

VILNIAUS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO ADMINISTRAVIMO FAKULTETAS

APSKAITA IR FINANSŲ VALDYMAS

Monika Sinkevičiūtė

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

PIRMINIO VIEŠO AKCIJŲ SIŪLYMO ĮTAKOS ĮMONĖS FINANSINIAMS REZULTATAMS ANALIZĖ BALTIJOS ŠALYSE	ANALYSIS OF THE IMPACT OF THE INITIAL PUBLIC SHARE OFFERING ON COMPANY FINANCIAL RESULTS IN THE BALTIC COUNTRIES
---	---

Darbo vadovė Asist.dr. Živilė Simonaitytė

Vilnius, 2024

TURINYS

ĮVADAS	4
1. PIRMINIO VIEŠO AKCIJŲ SIŪLYMO SAMPRATOS BEI ĮTAKOS ĮMONĖS FINANSINIAMS REZULTATAMS ANALIZĖ	7
1.1 Pirminio viešo akcijų siūlymo samprata ir procesas.....	7
1.2 Pirminio viešo akcijų siūlymo bei kitų galimų įmonės finansavimo šaltinių palyginimas.....	10
1.3 Pirminio viešo akcijų siūlymo teorijų apžvalga.....	14
1.3.1 Agento teorijos apžvalga pirminio viešo akcijų siūlymo kontekste.....	14
1.3.2 Galimybių lango hipotezės apžvalga pirminio viešo akcijų siūlymo kontekste.....	15
1.3.3 Signalo teorijos apžvalga pirminio viešo akcijų siūlymo kontekste	17
1.4 Veiksnių, lemiančių įmonių pasirinkimą atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą analizė	19
1.4.1 Vidinių veiksnių analizė.....	20
1.4.2 Išorinių veiksnių analizė.....	21
1.5 Pirminio viešo akcijų siūlymo pasekmių įmonės finansiniams rezultatams analizė	24
1.5.1 Klasikinių tyrimų, analizuojančių pirminių viešųjų akcijų siūlymų įtakos įmonės finansiniams rezultatams apžvalga.....	24
1.5.2 Modernių tyrimų, analizuojančių pirminių viešųjų akcijų siūlymų įtakos įmonės finansiniams rezultatams apžvalga bei tyrimų rezultatų palyginimas.....	27
2. PIRMINIO VIEŠO AKCIJŲ SIŪLYMO ĮTAKOS ĮMONĖS FINANSINIAMS REZULTATAMS VERTINIMAS.....	30
2.1 Tyrimo reikšmė bei tyrimo hipotezės	30
2.2 Tyrimo objektas.....	32
2.2.1 Tiramoji grupė.....	32
2.2.2 Kontrolinė grupė	35
2.3 Analizuojami finansiniai rodikliai	36
2.4 Pasirinktų finansinių rodiklių palyginimas prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo	38
2.5 Statistiniai testai ir tyrimo apribojimai	39
3. PIRMINIO VIEŠO AKCIJŲ SIŪLYMO ĮTAKA ĮMONĖS FINANSINIAMS REZULTATAMS. 42	
3.1 Pirminių viešų akcijų siūlymų rinkos Baltijos šalyse apžvalga.....	42
3.2 Pasirinktų finansinių rodiklių analizė bei lyginimas su kontroline grupe	44
3.3 Ar pirminis viešas siūlymas paaiškina finansinių rodiklių pokyčius?.....	52
3.4 Koreliacinė bei regresinė pirminio viešo akcijų siūlymo bei atrinktų finansinių rodiklių analizė.....	62
IŠVADOS	66
PASIŪLYMAI.....	69
LITERATŪROS SĄRAŠAS	70
SUMMARY	74
SANTRAUKA	76

LENTELIŲ IR PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

Lentelių sąrašas

1 lentelė	Įmonės finansavimo priemonių analizė.....	13
2 lentelė	Autorių analizuotų rodiklių pokyčių po pirminio viešo siūlymo išvados.....	30
3 lentelė	Pardavimų augimo rodiklio analizė.....	47
4 lentelė	Pelno maržos rodiklio analizė.....	48
5 lentelė	Turto gražos rodiklio analizė.....	49
6 lentelė	Investicijų koeficiento rodiklio analizė.....	50
7 lentelė	Veiklos pinigų srautų bei viso turto santykio rodiklio analizė.....	51
8 lentelė	Finansinio svorto rodiklio analizė.....	52
9 lentelė	Shapiro-Wilk testo rezultatai analizuojant pardavimų augimo rodiklį.....	55
10 lentelė	Wilcoxon testo rezultatai analizuojant pardavimo augimo rodiklio poras.....	55
11 lentelė	Shapiro-Wilk testo rezultatai analizuojant pelno maržos rodiklį.....	56
12 lentelė	Wilcoxon testo rezultatai analizuojant pelno maržos rodiklio poras.....	57
13 lentelė	Shapiro-Wilk testo rezultatai analizuojant turto gražos rodiklį.....	58
14 lentelė	Wilcoxon testo rezultatai analizuojant turto gražos rodiklio poras.....	59
15 lentelė	Shapiro-Wilk testo rezultatai analizuojant investicijų koeficiento rodiklį.....	59
16 lentelė	Wilcoxon testo rezultatai analizuojant investicijų koeficiento rodiklio poras.....	60
17 lentelė	Shapiro-Wilk testo rezultatai analizuojant veiklos pinigų srautų bei viso turto santykio rodiklį.....	61
18 lentelė	Wilcoxon testo rezultatai analizuojant veiklos pinigų srautų bei viso turto santykio rodiklio poras.....	61
19 lentelė	Shapiro-Wilk testo rezultatai analizuojant finansinio svorto rodiklį.....	62
20 lentelė	T-testo rezultatai analizuojant finansinio svorto rodiklio poras.....	62
21 lentelė	Apibendrinti Wilcoxon ir t testų rezultatai.....	63
22 lentelė	Koreliacinės analizės rezultatų apžvalga.....	64
23 lentelė	Regresinės analizės rezultatų apžvalga.....	66

Paveikslų sąrašas

1 paveikslas	Pirminio viešo akcijų siūlymo procesas.....	10
2 paveikslas	Atrinktų įmonių pasiskirstymas per šalis bei metus.....	35
3 paveikslas	Atrinktų įmonių pasiskirstymas pagal idustriją.....	36
4 paveikslas	Kontrolinės grupės pasiskirstymas per šalis bei metus.....	37
5 paveikslas	Akcijų rinkos kapitalizacijos bei BVP santykis.....	44
6 paveikslas	Apyvartos akcijų rinkoje bei BVP santykis.....	50

IVADAS

Kadangi įmonių finansų rinka yra nuolat besikeičianti, nedaug įvykių įmonių gyvavimo cikle yra laikomi esminiais. Tačiau vienas svarbiausių ir reikšmingiausių įvykių įmonės gyvenime yra pirminis viešas akcijų siūlymas. Sprendimas savo įmonės akcijas parduoti viešoje akcijų biržoje, žymintis perėjimą nuo privačios įmonės prie viešos, yra esminis įmonės gyvenimo įvykis, dominantis ne tik pačios bendrovės savininkus, bet ir investuotojus bei kitus rinkos dalyvius. Pirminis viešas akcijų siūlymas ne tik atveria kelią įmonei pritraukti kapitalo viešose rinkose, bet ir simbolizuoja įmonės brandą, jos plėtros ir augimo siekius ir strateginį sprendimą, galintį iš naujo apibrėžti jos finansinę padėtį. Tačiau įmonės vadovų sprendimas įmonę paversti viešai kotiruojama įmone yra sudėtingas. Įmonės vadovams reikia įvertinti kaip pasikeis įmonės finansiniai rezultatai, gebėjimas generuoti grąžą įmonės akcininkams bei reguliacinė aplinka, kurioje įmonei teks veikti po tapimo vieša įmone.

Norint suprasti pirminio viešo akcijų siūlymo reikšmę, būtina įsigilinti į pagrindinius pirminio viešo akcijų siūlymo aspektus. Pirminis viešas akcijų siūlymas yra procesas, kurio metu privati įmonė pirmą kartą viešai parduoda savo akcijas, paprastai įtraukdama jas į vertybinių popierių biržą. Šį perėjimą iš privačios nuosavybės į viešąją nuosavybę dažnai lydi didelis kapitalo įliejimas, didesnė reguliavimo institucijų kontrolė, didesnis visuomenės matomumas ir įmonių valdymo pokyčiai.

Darbo temos aktualumas: Pirminis viešas akcijų siūlymas yra vienas iš svarbiausių žingsnių įmonės istorijoje, kuris turi būti gerai apgalvotas bei pasvertas. Tai sudėtingas finansinis sandoris, kuris keičia įmonės nuosavybės struktūrą (pereinama iš privačios nuosavybės į listinguojamą bendrovę), o toks žingsnis gali turėti didelę įtaką įmonės finansiniams rezultatams. Išsivysčiusiose ekonomikose pirminis viešas akcijų siūlymas tampa vis populiariesnis būdas kaip pasiekti užsibrėžtų įmonės vadovybės tikslų – pritraukti papildomo kapitalo, užtikrinti akcininkų turto likvidumą, gerinti įmonės reputaciją ir t.t.. Tačiau pirminis viešas akcijų siūlymas yra strateginis įvykis ne tik bendrovei, bet ir investuotojams, kurie ieško naujų investavimo galimybių bei turimo turto grąžos maksimizavimo. Dėl šios priežasties investuotojams, finansų analitikams, politikos formuotojams ir įmonių vadovams labai svarbu suprasti, kaip pirminis viešas akcijų siūlymas įtakoja įmonės finansinius rezultatus, įskaitant bet neapsiribojant galimybe generuoti pelną, užtikrinti akcininkų grąžą ir t.t. Šiuo tyrimu siekiama iširti ir išanalizuoti pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės finansiniams rezultatams, atskleidžiant ryšį tarp įmonės atlikto pirminio viešo akcijų siūlymo Baltijos šalyse ir įmonės finansinių rezultatų.

Baltijos šalyse, palyginti su Vakarų Europos ar Jungtinių Amerikos Valstijų rinkomis, pirminių viešųjų akcijų pasiūla nebuvo tokia aktyvi dėl nesenos šalių nepriklausomybės istorijos. Būtent dėl šios priežasties buvo sunkiau analizuoti pirminių viešųjų akcijų siūlymų poveikį įmonės finansiniams rezultatams Baltijos šalyse. Tačiau šiandien ši tema tampa vis aktualesnė, kadangi

atsirado pakankamas pirminių viešųjų akcijų sandorių kiekis bei praėjo optimalus laikotarpis po įvykdytų pirmųjų viešų akcijų siūlymų, kuomet galima analizuoti pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės ilgalaikiams finansiniams rezultatams.

Analizuojamos temos ištyrimo lygis. Analizuojant pirminio viešo akcijų siūlymo temą susiduriama su dviem pagrindinėmis problemomis:

1. Užsienio autorių moksliniai straipsniai, analizuojantys pirminius viešuosius akcijų siūlymus bei jų poveikį įmonės finansiniams rezultatams, yra pakankamai seni – dauguma jų buvo atlikti paskutiniame praėjusio tūkstantmečio dešimtmetyje ar pirmame 21 amžiaus dešimtmetyje.
2. Pirminio viešo akcijų siūlymo analizė labai mažai ištirta Baltijos regione. Nors užsienio autoriai analizuoja įvairius pirminio viešo akcijų siūlymo aspektus vakarų Europoje (Italija, Didžioji Britanija, Švedija) ar Jungtinėse Amerikos valstijose, beveik nėra atlikta tiriamųjų darbų apie Baltijos regiono pirminių akcijų siūlymo rinką.

Darbo naujumas. Tema apie pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės finansiniams rezultatams yra labai aktuali ir svarbi, ypač Baltijos šalyse, nes, nors tai yra ilgą istoriją turintis finansinis procesas išsivysčiusiose rinkose, Baltijos regione šis procesas yra mažai ištirtas. Esami užsienio šalių autorių tyrimai skiria mažai dėmesio šio proceso analizei Baltijos šalyse. Šiuo darbu siekiama išnagrinėti pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį įmonės, veikiančios Baltijos regione, finansiniams rodikliams. Šiame darbe žinomos bei užsienio šalyse pritaikytos bei patikrintos teorijos bus pritaikytos Baltijos šalyse atliktiems pirmiems viešiesiems akcijų siūlymams analizuoti.

Darbo problema. Kaip Baltijos šalyse veikiančios įmonės atliktas pirminis viešas akcijų siūlymas įtakoja įmonės finansinę būklę?

Darbo tikslas. Ištirti, kaip pirminis viešas akcijų siūlymas, atliktas Baltijos šalyse veikiančių įmonių, įtakoja įmonės finansinius rodiklius.

Darbo uždaviniai

1. Išanalizuoti pirminio viešo akcijų siūlymo sampratą bei procesą.
2. Palyginti pirminį viešą akcijų siūlymą su kitais galimais įmonių finansavimo šaltiniais.
3. Išanalizuoti pirminio viešo akcijų siūlymo teorijas.
4. Išanalizuoti pagrindinius (vidinius bei išorinius) veiksnius, kurie lemia įmonės apsisprendimą vykdyti pirminį viešą akcijų siūlymą.
5. Išanalizuoti užsienio šalyse atliktus tyrimus, kurie nagrinėja pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį įmonės finansiniams rezultatams.
6. Suformuoti tyrimo metodologiją, reikalingą išanalizuoti kaip pirminiai vieši akcijų siūlymai paveikia įmonių finansinę būklę Baltijos šalyse.
7. Atlikti pasirinktų finansinių rodiklių palyginimą prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo.
8. Nustatyti ryšius tarp pirminio viešo akcijų siūlymo bei pasirinktų finansinių rodiklių.

Darbo metodai. Mokslinės literatūros analizė, lyginamoji analizė, Shapiro-Wilk testas, t-testas, Wilcoxon testas, koreliacinė analizė, regresinė analizė.

Darbo struktūra. Pirmoje darbo dalyje pateikiama užsienio autorių mokslinės literatūros analizė, kurios pagalba analizuojami svarbiausi pirminio viešo akcijų siūlymo aspektai. Šiame skyriuje pateikiama pirminio viešo akcijų siūlymo samprata bei procesas, pirminio viešo akcijų siūlymo bei kitų galimų įmonės finansavimo šaltinių panašumų bei skirtumų analizė, analizuojami vidiniai bei išoriniai veiksniai, įtakojantys įmonės vadovus atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą. Šiame skyriuje taip pat pateikiama pirminių viešųjų akcijų siūlymų teorijų analizė. Šį skyrių užbaigia užsienio autorių, kurie atliko pirminių viešųjų akcijų siūlymų įtakos įmonės finansiniams rezultatams analizę, darbų apžvalga.

Antrojoje darbo dalyje pateikiama Baltijos šalių rinkoje atliktų pirmųjų viešųjų siūlymų tyrimo metodologija, kurios pagalba tolesniame darbe bus siekiama atsakyti į išsikeltą darbo problemą. Šiame skyriuje aprašoma tolesniame tyrime naudojamų įmonių bei kontrolinės grupės atrankos kriterijai, pateikiami tolesniam tyrimui atrinkti finansiniai rodikliai, aprašomi naudojami tyrimo metodai, iškeliamos tyrimo hipotezės bei pateikiami tyrimo apribojimai.

Trečiojoje darbo dalyje pateikiama pirminių viešųjų akcijų tyrimų rinkos Baltijos šalyse apžvalga. Taip pat pateikiami atlikto tyrimo rezultatai, testuojamos išsikeltos tyrimo hipotezės bei pateikiami pasiūlymai tolimesniems tyrimams.

Darbo apribojimai. Šio darbo apribojimai apima finansinių duomenų prieinamumą ir kokybę bei galimą atrankos šališkumą tirtų įmonių imtyje. Tyrimo eigoje kyla sunkumų gaunant aktualią finansinę informaciją. Atliekant tyrimą yra sudėtinga pilnai paaiškinti priežastinį ryšį tarp pasirinktų finansinių rodiklių bei pirminio viešo akcijų siūlymo, nes tyrime analizuojama tik šių dviejų kintamųjų ryšys. Jokie kiti veiksniai, galintys turėti įtakos įmonės finansinių rodiklių svyravimams, nėra įtraukti į analizę dėl tokios analizės apimties bei kompleksiskumo.

1. PIRMINIO VIEŠO AKCIJŲ SIŪLYMO SAMPRATOS BEI ĮTAKOS ĮMONĖS FINANSINIAMS REZULTATAMS ANALIZĖ

1.1 Pirminio viešo akcijų siūlymo samprata ir procesas

Vienas iš svarbiausių veiksnių, lemiančių sėkmingą įmonių augimą, tai galimybė pritraukti finansavimą, kuris reikalingas tolesnei įmonės plėtrai (pvz.: investicijoms, apyvartiniam kapitalui ar pardavimų augimui skatinti). Taigi, naujų finansinių išteklių paieškos yra kiekvienos įmonės kasdienybė. Įmonių kapitalo struktūra apibrėžia kokiais kanalais įmonė pritraukia reikalingo kapitalo - išoriniais finansavimo šaltiniais (pvz. obligacijos, bankų finansavimas) ar vidiniais finansavimo šaltiniais (pvz.: akcininkų paskola, įmonės generuojamas pelnas). Įmonei augant finansavimo poreikis taip pat auga, o vidiniai finansavimo šaltiniai dažnai tampa nepajėgūs finansuoti visų numatytų įmonės plėtros projektų, taigi įmonei tenka rinktis - ieškoti finansavimo iš išorinių finansavimo šaltinių ar mažinti įmonės augimo tempą. Būtent tokiu metu įmonės pradeda mąstyti apie galimybę atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą.

Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatyme (su pakeitimais ir papildymais) Valstybės žinios, 2007-02-08, Nr. 17-626 vertybinių popierių viešas siūlymas yra apibrėžiamas kaip „bet kuria forma ir bet kuriomis priemonėmis atliekamas kreipimasis į asmenis siūlant vertybinius popierius ir pateikiant informacijos apie tokio siūlymo sąlygas ir siūlomus vertybinius popierius tiek, kad ja remdamasis investuotojas galėtų priimti sprendimą įsigyti ar pasirašyti siūlomus vertybinius popierius. Vertybinių popierių platinimas per vertybinių popierių viešosios apyvartos tarpininkus laikomas viešu siūlymu, jeigu yra šios dalies pirmame sakinyje nurodyti viešo siūlymo požymiai. Kreipimasis į asmenis, atliekamas prekybos Lietuvos Respublikoje veikiančioje reguliuojamoje rinkoje pagrindu, nelaikomas vertybinių popierių viešu siūlymu“. Tiesa, Lietuvos Respublikos įstatymai atskirai neapibrėžia pirminio viešo akcijų siūlymo, tačiau daroma prielaida, jog apibrėžimas yra identiškas, jei akcijų rinkai siūlomos pirmą kartą.

Taip pat svarbu suprasti kaip pirminį viešą akcijų siūlymą apibrėžia ir kitos suinteresuotos institucijos. Nasdaq vertybinių popierių birža, atsakinga už pirminį akcijų platinimą investuotojams visame pasaulyje, o taip pat ir Baltijos šalyse, pateikia trumpą ir nedetalų pirminio viešo akcijų siūlymo apibrėžimą – „tai pirmasis bendrovės akcijų pardavimas visuomenei“ (NASDAQ, 2024). tarpu analizuojant didžiausios pirminius viešuosius siūlymus atliekančios New York Stock Exchange vertybinių popierių biržos leidinius, galima išskirti tokį pirminio viešo akcijų siūlymo apibrėžimą kaip procesą, kurio metu privati įmonė pirmą kartą siūlo savo akcijas viešai, todėl ji tampa viešai listinguojama bendrove. New York Stock Exchange vertybinių popierių birža taip pat pabrėžia, kad bendrovės nuosavybė dabar yra padalinta į viešai parduodamas akcijas ir kiekvienas gali įsigyti šių akcijų New York Stock Exchange ar kitose vertybinių popierių biržose, kuriose jos kotiruojamos (NYSE Group, 2023). Atvirkščiai nei

institucijų puslapiuose ar teisės aktuose, literatūroje pirminio viešo akcijų siūlymo apibrėžimai yra sąlyginai panašūs. Vienas iš ši procesą apibrėžusių autorių pateikia tokį apibrėžimą – „įmonės veiksmas parduoti savo akcijas visuomenei kapitalo rinkose paprastai vadinama viešu siūlymu. Kai įmonė parduoda savo akcijas pirmą kartą, tai vadinama pirminiu viešu akcijų siūlymu“ (Khan, 2020). Kitas literatūroje pateikiamas apibrėžimas yra labai panašus - „pirminis viešas akcijų siūlymas tai pirmas kartas, kai įmonės akcijos viešai siūlomos išorės investuotojams ir pradeda jomis prekiauti akcijų biržoje“ (Draho 2004).

Analizuotus pirminio viešo siūlymo apibrėžimus galima skirstyti į tris grupes. Pirmoji grupė – apibrėžimai pabrėžiantys akcijų biržos vaidmenį pirminio viešo siūlymo metu (New York Stock Exchange vertybinių popierių birža; Draho (2004), Khan (2020)). Šie apibrėžimai pabrėžia, jog po pirminio viešo akcijų siūlymo įmonės akcijomis pradeda prekiauti viešai akcijų biržose. Antrosios grupės apibrėžimas koncentruojasi į faktą, jog akcijos viešai siūlomos pirmą kartą (Nasdaq Baltic). Trečioji grupė išskiria informacijos, pateikiamos investuotojams svarbą (Lietuvos Respublikos vertybinių popierių įstatymas).

