranda galimybė, kad priešas (konkurentas) gali įsigyti kontrolinį akcijų paketą. Liūdna akcijų rinkos realybė yra ta, kad atskiri investuotojai retai kada sukaupia pakankamai akcijų, kad galėtų daryti kokią nors apčiuopiamą įtaką įmonei – tai paliekama stambiams instituciniams akcininkams arba su įmone susijusioms grupuotėms.	Nustatyti kokia akcijų dalis buvo parduota per IPO.

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Apibendrinus įvairių autorių požiūrį į IPO sandorius ir gautus analizės duomenis darbe sudaroma IPO sandorio efektyvumo vertinimo metodika. Ją sudaro trys dalys: kokybiškai naujo įmonės veiklos etapo pripažinimas, įvykusių kitų įmonių IPO sandorių analizė ir finansinės naudos nustatymas.

Kokybiškai naujo įmonės veiklos etapo pripažinimo metodika apima šiuos klausimus:

- 1) Kiek metų veikia įmonė?
- 2) Kiek metų nuo veiklos pradžios įmonė generavo pelną?
- 3) Koks buvo pajamų ir pelno augimo lygis?
- 4) Kuriame veiklos raidos cikle šiuo metu yra įmonė?

- 5) Kokią rinkos dalį įmonė užima savo šalyje?
- 6) Kokią rinkos dalį įmonė užima užsienyje?
- 7) Ar yra galimybė didinti užimamą rinkos dalį šalyje ir užsienyje?
- 8) Ar suformuluotą įmonės veiklos efektyvumo didinimo tikslą galima finansiškai įvertinti?
- 9) Ar įmonėje yra suformuota stipri vadovaujančio personalo komanda ir kiek metų ji dirba?

Gautus atsakymus į šiuos klausimus reikia palyginti su vertybinių popierių biržų NASDAQ OMX Baltic keliamais reikalavimais, pažiūrėti ar įmonė turi tvirtas pozicijas rinkoje ir plėtimosi galimybes, ar pakankamas pelningumo lygis, ar tvirta vadovaujančio personalo komanda. Jei atsakymai yra teigiami, tuomet reikia paanalizuoti kitų įmonių, pasinaudojusių IPO sandoriu, teikiamą finansinę informaciją. Tai būtų antrasis IPO sandorio efektyvumo vertinimo metodikos etapas.

Įvykusių kitų įmonių IPO sandorių analizės metodika apima klausimus, nurodytus 10 lentelėje. Analizuojant atsakymus, gautus pagal 10 lentelėje nurodytus klausimus, reikia įvertinti labai svarbų aspektą - kokiomis šalies ekonomikos sąlygomis buvo įvykdytas IPO sandoris. Didesnė tikimybė, kad IPO bus sėkmingas yra tuomet, kai šalies ekonomika yra kilimo ar pakilimo cikle. Po šios analizės vykdomas trečiasis IPO sandorio efektyvumo vertinimo metodikos etapas - finansinės naudos nustatymo etapas.

Finansinės naudos nustatymo metodika apima šiuos skaičiavimus:

- 1) Įmonės vertės nustatymą per paskutinius tris metus skaičiavimams naudojant EVA metodą;
- 2) ROIC rodiklio apskaičiavimą per paskutinius tris metus;
- 3) Papildomo kapitalo apimties strateginio tikslo įgyvendinimui nustatymą;
- 4) Trijų metų pelno (nuostolio) ataskaitos, balanso ir pinigų srautų ataskaitų prognozių pagal nusistatytą veiklos efektyvumo didinimo tikslą sudarymą;
- 5) Pagal gautus prognozuojamų ataskaitų ir balanso duomenis įmonės vertės pokyčio, ROIC pokyčio, finansinio sverto pokyčio ir IPO multiplikatoriaus apskaičiavimą.

Atlikus visus aukščiau minėtus skaičiavimus įvertinti jų pokyčius. Jei jie yra teigiami, o IPO multiplikatorius yra daugiau nei 1, tuomet IPO sandorio panaudojimo efektyvumas yra priimtinas.

Toliau darbe informaciniais tikslais pateikiama trijų klausimų, kuriuos turėtų išsiaiškinti būsimas IPO emisijos leidėjas, analizė vertybinių popierių biržų NASDAQ OMX Baltic kontekste.

Analizuojant ar buvo pakartotinių viešų akcijų arba obligacijų emisijų siekiant pritraukti papildomo kapitalo sudaryta analitinė lentelė (žr. 11 lentelę).

Įmonės, pasinaudojusios IPO sandoriu ir antrinėje rinkoje išleidusios naują akcijų emisiją