Pirminis viešas akcijų siūlymas yra sudėtingas procesas, kurio metu privačios įmonės akcijos pirma kartą parduodamos viešai, o įmonės akcijomis pradeda prekiauti akcijų biržose. Pirminio viešo akcijų siūlymo procesas apima kelis etapus. Išanalizavus literatūros šaltinius (Ellis, Michaely, ir O'Hara (1999), Daxhammer, Resch, ir Schacht, (2017), Gajewski ir Gresse (2006), NYSE Group (2023)) toliau pateikiami pagrindiniai susisteminti pirminio viešo akcijų siūlymo žingsniai:

1. Pasiruošimas ir įvertinimas:

- a. Tarpininkų paieška – Įmonė, norinti atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą pasirenka vieną ar daugiau investicinių bankų, kurie padės įmonei atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą. Šie tarpininkai padeda nustatyti siūlymo kainą, siūlomų akcijų kiekį ir bendrą pirminio siūlymo strategiją.
- b. Įmonės veiklos teisinis ir finansinis patikrinimas – audituojamos įmonės finansinės ataskaitos, veikla, teisiniai klausimai ir galimos rizikos. Išsamius įvertinimus atlieka tarpininkai (investiciniai bankai) kartu su teisininkais bei apskaitos komanda.
- c. Finansinės ataskaitos – įmonė rengia audituotas finansines ataskaitas pagal numatytus teisės aktų reikalavimus.

2. Rinkai pateikiama informacija ir dokumentai:

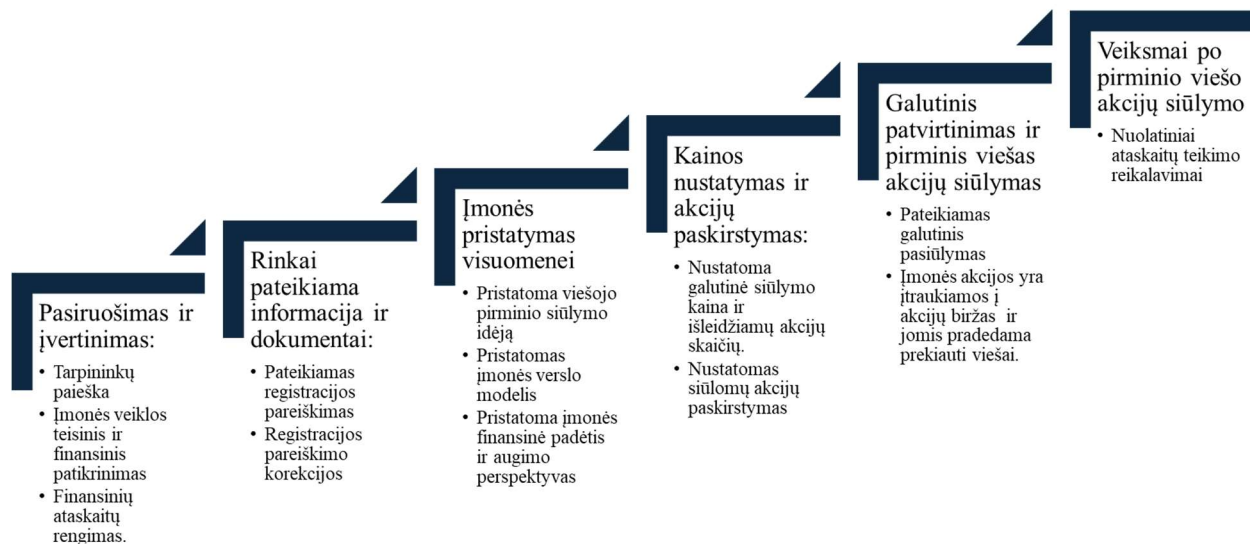
- a. Bendrovė pateikia registracijos pareiškimą, kuriame pateikiama išsami informacija apie jos verslą, finansinę būklę ir planuojamą pirminį viešą akcijų siūlymą. Ši informacija peržiūrima ir skelbiama viešai.

- b. Komisija peržiūri paraišką ir pateikia pastabas. Bendrovė reaguoja į šias pastabas ir prireikus taiso registracijos pareiškimą, kol jį patvirtins komisija.
3. Pristatymas visuomenei – Įmonė organizuoja pristatymą visuomenei, kuriame įmonės vadovų komanda bei tarpininkai pristato viešojo pirminio siūlymo idėją potencialiems investuotojams. Įmonės vadovai pristato įmonės verslo modelį, įmonės finansinę padėtį ir augimo perspektyvas, taip siekiama pritraukti potencialių investuotojų susidomėjimą įmonės akcijomis.
4. Kainos nustatymas ir akcijų paskirstymas:
 - a. Remdamiesi atsiliepimais iš pirminio viešo siūlymo pristatymo visuomenei tarpininkai ir įmonės atstovai nustato galutinę siūlymo kainą ir išleidžiamų akcijų skaičių.
 - b. Tarpininkai paskirsto koks akcijų skaičius bus siūlomas instituciniams investuotojams, mažmeniniams investuotojams ir kitoms suinteresuotosioms šalims. Dažniausiai pirmenybė teikiama dideliems instituciniams investuotojams.
5. Galutinis patvirtinimas ir pirminis viešas akcijų siūlymas
 - a. Kai kainodara yra galutinai nustatyta, įmonė ir tarpininkai pateikia galutinį pasiūlymą patvirtinimui.
 - b. Įmonės akcijos yra įtrauktos į akcijų biržas (pvz., NYSE arba NASDAQ) sąrašą ir jomis pradeda prekiauti viešai.
6. Veiksmai po pirminio viešo akcijų siūlymo – įmonei, atlikusiai pirminį viešą akcijų siūlymą, taikomi nuolatiniai ataskaitų teikimo reikalavimai, įskaitant ketvirtines ir metines finansines ataskaitas ir kitą informaciją. Šia informacija siekiama užtikrinti skaidrumą.

Paveiksle žemiau pateikiama supaprastinta pirminio viešo akcijų siūlymo schema.

1 paveikslas

Pirminio viešo akcijų siūlymo procesas



Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Ellis, Michaely, ir O’Hara (1999), Daxhammer, Resch, ir Schacht, (2017), Gajewski ir Gresse (2006), NYSE Group (2023).

Lietuvos Respublikos teisės aktuose nėra numatytų procedūrų kaip turi būti atliekamas pirminis viešas akcijų siūlymas, taigi aukščiau aprašytas procesas yra standartinis užsienyje vykstančių pirminių viešųjų akcijų siūlymų vykdymo procesas.

Poreikis pritraukti išorės finansinių išteklių išlieka esminiu kiekvienos įmonės augimo aspektu. Įmonei pritrūkus vidinių resursų augimui įmonė pradeda svarstyti apie pirminį viešą akcijų siūlymą. Taigi, „svarbiausia priežastis, kodėl įmonė siūlo savo akcijas visuomenei, yra įmonės noras plėsti įmonę“ (Khan, 2020). Analizuojant mokslinėje literatūroje, Lietuvos teisės aktuose ir kituose, dokumentuose pateikiamus pirminio viešo akcijų siūlymo apibrėžimus, juos galima skirstyti į kelias grupes - pabrėžiantys vertybinių popierių biržų vaidmenį, pabrėžiantys pirmą žingsnį tampant vieša įmone bei pabrėžiantys investuotojams skleidžiamą informaciją. Analizuojant pirminio viešo akcijų siūlymo procesą, atskleidžiami įvairūs jo etapai, apimantys parengimą ir įvertinimą, informacijos atskleidimą, viešą pristatymą, kainos nustatymą, galutinį patvirtinimą bei veiksmus po pirminio akcijų siūlymo. Lietuvoje trūksta pirminio viešo akcijų siūlymo reguliavimo procedūrų, todėl išaiškintas procesas pirmiausia atspindi užsienio rinkose vyraujančią praktiką.

1.2 Pirminio viešo akcijų siūlymo bei kitų galimų įmonės finansavimo šaltinių palyginimas

Strateginis įmonės finansavimo stiliaus nustatymas yra lemiamas veiksnys formuojant įmonės finansinį tvirtumą bei įmonės plėtrą. Renkantis kokius įmonės finansavimo būdus yra tinkamiausi, įmonės vadovai turi apsvarstyti kapitalo kainą ir rizikos lygį bei suderinti įmonės finansavimo strategiją su ilgalaikę įmonės veiklos strategija. Įmonių vadovai turi apsvarstyti įvairius skolinimosi tipus, įskaitant pirminį viešą akcijų siūlymą, akcininkų paskolas, vidinį kapitalą, bankų paskolas ir t.t. Kiekvienas finansavimo būdas turi tiek plusų tiek minusų, todėl finansavimo būdo pasirinkimas turi būti suderintas su įmonės poreikiais ir tikslais.

Vienas iš svarbiausių veiksnių, lemiančių įmonių augimą, tai galimybė pritraukti finansavimą, kuris reikalingas tolesnei įmonės plėtrai (pvz.: investicijoms bei apyvartiniam kapitalui). Įmonės finansavimas gali būti vidinis ar išorinis (Gomez, 2008). Gomez (2008) taip pat pateikia šiuos vidinio bei išorinio įmonės finansavimo apibrėžimus:

1. Vidinis įmonės finansavimas - tai įmonės gebėjimas generuoti finansinius resursus įmonės viduje, kurie vėliau naudojami įmonės plėtrai, modernizavimui ir kitiems įmonės poreikiams per kapitalo išlaidas bei apyvartinį kapitalą. Toks finansavimas vykdomas iš įmonės uždirbto pelno, kuris nėra paskirstomas įmonės akcininkams.
2. Išorinis įmonės finansavimas - tai įmonės gebėjimas pritraukti finansavimo iš išorės šaltinių (išorės investuotojų). Pagal Gomez (2008) išorinis įmonės finansavimas taip pat gali būti skirstomas į tiesioginį ir netiesioginį.
 - a. Tiesioginis išorinis finansavimas atliekamas išleidžiant bei parduodant vertybinius popierius tiesiogiai namų ūkiams ir kitoms suinteresuotoms šalims.
 - b. Netiesioginio išorinio finansavimo schemeje atsiranda trečia šalis - tarpininkas. Daugelis privačių investuotojų nėra linkę patikėti savo kapitalo tiesiogiai įmonei dėl žinių stokos ar baimės prarasti investuotą sumą. Todėl, tarpininkai išleidžia netiesioginius vertybinius popierius, kuriuos pardavę gautas lėšas panaudoja pirminiems vertybiniais popieriams pirkti.

Svarbu paminėti, jog galiojantys teisės aktai sudaro sąlygas įmonėms pritraukti išorinį kapitalą ne viešojo siūlymo būdu, o prieš tai suradus privačių investuotojų ir finansavimo sąlygas sutarus privačiai. Kaip pastebi Ibbotson ir Ritter (1995) būtent toks būdas pritraukti kapitalą yra populiariausias tarp jaunų įmonių, ieškančių išorinio finansavimo, kurios ne iš karto naudojasi viešosiomis kapitalo rinkomis, o, pirmiausia, pritraukia kapitalą iš privačių šaltinių. Tačiau, privačių šaltinių finansiniai ištekliai yra riboti, todėl ilgainiui įmonės augimas yra apribojamas.

Hofstrand (2022) išskiria tris pagrindinius jaunų įmonių kapitalo pritraukimo galimybes ir jų apibrėžimus. Visi šie įmonių kapitalo pritraukimo būdai yra išorinio įmonės finansavimo pavyzdžiai pagal ankščiau minėto autoriaus klasifikaciją:

1. Investicijos į nuosavą kapitalą - tai dalies verslo nuosavybės pardavimas. Nuosavybės dalis, atsirandanti dėl investicijų į akcijas, leidžia investuotojui pasidalyti bendrovės pelnu. Tokių investicijų pavyzdžiai gali būti:
 - a. Esamų akcininkų papildomos kapitalo injekcijos;
 - b. Rizikos kapitalo fondų injekcijos;
 - c. Angelai investuotojai;
 - d. Viešas akcijų siūlymas ir t.t.

2. Finansavimas skola – tai lėšų skolinimasis iš kreditorių su sąlyga grąžinti pasiskolintas lėšas ir palūkanas nustatytu laiku ateityje. Kreditoriams atlygis už skolos finansavimą yra palūkanos. Tokio finansavimo pavyzdžiai gali būti:
 - a. Obligacijos;
 - b. Bankų finansavimas;
 - c. Įvairios vyriausybės pagalbos ir t.t.
3. Finansavimas lizingu - tai teisinis dviejų šalių susitarimas, kuriame nurodytos materialijų išteklių, pvz., pastato ar įrangos, nuomos naudojimo sąlygos. Lizingo įmokos dažnai mokamos kasmet. Paprastai sutartis sudaroma tarp įmonės ir lizingo ar finansavimo organizacijos, o ne tiesiogiai tarp įmonės ir turtą teikiančios organizacijos. Pasibaigus nuomos sutarčiai, turtas grąžinamas savininkui, nuomos sutartis pratęsiama arba turtas perkamas.

Svarbu suprasti, jog įmonės paprastai naudoja įvairius finansavimo šaltinius arba jų mišinį, kad patenkintų savo poreikius. Iškilus papildomo finansavimo poreikiui įmonės svarsto, koks finansavimo būdas yra priimtinausias, pigiausias ar geriausias įmonei. Todėl yra svarbu išsiaiškinti šių aukščiau išvardytų finansavimo šaltinių skirtumus bei panašumus tam, kad suprastume kodėl ir kada įmonės apsisprendžia atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą. Toliau analizuojami esamų akcininkų pinigų injekcija, rizikos kapitalo, angelų investuotojų, viešo akcijų siūlymo, obligacijų, banko finansavimo skirtumai ir panašumai. Vyriausybės pagalba toliau nebus analizuojama, kadangi kapitalo pritraukimo momentu toks finansavimo šaltinis įmonei gali būti neprieinamas. Finansavimas lizingu taip pat toliau nebus nagrinėjamas, nes tai konkrečios įrangos, reikalingos įmonės plėtrai pirkimas, o ne papildomų pinigų srautų ar investicijų pritraukimas.

1 lentelė

Įmonės finansavimo priemonių analizė

Finansavimo priemonė	Priemonės pranašumai	Priemonės trūkumai	Analizuoti autoriai
Esami akcininkai	1. Nepakitusi akcininkų struktūra; 2. Nėra palūkanų mokėjimų; 3. Lankstus gautų pinigų panaudojimas.	1. Riboti ištekliai; 2. Lėtas augimas; 3. Alternatyvus lėšų panaudojimas; 4. Nelikvidus akcininkų turtas	Ibbotson ir Ritter (1995);
Rizikos kapitalas	1. Prieiga prie kapitalo ankstyvoje fazėje; 2. Mentorstė.	1. Keičiasi akcininkų struktūra; 2. Dideli lūkesčiai; 3. Fondo išėjimo spaudimas.	Hofstrand (2022); Chemmanur, Krishnan, ir Nandy, (2011)
Angelai investuotojai	1. Prieiga prie kapitalo ankstyvoje fazėje; 2. Mentorstė;	1. Riboti ištekliai; 2. Per didelis įsitraukimas į įmonės valdymą; 3. Nepastovi parama.	Hofstrand (2022); Morrissette (2007)

	3. Mažiau griežti reikalavimai.		
Pirminis viešas akcijų siūlymas	1. Prieiga prie plataus rato investuotojų; 2. Akcininkų turto likvidumas 3. Įmonės matomumas.	1. Įmanomas tik vėlesnėse įmonės gyvenimo fazėse; 2. Griežtesni teisės aktai; 3. Didelės išlaidos viešo akcijų siūlymo pasiruošimui; 4. Trumpo laikotarpio mąstymas; 5. Pasikeičia akcininkų struktūra.	Hofstrand (2022); Ibbotson ir Ritter (1995); Honjo (2020)
Obligacijos	1. Fiksuotos palūkanos; 2. Nepakitusi akcininkų struktūra; 3. Platus investuotojų ratas; 4. Nereikalingi reguliarūs mokėjimai.	1. Kredito reitingas (didelės išlaidos); 2. Obligacijų kainos priklauso nuo rinkos sąlygų.	Hofstrand (2022); Choudhry (2010)
Banko skola	1. Nepakitusi akcininkų struktūra; 2. Lengvai planuojama skolos mokėjimų bei palūkanų suma.	1. Reguliarūs mokėjimai mažina pinigų srautus; 2. Dažnai bankui reikalingas užstatas; 3. Kredito rizika.	Hofstrand (2022)

Šaltinis: Sudaryta autorės, remiantis lentelėje nurodytais autoriais

Kaip pavaizduota aukščiau pateiktoje lentelėje įvairūs kapitalo pritraukimo būdai turi savų pranašumų bei trūkumų. Priklausomai nuo įmonės vadovų tikslų gali būti pasirenkami skirtingi įmonės finansavimo šaltiniai. Vienas didžiausių pirminis viešo akcijų siūlymo privalumų, lyginant su kitais įmonės finansavimo būdais, tai galimybė įmonės akcininkams paversti savo turtą (turimas įmonės akcijas) likvidžiu turtu. Kaip komentuoja Ibbotson ir Ritter (1995) „kol įmonė yra privati, bet kokios investicijos į tokios įmonės akcijas yra nelikvidžios. Dėl šios priežasties investuotojai turės gauti kompensaciją už likvidumo ir akcininkų diversifikacijos trūkumą“. Įmonei augant, šie trūkumai gali nusverti privataus finansavimo pranašumus, nes įmonės finansavimas taps per brangus. Ibbotson ir Ritter (1995) šį įmonės gyvenimo tašką įvardija kaip optimalų laiką pirminio viešo akcijų siūlymo procesui.

Tačiau pirminis viešas akcijų siūlymas turi ir neigiamų aspektų įmonei. Skirtingai nei, pavyzdžiui, esamų akcininkų finansavimas, angelų investicijos ar rizikos kapitalo investicijos, pirminis viešas akcijų siūlymas atliekamas tik vėlesnėse įmonės gyvenimo stadijose, kada įmonė naujiems investuotojams gali pateikti įrodymą, jog geba generuoti pinigų srautus. Taip pat, įmonės akcininkai praranda visišką kontrolę, kadangi pirminio viešo akcijų siūlymo metu atsiranda nauji akcininkai.

Taigi, įmonės finansavimo stilius yra svarbus veiksnys formuojant įmonės finansinį tvirtumą ir plėtros trajektoriją. Renkantis finansavimo būdus, įmonės vadovai privalo atidžiai

apsvarstyti kapitalo kainą bei rizikos lygį bei suderinti įmonės finansavimo struktūrą su ilgalaikiu įmonės plėtros planu. Skolinimosi tipų kruopštus vertinimas yra būtinas, kad skolos struktūra atitiktų įmonės poreikius. Galimybė pritraukti finansavimą investicijoms ir apyvartiniam kapitalui yra esminis veiksnys įmonių augimui. Finansavimas gali būti vidinis (įmonės pelnas) arba išorinis (išorės investuotojai). Skirtingi jaunų įmonių kapitalo pritraukimo būdai turi savo privalumus ir trūkumus, o įmonės dažnai pasirenka įvairius finansavimo šaltinius, siekdamas patenkinti savo finansinius poreikius bei užtikrinti optimalią kapitalo struktūrą. Pirminis viešas akcijų siūlymas išsiskiria galimybe paversti akcininkų turtą likvidžiu, bet, taip pat į įmonės valdymą įtraukia ir naujus akcininkus, o buvę akcininkai dažnai praranda pilną įmonės kontrolę.

1.3 Pirminio viešo akcijų siūlymo teorijų apžvalga

Norint suprasti ir analizuoti pirminio viešo akcijų siūlymo proceso dinamiką ir pasekmes įmonės plėtrai, o taip pat ir finansiniams rodikliams, svarbu suprasti tris pagrindines pirminio viešo akcijų siūlymo teorijas. Šios teorijos padeda suprasti kodėl įmonės nusprendžia atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą, tokios sprendimo priėmimo procesus ir su pirminio viešu akcijų siūlymu susijusias pasekmes. Analizuojant pirminius viešuosius akcijų siūlymus literatūroje susiduriama su trimis pagrindinėmis teorijomis, kurios paaiškina kas daro įtaką įmonių sprendimui atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą bei koks yra geriausias laikas jį atlikti. Šios teorijos yra agento teorija, galimybių lango hipotezė ir signalo teorija. Toliau šios teorijos analizuojamos atskirai.