Įmonė pavadinimas, IPO data	IPO emisijos kaštai, %	Pakartotinės akcijų emisijos biržoje kaštai, %	Obligacijų emisijos kaštai, %
<u>TALLINK GRUPP</u> 2005-12-09	6,894	5 000 000 vnt. Pritraukta 223,8 mln. EEK, kaštai 0,08%. 26 954 260 vnt. Pritraukta 1 212,94 mln. EEK, kaštai 0,46%.	2005 – 3,4%; 2006 – 3,5%
<u>ARCO VARA</u> 2007-06-21	5,501	nebuvo	2005 ir 2006 – 6,92%; 2007 – 8,38% ir 6,25%; 2008 – 12%.
<u>OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP</u> 2006-10-23	2,782	200 000 vnt. Pritraukta 14,473 mln. EEK. Apie emisijos kaštus duomenų nerasta.	nebuvo
<u>EKSPRESS GRUPP</u> 2007-04-05	7,964	nebuvo	nebuvo
<u>EESTI EHITUS</u> 2006-05-18	5,787	nebuvo	nebuvo
<u>AGROWILL GROUP</u> 2008-04-02	6,638 (5,5)		2008 m. pritraukta 16 mln. LTL su 12%; 0,315 mln. LTL su 14%
<u>CITY SERVICE</u> 2007-06-08	6,437	nebuvo	nebuvo
<u>SAF TEHNIKA</u> 2004-05-26	3,01	nebuvo	nebuvo
<u>TALLINNA VESI</u> 2005-06-01	2,994	nebuvo	nebuvo
<u>VILKYŠKIŲ PIENINĖ</u> 2006-05-17	SPO	2 590 000 vnt. Pritraukta 13 986 mln. LTL, kaštai 2,695%	nebuvo
<u>STARMAN</u> 2005-06-28		nebuvo	nebuvo

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Apibendrinant 11 lentelės duomenis galima teigti, kad įmonės neskubėjo pasinaudoti akcijų listingavimo biržoje sukuriama didesne galimybe prieiti prie neribotų kapitalo išteklių. Iš vienuolikos analizuojamų įmonių tik trys išleido pakartotines akcijų emisijas, tačiau joms pavyko pakankamai pigiai gauti naujo kapitalo įmonės veiklai. Įmonė “Tallink Grupp” sugebėjo pritraukti naujo kapitalo su 0,46% emisijos kaštų, „Vilkiškių pieninė“ – 2,695%. Ar įmonės akcijų listingavimas biržoje leidžia išleisti obligacijas su mažesniais kaštais nei nesilistinguojant - iš lentelėje pateiktų duomenų galima teigti, kad ne. Kaip pakartotines akcijų emisijas taip ir obligacijų leidimą vykdė tik trys įmonės. Įmonė “Tallink Grupp” iki IPO turėjo išleidusi obligacijų su 3,4% palūkanų, tačiau po IPO naujos obligacijų emisijos kaštai nesumažėjo, o buvo 3,5%. Tą patį galima pasakyti ir apie įmonės „Arco Vara“ obligacijų emisijas – po IPO obligacijų emisijos kaštai nesumažėjo. Įmonė „Agrowill Group“ iki savo IPO obligacijų išleidusi nebuvo, todėl ir obligacijų

išleistų po IPO išleidimo kaštų palyginti negalima. Manau, kad įmonės tapimas vieša žymiai neturėtų sumažinti obligacijų išleidimo kaštų, nes už obligacijas mokamos palūkanos daugiau priklauso nuo bendros vyriausybės skolos vertybinių popierių palūkanų normos rinkoje nei nuo įmonės atvirumo investuotojams.

Analitikai teigia, kad po IPO įmonė gali greičiau išleisti pakartotinę akcijų emisiją ir taip greičiau gauti papildomo kapitalo. Apie tai pateikti duomenys 12 lentelėje.

12 lentelė

Laiko tarpas tarp IPO ir pakartotinės akcijų emisijos

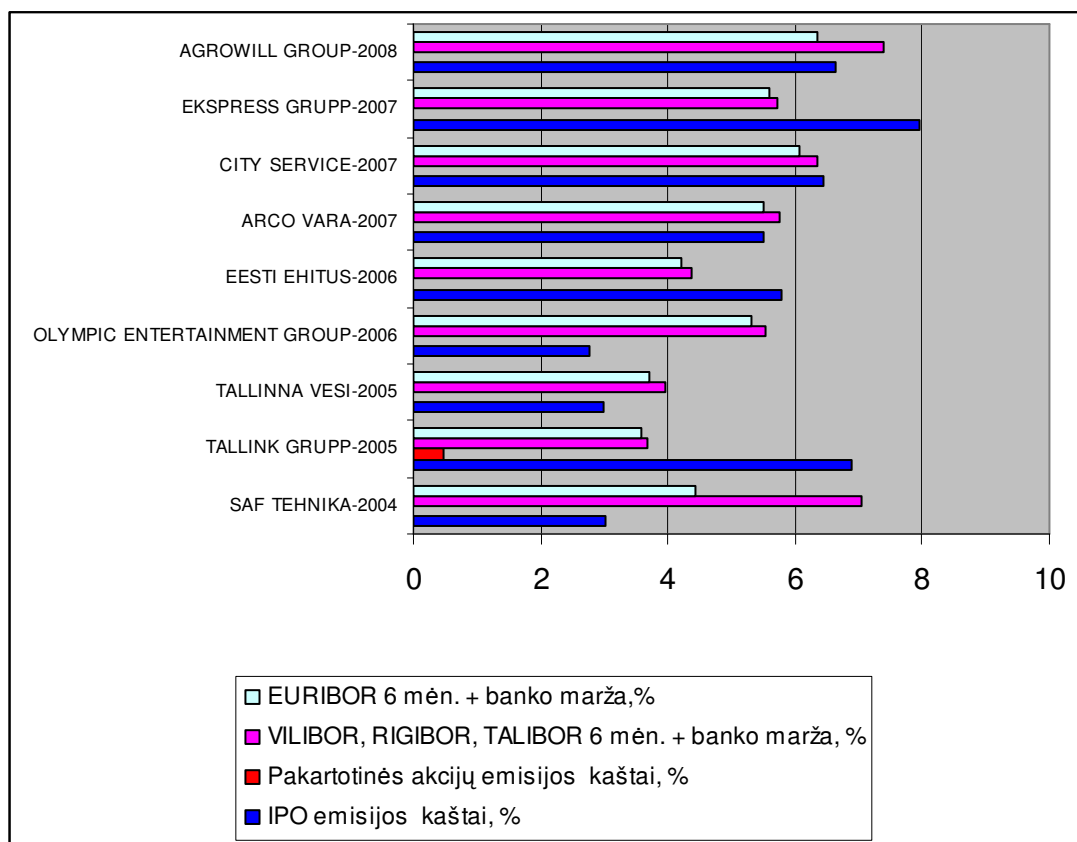
Įmonė pavadinimas, IPO data	Akcininkų sprendimo išleisti pakartotinę emisiją data	Pakartotinės akcijų emisijos laikotarpio pabaiga
TALLINK GRUPP 2005-12-09	1. 2006-06-22 2. 2006-08-02	1. 2006-08-31 2. 2006-08-31
OLYMPIC ENTERTAINMENT GROUP 2006-10-23	2007-05-30	2007-06-30
VILKYŠKIŲ PIENINĖ 2006-05-17	2008-03-07	2008-06-30

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Tvirtinimai apie greitesnę pakartotinę akcijų emisija pasitvirtino. Trys įmonės, po IPO išleidusių pakartotines akcijų emisijas, sugebėjo greitai pritraukti papildomo kapitalo. Vidutiniškai šis procesas analizuojamose įmonėse užtruko nuo vieno iki dviejų mėnesių.

Sudaromos galimybės pigiau pritraukti skolinto kapitalo iš rinkos. Bet kokį turto padidėjimą turi finansuoti vieno ar kelių kapitalo komponentų padidėjimas. Kapitalas yra būtinas, turintis savo kaštus, gamybos veiksnys. Kiekvieno komponento kaštai – konkretaus kapitalo šaltinio kaštai. Ekonominėje literatūroje išskiriami šie kapitalo komponentai: skolos, privilegijuotos akcijos, nepaskirstytas pelnas ir naujai išleistos paprastosios akcijos. Laisvos rinkos ekonomikoje kapitalo paskirstymas vyksta remiantis kainų sistema. Palūkanų norma – tai kaina, mokama už kapitalo pasiskolinimą (V.Darškuvienė, 1997). Todėl darbe lyginami IPO emisijos kaštai su tarpbankine palūkanų norma. Maksimizuojant įmonės vertę, jos vadovai turi minimizuoti visų įdėjimų, įskaitant ir kapitalo, kaštus (V.Darškuvienė, 1997). 16 paveiksle pateikiami duomenys apie tai, kokia buvo įmonių IPO išleidimo kaštų norma. Ji lyginama su įmonių turimomis banko maržomis pridėdant prie jos 6 mėnesių EURIBOR palūkanų normą arba 6 mėnesių VILIBOR/RIGIBOR/TALIBOR palūkanų normas. Palyginimui paimtos tokios tarpbankinės palūkanų normos, kurios buvo du mėnesius iki IPO siūlymo dienos (toks laikotarpis pasirinktas dėl to, kad vidutiniškai tiek laiko

trunka gauti ilgalaikę banko paskolą), o vidutinė banko marža – pagal įmonių finansinės atskaitomybės ataskaitose pateiktus duomenis IPO siūlymo metais.



16 pav. IPO ir pakartotinių emisijų kaštų palyginimas su bankinėm palūkanų normom.

Šaltinis: sudaryta darbo autorės

Iš 14 pav. pateiktų duomenų matyti, kad IPO emisijos kaštų norma tris kartus (OEG, TALLINNA VESI ir SAF TEHNIKA) iš devynių buvo mažesnė nei tikėtina banko paskolų palūkanų norma, vieną kartą (ARCO VARA) iš devynių beveik lygi ir penkis kartus (AGROWILL GROUP, EKSPRESS GRUPP, CITY SERVICE, EESTI EHITUS, TALLINK GRUPP) iš devynių didesnė. Didesnis skirtumas tarp IPO emisijos kaštų normos (7,964%) ir tikėtinos banko paskolos palūkanų normos (6 mėn.EURIBOR+banko marža = 5,61% arba 6 mėnesių TALIBOR+banko marža = 5,73%) nustatytas įmonėje EKSPRESS GRUPP ir įmonėje TALLINK GRUPP atitinkamai IPO emisijos kaštų normos (6,894%) ir tikėtinos banko paskolos palūkanų normos (6 mėn.EURIBOR+banko marža = 3,59% arba 6 mėnesių TALIBOR+banko marža = 3,69%). Pakankamai žema papildomo kapitalo pritraukimo kaštų norma (0,46%) nustatyta įmonėje TALLINK GRUPP išleidžiant pakartotinę akcijų emisiją. Apibendrinant 14 pav. pateiktus duomenis daroma išvada, kad IPO emisijos kaštų norma gali būti žemesnė nei tikėtina banko

paskolos palūkanų norma. Taip reikia nepamiršti, kad skolinantis iš banko įmonė moka palūkanas tol, kol gražinama visa paskola, o IPO atveju – sandorio vykdymo kaštai yra momentiniai.