1.3.1 Agento teorijos apžvalga pirminio viešo akcijų siūlymo kontekste

Agento teorija buvo apibrėžta Jensen ir Meckling (1976). Ši teorija analizuoja santykius, kurie vystosi ekonominiuose mainuose, kai asmuo (akcininkas) suteikia leidimą kitam subjektui (agentui) veikti jo vardu, todėl atstovaujamas gauna naudos iš atstovo priimtų sprendimų. Agento teorija pabrėžia, jog nuosavybės atskyrimas nuo kontrolės sukelia papildomų išlaidų atstovaujajam (agento išlaidos). Agentūros teorijos šaknys yra susijusios su ekonominiu utilitarizmu (Ross, 1973), taigi teorijoje svarbi prielaida, kad racionalūs asmenys pirmenybę teiks alternatyvoms, kurios padidina jų pačių gaunamą naudą. Dėl šios priežasties bendrovės akcininkų interesai gali visiškai nesutapti su įmonės vadovų interesais. Pirminio viešo akcijų siūlymo kontekste akcininkai siekia maksimaliai padidinti savo turtą vadovų sąskaita (Davidson, Boursesli, ir Singh (2006)). Todėl, siekiant suderinti abiejų šalių interesus, naudojami mechanizmai, tokie kaip akcijų opcionai vadovams ar rezultatais pagrįstas vadovų kompensavimas. Išanalizavus literatūros šaltinius (Latham ir Braun (2010), Jamaani ir Alidarous (2019) (Panda ir Leepsa (2017) ir (Davidson, Boursesli ir Singh, (2006))), analizuojančius pirminio viešo akcijų siūlymo ir agento teorijos ryšius galima išskirti tokią akcininko bei įmonės paskirto vadovo (agento) santykių dinamiką prieš ir po įmonės įvykdyto pirminio viešo akcijų siūlymo:

1. Akcininko bei įmonės vadovo santykių dinamika prieš pirminį viešą akcijų siūlymą:

- a. **Akcininkų ir vadovų priešprieša:** prieš pirminį viešą akcijų siūlymą pagrindinis konfliktas tarp esamų akcininkų ir įmonės vadovybės (agentų) kyla dėl šių grupių interesų nesutapimo. Akcininkai siekia maksimaliai padidinti įmonės vertę, taip didindami savo asmeninį turtą, o vadovybė siekia skirtingų tikslų, pvz., saugios darbo aplinkos darbuotojams, asmeninių pajamų maksimizavimo, investicijų didinimo ir t.t.
2. Akcininkų bei įmonės vadovo santykių dinamika pirminio viešo akcijų siūlymo metu:
 - a. **Nuosavybės struktūros pasikeitimas:** per pirminį viešą akcijų siūlymą nauji akcininkai prisijungia prie esamos akcininkų struktūros. Naujų akcininkų įtraukimas gali apsunkinti akcininkų ir agento santykius, nes jų tikslai, o taip pat ir investicijų laikotarpis gali skirtis.
 - b. **Vadovybės siekiai po pirminio viešo akcijų siūlymo:** Vadovybės iškelti siekiai po pirminio viešo akcijų siūlymo gali pasikeisti. Pavyzdžiui po pirminio viešo akcijų siūlymo vadovai gali daugiau dėmesio skirti trumpalaikiams veiklos rodikliams, kad patenkintų naujų akcininkų lūkesčius apleisdami ilgalaikes strategijas.
3. Įmonės valdymo iššūkiai po pirminio viešo akcijų siūlymo:
 - a. **Valdybos nepriklausomumas ir priežiūra:** efektyvūs įmonės valdymo mechanizmai bei vidaus kontrolė tampa itin svarbūs siekiant sušvelninti agento bei akcininko konfliktus. Nepriklausomos valdybos, skaidrios ataskaitos ir aiškus atsakomybės apibrėžimas padeda suderinti vadovų sprendimus su akcininkų interesais.
 - b. **Atlyginimo struktūra:** Kompensavimo sistemos, susiejančios vadovų atlygius su įmonės veiklos rezultatais po pirminio viešo akcijų siūlymo, sukūrimas padeda suderinti įmonės vadovų ir akcininkų interesus.

Agento teorija pirminio viešo akcijų siūlymo kontekste atskleidžia skirtingus įmone suinteresuotų asmenų interesus. Veiksmingos valdymo struktūros, skaidrus bendravimas ir kompensacijų derinimas gali būti esminės priemonės, padedant suvienodinti tokius interesų skirtumus.

1.3.2 Galimybių lango hipotezės apžvalga pirminio viešo akcijų siūlymo kontekste

Galimybių lango hipotezė pirmą kartą aprašytą Ritter (1991). Ši hipotezė susijusi su pirminio viešo akcijų siūlymo laiko pasirinkimu. Teorija teigia, jog įmonės dažnai atlieka pirminį viešą akcijų siūlymą, kai supranta, jog šiuo metu turi „galimybių langą“ – palankias rinkos sąlygas arba konkretų laikotarpį, kai įmonės perspektyvos yra palankios investuotojų pritraukimui (įmonės vertė yra pervertinta) (Kumar, Hawaldar, ir Mallikarjunappa (2018)). Šis laikas įmonėms yra labai svarbus, nes jis gali turėti įtakos pirminio viešo akcijų siūlymo sėkmei. Įmonės gali atidėti

pirminį viešą akcijų siūlymą, kai rinkos sąlygos yra nepalankios, arba paspartinti, kai sąlygos yra palankios pritraukti kuo platesnį ratą potencialių investuotojų.

Analizuojant autorius aprašančius galimybių lango hipotezę (Lewis, Seward, & Foster-Johnson (2000), Brau ir Fawcett (2006), Gajewski ir Gresse (2006), Teoh, Welch ir Wong (1998)) galima išskirti palankias sąlygas, kada geriausias laikas atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą. Šios sąlygos gali būti suskirstytos į keturias pagrindines grupes – geriausios rinkos sąlygos, įmonei būdingi veiksniai, strateginis laikas bei investuotojų pasitikėjimas:

1. Geriausios rinkos sąlygos:

- a. **Rinkos ciklai** atlieka pagrindinį vaidmenį. Įmonės dažnai siekia atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą kylančios rinkos etapuose, kai investuotojų pasitikėjimas yra didelis, vertybinių popierių kainos yra aukštos, o ekonomikos perspektyvos yra teigiamos. Tokiu metu padidėja pirminių viešųjų akcijų siūlymų paklausa.
- b. **Industrijos tendencijos:** tendencijos konkrečioje pramonės šakoje, kurioje veikia įmonė taip pat įtakoja galimybių langą įmonei atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą. Jei konkrečiame sektoriuje, kuriame veikia įmonė, didėja investuotojų susidomėjimas ir investicijos, tai gali indikuoti tinkamą metą tokioje industrijoje veikiančiai įmonei atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą.

2. Įmonei būdingi veiksniai:

- a. **Finansiniai rezultatai:** Įmonės, siekiančios atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą, paprastai laukia etapo, kai jų finansiniai rezultatai bus stiprūs. Tai apima pajamų augimą, pelningumą ir palankią balanso struktūrą (pvz., mažas įsiskolinimas).
- b. **Produkto kūrimas arba pasiekimai:** pirminio viešo akcijų siūlymo laikas gali sutapti su reikšmingo produkto kūrimo ciklo užbaigimu arba svarbios partnerystės ar sutarties užtikrinimu. Šie pasiekimai gali padidinti įmonės vertę galimiems investuotojams.

3. Strateginis laikas:

- a. **Rinkos svyravimo vengimas:** Įmonės gali atidėti pirminį viešą akcijų siūlymą didelių rinkos svyravimų ar neužtikrintumo metu, tam, kad išvengtų galimo įmonės vertės nuvertėjimo arba investuotojų susidomėjimo stokos.
- b. **Rinkos entuziazmo išnaudojimas:** įmonė gali paspartinti pirminio viešo akcijų siūlymo procesą kai rinkoje vyrauja entuziastingos investuotojų nuotaikos.

4. Investuotojų nuotaikos

- a. **Investuotojų pasitikėjimo kūrimas:** pirminio viešo akcijų siūlymo laikas yra svarbus siekiant sukurti ir išlaikyti investuotojų pasitikėjimą. Tinkamu laiku atliekamas pirminis viešas akcijų siūlymas, gali sukelti teigiamas investuotojų

nuotaikas rinkoje, pritraukti daugiau investuotojų dėmesio ir paskatinti ilgalaikį investuotojų tikėjimą įmonės augimo perspektyvomis.

Galimybių lango hipotezė pabrėžia strateginio pirminio viešo akcijų siūlymo laiko svarbą. Analizuojant bei vertinant išorinės rinkos sąlygas ir vidinius, konkrečiai įmonei būdingus veiksnius, galima nustatyti tinkamiausią laiką atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą. Sėkmingas šio lango nustatymas ir išnaudojimas gali paskatinti didesnę investuotojų susidomėjimą bei pakelti įmonės vertę.

1.3.3 Signalų teorijos apžvalga pirminio viešo akcijų siūlymo kontekste

Leland ir Pyle (1977) aprašytas modelis yra vienas iš pirmųjų signalų teorijos modelių, apibūdinančių emitento funkciją pirminio viešo akcijų siūlymo procese. Autoriai aiškina signalų teoriją kaip turimos informacijos skirtumus tarp pirkėjų ir pardavėjų bei tokių skirtumų poveikį finansų rinkoms. Leland ir Pyle (1977) pabrėžia, jog finansų rinkose egzistuoja informacijos perdavimo problema tarp rinkos dalyvių. „Esant didelei informacijos asimetrijai, rinkos gali veikti netinkamai, o rizikos kapitalo rinkos gali neegzistuoti“ Leland ir Pyle (1977). Norėdami tai išspręsti, Leland ir Pyle (1977) siūlo, kad įmonių veiksmai, kuriuos reglamentuoja informacijos atskleidimo taisyklės, galėtų būti signalas investuotojams apie tikrąją projekto kokybę. Signalų teorija pabrėžia, jog įmonės vadovų noras investuoti į konkrečius projektus yra tokio projekto kokybės signalas.

Pritaikant šią teoriją pirminio viešo akcijų siūlymo kontekste, šis modelis pabrėžia informacijos viešinimo svarbą prieš pirminį viešą akcijų siūlymą. Viešai pateikdamos informaciją apie projektų kokybę, ateities perspektyvas ir gebėjimą veikti rinkoje, įmonės atkreipia dėmesį į savo veiklą bei pritraukia potencialių investuotojų dėmesį. Išanalizavus literatūrą, aprašančią signalų teorijos bei pirminio viešo akcijų siūlymo santykį (Arthurs, Busenitz, Hoskisson ir Johnson (2009), Bafera ir Kleinert (2022), Daily, Certo ir Dalton (2005), Svetek (2022)) pateikiama santrauka pirminio viešo akcijų siūlymo elementų bei kaip šie elementai įtakoja būsimų investuotojų nuomonę apie artėjantį pirminį viešą akcijų siūlymą:

1. Pirminio viešo akcijų siūlymo kainodara bei informacijos pateikimas.

- a. **Per maža ar per didelė pirminio viešo akcijų siūlymo kaina:** pirminio viešo akcijų siūlymo akcijų kaina gali būti signalas investuotojams. Per maža kaina gali reikšti didelę paklausą ir pasitikėjimą ateities augimu, o per didelė kaina gali reikšti netikrumą arba nepasitikėjimą. Įmonės dažnai balansuoja tarp šių signalų, siekdamas pritraukti investuotojus ir užtikrinti, kad pasiūlymo kaina būtų pagrįsta.
- b. **Kokybės ir pasitikėjimo signalai:** sėkmingas pirminis viešas akcijų siūlymas, kai akcijų paklausa greitai viršija pasiūlą arba pastebimas kainos padidėjimas pirmąją

prekybos dieną, gali parodyti, kad investuotojai pasitiki įmonės informacijos pateikimo bei veiklos kokybe, valdymo komanda ir augimo potencialu.

2. Informacijos atskleidimas:

- a. **Skaidrumas:** pirmąjį viešą akcijų siūlymą atliekančios įmonės atskleidžia daug informacijos apie savo veiklą, finansus, strategijas ir rizikas. Pateikdamos būtiną bet kartu ir perteklinę informaciją apie įvairius įmonės veiklos ir finansinius aspektus, įmonės siekia sustiprinti investuotojų pasitikėjimą bei pabrėžti ateities perspektyvas.
- b. **Savanoriškas atskleidimas:** be privalomo atskleidimo, įmonės gali savanoriškai pateikti papildomos informacijos kitais kanalais, pavyzdžiui - reklaminius renginius, socialines iniciatyvas, analitikų ar investuotojų susitikimus. Tokia papildoma informacija apie įmonę padeda stiprinti investuotojų pasitikėjimą ir parodyti, kad bendrovė įsipareigoja siekti skaidrumo.

3. Veiksmai ir signalai po IPO:

- a. **Ateities veiksmai:** veiksmai, kurių įmonė imasi po pirminio viešojo akcijų siūlymo, taip pat gali būti vertinama kaip tam tikras signalas. Jei įmonė laikosi savo numatytų augimo strategijų, plėtros planų arba pateikia stiprius finansinius rezultatus po pirminio viešojo akcijų siūlymo, tai sustiprina investuotojų pasitikėjimą įmonės vadovais, įmonės veikla bei ateities perspektyvomis.
- b. **Suinteresuotųjų šalių pasitikėjimas:** Tai, kaip įmonė bendrauja su suinteresuotosiomis šalimis bei prisitaiko prie rinkos pokyčių po pirminio viešojo akcijų siūlymo, taip pat rinkose suprantama kaip tam tikri įmonės skleidžiami signalai investuotojams.

4. Investuotojų suvokimas ir rinkos reakcija:

- a. **Investuotojo nuomonė:** investuotojai interpretuoja įvairius signalus, kuriuos bendrovė teikia prieš, per ir po pirminio viešojo akcijų siūlymo. Šie signalai daro įtaką investuotojų nuomonei apie įmonės ateities perspektyvas, rizikos valdymą ir bendrą įmonės veiklos kokybę.
- b. **Rinkos reakcija:** akcijų kainos po pirminio viešojo akcijų siūlymo ir vėlesniais mėnesiais atspindi kaip rinka priėmė ir interpretavo signalus. Akcijos kainos augimas dažnai rodo, kad įmonės siunčiami signalai buvo veiksmingi pritraukiant investuotojus perduodant įmonės stiprybes ir potencialą investuotojams.

Signalų teorija pabrėžia įmonės strateginės komunikacijos bei informacijos skleidimo potencialiems investuotojams svarbą norint sėkmingai įgyvendinti pirminį viešą akcijų siūlymą. Francis, Hasan, Lothian ir Sun (2010) pabrėžia, jog „signalų teorija turi reikšmės nustatant per mažą pirminio viešojo akcijų siūlymo kainą, ypač įmonėms, veikiančioms šalyse, kurios yra labai

segmentuotos“. Dėl šios priežasties tokios įmonės „susiduria su didesne informacijos asimetrija ir neturi prieigos prie išorinių kapitalo rinkų“ Francis, Hasan, Lothian ir Sun (2010). Būtent tokios yra ir Baltijos šalys. Taigi Signalo teorija yra ypač aktuali Baltijos šalyse veikiančioms įmonėms. Signalo teorija taip pat pabrėžia, jog įmonės skleidžiama teigiama informacija apie įmonės pasiekimus, laimėjimus, naujus produktus ar ateities perspektyvas gali pritraukti investuotojus ir pagerinti pirminio viešo akcijų siūlymo rezultatus. Tuo tarpu investuotojai stebėdami įmonės komunikaciją gali susidaryti įspūdį apie įmonės veiklą, vadovybę bei kitus svarbius aspektus. Taip mažėja turimos informacijos apie įmonę skirtumas tarp su įmone suinteresuotų šalių.

Visos trys aukščiau pateiktos teorijos, susijusios su pirmuoju viešu akcijų siūlymu, papildo viena kitą, pavyzdžiui, signalo teorijos pastangomis gali būti siekiama sušvelninti agentų ir akcininkų konfliktus (agentūros teorija) arba pasinaudoti palankiomis rinkos sąlygomis (galimybių lango hipotezė). Kartu šios teorijos pabrėžia strateginių sprendimų priėmimo svarbą prieš pirminį viešą akcijų siūlymą, jo metu ir po jo. Šios teorijos pateikia vaizdą kokią informaciją įmonės turi apgalvoti, kad optimizuotų savo pirminį viešą akcijų siūlymą. Bendrai šios teorijos formuoja pirminio viešo akcijų siūlymo sėkmę, vertinimą, investuotojų suvokimą ir ilgalaikius pirminio viešo akcijų siūlymo rezultatus. Įmonės, kurios veiksmingai vadovaujasi šiomis teorijomis, gali pagerinti atliekamo pirminio viešo akcijų siūlymo rezultatus.

1.4 Veiksnių, lemiančių įmonių pasirinkimą atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą analizė

Investuotojams svarbu suvokti veiksniai, kuriais grindžiamas pirminis viešasis akcijų siūlymas. Šių veiksnių supratimas padeda vertinti rizikas susijusias su investicijomis į pirmuosius viešus akcijų siūlymus bei tokių investicijų strategijas. Tokie veiksniai kaip rinkos sąlygos, konkrečiai įmonei būdingi požymiai ir reguliacinė aplinka sudaro pagrindą, kuriuo remdamiesi investuotojai įvertina galimą riziką ir grąžą, susijusią su naujai listinguojamomis įmonėmis. Šios žinios suteikia investuotojams galimybę pasirinkti savo investicijų laiką, atsižvelgiant į rinkos nuotaikas arba konkrečios pramonės šakos tendencijas, kad gautų optimalų pelną. Įmonėms, svarstančioms apie pirminį viešą akcijų siūlymą taip pat svarbu suprasti šiuos veiksniai. Tai padeda nustatyti idealų pirminio viešo akcijų siūlymo laiką, suderinti jį su palankiomis rinkos nuotaikomis ir paruošti finansinius rezultatus.

Analizuojant mokslinę literatūrą apie veiksniai, lemiančius įmonės pasirinkimą atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą galima išskirti kelias veiksnių grupes įtakančias šį pasirinkimą – vidiniai veiksniai ir išoriniai veiksniai. Vidiniai veiksniai lemiantys įmonių pasirinkimą atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą, tai tokie veiksniai, kurie priklauso nuo įmonės finansinės padėties, vadovybės ar akcininkų pasirinkimų ir t.t. Tuo tarpu išoriniai veiksniai, tai tokie veiksniai, kurie susiję su rinkos, kurioje įmonė nori ir/ar gali atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą specifika, pavyzdžiui – rinkos dydis, likvidumas, investuotojų finansinis raštingumas ir t.t.

1.4.1 Vidinių veiksmų analizė

Kaip minėta aukščiau, pirminiai viešieji akcijų siūlymai yra esminis žingsnis įmonės gyvenime, žymintis perėjimą nuo privačios nuosavybės prie viešo prekiavimo savo akcijomis vertybinių popierių biržose. Pasiruošimas pirminiam viešajam akcijų siūlymui įmonei trunka ne vienerius metus. Pasirengimas pirminiam viešajam akcijų siūlymui yra sunkus ir ilgas procesas, apimantis koordinuotas įvairių įmonės padalinių pastangas. Tai gerokai viršija tik finansų skyriaus ribas ir taip pat apima rinkodarą, teisinės bei kitas komandas įmonėje, o taip pat ir aukščiausio lygio vadovybę. Įmonės turi ne tik kruopščiai rengti finansines ataskaitas, užtikrindamos skaidrumą ir tikslumą, bet ir parodyti naujiems investuotojams įmonės sugebėjimą generuoti stabilų pelną, o tai gali pareikalauti nemažai laiko ir išteklių. Tuo pačiu metu rinkodaros komandos yra įsitraukusios į įmonės žinomumo plėtrą, kad pritrauktų potencialius investuotojus. Teisininkų komandos gilinasi į atitikties sudėtingumą, reguliavimo reikalavimus ir galimos teisinės rizikos mažinimą. Be to, aukščiausiai vadovybei pavesta vadovauti įmonei per šį procesą, suderinant organizacijos strateginę viziją su viešosios rinkos poreikiais. Griežtas pasiruošimo pirminio viešo akcijų siūlymo procesas reikalauja kruopštaus šių skyrių pastangų ir suderinimo, galiausiai nulemdamas sėkmingą įmonės perėjimą į viešąją įmonės akcijų listingavimą. Tačiau nepaisant sudėtingo ir ilgo proceso, įmonės vis vien renkasi vykdyti pirminį viešą akcijų siūlymą. Toliau pateikiamos Draho (2004), Feldman ir Dresner (2009), Ritter ir Welch (2002), Bateni ir Asghari (2014) išskirtos priežastys, dėl kurių įmonių vadovai siekia, kad jų valdomos įmonės taptų viešos:

1. **Pritraukti kapitalą plėtrai** – pirminio viešo akcijų siūlymo procesas leidžia įmonėms pritraukti didelį kapitalą iš plataus rato investuotojų, kurios gali būti panaudotos įmonės augimui finansuoti, veiklai plėsti, investuoti į mokslinius tyrimus ir plėtrą arba apmokėti esamas skolas ir t.t.. Galimybė pasiekti platesnę investuotojų bazę, turinčią skirtingą rizikos toleranciją ir investavimo perspektyvas, gali lemti didesnę finansinę paramą įmonei, kuri dažnai nėra prieinama iš privačių finansavimo šaltinių.
2. **Didinti akcininkų turto likvidumą** – įmonės akcijų prekyba viešose rinkose suteikia esamiems akcininkams, įskaitant ir įmonės steigėjus, ankstyvuosius investuotojus ir darbuotojus, galimybę auginti savo investicijas. Esamų įmonės savininkų investicijoms yra suteikiamas likvidumas, leidžiantis parduoti savo akcijas viešose rinkose. Pažymima, jog tokia situacija yra naudinga ankstyvosios stadijos investuotojams, kurie ieško būdų kaip pelningai pasitraukti iš įmonės ir nori gauti pelną iš savo investicijų.
3. **Gerinti įmonės reputaciją** – pirminis viešas akcijų siūlymas gali padidinti įmonės matomumą ir patikimumą viešumoje. Įmonėms, kurių akcijomis prekiaujama viešai, taikomi griežti finansinės atskaitomybės ir informacijos atskleidimo reikalavimai, o tai skatina investuotojų, klientų ir partnerių pasitikėjimą. Faktas, jog įmonės akcijos yra įtrauktos į viešai prekiaujamų akcijų sąrašus patvirtina įmonės potencialą ir stabilumą, o

tai gali pritraukti naujų klientų ir verslo galimybių. Be to, akcijų įtraukimas į gerai vertinamas vertybinių popierių biržas gali sustiprinti įmonės reputaciją ir prekės ženklo įvaizdį.