Išvados ir pasiūlymai

Atlikus pirminio akcijų viešo siūlymo sandorių efektyvumo NASDAQ OMX vertybinių popierių biržoje ekonominę analizę ir įvertinus jų poveikį įmonių vertės pokyčiui nustatyta, kad IPO, kaip ekonominis reiškinys yra vertas analizės, nes pagrindinė IPO koncepcija susijusi su papildomo kapitalo pritraukimu ir apima šiuos esminius požymius:

- viešas siūlymas privačios įmonės akcijas pirkti vertybinių popierių biržoje;
- įmonė išleidžia naujas akcijas norėdama gauti papildomo kapitalo;
- tai kapitalo didinimas, o ne lėšų pasiskolinimas.
- esami akcijų savininkai gali pasitraukti dalinai arba visiškai;
- iki tol įmonės akcijomis nebuvo prekiaujama vertybinių popierių biržoje;
- IPO siūlymo idėja įmonėje subręsta tuomet, kai ji jau būna įsibėgėjusi ir pasiekusi įmonės augimo fazę.

Europos šalių vertybinių popierių biržose nuo 2004 metų iki 2006 metų IPO kilimas siejamas su vis didėjančiu tarptautinių IPO sandorių skaičiumi. Taip pat pasitvirtino tariama koreliacija tarp šalies ekonomikos augimo ir IPO sandorių didėjimo. Tačiau 2008 pasaulinė ekonomikos krizė beveik dvigubai sumažino IPO sandorių kiekį. Tai buvo nusivylimo metai visose pasaulinėse VP biržose. Atsiradęs nepasitikėjimas vertybiniais popieriais padarė savo „juodą darbą“. IPO siūlymų skaičius 2007 m. sumenko 9% lyginant su 2006 m., o 2008 m. šis kritimas buvo dar ryškesnis ir siekė beveik 82 % mažėjimą.

Analizuojant duomenis apie IPO sandorių pasiskirstymą pagal GICS klasifikaciją nustatyta, kad IPO sandoriais daugiausiai pasinaudojo finansine ir gamybos veikla užsiimančios įmonės. Didžiausias ir kiekvienais metais augantis IPO sandorių kiekis NASDAQ OMX Nordic nustatytas finansų sektoriuje: 2005 m. – 8 sandoriai, 2006 m. – 16 sandorių, 2007 m. – 17 sandorių, 2008 m. – 4 sandoriai. Antroje vietoje yra gamybos sektorius. Čia iš viso įvyko 25 IPO sandoriai: 2004 m. – 2 sandoriai 2005 m. – 2 sandoriai, 2006 m. – 8 sandorių, 2007 m. – 10 sandorių, 2008 m. – 3 sandoriai. Vienodas kiekis IPO sandorių įvyko informacinių technologijų ir vartojimo prekių bei paslaugų sektoriuose – po 16 sandorių per nagrinėjamą laikotarpį. Nedaug atsiliko ir sveikatos priežiūros sektorius. Čia buvo pasiūlyta 14 IPO sandorių. Mažiausiai IPO sandorių įvyko telekomunikacijų paslaugų ir energetikos sektoriuose.

Per IPO pritrauktos lėšos dažniausiai naudojamos įmonės plėtrai, kuri neatsiejama nuo pajamų didinimo tikslo. Įmonių pelningumas tampriai susijęs su įmonės likvidumu ir turi priešingą tarpusavio ryšį. Analizuojant kaip pasikeitė įmonės pelningumas ir likvidumas pasinaudojus IPO sandoriu nustatyta, kad IPO sandorio įtaka finansinio svėro rodikliui yra tiesioginė ir teigiama. Keturiuose įmonėse iš penkių nustatytas finansinio svėro rodiklio mažėjimas. Mažėjimo diapazonas

buvo nuo -53,43 % iki -98,36 %. IPO sandorio įtaka bendrojo trumpalaikio mokumo koeficientui yra tiesioginė ir teigiama. Keturiuose įmonėse iš penkių nustatytas bendrojo trumpalaikio mokumo koeficiento didėjimas. Didėjimo diapazonas buvo nuo 62,53 % iki 277,72 %. IPO sandorio įtaka grynam pardavimų pelningumui yra menka. Trijose įmonėse iš penkių nustatytas grynojo pardavimų pelningumo koeficiento mažėjimas, o dvejose – didėjimas.

Vertinant IPO sandorių efektyvumą įvertinamas ir IPO multiplikatorius. IPO multiplikatoriaus esmė yra įvertinti kokią įtaką turėjo grynojo kapitalo, pritraukto per IPO, pokytis įmonės pajamų pokyčiui, t.y. kiek papildomų piniginių vienetų pajamų padėjo papildomai uždirbti dėka IPO pritrauktas grynasis kapitalas. Visose penkiose analizuojamose įmonėse IPO multiplikatoriaus rezultatas buvo labai skirtingas.