4. **Sukurti vertingą valiutą** – įmonės akcijas – kuriomis būtų galima atlikti tolimesnius įsigijimus ar atsiskaityti su darbuotojais. Pradėjus akcijomis prekiauti viešai, akcijų pasirinkimo sandoriai (opcionai) ir darbuotojų akcijų nuosavybės planai tampa vertingesni, o tokiu būdu įmonė gali išlaikyti darbuotojus siūlant būdą užsidirbti pinigų iš turimų akcijų. Be to, įmonės akcijų įtraukimas į viešai listinguojamų įmonių sąrašą gali būti naudingas įmonėms, norinčioms vykdyti susijungimus ir įsigyjimus. Viešai parduodamos akcijos gali būti naudojamos kaip įsigijimo valiuta, leidžianti įmonei vykdyti strateginius susijungimus ir plėsti produktų pasiūlą ar rinkos pasiekiamumą.

Svarbu paminėti, jog lyginant su kitais kapitalo pritraukimo būdais, pirminis viešas akcijų siūlymas padeda pritraukti reikiamą įmonei kapitalą daug greičiau, nei, tarkim, apyvartiniam kapitalui ar investicijoms naudojant generuojamą pelną (Anderson, Beard ir Born, 2012).

Sprendimas pradėti pirminį viešąją akcijų siūlymą yra ilgas procesas, kurį lemia įvairūs veiksniai. Galimybė gauti prieigą prie platesnių kapitalo rinkų, esamų akcininkų investicijų likvidumas, didesnis prekės ženklo matomumas ir strateginiai pranašumai susijungimų ir įsigijimų metu yra keletas pagrindinių priežasčių, kodėl įmonės renkasi vykdyti pirmąjį viešą akcijų siūlymą. Įmonei siekiant įvykdyti pirmąjį viešą akcijų siūlymą reikia laikytis griežtų reglamentų ir prisitaikyti prie griežtesnės priežiūros, tačiau, galimos naudos, tokios kaip įmonės augimas, naujo kapitalo, partnerių pritraukimas, gali nusverti iš pirminio viešo akcijų siūlymo kylančius išpareigojimus. Taigi, sprendimas vykdyti pirminį viešą akcijų siūlymą turėtų būti gerai apgalvotas įmonės vadovų žingsnis, atitinkantis įmonės strateginius tikslus ir ateities viziją.

1.4.2 Išorinių veiksnių analizė

Išsiaiškinus vidinius veiksnis, kurie lemia įmonės norą atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą, svarbu suprasti ir išorinius veiksnis kada geriausia ir patraukliausia atlikti pirminį viešą siūlymą. Kaip pastebi Ivanov ir Lewis (2008) pirminių viešųjų akcijų siūlymų rinka yra labai cikliška bei priklauso nuo įvairių rinkos tendencijų, ekonomikos ciklų bei investuotojų nuotaikos.

Ivanov ir Lewis (2008) analizavo veiksnis, įtakančius pirminio viešo akcijų siūlymo rinkos cikliškumą bei apimtį. Tyrime pagrindinis dėmesys skiriamas trimis pagrindiniams elementams, kurie įtakoja pirminio viešo akcijų siūlymo ciklus:

1. **Verslo sąlygos** – autoriai analizuoja kapitalo kainos pokyčius ir numatomo pelningumo pokyčius. Išvados patvirtina, jog abu kintamieji daro įtaką pirminio viešo akcijų siūlymo apimčiai.

2. **Informacijos kokybė** įtakoja pirminio viešo akcijų siūlymo kainas. Kuo didesnis neapibrėžtumas dėl įmonės ateities perspektyvų, tuo pirminė akcijos kaina yra didesnė.
3. **Investuotojų nuotaikos** gali paveikti pirminio viešo akcijų siūlymo apimtį. Kai investuotojų nuotaikos yra geros, pirminio viešo akcijų siūlymo aktyvumas turi tendenciją didėti.

Visi aukščiau išvardinti elementai turi įtakos pirminio viešo akcijų siūlymo apimčiai ar kainai. Įmonės, reaguodamos į išorines sąlygas, kurios gali pabloginti pirminio viešo akcijų siūlymo rezultata, gali pasirinkti pirminio viešo akcijų siūlymo laiką (šis pasirinkimas taip pat aptartas aukščiau aprašant pasirinkimo lango teoriją). Įmonės siekia atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą tokiu metu kai aukščiau aprašyti išoriniai ir vidiniai veiksniai indikuoja sėkmingą pirminį viešą akcijų siūlymą.

Demir, García-Gomez, Díez-Esteban, ir Farinha (2023) nagrinėjo ekonominio neapibrėžtumo įtaką pirminio viešo siūlymo akcijų siūlymams 52 šalyse. Tyrime buvo naudojamas 70760 pirminio viešo akcijų siūlymo duomenų rinkinys nuo 1990 iki 2021 m. Tyrimo metu buvo analizuojamas įvairių rinkos sukrėtimų, tokių kaip 2008 m. finansų krizė ar COVID-19 pandemija, poveikis pirminių viešų akcijų siūlymams. Tyrimo metu nustatyta, kad ekonominis neapibrėžtumas turi neigiamą poveikį pirminio viešo siūlymo akcijų skaičiui bei jų metu sugeneruojamoms pajamoms. Autoriai taip pat pateikia išvadą, kad šalies institucinė kokybė gali sušvelninti neigiamą neapibrėžtumo poveikį pirminio viešo siūlymo akcijų siūlymų veiklai.

Mehmood, Mohd-Rashid, Ong, ir Abbas (2021) analizuodami kokie veiksniai įtakoja pirminių viešųjų akcijų siūlymų kintamumą Pakistane, taip pat aprašo kelis faktorius kodėl įmonės atlieka pirmuosius viešuosius siūlymus. Autoriai pastebi jo didelę grąžą generuojantis akcijų rinkos indeksas paskatina įmones atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą - „labiau tikėtina, kad įmonės išeis į biržą, jei akcijų rinka duoda didelę grąžą, užtikrinančią pelną tiek įmonei, tiek investuotojams“ Mehmood, Mohd-Rashid, Ong, ir Abbas (2021). Autoriai tyrime taip pat cituoja kitą savo darbą, kuriame išskyrė, jog „įmonės akcijų įtraukimą į akcijų rinką lemia keli makroekonominiai kintamieji, pavyzdžiui, palūkanų normos.“ (Mehmood, Mohd-Rashid, ir Ahmad (2020)). Aukštesnės palūkanų normos sukuria daugiau neapibrėžtumo akcijų rinkose, todėl ir pirminių viešųjų akcijų skaičius sumažėja (Mehmood, Mohd-Rashid, Ong, ir Abbas (2021)). Autoriai taip pat išskiria Omran ir Pointon (2001) išvadą, jog „aukštas infliacijos lygis atgraso investuotojus nuo viešumo, nes reikalauja didesnės grąžos, o tai savo ruožtu padidina įmonių kapitalo sąnaudas.“

Išanalizavus autorių darbus galima išskirti kelias pagrindines sritis, kurios lemia įmonės pasirinkimą atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą.

4. **Verslo sąlygos** literatūroje dar skirstomos į du pogrupius – šalies ekonominės sąlygos bei įmonės finansinė padėtis.

- a. **Ekonominės sąlygos.** Stabilumas šalies ir/ar regiono ekonomikoje, bendras rinkos augimas arba nuosmukis gali turėti įtakos įmonės sprendimui vykdyti pirminį viešą akcijų siūlymą. Kai ekonominės sąlygos yra palankios, įmonė gali tikėtis geresnių pirminio viešo akcijų siūlymo sąlygų ir didesnių investicijų į išleidžiamas akcijas.
 - b. **Įmonės finansinė padėtis.** Aukštas įmonės pelningumas, tvirta finansinė padėtis, inovatyvumas ir perspektyvūs ateities planai skatina įmonę galvoti apie pirminį viešą akcijų siūlymą.
5. **Informacijos kokybė** – aiškiai viešai pateikta informacija apie įmonės veiklą, finansus, ateities perspektyvas didina investuotojų pasitikėjimą ir galimybę sėkmingai surengti pirminį viešą akcijų siūlymą. Informacijos kokybei pakelti labai svarbus yra nepriklausomo audito patvirtinimas dėl finansinių ataskaitų teisingumo, kuris padidina informacijos kokybę ir skatina investuotojų pasitikėjimą.
 6. **Investuotojų nuotaikos** - Bendras rinkos optimizmas arba pesimizmas gali turėti didelę įtaką pirminio viešo akcijų siūlymo sėkmei. Jei rinkoje vyrauja optimizmas ir investuotojai yra linkę investuoti, tai gali būti palanki aplinkybė įmonės pirminio viešo akcijų siūlymui atlikti.

Investuotojui bei įmonės vadovams suprasti veiksnius, kurie skatina įmones atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą yra svarbu. Šių veiksnių supratimas leidžia investuotojams bei įmonės vadovams įvertinti rizikas, susijusias su pirminio viešo akcijų siūlymo atlikimo laiku bei leidžia koreguoti nusistatytas investicijų strategijas. Rinkos sąlygos, įmonės specifika ir reguliacinė aplinka yra pagrindiniai kintamieji, kurių pagrindu investuotojai vertina riziką ir grąžą, susijusią su naujai rinkoje kotiruojamomis įmonėmis. Toks įmonės bei įmonės aplinkos vertinimas suteikia investuotojams galimybę taktiškai planuoti savo investicijų laiką, įvertinant rinkos nuotaikas ir pramonės tendencijas, siekiant optimalaus pelno. Tuo tarpu įmonėms, apsvarstant pirminį viešą akcijų siūlymą, išoriniai bei vidiniai veiksniai taip pat yra labai svarbūs. Vidiniai veiksniai - įmonės finansinė padėtis ir valdymo sprendimai, bei išoriniai veiksniai - rinkos dydis ir investuotojų finansinis raštingumas, turi būti atidžiai įvertinti prieš pasirenkant laiką kada atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą. Tiek vidiniai tiek išoriniai veiksniai glaudžiai susiję ir turi įtakos įmonės galimybei sėkmingai surengti pirminį viešą akcijų siūlymą. Išanalizuoti mokslinės literatūros šaltiniai, pabrėžia pagrindines priežastis, kodėl įmonės nusprendžia tapti viešai prekiaujamomis. Priežastys apima galimybę pritraukti kapitalą plėtrai, didinti akcininkų turto likvidumą, gerinti įmonės reputaciją ir sukurti vertingą valiutą verslo operacijoms. Svarbu atkreipti dėmesį, kad pirminis viešasis akcijų siūlymas leidžia greičiau pritraukti reikiamą kapitalą lyginant su kitais finansavimo būdais. Kiti šaltiniai nurodo, kad ekonominis neapibrėžtumas gali turėti įtakos pirminio viešo akcijų siūlymo veiklai, ypač krizės ar pandemijos metu. Investuotojų nuotaikos ir rinkos sentimentas yra būtini veiksniai, nulemiantys sėkmingą pirminio viešo akcijų

siūlymo procesą. Taigi, įmonės sprendimas vykdyti pirminį viešą akcijų siūlymą yra kompleksiškas procesas, priklausantis nuo daugybės vidinių ir išorinių veiksnių.

1.5 Pirminio viešo akcijų siūlymo pasekmių įmonės finansiniams rezultatams analizė

Pirminis viešas akcijų siūlymas žymi įmonės perėjimą iš privačios įmonės į viešai listinguojamą bendrovę. Šis žingsnis pakeičia ne tik įmonės valdymo struktūrą, bet ir daro įtaką įmonės finansiniams rodikliams. Prieš pirminį viešą akcijų siūlymą įmonės finansuojamos iš privačių šaltinių (akcininkų kapitalo, generuojamų pinigų srautų ir t.t.), tuo tarpu po pirminio viešo akcijų siūlymo bendrovė įgyja prieigą prie viešų kapitalo rinkų, kur susiduria su didesniais priežiūros ir skaidrumo reikalavimais. Toks įmonės žingsnis padidina įmonės turto likvidumą, rinkos vertę ir prekės ženklo matomumą, tačiau kartu kyla ir tokių iššūkių kaip investuotojų bei rinkos lūkesčių tenkinimas ir reguliacinės aplinkos nuostatų laikymasis. Įvairūs moksliniai tyrimai atskleidžia skirtingą pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį įmonės finansiniams rezultatams bei kitiems svarbiems įmonės rodikliams. Vieni autoriai teigia, jog privačių įmonių akcininkų kapitalas yra labai ribotas, todėl pirminis viešas akcijų siūlymas atliekamas norint pritraukti papildomo kapitalo įmonės investicijoms. Tuo tarpu kiti autoriai teigia, jog pirminis viešas akcijų siūlymas yra reikalingas įmonėms atsigauti po didelių investicijų periodo.

Toliau šis skyrius skiriamas į dvi dalis – klasikiniai tyrimai (atlikti dešimtajame XX a. dešimtmetyje), analizuojančių pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės finansiniams rodikliams, apžvalgą, bei modernių tyrimų (atliktų 2010 m. – 2023 m. laikotarpyje) apžvalgą. Nors pirmojoje šio skyriaus dalyje analizuojami tyrimai yra atlikti senai, šie tyrimai yra tolimesnių tyrimų, atliekamų šia tema, pagrindas. Daugelis naujesnių tyrimų yra atliekami šių senesnių tyrimų pagrindu. Svarbu pažymėti, jog finansiniai rodikliai, analizuojami senesniuose tyrimuose yra naudojami ir naujuose tyrimuose analizuojančiuose pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės finansiniams rodikliams. Tai parodo, jog šie finansiniai rodikliai yra fundamentalūs įmonių finansinėje analizėje ir tokių rodiklių aktualumas nėra pakitęs.

1.5.1 Klasikinių tyrimų, analizuojančių pirminių viešųjų akcijų siūlymų įtakos įmonės finansiniams rezultatams apžvalga

Jain ir Kini (1994), atliko 2125 pirminių viešųjų akcijų siūlymų tyrimą JAV, kurie buvo atlikti nuo 1976 iki 1988 metų. Šio tyrimo metu padaryta išvada, jog po pirminio viešo akcijų siūlymo įmonės rezultatai krenta. Nors iš karto po pirminio viešo akcijų siūlymo įmonės pardavimai bei investicijos smarkiai auga, veiklos rodikliai laikui bėgant linkę mažėti. Autoriai analizavo šiuos finansinius rodiklius, bei pateikia tokias išvadas:

1. **Pardavimų augimas** - Jain ir Kini (1994) pastebi, jog vidutinis pajamų augimas po pirminio viešo akcijų siūlymo lyginant su vienais metais prieš pirminį viešą akcijų siūlymą auga ir yra 37% pirmaisiais metais, 70% antraisiais metais, 108% trečiaisiais

metais bei 143% ketvirtaisiais metais. Lyginant su rinkos vidurkiu pirminį viešą akcijų siūlymą atlikusios įmonės auga maždaug 81% daugiau nei rinkos vidurkis, taigi įmonių, atlikusių pirminį viešą akcijų siūlymą pardavimų padidėjimas negali būti siejamas tik su rinkos tendencijomis.

2. **Investicijos** – Jain ir Kini (1994) tyrime pastebima, jog analizuotose įmonėse po pirminio viešo akcijų siūlymo reikšmingai auga ir įmonių investicijos. Vidutinis investicijų pokytis per pirmus tris metus po pirminio viešo akcijų siūlymo procentais yra 167%, lyginant su metais prieš pirminį viešą akcijų platinimą.
3. **Veiklos rodikliai** - Jain ir Kini (1994) tyrime pabrėžiama, jog veiklos rodikliai (turto grąža bei veiklos pinigų srautų bei viso turto santykis) po pirminio viešo akcijų siūlymo yra prastesni, lyginant su metais prieš pirminį viešą akcijų siūlymą. Toks veiklos rodiklių kritimas autorių yra siejamas su:
 - a. Nuosavybės struktūros pokyčiais, dėl kurių padidėja agentūros išlaidos ir vadovų noras per daug investuoti;
 - b. Įmonės noru gerinti savo finansinius rezultatus prieš pirminį viešą akcijų siūlymą;
 - c. Įmonės taikosi atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą, kai įmonės rezultatai yra neįprastai geri, norit pritraukti kuo daugiau kapitalo.

Pagano, Panetta ir Zingales (1998) atliko 2181 viešai akcijomis prekiaujančių įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų platinimą Italijoje per dešimties metų laikotarpį nuo 1982 m. iki 1992 m., analizę. Tyrime autoriai analizuoja kaip kinta įmonių investicijų apimtis, pelningumo rodikliai, finansinis svetas, pardavimų augimo tempas po pirminio viešo akcijų siūlymo. Toliau kiekvienas analizuotas autorių kintamasis aprašomas atskirai:

1. **Pelningumas** tyrime vertinamas kaip turto grąža, po pirminio viešo akcijų siūlymo krenta. Tyrime nustatyta, kad įmonių pelningumas mažėja jau pirmais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo (apie 1,5%), o šis efektas tęsiasi ir toliau pasiekdamas apie 3% pelningumo sumažėjimą trečiaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo. Autoriai pastebi, jog įmonės ruošiasi pirminiam viešam akcijų siūlymui pateikdamos kaip įmanoma geresnius pelningumo rezultatus bei nustatydamos pirminio viešo akcijų siūlymo laiką taip, kad sutaptų su neįprastai dideliu pelningumu, kuris po pirminio viešo akcijų siūlymo krenta. Be to, tyrime taip pat pažymima, kad pelningumo mažėjimas išlieka net ir sukontroliavus minimalią pelningumo sąlygą, kurią įmonės turi atitikti, kad galėtų būti įtrauktos į Italijos vertybinių popierių biržas. Tai rodo, kad pelningumas sumažėjo ne tik dėl pirminio viešo akcijų siūlymo laiko, bet ir atspindi tikrą bendrovės pelningumo sumažėjimą po viešo akcijų kotiravimo.
2. **Investicijos**. Autoriai pastebi, jog po pirminio viešo akcijų siūlymo įmonių investicijos į ilgalaikį turtą krenta. Investicijų sumažėjimas tampa reikšmingas praėjus maždaug

dvejiems metams po pirmojo viešo akcijų siūlymo. Nors pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo įmonių investicijos į ilgalaikį turtą auga apie 1,5%, antraisiais metais mažėja panašiu tempu, o trečiaisiais bei ketvirtaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo mažėja apie 4%. Autoriai teigia, kad šis reiškinys gali būti siejamas su tuo, kad įmonės yra linkusios atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą ne tam, kad finansuotų būsimas investicijas ir augimą, o greičiau subalansuotų savo sąskaitas po didelių investicijų ir augimo laikotarpio.

3. **Finansinis svertas.** Nepriklausomos įmonės, atlikusios pirminį viešą akcijų siūlymą patiria finansinio sverto sumažėjimą. Šis sumažėjimas yra reikšmingas, įvyksta nedelsiant ir išlieka ilgą laiką, o svertas sumažėja apie 9 proc.
4. **Kiti kintamieji.** Autoriai nestebi koreliacijos tarp įmonės augimo tempo ir pirminio viešo akcijų siūlymo. Tai patvirtina autorių teiginį, jog įmonės atlieka pirminį viešą akcijų siūlymą ne tam, kad finansuoti investicijas ar augimą, bet tam, kad atsistatytų o po jų.

Taigi, Pagano, Panetta ir Zingales (1998) straipsnyje atlikta analizė rodo ryšį tarp pirminio viešo akcijų siūlymo ir įmonių veiklos pokyčių Italijoje per nagrinėtą laikotarpį. Ištyrus pelningumą, investicijas, finansinį svertą ir augimo tempą po viešo akcijų siūlymo, paaiškėjo, kad įmonės patiria nuosmukį pelningume ir investicijose, o finansinis svertas sumažėja. Tai rodo, kad daugelis įmonių, atlieka pirminį viešą akcijų siūlymą ne tam, kad finansuotų savo augimą ar investicijas, bet labiau siekdamas restruktūrizuoti savo finansines skolas arba pritrauktų kapitalo po didelių investicijų laikotarpio. Atlikta analizė parodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas gali turėti ilgalaikį poveikį įmonių finansinei padėčiai ir veiklai.

T. Loughran ir J. Ritter (1997) 1979 m.- 1989 m. Nasdaq, New York Stock Exchange vertybinių popierių biržoje ir Amerikos vertybinių popierių biržoje atliko pirmųjų viešųjų siūlymų analizę. Tyrimo imtis – 1338 pirminiai viešieji akcijų siūlymai, atlikti įmonių, kurios veikia daugiau nei septyniose skirtingose industrijose. Tyrime analizuojami 6 skirtingi įmonių finansiniai rodikliai. Toliau šie finansiniai rodikliai suskirstomi į atskiras grupes, kurios aprašomos atskirai.

1. **Pelningumas** – atliktame tyrime matoma, jog įmonių pelningumas 4 metai iki pirminio viešo siūlymo auga, o penktaisiais (pirminio viešo siūlymo metais) pasiekia aukščiausią vertę. Po pirminio viešo akcijų siūlymo analizuotų įmonių pelningumas smarkiai krenta – pavyzdžiui, pelno maržos mediana nuo 5,4% pirminio viešo siūlymo metais krenta iki 2,5% ketvirtaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo. Pastebėta, jog pelno marža krenta nepaisant padidėjusių investicijų į ilgalaikį turtą bei į mokslinius tyrimus ir plėtrą (priklausomai nuo sektoriaus).
2. **Įmonės vertė** – tyrime pažymima, jog įmonės vertė, dėl staigaus įmonės pelningumo bei pardavimų augimo, yra aukščiausia likus metams iki pirminio viešo akcijų siūlymo. Tačiau, kaip pastebima tyrime, vėliau emitentų įmonių veiklos rezultatai prastėja, o tai

lemia mažesnę akcijų grąžą kelerius metus po pasiūlymo. Šis neatitikimas tarp didelės įmonės vertės prieš pirminį viešą akcijų siūlymą ir vėliau sumažėjusios veiklos rezultatų bei akcijų grąžos rodo, kad rinka galėjo pervertinti būsimą įmonės pelningumą, todėl rinkos lūkesčiai ir faktiniai rezultatai neatitiko.

3. **Investicijos** – straipsnyje pabrėžiama, kad po atlikto pirminio viešo akcijų siūlymo įmonės ir toliau daug investuoja, net jei jų rezultatai prastėja, o tai rodo, kad vadovai pernelyg optimistiškai žiūri į būsimą įmonių pelningumą. Tyrimas rodo, kad įmonės, kurių pardavimai arba kapitalo išlaidos sparčiai auga, vėliau turi mažesnę akcijų grąžą. Straipsnyje daroma išvada, jog projektai, į kuriuos įmonės investuoja, gali turėti neigiamą grynąją dabartinę vertę.

Autorių atliktoje analizėje rasti skirtumai tarp prognozuotos vertės ir faktinių rezultatų parodo, kad rinka gali pervertinti įmonės ateities pelningumą. Be to, vadovų pernelyg optimistiškas požiūris gali lemti didelius investicijų srautus netgi esant prastėjantiems rezultatams. Ši analizė suteikia vertingą išvalgą, įskaitant pelningumo, įmonės vertės ir investicijų srautų dinamiką po viešųjų siūlymų, padedant suprasti ilgalaikius įmonių finansinius pokyčius.

Išanalizavus klasikinius tyrimus, analizuojančius pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės finansiniams rezultatams, galima daryti išvadą, jog pirminis viešas akcijų siūlymas turi įtaką įmonės finansinei padėčiai bei įmonės finansiniams rodikliams. Analizuoti tyrimai rodo, jog po pirminio viešo akcijų siūlymo įmonių pardavimai gali augti, tačiau veiklos rodikliai, tokie kaip pelningumas ar investicijos linę mažėti. Jain ir Kini (1994) pastebi, kad nors po pirminio viešo akcijų siūlymo pardavimai auga, veiklos rodikliai laikui bėgant mažėja. Pagano, Panetta ir Zingales (1998) pabrėžia, kad po pirminio viešo akcijų siūlymo pelningumas ir investicijos smarkiai krenta, o įmonių finansinis svertas mažėja. Tai gali rodyti, jog įmonės siekia atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą ne tam, kad investuotų į augimą, o tam, kad restruktūrizuotų finansines skolas arba pritrauktų kapitalo po didelių investicijų laikotarpio. Loughran ir Ritter (1997) analizė atskleidė, kad po pirminio viešo akcijų siūlymo pelningumas krenta, o įmonės vertė gali sumažėti, nes investuotojai galimai pervertina būsimą įmonės pelningumą. Visi šie tyrimai rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas gali turėti ilgalaikį poveikį įmonės finansiniams rodikliams.

1.5.2 Modernių tyrimų, analizuojančių pirminių viešųjų akcijų siūlymų įtakos įmonės finansiniams rezultatams apžvalga bei tyrimų rezultatų palyginimas

Išskirtinis yra Larrain, Phillips, Sertsios ir Urzua (2023) tyrimas. Šie autoriai atliko 3500 pirminių viešų akcijų siūlymų analizę, kuri vyko Europoje nuo 1997 m iki 2017 m. Tyrime analizuojamas atliktų pirminių viešų akcijų siūlymų poveikis įmonės pelningumui prieš ir po

pirminio viešo akcijų siūlymo. Šį tyrimą galima išskirti į dvi dalis. Tyrimo išvados patvirtina esamuose tyrimuose pateiktus duomenis, kad įmonių pelningumas po pirminio viešo akcijų siūlymo mažėja. Tačiau tekste pateikiamos ir kitos išvados, kurios nesutampa su išvadamis, pateiktomis klasikiniuose tyrimuose:

1. Tyrime pažymima, kad tiek įmonių, kurios sėkmingai užbaigia pirminį viešą akcijų siūlymą, tiek atšaukiančių pirminio viešo akcijų siūlymo procesą, pelningumas mažėja. Taigi, keliama hipotezė ar pirminis viešas akcijų siūlymas tikrai daro įtaką pelningumui, ar tai tik bendra visų įmonių tendencija.
2. Siekiant išspręsti endogeniškumo problemą (kai tam tikri paslėpti veiksniai gali turėti įtakos sprendimui užbaigti pirminį viešą akcijų siūlymą ir vėlesniam pelningumui), tyrime naudojami instrumentiniai kintamieji. Šios priemonės, pvz., trumpalaikė rinkos grąža prieš priimant sprendimą dėl pirminio viešo akcijų siūlymo, padeda atskirti išėjimo į biržą poveikį nuo kitų veiksnių, galinčių turėti įtakos pelningumui.
3. Panaudojus instrumentinius kintamuosius, tyrimas pateikia išvadą jog įmonių, kurios sėkmingai atlieka pirminį viešą akcijų siūlymą pelningumas auga. Ši išvada prieštarauja pradinei išvadai bei aukščiau analizuotų autorių išvadamis.

Wahyono (2018) analizavo mažų ir vidutinių įmonių finansinių rodiklių pokyčius prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo, atlikto Indonezijoje. Darbe autorius analizuoja šešis finansinius rodiklius, kurie skirstomi į tris grupes - likvidumo, mokumo bei pelningumo rodikliai. Tyrime atskleidžiama, jog likvidumo rodiklių mediana po pirminio viešo akcijų siūlymo išauga dvigubai, mokumo rodiklių mediana krenta per pusę, o pelningumo rodiklių medianos išlieka panašūs (išskyrus nuosavo kapitalo grąžą, kurio mediana iš 0,2 pakinta į -0,02). Tačiau, autorius pateikia išvadą, jog nors pastebimi įmonių veiklos rodiklių pokyčiai prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo, šie pokyčiai nėra statistiškai reišmingi.

Rudianto (2021) atliktoje analizėje buvo vertinami tokie finansiniai rodikliai kaip pelno marža, kapitalo grąža, turto grąža, turto apyvarta, finansinis svetas, mokumo rodiklis, skolos ir nuosavybės santykis prieš ir po pirminį viešą akcijų siūlymą. Tyrime pastebima, jog pelno marža po pirminio viešo akcijų siūlymo reikšmingai nekinta. Tačiau kiti įmonės finansiniai rodikliai po pirminio viešo akcijų siūlymo krenta.

Norint aiškiau suprasti aukščiau pateiktų tyrimų panašumus ir skirtumus žemiau pateikiama šių tyrimų palyginimas.

2 lentelė

Autorių analizuotų rodiklių pokyčių po pirminio viešo siūlymo išvados

	Jain ir Kini (1994)	Pagano, Panetta, ir Zingales (1998)	Loughran. ir Ritter. (1997)	Larrain, Phillips, Sertsios ir Urzua (2023)	Wahyono (2018)*	Rudianto (2021)
Pardavimų augimas	Auga	Koreliacijos nėra	-	-	-	-
Pelningumas	Krenta	Krenta	Krenta	Auga	Nekinta	Nekinta
Investicijos	Auga	Krenta	Nekinta	-	-	-
Įmonės vertė	-	-	Krenta	-	-	-
Veiklos rodikliai	Krenta	-	Krenta	-	Nekinta	Krenta
Finansinis svertas	-	Krenta	-	-	Krenta	Krenta

Šaltinis: Sudaryta autorės, remiantis lentelėje nurodytais autoriais

*Pateikiamos rodiklių judėjimo tendencijos, tačiau nustatyta, jog visi pokyčiai nėra statistiškai reikšmingi.

Iš lentelės matyti, jog dažniausias rodiklis, analizuojamas pirminio viešo akcijų siūlymo kontekste yra įmonių pelningumas. Nors daugelis analizuojamų autorių teigia, jog įmonių pelningumas po pirminio viešo akcijų siūlymo krenta, Larrain, Phillips, Sertsios ir Urzua (2023) teigia, jog įmonių sėkmingai atlikusių pirminį viešą akcijų siūlymą pelningumas auga. Autoriai analizavę veiklos rodiklius pateikia išvadą, jog veiklos rodikliai po pirminio viešo akcijų siūlymo krenta. Autorių nuomonės nesutampa analizuojant kitus faktorius, tokius kaip investicijos ar pardavimų augimas.

Apibendrinant galima teigti, kad pirminis viešas akcijų siūlymas žymi esminį įmonės perėjimą į viešą bendrovę. Šis procesas yra esminis įmonės gyvenime pakeičiantis ne tik nuosavybės struktūrą bet ir ateities perspektyvas ir įmonės augimo trajektoriją. Nors mokslinėje literatūroje daromos išvados, apie pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės finansiniams rezultatams yra skirtingos, šie skirtumai gali kilti dėl skirtingo pirminio viešo akcijų siūlymo laiko, investuotojų lūkesčių, įmonės vadovų siekių, vietos, kurioje atliktas pirminis viešas akcijų siūlymas ir kitų svarbių faktorių. Todėl, įmonės pasiruošimas pirminiam viešajam akcijų siūlymui yra labai svarbus faktorius lemiantis ne tik pirminio viešojo akcijų siūlymo sėkmę bet ir įmonės ateities perspektyvas (įskaitant ir finansinius rezultatus). Įmone suinteresuotiems asmenims (įskaitant įmonės vadovus, akcininkus bei potencialius investuotojus) svarbu suprasti pirminio viešo akcijų siūlymo vaidmenį, apibrėžimą, motyvus dėl kurių įmonė pasirenka atlikti tokį veiksmą, aplinkybes, kurios parodo jog yra geras laikas atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą bei įtaką įmonės finansiniams rezultatams. Suprantant šią informaciją įmonės vadovai gali pasirinkti geriausią laiką tokiam žingsniui, o potencialūs investuotojai pasirinkti geriausią investiciją, atitinkančią jų rizikos apetitą bei galimybes.

2. PIRMINIO VIEŠO AKCIJŲ SIŪLYMO ĮTAKOS ĮMONĖS FINANSINIAMS REZULTATAMS VERTINIMAS

2.1 Tyrimo reikšmė bei tyrimo hipotezės

Atlikta daug tyrimų apie įvairiose pasaulio šalyse atliktus pirminius viešus akcijų siūlymus bei jų įtaką įmonės akcijų kainai ar finansiniams rezultatams. Tačiau yra atlikta labai mažai tyrimų apie Baltijos (Lietuvos, Latvijos bei Estijos) rinkoje atliktų pirminių viešų akcijų siūlymų įtaką įmonių finansiniams rezultatams. Baltijos pirminių viešų akcijų siūlymų rinka istoriškai nebuvo labai aktyvi, be to, nėra pilnai susiformavusi, todėl sandorių skaičius nėra didelis. Išanalizavus išorinius veiksnius, lemiančius įmonės apsisprendimą atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą, galima išskirti kelias priežastis, dėl kurių Baltijos regione nėra atliekama daug pirminių viešų akcijų siūlymų:

1. **Regiono amžius bei ekonominis išsivystymas.** Baltijos šalys yra jaunos valstybės, atkūrusios savo nepriklausomybę, o taip pat ir laisvą ekonomiką 1991 m. Pirminis viešas akcijų siūlymas, tai brandžių įmonių žingsnis į tolimesnę plėtrą, todėl prieš žengiant tokį žingsnį tiek šalies ekonomika, tiek valstybėje veikiančios įmonės turi būti ekonomiškai ir finansiškai raštingos bei pažengusios. Tačiau ne tik pirminių viešų akcijų skaičius trukdo atlikti daugiau tyrimų Baltijos regione - atlikus pirminį viešą akcijų siūlymą turi praeiti laiko, kol bus galima vertinti pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės finansiniams rezultatams ar akcijos kainai.
2. **Rinkos dydis.** Lyginant su kitomis pasaulio šalimis, pirminiai viešieji akcijų siūlymai Baltijos šalyse nėra labai populiarūs dėl riboto Baltijos šalių rinkos dydžio bei investuotojų skaičiaus.

Aukščiau išskirti veiksniai riboja įmonės akcininkų pasirinkimą atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą Baltijos šalyse, tačiau prie šio ribojimo prisideda ir papildomas kintamasis – neiširta pirminio viešo akcijų siūlymo įtaka įmonės rezultatams. Įmonės akcininkai yra suinteresuoti maksimizuoti įmonės generuojamus pinigų srautus bei maksimizuoti akcininkų turto grąžą. Todėl, nežinant kaip pirminis viešas akcijų siūlymas paveiks įmonės ateities perspektyvas bei finansinius rodiklius, yra sunku priimti šį strateginį žingsnį įmonės gyvenimo cikle. Kituose regionuose atlikti tyrimai nėra vieningi, o ir kitose vakarų Europos šalyse ar JAV atlikti tyrimai negali būti pritaikomi Baltijos regiono įmonėms dėl skirtingo ekonominio išsivystymo lygio, rinkos dydžio ir kitų kriterijų. Pagal analizuotų autorių nuomonę, pagrindiniai motyvai, dėl kurių įmonės nusprendžia atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą, tai kapitalo pritraukimas bei akcininkų turto likvidumo užtikrinimas (Draho (2004), Feldman ir Dresner (2009), Ritter ir Welch (2002)). Tačiau įmonės ateities perspektyvos, pelno generavimas bei maksimalios grąžos akcininkams užtikrinimas taip pat lemia reikšmingą vaidmenį tokio sprendimo priėmime.

Taigi, šio tyrimo tikslas - ištirti, kaip pirminis viešas akcijų siūlymas atliktas Baltijos šalyse įtakoja pasirinktus įmonių finansinius rodiklius. Šiam tikslui pasiekti išsikeliamos kelios tyrimo hipotezės.

(1) Hipotezė 0: *Nėra reikšmingo finansinių rodiklių skirtumo tarp įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą Baltijos šalyse ir bendrų rinkos tendencijų.*

(1) Hipotezė 1: *Yra reikšmingas finansinių rodiklių skirtumas tarp įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą Baltijos šalyse ir bendrų rinkos tendencijų.*

Šios hipotezės formuluojamos remiantis prielaida, kad pirminis viešas akcijų siūlymas reikšmingai pakeičia įmonės, atlikusios pirminį viešą akcijų siūlymą, finansinių rodiklių kryptį ir tokios įmonės generuoja didesnes pelno maržas, turto grąžą ir t.t palyginus su įmonėmis kurios neatliko pirminio viešo akcijų siūlymo.

Tikrinant šią hipotezę bus testuojama tiek tiriamoji grupė (įmonės, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą) tiek kontrolinė grupė (visos įmonės veikiančios tame pačiame sektoriuje kaip tiriamoji grupė. Ši grupė atspindi rinkos tendencijas). Pirmoji hipotezė bus atmesta jei analizuojant atskirus tiriamosios bei kontrolinės grupės laikotarpius šių grupių rezultatai žymiai skirsis.

(2) Hipotezė 0: *Nėra reikšmingo finansinių rodiklių skirtumo prieš ir po pirminį viešą akcijų siūlymą atliktą Baltijos šalyse.*

(2) Hipotezė 1: *Yra reikšmingas finansinių rodiklių skirtumas prieš ir po pirminį viešą akcijų siūlymą atliktą Baltijos šalyse.*

Šios hipotezės formuluojamos remiantis prielaida, kad pirminis viešas akcijų siūlymas reiškia reikšmingus pokyčius įmonės finansinėje struktūroje ir veiklos rezultatuose. Ankstesni tyrimai rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas dažnai lemia kapitalo struktūros, likvidumo ir pelningumo pokyčius.

Tikrinant hipotezes dėl finansinių rodiklių skirtumo prieš ir po pirminį viešą akcijų siūlymą Baltijos šalyse, naudojami statistiniai testai. Naudojant statistinius testus tokius kaip t-testas arba Wilcoxon testas, apskaičiuojama testo p reikšmė bei pasirenkamas reikšmingumo lygis (pvz., $\alpha = 0,05$). Jei testo p reikšmė yra žemesnė nei α , nulinė hipotezė atmetama, o tai rodo esminį finansinių rodiklių pasikeitimą prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo

(3) Hipotezė 0: *Finansinių rodiklių svyravimai po pirminio viešo akcijų siūlymo nekoreliuoja su pirminiu viešu akcijų siūlymu.*

(3) Hipotezė 1: *Finansinių rodiklių svyravimai po pirminio viešo akcijų siūlymo koreliuoja su pirminiu viešu akcijų siūlymu.*

Tiriant ryšį tarp finansinių rodiklių ir pirminio viešo akcijų siūlymo, koreliacijos analizė yra pagrindinė priemonė ryšiui tarp šių dviejų kintamųjų aptikti. Norint įvertinti šias hipotezes, apskaičiuojamas Pearsono koreliacijos koeficientas. Vėliau gautas koreliacijos koeficientas

lyginamas su kritine reikšme arba p reikšme, atitinkančia pasirinktą reikšmingumo lygį (pvz., $\alpha = 0,05$). Jei testo p reikšmė yra mažesnė nei α , 0 hipotezė atmetama, o tai rodo reikšmingą finansinių rodiklių ir pirminio viešo akcijų siūlymo proceso koreliaciją.

Baltijos šalyse atliktų pirminių viešų akcijų siūlymų skaičius yra ribotas dėl kelių veiksnių, įskaitant regiono istoriją, ekonominę išsivystymą ir rinkos dydį. Tai nulėmė mažą šios rinkos aktyvumą ir nedidelį pirminių viešų akcijų siūlymų skaičių. Be to, nepakankamas atliktų tyrimų apie pirminių viešų akcijų siūlymų įtaką įmonės finansiniams rezultatams skaičius apsunkina sprendimų priėmimą įmonės vadovams. Šio tyrimo tikslas - ištirti, kaip pirminiai viešieji akcijų siūlymai Baltijos šalyse paveikia įmonių finansinius rodiklius. Kelios tyrimo hipotezės buvo iškeltos remiantis prielaida, kad pirminis viešas akcijų siūlymas turi reikšmingą įtaką įmonių veiklai bei finansiniams rezultatams. Hipotezės bus testuojamos naudojant statistinius metodus, įskaitant t-testą, Wilcoxon testą ir Pearsono koreliacijos koeficientą.

2.2 Tyrimo objektas

2.2.1 Tiramoji grupė

Šio tyrimo apimtyje bus analizuojami įmonių, kurios pirminius viešus akcijų siūlymus atliko Nasdaq Baltic biržoje, finansiniai rodikliai prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo. Atrinktos įmonės, kurios atitinka šiuos kriterijus:

1. Pirminį viešą akcijų siūlymą atliko Nasdaq Baltic biržoje iki 2022 m. šis laikotarpis pasirinktas, nes praėjus bent 2 metams nuo pirminio viešo akcijų siūlymo galima daryti tam tikras išvagas apie įmonės finansinius rezultatus.
2. Šiuo metu yra įtrauktos į oficialų Nasdaq Baltic akcijų prekybos sąrašus. Pagal "The listing rules of AB Nasdaq Vilnius" (2021) šis sąrašas apima įmones, kurios:
 - a. Veikia ne mažiau nei trejus metus;
 - b. Pasižymi patikima finansine padėtimi;
 - c. Pasižymi didesne nei 4 000 000 eurų kapitalizacija;
 - d. Teikia finansines ataskaitas paruoštas pagal Tarptautinius finansinės atskaitomybės standartus;
 - e. Laisvojoje rinkoje parduoda bent 25% akcijų.

Į tyrimo imtį pasirinkta neįtraukti įmonių, kurių akcijomis prekiaujama antriniuose akcijų prekybos sąrašuose, nes tai mažos, trumpai veikiančios įmonės, kurių palyginti labai maža dalis akcijų yra kotiruojama biržoje. Tokios įmonės gali iškreipti galutinius rezultatus, dėl duomenų nepakankamumo - per trumpas laikotarpis analizei atlikti ar per mažas įmonės dydis.