Darbe iškeltos hipotezės pasitvirtino. Pirmąją hipotezę, kad IPO sandorių apimtys teigiamai veikia konkrečios VP biržos kapitalizacijos pokyčius patvirtina atlikta įmonių, pasinaudojusių IPO sandoriais kapitalizacijos procentinės dalies visoje biržos kapitalizacijoje analizė. 6 įmonių OMX Tallinn biržoje kapitalizacija sudarė atskirai vertinant įmones nuo 2,16% iki 17,23% , vienos įmonės OMX Ryga kapitalizacija sudarė 2,94% visos biržos kapitalizacijos ir dviejų įmonių OMX Vilnius kapitalizacija sudarė 0,8% ir 1,79% nuo visos biržos kapitalizacijos. Teigiamą poveikį dar labiau stiprina įmonių akcijų rinkos kainos kilimas.

Antroji hipotezė taip pat pasitvirtino. IPO sandoriai turi teigiamos įtakos įmonės vertės pokyčiams. IPO sandorio panaudojimas turi tiesioginę teigiamą įtaką įmonės vertės didėjimui, kai vertė skaičiuojama koreguotos balansinės vertės metodu. Nustatytas vertės didėjimas apėmė mažiausią padidėjimą 55,67% ir didžiausią padidėjimą 312,19%. Padidėjimas nustatytas penkiose iš penkių analizuotų įmonių. Įmonės vertę skaičiuojant EVA metodu įmonės vertė po IPO taip pat padidėjo. Nustatytas vertės didėjimas apėmė mažiausią padidėjimą 102,79% ir didžiausią padidėjimą 633,83%. Vienoje įmonėje EVA padidėjimas buvo absoliutus, nes prieš tai buvusiais metais EVA reikšmė buvo neigiama. Padidėjimas nustatytas keturiuose iš penkių analizuotų įmonių. Tačiau tiesioginė IPO įtaka vertės didėjimui nenustatyta. Įmonės vertę skaičiuojant investuoto kapitalo gražos metodu IPO sandorio įtaka tiesioginė, bet neigiama, nes po IPO padidėja nuosavo kapitalo dalis, o ši kapitalo rūšis pagal atliktus ekonominius tyrimus yra brangesnė nei skolintas kapitalas. Taigi nuosavo kapitalo dalies didėjimas mažina investuoto kapitalo gražą. Tik dvejose iš penkių analizuojamų įmonių ROIC turėjo teigiamą pokytį.

Tarpusavyje lyginant gautus IPO multiplikatoriaus, pajamų pokyčio, EVA ir ROIC pokyčių rezultatus nustatyta, kad visų keturių skaičiuotų rodiklių teigiami pokyčiai atsirado tuomet, kai IPO multiplikatoriaus rodiklis buvo 3,74. Esant IPO multiplikatoriui arčiau 1 neigiamas tik vienas skaičiuotas rodiklis – ROIC. Jo neigiamas pokytis dar labiau sumažėja IPO multiplikatoriui

perkopus reikšmę 1. Todėl daroma ši išvada – IPO sandorio tiesioginis teigiamas poveikis įmonės veiklos rezultatams pradeda reikštis tuomet, kai IPO multiplikatorius yra didesnis už vienetą.

Išnagrinėjus teorinę ir statistinę informaciją apie IPO sandorius gauti rezultatai rodo, kad įmonės gali naudotis IPO sandoriais norėdamos pritraukti papildomo kapitalo savo veiklos vystymui. Įmonės, nusprendusios tapti viešomis turi atidžiai išanalizuoti buvusią, esamą ir būsimą įmonės finansinę padėtį, konkurenciją, kokybines įmonės plėtros galimybes, išanalizuoti kitų įmonių, jau pasinaudojusių IPO sandoriais finansinius rezultatus, akcijų rinkos kainas. Šiai analizei atlikti siūloma pasinaudoti darbe sudaryta IPO sandorio efektyvumo vertinimo metodika. Ją sudaro trys dalys: kokybiškai naujo įmonės veiklos etapo pripažinimas, įvykusių kitų įmonių IPO sandorių analizė ir finansinės naudos nustatymas.

Atlikus visus aukščiau minėtus skaičiavimus įvertinti jų pokyčius. Jei jie yra teigiami, o IPO multiplikatorius yra daugiau nei 1, tuomet IPO sandorio panaudojimo efektyvumas yra priimtinas.