Įmonės, kurios veikia stipriai reguliuojamuose sektoriuose (finansų įstaigos, investicinės ar draudimo bendrovės) ar užima monopolistines pozicijas rinkoje dėl prieigos prie svarbios infrastruktūros (elektros ar vandens tiekėjai) taip pat buvo eliminuotos iš tyrimo apimties dėl šių

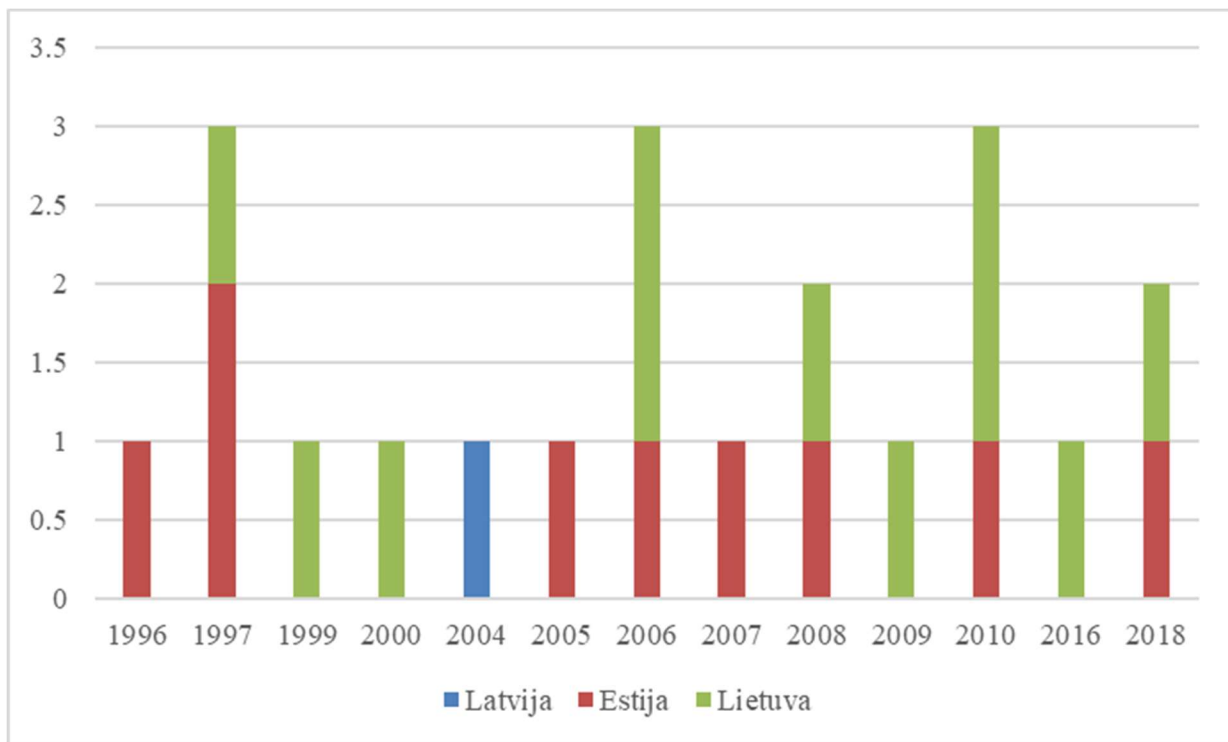
priežasčių (tokios įmonės taip pat buvo neanalizuojamos kituose panašiuose tyrimuose pavyzdžiui Katarzyna Szuper (2023) analizuojant įmonių finansinius rezultatus po pirminio viešo akcijų siūlymo Varšuvos biržoje) :

1. **Skirtingi verslo modeliai:** finansų įstaigos ir komunalinių paslaugų įmonės veikia pagal unikalius verslo modelius, palyginti su kitomis pramonės šakomis. Jų finansiniams rodikliams įtakos turi tokie veiksniai kaip specifiniai reguliaciniai reikalavimai, valstybės subsidijos, žaliavų (elektros energijos, dujų, vandens) kainos.
2. **Reguliavimo aplinka:** finansų įstaigoms ir komunalinių paslaugų įmonėms taikoma griežta reguliavimo priežiūra, o tai gali paveikti jų finansinius rezultatus ir rodiklius. Tokios taisyklės, pagal kurias veikia tokios įmonės, yra specifinės ir skiriasi nuo kitoms pramonės šakoms taikytinų reguliacinių reikalavimų.
3. **Rizikos profilis:** finansų įstaigos, ypač bankai, turi skirtingus rizikos profilius, palyginti su kitomis pramonės šakomis, dėl kredito, rinkos ir likvidumo rizikos. Komunalinių paslaugų įmonės taip pat turi unikalių rizikos veiksnių, susijusių su investicijomis į infrastruktūrą, reguliavimo pokyčiais ir aplinkosaugos problemomis.
4. **Palyginamumas:** finansų įstaigos ir komunalinių paslaugų įmonės turi skirtingus veiklos rodiklius, kurių negalima palyginti su „įprastomis“ įmonėmis.

Aukščiau išvardintus atrankos kriterijus atitiko 21 įmonė. Šių įmonių pasiskirstymas tarp šalių bei metų yra pateiktas paveiksle žemiau. Paveiksle galima stebėti tendenciją, jog daugiausia analizuojamų pirminių viešų akcijų siūlymų buvo atliekama Talino bei Vilniaus Nasdaq biržose – atitinkamai 9 bei 10 pirminių viešų akcijų siūlymų. Tuo tarpu Latvijoje įsikūrusios įmonės Nasdaq biržoje yra vangesnės bei renkasi kitus kapitalo pritraukimo būdus.

2 paveikslas

Atrinktų įmonių pasiskirstymas per šalis bei metus

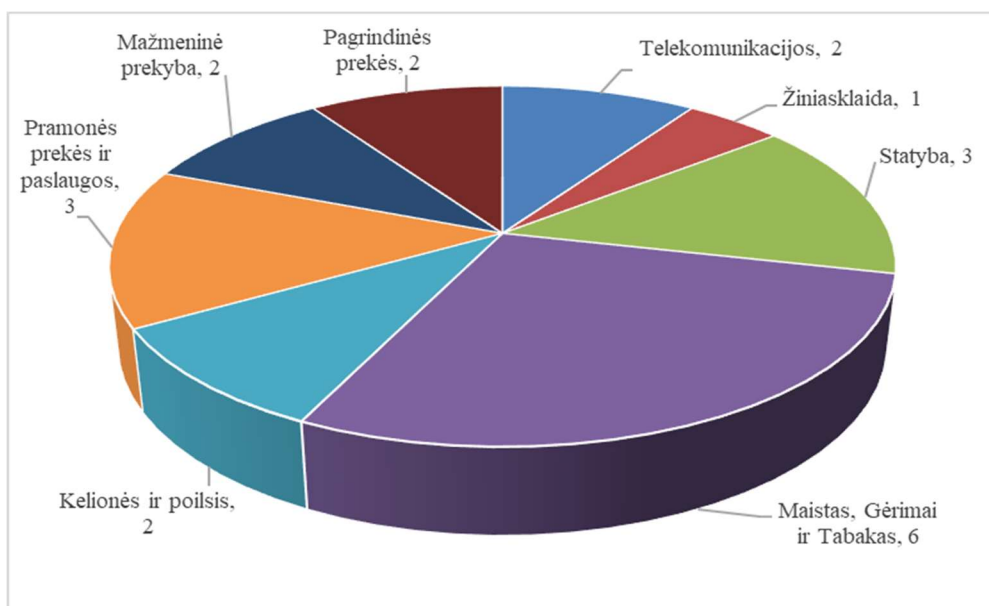


Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq Baltic biržos pateikiama informacija.

Atliekant tyrimą taip pat svarbu užtikrinti, jog į tyrimo imtį patektų kuo daugiau įmonių iš skirtingų sektorių. Tokia imtis padeda atmesti sektoriaus cikliškumo, kuriame veikia įmonė, veiksnį analizuojant pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės finansiniams rodikliams. Taigi, atlikus atrinktos tyrimo grupės analizę paaiškėjo, jog atrinktos įmonės yra pasiskirsčiusios tarp skirtingų industrijų. Kriterijus atitikusių įmonių pasiskirstymas pagal industrijas pateikiamas paveiksle žemiau.

3 paveikslas

Atrinktų įmonių pasiskirstymas pagal industriją



Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Nasdaq Baltic biržos pateikiama informacija.

Šiame tyrime bus analizuojamos įmonės, kurios atliko pirminius viešus akcijų siūlymus Nasdaq Baltic biržoje. Tyrimo imtis sudaryta atrinkus įmones, kurios įtrauktos į oficialų Nasdaq Baltic akcijų prekybos sąrašus ir atitinka “The listing rules of AB Nasdaq Vilnius” (2021) atitinka kriterijus. Tyrimo imtis apima įmones veikiančias skirtinguose sektoriuose, taip siekiama panaikinti sektoriaus cikliškumo veiksnius, kurie gali paveikti įmonių finansinius rezultatus po pirminio viešo akcijų siūlymo.

2.2.2 Kontrolinė grupė

Kontrolinę grupę sudaro įmonės, kurios per atitinkamą 2004 m. – 2022 m. laikotarpį neįvykdė pirminio viešo akcijų siūlymo. Šios įmonės bus naudojamos kaip kontrolinė grupė, su kuria lyginami įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą, rezultatai. Kontrolinė grupė bus parenkama taip, kad atvaizduotų konkrečioje pramonės šakoje vyraujančias tendencijas atitinkamais laikotarpiais (T-1, T-0, T+1, T+2, T+3, T+4 bei T+5).

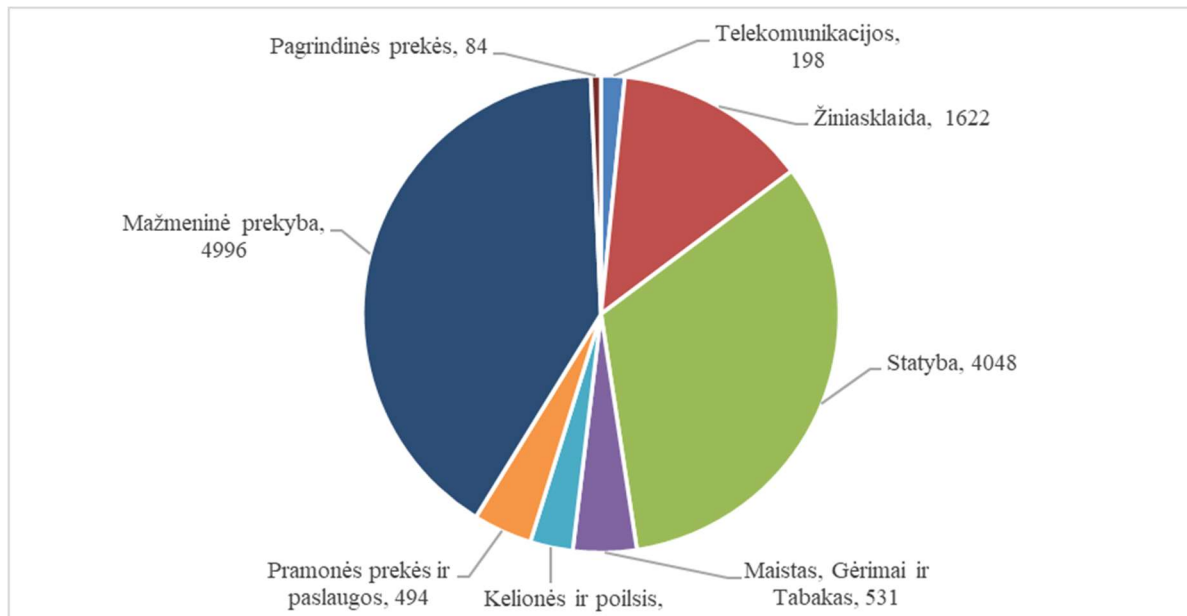
Kontrolinės grupės įtraukimo į analizę tikslas yra atskirti pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį atrinktiems įmonės finansiniams rodikliams nuo kitų išorinių veiksnių, kurie ilgainiui taip pat gali turėti įtakos įmonės finansiniams rezultatams. Lygindami įmonės, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą, finansinių rodiklių pokytį su panašių įmonių, kurios neatliko pirminio viešo akcijų siūlymo, finansinių rodiklių pokyčiu per tą patį laikotarpį, galima geriau įvertinti priežastinį pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį įmonės finansiniams rezultatams bei rodikliams. Kadangi abiejų grupių įmonės, tiek tiriamosios tiek kontrolinės veikia tame pačiame sektoriuje, jas lyginant bus pašalinama bent dalis rinkos sąlygų, kurios gali įtakoti įmonės finansinių rodiklių kitimą. Taip galima bus įvertinti pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės finansiniams rezultatams.

Kontrolinė grupė bus sudaryta iš atitinkamoje industrijoje veikiančių įmonių – atitinkami sektoriai atsirenkami pagal įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą, sektorius (pagal 2 paveikslą). Kontrolinės grupės sektorius nustatomas pagal ekonomines veiklos rūšis. Tam, kad rezultatai tarp grupių būtų palyginami kontrolinės grupės finansinių rodiklių laikotarpiai bus tokie patys kaip palyginamos įmonės analizuojamas laikotarpis. Pavyzdžiui - telekomunikacijos sektoriuje veikianti įmonė atliko pirminį viešą akcijų siūlymą 2004 m., todėl tyrime analizuojami laikotarpiai bus 2003 m. – 2009 m. Šiai įmonei bus priskirta kontrolinė grupė, kuri susidarys iš telekomunikacijos sektoriuje veikiančių įmonių bei vertinami atitinkamo laikotarpio (2003 m. – 2009 m.) finansiniai rodikliai. Kontrolinės grupės finansiniai rodikliai apskaičiuojami pagal Valstybės duomenų agentūros oficialiame puslapyje pateikiamus duomenis.

Toliau pateikiamas kontrolinės grupės pasiskirstymas pagal sektorius.

4 paveikslas

Kontrolinės grupės pasiskirstymas per šalis bei metus



Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis Valstybės duomenų agentūros pateiktais duomenimis.

Kontrolinė grupė, sudaryta iš tame pačiame sektoriuje kaip ir tiriamoji grupė veikiančių įmonių, šiame tyrime padės atskirti pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį finansiniams rodikliams nuo kitų išorinių veiksnių. Analizuojant šias įmones kartu su toje pačioje pramonės šakoje veikiančiomis įmonėmis, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą, galima patikimiau vertinti priežastinį pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės finansiniams rezultatams. Kontrolinės grupės sektorius nustatomas remiantis ekonomine veiklos rūšimi, o jos finansiniai rodikliai skaičiuojami pagal oficialius statistikos šaltinius.

2.3 Analizuojami finansiniai rodikliai

Įvertinus analizuotų autorių nuomones bei įvairius atliktus tyrimus, buvo nuspręsta tolimesnėje analizėje naudoti pardavimų augimo, pelningumo, turto gražos, investicijų, veiklos pinigų srautų bei viso turto santykio ir finansinio svėro rodiklius. Šie rodikliai parodo įmonės veiklos bei turto efektyvumą ir identifikuoja kur investuojamas kapitalas, pritrauktas per pirminį viešą akcijų siūlymą.

1. **Pardavimų augimas** (pagal Jain ir Kini (1994), skaičiuojamas pagal žemiau pateiktą formulę. Pardavimų augimas parodo greitį, kuriuo įmonės pajamos arba pardavimų skaičiai didėja per tam tikrą laikotarpį. Tai svarbus rodiklis, leidžiantis įvertinti įmonės veiklą, nurodant jos gebėjimą gauti daugiau pajamų iš savo produktų ar paslaugų. Nuolatinis pardavimų augimas rodo, kad įmonė užima rinkos dalį, pritraukia daugiau klientų arba efektyviai reklamuoja ir parduoda savo paslaugas ar prekes. Tai taip pat gali atspindėti pramonės ar rinkos segmento būklę. Investuotojai, analitikai ir suinteresuotosios šalys dažnai atsižvelgia į pardavimų augimą, kad įvertintų įmonės pelningumo ir sėkmės potencialą ateityje.

$$\text{Pardavimų augimas} = \frac{T \text{ laikotarpio pardavimai} - (T-1) \text{ laikotarpio pardavimai}}{(T-1) \text{ laikotarpio pardavimai}} * 100 \quad (1)$$

2. Pelningumas:

- a. **Pelno marža** (pagal Loughran ir Ritter (1997), Wahyono (2018) ir Rudianto (2021)), skaičiuojama pagal žemiau esančią formulę. Šis rodiklis matuoja, kiek kiekvieno piniginio vieneto pajamų virsta pelnu, įvertinus visas išlaidas. Didesnė pelno marža rodo, kad įmonė efektyviau paverčia pajamas į faktinį pelną. Tai atspindi kiekvieno piniginio vieneto pajamų dalį, kuri lieka kaip pelnas, padengus visas išlaidas, įskaitant parduotų prekių savikainą, veiklos išlaidas, mokesčius, palūkanas ir kitus atskaitymus. Maža pelno marža gali rodyti įvairius veiksnius, tokius kaip didelės veiklos sąnaudos, arši konkurencija ar kainų spaudimas.

$$\text{Pelno marža} = \frac{\text{Grynosios pajamos}}{\text{Pardavimai}} \quad (2)$$

- b. **Turto graža** (Pagal Pagano, Panetta, ir Zingales (1998), Jain ir Kini (1994) ir Wahyono (2018)), skaičiuojama pagal žemiau esančią formulę. Šis rodiklis padeda įvertinti įmonės pelningumą lyginant su visu jos turtu. Šis rodiklis rodo, kaip efektyviai įmonė naudoja savo turtą, kad gautų pelną iš pagrindinės veiklos, neįskaitant tam tikrų finansinių elementų, tokių kaip mokesčiai ir palūkanų išlaidos bei nusidėvėjimo sąnaudos. Didesnė veiklos graža paprastai reiškia, kad įmonė efektyviai naudoja savo turtą.

$$\text{Turto graža} = \frac{\text{Įmonės pelnas prieš mokesčius, palūkanų mokėjimą, nusidėvėjimą ir amortizaciją (EBITDA)}}{\text{Visas turtas}} \quad (3)$$

3. **Investicijos** (Pagal Pagano, Panetta, ir Zingales (1998)), skaičiuojama pagal žemiau esančią formulę. Šis koeficientas palygina pinigų sumą, kurią įmonė išleidžia investicijoms į ilgalaikį turtą su visa jos turto verte. Šis rodiklis padeda suprasti, kiek viso įmonės turto investuojama į ilgalaikį turtą. Didesnis investicijų ir turto santykis paprastai rodo, kad didesnė įmonės turto dalis yra reinvestuojama į jos veiklą, o tai gali reikšti augimo, modernizavimo ar plėtros potencialą ateityje.

$$\text{Investicijos} = \frac{\text{Per metus atliktos investicijos į ilgalaikį turtą}}{\text{Viso turto vertė}} \quad (4)$$

4. **Veiklos pinigų srautų bei viso turto santykis** (pagal Jain ir Kini (1994)), skaičiuojamas pagal žemiau pateiktą formulę. Šis koeficientas įvertina ryšį tarp veiklos pinigų srautų ir viso turto. Padalijus veiklos pinigų srautus iš viso turto normalizuojama iš veiklos gauti pinigų srautai pagal turto bazės dydį. Rodiklis suteikia įžvalgų apie tai, kaip efektyviai įmonė generuoja pinigų srautus, palyginti su jos turto mastu. Be to, šis rodiklis svarbus įmonės vertės apskaičiavime ir parodo įmonės veiklos našumą. Didesnis koeficientas rodo, kad įmonė generuoja daugiau pinigų už kiekvieną savo turto vienetą, o tai gali reikšti geresnį turto panaudojimą arba efektyvumą generuojant veiklos pinigų srautus.

$$\text{Veiklos pinigų srautų bei turto santykis} = \frac{\text{EBITDA} - \text{Investicijos į ilgalikį turtą}}{\text{Visas turtas}} \quad (5)$$

5. **Finansinis svertas** (Pagal Pagano, Panetta, ir Zingales (1998)), skaičiuojamas pagal žemiau pateiktą formulę. Šis rodiklis parodo, kiek įmonė naudoja skolą savo veiklai finansuoti, palyginti su nuosavu kapitalu. Šis koeficientas padeda įvertinti įmonės finansavimo, gaunamo iš skolos, dalį, palyginti su nuosavu kapitalu. Didelis sverto koeficientas rodo, kad nemaža dalis įmonės veiklos finansuojama iš skolų. Nors skola gali padidinti grąžą, ji taip pat padidina riziką, nes įmonė turi išsipareigojimus grąžinti skolą, įskaitant palūkanų mokėjimus, nepaisant jos veiklos rezultatų.

$$\text{Finansinis svertas} = \frac{\text{Finansinė skola}}{\text{Turtas} + \text{Nuosavybė}} \quad (6)$$

Tyrimui pasirinkti finansiniai rodikliai, tokie kaip pardavimų augimas, pelningumas, turto grąža, investicijos, veiklos pinigų srautų bei viso turto santykis ir finansinis svertas, yra esminiai įmonės veiklos bei finansinės būklės vertinimo įrankiai. Analizuojant šiuos finansinius rodiklius, bus galima suprasti analizuojamų įmonių veiklą po pirminio viešo akcijų siūlymo ir įvertinti jo poveikį jų finansiniam efektyvumui bei pelningumui.

2.4 Pasirinktų finansinių rodiklių palyginimas prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo

Pirminį viešą akcijų siūlymą atlikusios įmonės teikia viešai prieinamas metines finansines ataskaitas. Remiantis įmonių pateiktomis finansinėmis ataskaitomis NASDAQ bus skaičiuojami pasirinkti finansiniai rodikliai. Gauti rezultatai bus analizuojami ir vertinamas pasirinktų rodiklių pokytis prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo.

Analizuojant autorių atliktus tyrimus matyti, jog norint išsiaiškinti kaip finansiniai rodikliai yra paveikiami pirminio viešo akcijų siūlymo, dažniausiai analizuojamas trijų – penkerių metų laikotarpis (Ibbotson ir Ritter (1995), Loughran ir Ritter, 1997). Taigi, šiame tyrime bus analizuojami mažiausiai trijų metų rezultatai po pirminio viešo akcijų tyrimo. Toliau metai prieš pirminį viešą akcijų siūlymą, pirminio viešo akcijų siūlymo metai ir metai po pirminio viešo akcijų siūlymo įvardijami pagal toliau pateiktus trumpinius:

- metai prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1),
- pirminio viešo akcijų siūlymo metais (T-0),
- vieneri metai po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+1)
- dveji metai po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+2)
- treji metai po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+3)
- ketveri metai po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+4)
- penkeri metai po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+5)

Tyrimo analizuojama įmonių finansinė situacija vienerius metus prieš ir iki penkerių metų po pirminio viešo akcijų siūlymo, priklausomai nuo pirminio viešo akcijų siūlymo datos.

Pavyzdžiui, įmonės, atlikusios pirminį viešą akcijų siūlymą 2006 m. analizė atliekama lyginant 2005 m. finansinius rodiklius su finansiniais rodikliais iki 2011 m. (metai +5), o įmonės, atlikusios pirminį viešą akcijų siūlymą 2019 m. analizė atliekama lyginant 2018 m. finansinius rodiklius su finansiniais rodikliais iki 2023 m. (metai +4). 2023 m. bus paskutiniai finansiniai metai naudojami tyrime, nes tai paskutiniai finansiniai metai už kuriuos įmonės yra paskelbusios metinius finansinius rezultatus.

Remiantis įmonės finansiniais duomenimis skaičiuojami pasirinkti finansiniai rodikliai pagal aukščiau pateiktas formules bei jų procentiniai pokyčiai. Gauti rezultatai analizuojami, įvertinamas jų pokytis lyginant su rezultatais prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo.

Išanalizavus kiekvienos įmonės finansinių rodiklių pokyčius prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo, šių įmonių rezultatai bus palyginami su rinkos tendencijomis (kontrolinės grupės rezultatais). Analizuotuose tyrimuose, kuriuose analizuojama pirminio viešo akcijų siūlymo įtaka įmonės finansiniams rodikliams, remiamasi surinktų rezultatų medianos reikšme ir jos pokyčiais (Jain ir Kini (1994); Loughran ir Ritter (1997); Pagano, Panetta ir Zingales (1998) ir Wahyono (2018)). Todėl šiame tyrime analizuojant tiriamosios bei kontrolinės grupės finansinius rezultatus bus naudojama medianos reikšmė.

2.5 Statistiniai testai ir tyrimo apribojimai

Atlikus pirminę finansinių rodiklių analizę, toliau bus atliekamas išsamesnis statistinis duomenų tyrimas. Tolimesnių statistinių testų tikslas išsiaiškinti ar (ir kaip) pirminis viešas akcijų siūlymas įtakoja įmonės finansinius rodiklius. Šio tyrimo eiga sudaryta remiantis šių autorių tyrimų metodologija - Wahyono (2018), Rudianto (2021), Jain ir Kini (1994), Pagano, Panetta, ir Zingales (1998), Loughran. ir Ritter. (1997). Tolimesniame tyrime bus atliekami Shapiro-Wilk normalumo testas, t-testas, Wilcoxon testas, koreliacinė bei regresinė analizės. Šie testai bus atliekami naudojant SPSS statistinės programinės įrangos rinkinį.

1. **Shapiro-Wilk testas** leidžia įvertinti, ar analizuojamas duomenų rinkinys yra pasiskirstęs normaliai. Šis testas apskaičiuoja testo statistiką, pagrįstą nuokrypiais tarp stebimų duomenų ir to, ko būtų galima tikėtis esant normalumo prielaidai. Testas pateikia p reikšmę, kuri parodo duomenų stebėjimo tikimybę, jei populiacija yra normaliai pasiskirstyta. (Shapiro ir Wilk, 1965). Šis testas padės atrinkti kuriuos kitus, po jo sekančius testus atlikti, nes normalus duomenų pasiskirstymas yra daugelio parametrinių statistinių testų, įskaitant t-testą bei Wilcoxon testą, prielaida. Nulinė hipotezė, teigianti, kad populiacija, iš kurios paimta imtis, yra normaliai pasiskirsčiusi. Kitaip tariant, daroma prielaida, kad imtyje esantis duomenų rinkinys yra taip pat pasiskirstęs normaliai. Jei Shapiro-Wilk testo metu apskaičiuota p reikšmė yra mažesnė už pasirinktą reikšmingumo lygį (0,05), tada nulinė hipotezė bus atmetama ir daroma išvada, kad duomenys nėra

pasiskirstę normaliai. Jei apskaičiuota p reikšmė yra didesnė už reikšmingumo lygį, nulinė hipotezė bus patvirtinta, taigi bus daroma išvada, jog imtis pasiskirsčiusi normaliai.

2. **T-testas arba Wilcoxon testas** - T-testas ir Wilcoxon testas naudojami palyginti dviejų grupių vidurkius. T-testas daro prielaidą, kad duomenys yra normaliai pasiskirstę (priimta nulinė Shapiro-Wilk testo hipotezė) ir yra jautresnis nukrypimams nuo normalumo. Tuo tarpu Wilcoxon testas yra neparametrinis ir nesiremia normalumo prielaida, todėl gali būti atliekamas duomenų rinkiniams, kurie nėra pasiskirstę normaliai. Nustatę duomenų normalumą naudodami Shapiro-Wilk testą, bus pasirinktas atitinkamas testas (t-testas arba Wilcoxon testas). Šie testai padės palyginti finansinių rodiklių poras tarp skirtingų laikotarpių prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo (T-1 vs T-0, T-1 vs. T+1, T-1 vs. T+2, T-1 vs. T+3, T-1 vs. T+4, T-1 vs. T+5). Tai leis nustatyti statistiškai reikšmingus finansinių rezultatų skirtumus prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo.
3. **Koreliacinė analizė** matuoja ryšio tarp dviejų kintamųjų stiprumą ir kryptį. Tyrime bus vertinama koreliacija tarp pirminio viešo akcijų siūlymo bei kiekvieno pasirinkto finansinio rodiklio, naudodami Pearsono koreliacijos koeficientą. Ištyrus koreliaciją tarp pirminio viešo akcijų siūlymo statuso ir kiekvieno finansinio rodiklio, bus nustatyta, ar egzistuoja reikšmingas ryšys tarp pirminio viešo akcijų siūlymo ir konkrečių finansinių rodiklių.
4. **Regresinė analizė** modeliuoja ryšį tarp vieno priklausomo kintamojo (pvz., finansinių rodiklių) ir vieno ar daugiau nepriklausomų kintamųjų (pvz., pirminio viešo akcijų siūlymo). Regresinės analizės dalyje bus lyginama įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą finansiniai rodikliai su kontrolinės grupės finansiniais rodikliais. Regresinė analizė padeda kiekybiškai įvertinti pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį įmonių finansiniams rezultatams, kartu atsižvelgiant į kitus veiksnius, galinčius turėti įtakos rezultatams.

Naudodami šiuos statistinius metodus, bus atlikta išsami pirminio viešo akcijų siūlymo poveikio finansiniams rodikliams analizė – nuo normalumo įvertinimo ir palyginimų poromis iki koreliacijų tyrimo ir regresinės analizės. Šis tyrimas padės išsiaiškinti pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės finansiniams rezultatams.

Šiame tyrime nėra nagrinėjami platesni ekonominiai veiksniai, tokie kaip akcijų rinkos svyravimai ar jų įtaka akcijų kainoms ir įmonių vertinimams, finansų krizės veikiančios tam tikrus sektorius. Be to, tyrime nėra nagrinėjama kodėl atliekama mažai pirmųjų viešų akcijų siūlymų Baltijos šalyse. Tyrime pagrindinis dėmesys skiriamas konkrečioms pirminio viešo siūlymo atvejams ir nagrinėjama, kaip po šių įvykių pasikeičia įmonių finansinė padėtis.

Finansinių rodiklių pokyčių vidurkių reikšmės naudojamos rezultatams analizuoti ir interpretuoti, tačiau didelė duomenų sklaida ir mažas imties dydis gali turėti įtakos išvadų

tikslumui. Tyrimo imties dydis yra mažas dėl pirminio viešo akcijų platinimo kiekio Baltijos šalyse, o tai riboja rezultatų patikimumą ir neleidžia atlikti sudėtingesnės statistinės analizės. Todėl tyrimo išvados bus būdingos tik šiam konkrečiam pirminių viešų akcijų siūlymų imčiai ir turėtų būti aiškinamos atsargiai.

3. PIRMINIO VIEŠO AKCIJŲ SIŪLYMO ĮTAKA ĮMONĖS FINANSINIAMS REZULTATAMS

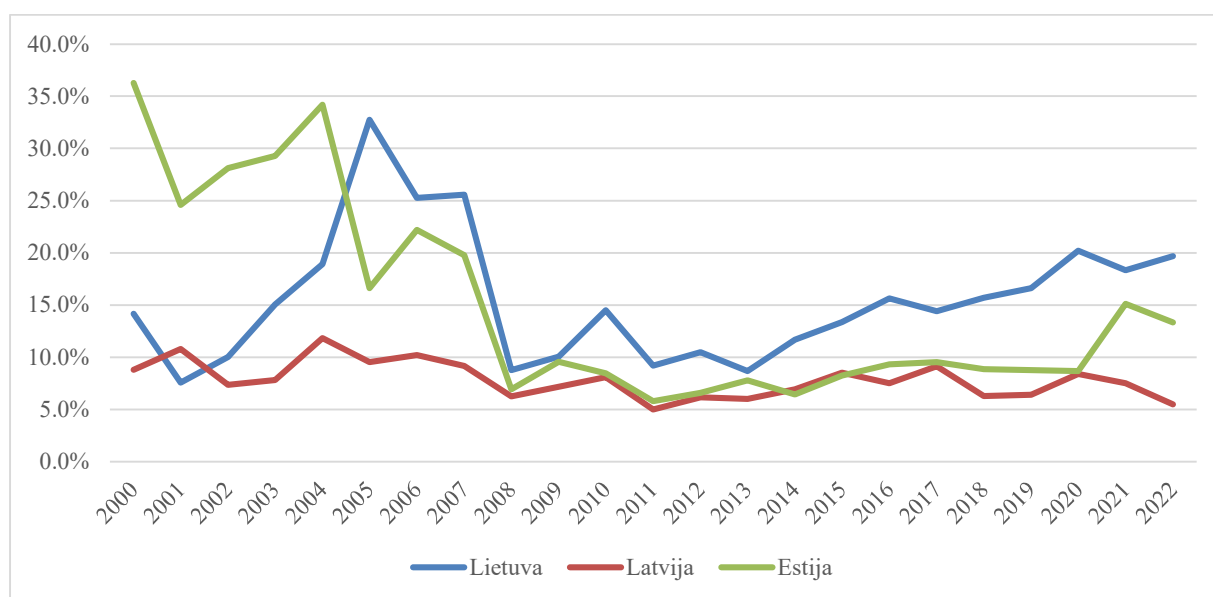
3.1 Pirminių viešų akcijų siūlymų rinkos Baltijos šalyse apžvalga

Baltijos šalyse po nepriklausomybės atgavimo Lietuvoje bei Latvijoje 1990 m., Estijoje 1991 m. prasidėjo spartus valstybės turto privatizavimas. Privatizavus įmones atsirado paklausa įsteigti Baltijos vertybinių popierių biržas. Baltijos šalyse tokios biržos atsirado iš kart po pirmųjų vertybinių popierių įstatymo priėmimo - Lietuvoje 1993 m., Latvijoje 1995 m., Estijoje 1996 m. Pirmuosius Baltijos šalių vertybinių popierių biržų metus aprašo Nasdaq leidinyje Pirminiai vieši akcijų siūlymai (IPO) Baltijos šalių ekonomikai skatinti (2015) kaip aktyvius biržai metus. Aktyvumas buvo jaučiamas dėl patrauklumo "...ir investuotojams, ir emitentams, nes finansinių išteklių ir investavimo galimybių alternatyvos buvo menkos. Bankų sistema buvo silpnesnė nei šiandien, investiciniai fondai – mažiau išvystyti, todėl bendrovės, siekdamos gauti prieigą prie finansinių išteklių, pateikdavo prašymus Biržai įtraukti jų vertybinius popierius į prekybos sąrašus. Laikui bėgant atsirado strateginių investuotojų, kurie pradėjo įmonių perėmimus ir vėliau pasitraukė iš Biržos" (Nasdaq, 2015). Augant alternatyvių investicijų bendrovėms bei stiprėjant bankų rinkai Baltijos šalyse įmonės papildomo kapitalo, reikalingo įmonės augimui, nebando pritraukti per pirminį viešą akcijų siūlymą.

Statistiniai rodikliai, tokie kaip akcijų rinkos kapitalizacijos ir BVP santykis ar akcijų prekybos apyvartos ir BVP santykis rodo ribotą investuotojų susidomėjimą akcijų rinkomis Baltijos šalyse.

5 paveikslas

Akcijų rinkos kapitalizacijos bei BVP santykis

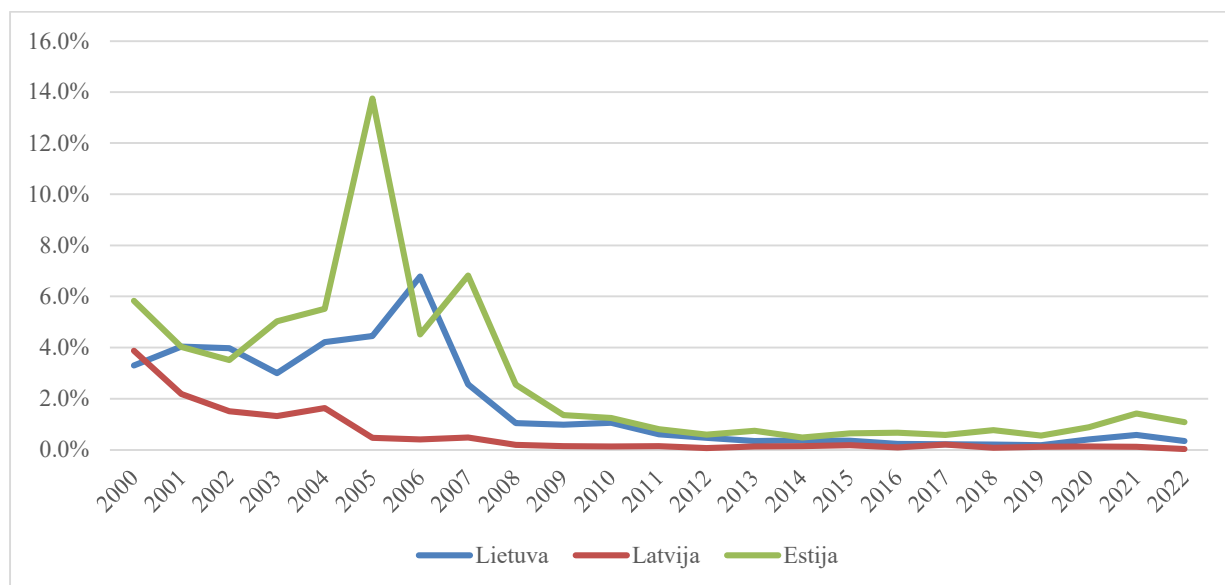


Šaltinis: sudarytas autorės, remiantis Nasdaq Baltic biržos bei pasaulio banko pateikiama informacija.

Akcijų rinkos kapitalizacijos bei BVP santykis, padeda suprasti akcijų rinkos ir visos šalies ekonomikos santykį. Šis rodiklis pateikia įžvalgų apie akcijų rinkos dydį, plėtrą, investuotojų nuotaikas ir ekonomikos augimą. Aukščiau esančiame grafike matyti, jog Baltijos šalių – Lietuvos, Estijos ir Latvijos – akcijų rinkos kapitalizacijos ir BVP santykis nuo 2000-ųjų pradžios mažėjo. 2022 metais Lietuvos rodiklis siekia 19,7 proc., Estijos – 13,3 proc., Latvijos – 5,5 proc. Šie skaičiai rodo, kad Baltijos šalių akcijų rinkos yra santykinai mažesnės, palyginti su jų ekonomika, ypač lyginant su pasauliniu vidurkiu, kuris laikosi apie 106 proc., JAV 158 proc., Jungtinėje karalystėje 100 proc. Dar 2000-ųjų pradžioje Baltijos šalių akcijų rinkos buvo santykinai didesnės, tačiau iki 2022 m. jos susitraukė. Tai tik patvirtina Nasdaq (2015) pateiktas išvadas dėl įmonių suinteresuotumo pritraukti kapitalo iš kitų nei akcijų rinkos šaltinių. Tai lėmė stiprėjanti bankininkystės bei alternatyvių investuotojų (tokių kaip privataus kapitalo įmonės) aktyvumo bei augimo.

6 paveikslas

Apyvartos akcijų rinkoje bei BVP santykis



Šaltinis: sudarytas autorės, remiantis Nasdaq Baltic biržos bei pasaulio banko pateikiama informacija.

Apyvartos akcijų rinkoje bei BVP santykis dar vienas svarbus rodiklis parodantis šalies investuotojų aktyvumą akcijų rinkoje. Apyvarta akcijų rinkoje rodo, kokios akcijų apimtys (išreikštos eurais) yra parduodamos per tam tikrą laikotarpį. Didelė apyvarta gali rodyti aktyvią prekybą, o maža apyvarta - priešingai, mažą prekybos veiklą. BVP santykis su apyvarta akcijų rinkoje gali suteikti informacijos apie investuotojų aktyvumą rinkoje santykinai ekonomikos dydžiui. Didelis BVP santykis su akcijų apyvarta gali rodyti aktyvų kapitalo rinkos naudojimą ir investuotojų pasitikėjimą ekonomika, tuo tarpu mažas santykis gali rodyti, kad rinkos aktyvumas nėra proporcingas ekonomikos dydžiui, arba kad investuotojai laiko rinką nepalankiai nuspėjama ar pernelyg rizikingą.

Apyvartos akcijų rinkoje bei BVP santykis yra labai mažas lyginant su pasaulio vidurkiu 119 proc, JAV 174 proc., Jungtinėje Karalystėje 25 proc.

Pateikta analizė apie Baltijos šalių akcijų rinką pateikia įžvalgų apie jos dabartinę būklę. Pastebima, kad Baltijos šalių akcijų rinka yra lygi, sekli ir mažai aktyvi. Toks apibendrintas vaizdas gali turėti įtakos įmonių sprendimams dėl pirminio viešo akcijų siūlymo Baltijos šalyse. Dėl šios ribotos ir mažai aktyvios rinkos daugelis įmonių pasirenka vengti pradėti pirminį viešą akcijų siūlymą šioje rinkoje. Be to, dėl šios rinkos situacijos akcijų kainos gali svyruoti ar neatitikti likvidžios rinkos kainų, nes maža prekybos apimtis ir investuotojų susidomėjimo trūkumas gali lemti nepastovumą ir netgi nuosmukį akcijų kainose. Be to, ribotas investicijų srautas ir nepastovumas akcijų rinkoje gali turėti neigiamą įtaką verslo plėtrai bei ekonominiam augimui Baltijos šalyse. Nepakankamas kapitalo prieinamumas gali apriboti įmonių galimybes investuoti į naujoves, plėsti veiklą ar kurti darbo vietas, o tai gali trukdyti ilgalaikiam ekonomikos augimui ir konkurencingumui. Šios problemos gali sukelti ilgalaikį neigiamą poveikį regiono ekonomikai bei verslo klimatui.

Svarbu atkreipti dėmesį į tai, kad būtent dėl šios rinkos situacijos labai svarbu įvertinti galimybes, kurias gali suteikti pirminis viešas akcijų siūlymas, bei kruopščiai analizuoti jo poveikį įmonių finansiniams rezultatams. Pirminis viešas akcijų siūlymas gali būti svarbi priemonė, leidžianti įmonėms pasinaudoti kapitalo rinkos galimybėmis, tačiau dėl rinkos sąlygų ir potencialių rizikų, susijusių su mažu akcijų likvidumu arba nepastovumu, tokie procesai gali reikalauti ypatingo dėmesio ir analizės. Be to, įvertinant pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką, svarbu atsižvelgti ir į tai, kaip šis procesas gali paveikti įmonių finansinius rezultatus, įskaitant galimus pelno didėjimus, rizikos lygio pokyčius arba investuotojų pasitikėjimo įmonės ateitimi stiprinimą.