LITERATŪRA

1. Cibulskienė, D. (2007). *Įmonių kapitalo struktūros formavimas finansų rinkos globalizacijos procesuose: mokslo monografija*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla.
2. Cibulskienė, D., Grigaliūnienė, Ž., Marčisauskienė, J. (2009). *Finansų rizikos valdymas*. Paskaitų konspektas. Šiauliai.
3. Boguslauskas, V., Jagelavičius, G. (2002). *Įmonės veiklos finansinis vertinimas*. Kaunas: Technologija.
4. Buškevičiūtė, E., Mačerinskienė I. (1999). *Finansų analizė*. Kaunas: Technologija.
5. Darškuvienė, V. (1997). *Įmonės finansų valdymas*. Kaunas: Technologija.
6. Draho, J. (2005). *The IPO decision– why and how companies go public*. Cheltenham ; Northampton: Edward Elgar Publishing.
7. *Ekonomikos terminų žodynas*. (2005). Vainienė, R., Vilnius: TYTO ALBA.
8. Geddes, R. (2003). *IPOs and equity offerings*. Amsterdam: Elsevier Butterworth Heinemann.
9. Ghosh, A. (2006). *Pricing and performance of initial public offerings in the United State*. [žiūrėta 2009-01-04]. Prieiga per internetą <<http://books.google.com/books?id=OxOUOyHZ0QAC&printsec=frontcover&dq=pricing+and+perf+or&hl=lt>>.
10. Jagannathan, R. Sherman, A. (2005). Reforming the Bookbuilding Process for IPOs. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1, p. 6 [žiūrėta 2008-10-11]. Prieiga per internetą <<http://web.ebscohost.com/ehost/pdf?vid=9&hid=107&sid=761d1abb-e46e-4c35-b6c8-d78b8dd14f54%40sessionmgr103>>.
11. Janušas, D. (2001). EVA – įmonės vertės didinimo priemonė. *NK verslas*, 2, p. 49 –52.
12. Jenkinson, T., Ljungqvist, A. (2001). *Going Public– The Theory and Evidence on how Companies Raise Equity Finance*. [žiūrėta 2008-12-10]. Prieiga per internetą <http://books.google.com/books?id=l_xdnKxeYIkC&printsec=frontcover&dq=going+public&hl=lt#PPA15,M1>.
13. Juozaitienė, L. (2007). *Įmonės finansai: analizė ir valdymas: vadovėlis*. Šiauliai: Šiaulių universiteto leidykla.
14. Kancerevyčius G., (2004). *Finansai ir investicijos*. Kaunas:Smaltija.
15. Kaneko T. and RH Pettway (2001). Auction versus bookbuilding of Japanese IPOs. *Working Paper, University of Missouri-Columbia*. [žiūrėta 2008-10-11]. Prieiga per internetą <<http://web.ebscohost.com/ehost/pdf>>.
16. Keleraitė, D. (2000). Banko kreitą įmonei gali pakeisti emisija. „Verslo žinios“ priedas „Bankai ir draudimas“, 2000-04-24, p.34.

17. Laurinėnaitė, J., Putelytė, G. (2008). Vertingiausias Lietuvos bendrovės. *Veidas*, 20, p. 18-21.
18. Lileikienė A., Šaparnis G., Tamošiūnas T. (2004). *Magistro darbo rengimo metodika*. Šiauliai, VšĮ Šiaulių universiteto leidykla.
19. Kaustia, M. , Knupfer, S. (2008). Do Investors Overweight Personal Experience? Evidence from IPO Subscriptions. *THE JOURNAL OF FINANCE* , VOL. LXIII, 6, December 2008.
20. Moonchul, K., Ritter, J.R. (1999). Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics* 53 p. 409-437.
21. Neuberg, A., Welch, I. (1999). Akcinio kapitalo pritraukimas. „Verslo žinios“ priedas „Efektyvi vadyba“ Nr.29, p.7.
22. Norvaišienė, R., Stankevičienė, J. (2007). The Interaction of Internal Determinants and Decisions on Capital Structure at the Baltic Listed Companies. *ENGINEERING ECONOMICS*. 2(52), p. 7 – 14.
23. Pečiulis S., Šiaudinis S. (1998). *Įvadas į vertybinių popierių rinką*. Bankininkystės, draudimo ir finansų institutas, Vilnius.
24. Valakevičius, E. (2001). *BK Investicijų mokslas: vadovėlis*. Kaunas: Technologija.
25. Žaptorius, J. (2006). Įmonės vertė: vertinimo koncepcija ir finansavimo politikos įtaka. *Ekonomika ir vadyba: aktualijos ir perspektyvos*, 1(6), p. 190-197.
26. Weiss, Martin D. (1988). *How to make your initial stock offering successful*. Blue Ridge Summit (PA.): Liberty House.
27. Agrowill Group. Ataskaitos. [žiūrėta 2008-11-14]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LT0000127466&list=3&pg=details&tab=reports>>.
28. Arco Vara. Reports. [žiūrėta 2008-11-14]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=EE3100034653&list=2&pg=details&tab=news>>.
29. Eesti Ehitus. Reports. [žiūrėta 2008-11-14]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=EE3100039496&list=2&pg=details&tab=reports>>.
30. Ekspress Grupp. Reports. [žiūrėta 2008-11-14]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=EE3100016965&list=2&pg=details&tab=reports>>;
31. City Service. Ataskaitos. [žiūrėta 2008-11-14]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LT0000127375&list=2&pg=details&tab=reports>>.

32. Initial public offering. [žiūrēta 2007-10-10]. Prieiga per internetą <http://www.bloomberg.com/invest/glossary/bfglosi.htm#initial_public_offering>.
33. Investavimo sąvokos [žiūrēta 2008-10-15]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/index.php?id=1564924>>.
34. Investment Flows – New Capital Raised by Shares. World Federation of Exchanges. [žiūrēta 2008-11-30]. Prieiga per internetą <<http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2008/equity-markets/investment-flows-new-capital-raised-shares>>.
35. IPO. [žiūrēta 2008-10-15]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/?id=1418137>>.
36. IPO. [žiūrēta 2007-10-10]. Prieiga per internetą <<http://lt.wikipedia.org/wiki/IPO>>.
37. IPO Watch Europe – previous editions - PwC UK. [žiūrēta 2008-11-10]. Prieiga per internetą <http://www.pwc.co.uk/eng/publications/ipo_watch_review_2008.html>.
38. Historical data. Federation of European Securities Exchanges. [žiūrēta 2008-11-10]. Prieiga per internetą <<http://www.fese.be/en/?inc=art&id=4>>.
39. Koopmans Reinout, IPO considerations 2008 vs 2007, Deutsche Bank. [žiūrēta 2008-10-15]. Prieiga per internetą <<http://www.db.com>>.
40. NASDAQ OMX Baltic rinkos informacija [žiūrēta 2008-11-20]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=mainlist>>.
41. NASDAQ OMX Ryga Rules on Listing and Trading of Financial Instruments on the Markets Regulated by the exchange”. [žiūrēta 2008-10-15]. Prieiga per internetą <http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/riaga/rules/RFB_Eng/NASDAQ OMX nos/2009 02 13 R SE Listing.pdf>.
42. NASDAQ OMX Vilnius reguliuojamos rinkos taisyklės. [žiūrēta 2008-10-15]. Prieiga per internetą <[http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/teisesaktai/Rules%20of%20the%20Regulated%20Market%20\(come%20into%20effect%2023_03_2009\).pdf](http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/vilnius/teisesaktai/Rules%20of%20the%20Regulated%20Market%20(come%20into%20effect%2023_03_2009).pdf)>.
43. NASDAQ OMX Tallinn sules. [žiūrēta 2008-10-15]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates18082008/NN-18-08-eng-clean.pdf>>.
44. Olympic Entertainment Group. Reports. [žiūrēta 2008-11-14]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=EE3100084021&list=2&pg=details&tab=reports>>.
45. RIGIBOR. [žiūrēta 2008-10-15]. Prieiga per internetą <<http://www.bank.lv/eng/main/all/finfo/nt/rgbidrgbor/>>.

46. SAF Technika. Reports. [žiūrėta 2008-11-14]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=LV0000101129&list=2&pg=details&tab=reports>>.
47. TALIBOR. [žiūrėta 2008-10-15]. Prieiga per internetą <<http://www.eestipank.info>>.
48. Tallink Grupp. Reports. [žiūrėta 2008-11-14]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=EE3100004466&list=2&pg=details&tab=reports&lang=en>>.
49. Tallinna Vesi. Reports. [žiūrėta 2008-11-14]. Prieiga per internetą <<http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?instrument=EE3100026436&list=2&pg=details&tab=reports>>.
50. VILIBOR. [žiūrėta 2008-10-15]. Prieiga per internetą <<http://www.seb.lt/pow/wcp>>.
51. Wigglesworth Robin (2009). Vodafone Qatar begins big IPO test. *FINANCIAL TIMES*. 2009-04-15. [žiūrėta 2009-04-20]. Prieiga per Internetą <http://www.ft.com/cms/s/0/f585d4ac-29cc-11de-9e56-00144feabdc0.html?nclick_check=1>.
52. WIOF finansų žodynas. [žiūrėta 2008-12-16]. Prieiga per internetą <<http://www.wiof.eu/lit/explore-investing/financial-dictionary/>>.

PAGRINDINIŲ SĄVOKŲ ŽODYNAS

Šios sąvokos magistro darbe pateikiamos remiantis šaltiniu: Vainienė, R., (2005). *Ekonomikos terminų žodynas*. Vilnius: TYTO ALBA.

A

Akcija (*share*) – akcinės bendrovės išleidžiamas nuosavybės vertybinis popierius, pažymintis akcijos turėtojo (savininko, akcininko) dalį akcinės bendrovės kapitale ir patvirtinantis jo teisę dalyvauti valdant įmonę ir gauti pelno dalį dividendais, taip pat likviduojamos įmonės dalį.

Antinė rinka (*secondary market*) – savininkų (ne emitentų) turimų vertybinių popierių pardavimas kitiems asmenims, įskaitant ir biržoje parduodamus vertybinius popierius.

B

Bazinė palūkanų norma (*base rate*) – palūkanų norma, kurią komerciniai bankai taiko kaip atspirties tašką apskaičiuodami konkrečios paskolos palūkanų normą.

Bendrasis vidaus produktas, BVP (*Gross Domestic Product, GDP*) – per tam tikrą laikotarpį sukurtų galutinio vartojimo prekių ir paslaugų pinigine išraiška. Tai galutinis visų šalies teritorijoje veikiančių ūkinių vienetų gamybinės veiklos rezultatas.

Birža (*exchange*) – valiutos, vertybinių popierių, prekių pirkimo ir pardavimo vieta;

D

due diligence [angl.] – išsamus įmonės veiklos teisinis ir finansinis patikrinimas, kurį paprastai vykdo investuotojai (ar jų įgalioti atstovai) prieš įsigydami įmonės akcijų ar vykdydami susijungimus. Šis patikrinimas atliekamas siekiant įsitikinti įmonės pateiktų duomenų teisingumu ir tiksliau nustatyti įmonės akcijų vertę.

E

EBIT (*earnings before interest and taxes*) – įmonės veiklos vertinimo rodiklis, lygus įmonės pelnui prieš sumokant palūkanas ir mokesčius.

F

Finansinis svertas (*financial leverage*) – įmonės veiklos rizikos vertinimo rodiklis, rodantis, kiek įmonė naudoja skolintų lėšų, apskaičiuojamas kaip įmonės išsipareigojimų ir kapitalo santykis. Įmonės siekia padidinti finansinio sverto rodiklį, kad padidintų kapitalo pelningumą, tačiau taip jos rizikuoja sumažinti akcinio kapitalo grąžą tuo atveju, jei sumažėtų įmonės pelnas.

G

Grynasis pelningumas (*net profitability, net profit margin*) – įmonės veiklos efektyvumo vertinimo rodiklis, skaičiuojamas kaip grynojo pelno ir pardavimų santykis. Jis parodo, kiek eurų grynojo pelno duoda 1 euro (ar kito piniginio vieneto) vertės pardavimai.

K

Kapitalizacija (*capitalisation*) – bendroji vertybinių popierių vertė, skaičiuojama vertybinių popierių skaičių dauginant iš šių vertybinių popierių rinkos kainos. Kai skaičiuojama įmonės akcijų bendroji rinkos kaina, gaunama įmonės kapitalizacija, o kai skaičiuojama visų vertybinių popierių biržoje parduodamų akcijų rinkos kaina, gaunama rinkos kapitalizacija;

Kaštai (*cost*) - prekės ar paslaugos piniginis įvertinimas.

Kotiravimas (*quoting*) – prekės ar vertybinio popieriaus biržos kainos nustatymas.

M

Multiplikatorius (*multiplier*) – koeficientas, parodantis kintamojo dydžio priklausomybę nuo jį lemiančio kintamojo pokyčio vieneto.

N

Nuosavas kapitalas (*net worth, equity capital*) – įmonės turto dalis, likusi iš viso turto atėmus išsipareigojimus.

Nuosavybės grąža (*return on equity, ROE*) – įmonės veiklos efektyvumo rodiklis, apskaičiuojamas kaip grynojo pelno ir nuosavybės (kapitalo) santykis. Didesnį nuosavybės grąžos rodiklį turinti įmonė efektyviau naudoja akcininkų kapitalą.

P

Pelningumas (*profitability*) – įmonės veiklos efektyvumo, vertybinių popierių ar jų portfelio pajamingumo vertinimas lyginant uždirbtą pelną ar pajams (dividendus, palūkanas) su tam tikru pasirinktu dydžiu – apyvarta, kapitalu, akcijos nominaliaja verte ir pan. Pelningumas gali būti vertinamas skaičiuojant grynąjį pelningumą, turto grąžą ar pajamingumą.

Pirminė rinka (*primary market*) – emitento arba vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininko pasiūlymas įsigyti vertybinių popierių jų išleidimo metu. Išleistais vertybiniais popieriais vėliau prekiaujama antrinėje rinkoje.

Pridėtinė ekonominė vertė (*Economic Value Added, EVA*) – įmonės veiklos efektyvumo ir investicijų grąžos vertinimo rodiklis, jis gali būti apskaičiuojamas, pvz., iš įmonės veiklos rezultato (sumokėjus mokesčius) atimant nuosavo kapitalo ir skolinto kapitalo kainą (t.y. grąžos normą, kompensuojančią investicijų į veiklą riziką) arb akitais būdais. Pridėtinė ekonominė vertė išreiškiama absoliučia suma, t.y. valiutos vienetais (pvz., mln. eurų).

Prospektas (*prospectus*) – dokumentas, kuriame pateikiama išsami informacija apie naujos vertybinių popierių emisijos išleidimą. Prospekte pateikiama išplėstinė emitento finansinė ataskaita, veiklos planai ir kitokia investuotojams svarbi informacija, padedanti priimti sprendimą investuoti.

R

Rinkos kaina (*market price*) – kaina, kuria buvo sudarytas savanoriškas sandoris. Valiutos rinkos kaina dar vadinama valiutos kursu. Rinkos kaina visada yra praeities, momentinė ir individuali. Reguluojamos kainos negali būti laikomos laisvosios rinkos kainomis.

Rinkos kapitalizacija (*market capitalisation*) – visų kotiruojamų akcinių bendrovių bendroji akcijų rinkos vertė, apskaičiuojama kaip tų bendrovių išleistų akcijų skaičiaus ir tų akcijų rinkos kainos sandaugų suma.

T

Tarpbankinė rinka (*interbank market*) – tokia pinigų rinka, kai komerciniai bankai skolinasi vieni iš kitų. Palūkanų normos tarpbankinėje rinkoje vadinamos tarpbankinėmis palūkanomis ir dažnai vartojamos kaip atskaitos taškas nustatyti komercinių bankų rinkos dalyviams teikiamų paskolų palūkanas.

V

Verslo ciklas (*business cycle, trade cycle*) – periodiniai ekonominio aktyvumo svyravimai.

Vertybinių popierių birža (*stock exchange*) – prekybos vertybiniais popieriais vieta.

Vertybiniai popieriai (*securities*) nuosavybę, skolą, teisę ar įsipareigojimą patvirtinantys dokumentai: akcijos, obligacijos, vekseliai ir kt.

Viešas platinimas (*public offering*) – viešas siūlymas pirkti vertybinių popierių ir su juo susijusios platinimo ir pardavimo procedūros. Vykdamas viešą platinimą, reikalaujama išsamiau atskleisti informaciją.