3.2 Pasirinktų finansinių rodiklių analizė bei lyginimas su kontroline grupe

Pirminiai viešieji akcijų siūlymai yra esminiai momentai ne tik atskiroms įmonėms, bet ir platesnėms kapitalo rinkoms, kuriose jos veikia. Baltijos šalių kontekste, kur pirminių viešųjų akcijų siūlymų rinka pasižymi seklumu, sprendimas išeiti į biržą turi reikšmingų pasekmių ne tik pačioms įmonėms, bet ir bendram regiono kapitalo rinkų gyliui ir gyvybingumui. Ankstesnė rinkos analizė atskleidė, kad pirminių viešųjų akcijų siūlymų rinka Baltijos šalyse kartu su platesnėmis kapitalo rinkomis išlieka santykinai nepakankamai išvystyta, palyginti su brandesnėmis rinkomis. Dėl šios priežasties reikalinga ir tolimesnė pirminio viešo akcijų siūlymo įtakos pasirinktiems finansiniams rodikliams analizė. Pasirinktų finansinių rodiklių analizė prieš ir po pirminį viešą akcijų siūlymą leidžia suprasti įmonių pasirinkimo tapti vieša bendrove pasekmes. Nagrinėdami tokių rodiklių kaip pardavimų augimas, pelno marža, turto grąža, investicijų suma, veiklos pinigų srautų santykis su visu turtu ir finansinis svetas bei pirminio viešo

akcijų siūlymo sąveiką, galima daryti išvadas kaip pirminiai vieši akcijų siūlymai prisideda prie įmonių augimo, stabilumo ir regione veikiančių įmonių konkurencingumo. Be to, lygindami įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą, rezultatus su kontrolinės grupės rezultatais galima daryti išvadas ar finansinių rodiklių pokyčiai buvo paveikti pirminio viešo akcijų siūlymo ar bendrų rinkoje vyraujančių tendencijų.

Pardavimų augimas yra vienas pagrindinių rodiklių vertinant įmonės pardavimų rezultatus ir pajamų dinamiką laikui bėgant. Baltijos šalių įmonių pirminių viešų akcijų siūlymų kontekste, pardavimų augimo analizė prieš ir po įmonės išėjimo į biržą suteikia išvalgų apie įmonės gebėjimą pasinaudoti naujomis galimybėmis po pirminio viešo akcijų siūlymo – pritraukus papildomo kapitalo galimas platesnių rinkų pasiekimas, naujų produktų siūlymas rinkai ir t.t. Žemiau lentelėje pateikiama pardavimų augimo analizė tarp įmonių kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą bei kontrolinės grupės.

3 lentelė

Pardavimų augimo rodiklio analizė

		Reikšmės						
		T-1	T-0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
Analizuojama grupė	Mediana	22.1%	23.5%	14.2%	-2.2%	4.8%	8.6%	3.9%
Kontrolinė grupė	Mediana	14.1%	10.4%	12.0%	5.2%	9.1%	3.1%	6.8%
		Pokyčiai						
		T-1 vs T-0	T-1 vs T+1	T-1 vs T+2	T-1 vs T+3	T-1 vs T+4	T-1 vs T+5	
Analizuojama grupė	Mediana	6.4%	-35.6%	-109.7%	-78.2%	-61.2%	-82.3%	
Kontrolinė grupė	Mediana	-26.5%	-15.2%	-63.5%	-35.8%	-78.4%	-51.8%	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Per metus prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1) įmonių, besiruošiančių šiam žingsniui, pardavimų augimo mediana siekė 22,1%. Įmonėms atlikus pirminį viešą akcijų siūlymą, pardavimų augimo mediana išlieka gana stabilus – 23,5%. Ši tendencija gali būti siejama su sąmoningomis įmonių pastangomis demonstruoti tvirtą augimą prieš atliekant pirminį viešą akcijų siūlymą, nes stiprūs rezultatai ir augantys pardavimai gali sustiprinti investuotojų pasitikėjimą ir palengvinti pirminio viešo akcijų siūlymo procesą bei pagerinti jo rezultatus.

Per kelerius metus po pirminio viešo akcijų siūlymo vidutinė įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą, pardavimų augimo trajektorija rodo svyruojančias, tačiau mažėjančias, tendencijas. Pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+1) pardavimų augimo mediana šiek tiek sumažėja iki 14,2%, vėliau pasiekia -2,2% T+2, o po to padidėja iki 4,8% T+3. T+4 ir T+5 laikotarpiais pardavimų augimo mediana stabilizuojasi atitinkamai apie 8,6% ir 3,9%, o tai rodo grįžimą į pastovų augimo lygį.

Priešingai, kontrolinė grupė per visą stebėjimo laikotarpį rodo gana stabilią vidutinę pardavimų augimo trajektoriją. Pradedant nuo 14,1% pardavimų augimo medianos T-1, kontrolinė grupė išlaiko pastovius vidutinius pardavimų augimo tempus per metus, stebimi tik nedideli svyravimai. Tai rodo stabilų pardavimų augimą rinkoje tarp bendrovių kurios neatliko pirminio

viešo akcijų siūlymo. Rinkoje veikiančių įmonių, kurios neatliko pirminio viešo akcijų siūlymo pardavimų augimas yra pastovesnis bei mažiau svyruojantis.

Palyginus vidutinį pardavimų augimą tarp pirminį viešą akcijų siūlymą atlikusių įmonių ir kontrolinės grupės, pastebimi dideli augimo trajektorijų skirtumai. Vidutiniškai viešą akcijų siūlymą atlikusios įmonės per analizuojamus metus vidutiniškai augo 10,7%. Priešingai, kontrolinė grupė demonstruoja stabilesnę, bet palyginti mažesnę vidutinį pardavimų augimą – 8,7%.

Apibendrinant, pardavimų augimas tarp pirminį viešą akcijų siūlymą atlikusių įmonių Baltijos šalyse yra labiau nepastovus, palyginti su kontroline grupe, tačiau vidutiniškai didesnis. Stebimas reikšmingas pirminį viešą akcijų siūlymą atlikusių įmonių pajamų augimas prieš akcijų įtraukimą į viešą biržą, o tai rodo įmonių pastangas pritraukti investuotojų susidomėjimą. Tai pabrėžia strateginę svarbą investuotojams pateikti stiprius veiklos rodiklius prieš įtraukiant įmonės akcijas į viešus akcijų sąrašus.

Pelno marža yra esminis įmonės pelningumo rodiklis, atspindintis pajamų procentą, kuris, įvertinus visas išlaidas, virsta grynosiomis pajamomis. Baltijos šalių įmonių pirminių viešųjų akcijų siūlymų kontekste pelno maržos analizė prieš ir po pirminį viešą akcijų siūlymą suteikia įžvalgų apie įmonių finansinius rezultatus ir jų tvarumą. Žemiau lentelėje pateikiama pelno maržos analizė tarp įmonių kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą bei kontrolinės grupės.

4 lentelė

Pelno maržos rodiklio analizė

		Reikšmės						
		T-1	T-0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
Analizuojama grupė	Mediana	5.8%	4.0%	4.4%	4.4%	2.4%	4.0%	2.2%
Kontrolinė grupė	Mediana	4.1%	3.2%	3.6%	2.6%	2.3%	2.6%	2.4%
		Pokytis						
		T-1 vs T-0	T-1 vs T+1	T-1 vs T+2	T-1 vs T+3	T-1 vs T+4	T-1 vs T+5	
Analizuojama grupė	Mediana	-30.8%	-23.8%	-23.7%	-58.4%	-30.4%	-61.5%	
Kontrolinė grupė	Mediana	-21.9%	-12.4%	-36.4%	-43.2%	-36.4%	-42.5%	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Metus prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1) įmonių, besiruošiančių šiam įvykiui, vidutinė peno marža buvo 5,8%. Pirminio viešo akcijų siūlymo metais, vidutinė grynujų pajamų marža sumažėja iki 4,0%. Per metus po pirminio viešo akcijų siūlymo vidutinės įmonių pelno maržos tendencijos yra gana stabilios. Artimiausiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+1 ir T+2) pelno maržos mediana išlieka pastovi – 4,4 %, o tai rodo atsparumą palaikant pelningumo lygį po pirminio viešo akcijų siūlymo. Trečiaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo pastebimai sumažėjo pelno maržos mediana iki 2,4%. Vėliau, T+4 ir T+5, vidutinė grynujų pajamų marža stabilizuojasi atitinkamai apie 4,0% ir 2,2%.

Priešingai, kontrolinė grupė per visą stebėjimo laikotarpį rodo panašią pelno maržos trajektoriją. Pradedant nuo 4,1% vidutinės grynujų pajamų maržos T-1, kontrolinė grupė išlaiko gana stabilias vidutines pelno maržas, stebint nedidelius svyravimus.

Pažymėtina, kad pirminį viešą akcijų siūlymą atlikusios bendrovės per visą analizuojamą laikotarpį nuolat demonstruoja didesnę pelno maržos medianą, palyginti su kontroline grupe. Skirtumas ypač ryškus nuo T-1 iki T+2. Nors vėlesniais metais skirtumas mažėja, pirminį viešą akcijų siūlymą atlikusios bendrovės išlaiko konkurencinį pranašumą pagal pelno maržą, palyginti su kontroline grupe.

Pirminį viešą akcijų siūlymą atlikusių įmonių pelno marža visais tiriamais laikotarpiais nuolat lenkia kontrolinės grupės pelno maržas. Tačiau skirtumai ryškiausi etapuose prieš pirminį viešą akcijų siūlymą ir iš kart po pirminio viešo akcijų siūlymo, o tai rodo, kad pirminį viešą akcijų siūlymą atlikusios bendrovės sąmoningai stengiasi optimizuoti pelningumo rodiklius prieš parduodant akcijas biržoje.

Turto grąža yra pagrindinis rodiklis, leidžiantis įvertinti įmonės efektyvumą generuojant pelną iš savo turto. Baltijos įmonių pirminių viešųjų akcijų siūlymų kontekste turto grąžos analizė prieš ir po pirminį viešą akcijų siūlymą suteikia įžvalgų apie įmonių finansinius rezultatus ir turto panaudojimo efektyvumą. Žemiau lentelėje pateikiama turto grąžos analizė tarp įmonių kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą bei kontrolinės grupės.

5 lentelė

Turto grąžos rodiklio analizė

		Reikšmės						
		T-1	T-0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
Analizuojama grupė	Mediana	15.3%	11.9%	10.5%	9.3%	7.5%	7.4%	7.3%
Kontrolinė grupė	Mediana	13.5%	12.0%	13.5%	11.3%	10.5%	11.0%	10.3%
		Pokyčiai						
		T-1 vs T-0	T-1 vs T+1	T-1 vs T+2	T-1 vs T+3	T-1 vs T+4	T-1 vs T+5	
Analizuojama grupė	Mediana	-22.2%	-31.6%	-39.3%	-50.9%	-51.8%	-52.3%	
Kontrolinė grupė	Mediana	-11.0%	0.0%	-15.9%	-22.3%	-18.2%	-23.6%	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą, vidutinė turto grąža buvo 15,3 % per metus prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1), kuri per pirminio viešojo akcijų siūlymo metus (T-0) sumažėjo iki 11,9 %, o po pirminio viešojo akcijų siūlymo laipsniškai mažėjo iki 7,3% penktais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo. Tuo tarpu kontrolinės grupės įmonių vidutinė turto grąža T-1 buvo 13,5 %, sumažėjo iki 12 % T-0 ir toliau mažėjo iki 13,5 % T+1, 11,3 % T+2, 10,5 % T+3, 11% T+4 ir 10,3% T+5.

Turto grąžos sumažėjimas, pastebėtas pirminio viešojo akcijų siūlymo metais, o taip pat ir po pirminio viešojo akcijų siūlymo, gali būti siejamas su padidėjusiomis įmonės išlaidomis, susijusiomis su pirminio viešojo akcijų siūlymo procesu, pvz., įvairūs mokesčiai ir administracinės

išlaidos, išlaidos, skirtos prisitaikymui prie viešosios rinkos poreikių (pvz. griežtesnė finansinių ataskaitų rengimo kontrolė po pirminio viešo akcijų siūlymo).

Nors įmonės, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą iš pradžių rodė didesnes vidutines turto gražos vertes, palyginti su kontroline grupe, laikotarpiu iki pirminio viešo akcijų siūlymo, šis skirtumas palaipsniui mažėja. Taigi, nors įmonės, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą gali laikinai padidinti pelningumą, ilgame laikotarpyje įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą turto graža yra mažesnė nei kitų rinkoje veikiančių įmonių.

Investicijų koeficientas, parodantis investicijų ir bendros turto vertės santykį, yra svarbus rodiklis vertinant įmonės išteklių panaudojimą. Žemiau lentelėje pateikiama investicijų analizė tarp įmonių kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą bei kontrolinės grupės.

6 lentelė

Investicijų koeficiento rodiklio analizė

		Reikšmės						
		T-1	T-0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
Analizuojama grupė	Mediana	4.2%	3.3%	3.2%	3.1%	1.9%	1.4%	1.4%
Kontrolinė grupė	Mediana	10.0%	10.4%	9.8%	8.1%	7.8%	6.7%	6.9%
		Pokytis						
		T-1 vs T-0	T-1 vs T+1	T-1 vs T+2	T-1 vs T+3	T-1 vs T+4	T-1 vs T+5	
Analizuojama grupė	Mediana	-22.7%	-24.1%	-25.4%	-54.7%	-65.8%	-65.6%	
Kontrolinė grupė	Mediana	4.7%	-1.7%	-18.6%	-22.0%	-32.7%	-31.1%	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą, vidutinis investicijų koeficientas pastebimai sumažėja nuo 4,2 % metais prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1) iki 3,3 % per pirminio viešo akcijų siūlymo metus (T-0), o po to laipsniškai mažėja. Kontrolinėje įmonių, kurios nėra neatliko pirminio viešo akcijų siūlymo, grupėje stebimas aukštesnis investicijų koeficientas per visus stebimus laikotarpius.

Analizuojami investicijų koeficiento skirtumai tarp pirminį akcijų siūlymą atlikusių ir kontrolinės grupės įmonių gali būti siejami su keliais veiksniais. Visu pirma įmonės, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą koncentruojasi į pinigų srautų generavimą akcininkams (pvz.: didesnę pajamų augimą aprašytą aukščiau), o ne į investicijas į ilgalaikį turtą. Taip pat, įmonės, kuriose atliekamas pirminis viešas akcijų siūlymas, gali teikti pirmenybę kapitalo išlaidoms ir strateginėms investicijoms daugelį metų prieš pirminį viešą akcijų siūlymą, taip sumažindamos investicijų dalį, palyginti su visu turtu prieš pat pirminį viešą akcijų siūlymą ir po jo. Tokia strategija leisti įmonei investuoti į turtą prieš pirminį viešą akcijų siūlymą, o prieš pat pirminį viešą akcijų siūlymą stebėti greičiau nei rinka augančius pardavimus. Be to, tikrinimo ir skaidrumo reikalavimai, susiję su buvimu viešai prekiaujama bendrove, gali turėti įtakos bendrovėms, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą, kad po pirminio viešo akcijų siūlymo imtųsi konservatyvesnių investavimo strategijų, todėl investicijų santykis laikui bėgant palaipsniui mažės. Priešingai, pirminio viešo akcijų siūlymo neatlikusios įmonės gali turėti daugiau lankstumo priimdamos

investicinius sprendimus, todėl investicijų rodikliai gali būti santykinai aukštesni, o tai palaiapsniui mažėja įmonėms bręstant, kai įmonės labiau kreipia dėmesį į veiklos efektyvumą ir pelningumą, o ne investicijas.

Veiklos pinigų srautų ir viso turto santykis yra finansinis rodiklis, apibūdinantis įmonės gebėjimą generuoti veiklos pinigų srautus, palyginti su visa jos turto baze. Šis koeficientas padeda atlikti svarbias išvalgas apie įmonės veiklos efektyvumą, likvidumo valdymą ir bendrą finansinę įmonės padėtį. Žemiau lentelėje pateikiama veiklos pinigų srautų bei viso turto santykio analizė tarp įmonių kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą bei kontrolinės grupės.

7 lentelė

Veiklos pinigų srautų bei viso turto santykio rodiklio analizė

		Reikšmės						
		T-1	T-0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
Analizuojama grupė	Mediana	10.4%	7.9%	7.4%	2.9%	6.0%	4.7%	3.3%
Kontrolinė grupė	Mediana	3.5%	1.0%	3.6%	3.7%	3.6%	3.4%	3.4%
		Pokytis						
		T-1 vs 0	T-1 vs T+1	T-1 vs T+2	T-1 vs T+3	T-1 vs T+4	T-1 vs T+5	
Analizuojama grupė	Mediana	-23.8%	-28.6%	-71.7%	-42.0%	-55.0%	-67.9%	
Kontrolinė grupė	Mediana	-71.2%	2.6%	6.6%	2.6%	-2.1%	-2.4%	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą, vidutinis veiklos pinigų srautų ir viso turto santykis pastebimai sumažėjo nuo 10,4% per metus prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1), iki 7,9% per pirminio viešo akcijų siūlymo metus (T-0). Praėjus metams po pirminio viešo akcijų siūlymo, vidutinis veiklos pinigų srautų ir viso turto santykis svyravo nuo 2,9% iki 7,4%. Tuo tarpu, kontrolinės grupės veiklos grynujų pinigų srautų ir viso turto vidutinis santykis buvo mažesnis, pradėdamas nuo 3,5 % T-1, sumažėjo iki 1,0 % per pirminio viešo akcijų siūlymo metus (T-0), o tolesniais metais išliko gan stabilus ir laikėsi rėžyje nuo 3,4% iki 3,7%. Veiklos pinigų srautų bei viso turto santykis visu analizuojamu laikotarpiu išlieka aukštesnis analizuojamoj grupėj, lyginant su kontroline grupe, tačiau šio rodiklio tendencija analizuojamoje grupėje yra nuolat krentanti. Tuo tarpu visu analizuojamu laikotarpiu kontrolinėje grupėje matomas šio santykio augimas.

Pastebimus veiklos pinigų srautų ir viso turto santykio skirtumus gali paaiškinti įvairūs veiksniai. Bendrovės, kurios vykdo pirminį viešą akcijų siūlymą, dažnai teikia pirmenybę savo padėties rinkoje stiprinimui tam, kad patrauktų potencialius investuotojus, taip sumažindamos veiklos pinigų srautų bei viso turto santykį prieš pirminį viešą akcijų siūlymą. Pats pirminio viešo akcijų siūlymo procesas patiria didelių išlaidų, galinčių turėti įtakos veiklos pinigų srautams, taigi ir santykiui pirminio viešo akcijų siūlymo metais. Po pirminio viešo akcijų siūlymo įmonės gali susidurti su pereinamaisiais veiklos efektyvumo ir likvidumo valdymo iššūkiais, dėl kurių gali atsirasti veiklos pinigų srautų bei viso turto santykio svyravimų. Priešingai, pirminio viešo akcijų

siūlymo neatlikusios bendrovės gali turėti stabilesnius rodiklius, atspindinčius jų veiklos tęstinumą ir galimai konservatyvią pinigų srautų valdymo praktiką.

Finansinis svertas, pagrindinis finansinis rodiklis, nusakantis kiek įmonė naudoja skolą savo veiklai ir investicijoms finansuoti, palyginti su nuosavu kapitalu. Suprasdami Baltijos šalių įmonių finansinio sverto dinamiką pirminio viešo akcijų siūlymo kontekste, galim gauti įžvalgų apie įmonių kapitalo struktūrą, rizikos valdymo praktiką ir finansinę būklę. Žemiau lentelėje pateikiama finansinio sverto analizė tarp įmonių kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą bei kontrolinės grupės.

8 lentelė

Finansinio sverto rodiklio analizė

		Reikšmės						
		T-1	T-0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
Analizuojama grupė	Mediana	23.0%	15.1%	15.2%	21.1%	19.9%	18.7%	19.5%
Kontrolinė grupė	Mediana	45.2%	46.1%	45.2%	44.5%	45.3%	44.2%	43.1%
		Pokytis						
		T-1 vs T-0	T-1 vs T+1	T-1 vs T+2	T-1 vs T+3	T-1 vs T+4	T-1 vs T+5	
Analizuojama grupė	Mediana	-34.3%	-33.7%	-8.2%	-13.5%	-18.5%	-14.8%	
Kontrolinė grupė	Mediana	2.0%	0.0%	-1.6%	0.1%	-2.3%	-4.7%	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą, vidutinis finansinis svertas sumažėjo nuo 23% prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1) iki 15,1% pirminio viešo akcijų siūlymo metais (T-0). Finansinio sverto svyravimai po pirminio viešo akcijų siūlymo metų svyruoja nuo 15,2% iki 21,1%. Tuo tarpu, kontrolinė grupė parodė didesnę finansinį sverto medianą, pradėdant nuo 45,2% T-1 ir išliko gana stabilus per visą analizuojamą laikotarpį, o finansinio sverto vertės svyravo nuo 43,1% iki 46,1%.

Pastebėti finansinio sverto skirtumai įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą bei kontrolinės grupės gali būti siejami su įvairiais veiksniais. Įmonės, kurios atlieka pirminį viešą akcijų siūlymą, dažnai imasi skolos mažinimo strategijų ir apdairaus finansų valdymo praktikos, todėl finansinis svertas yra mažesnis, lyginant su rinkoje stebimais rezultatais. Pirminis viešas akcijų siūlymas gali suteikti įmonėms galimybę pritraukti nuosavą kapitalą, taip sumažinant jų priklausomybę nuo skolos finansavimo ir sušvelninant finansinę riziką. Po pirminio viešo akcijų siūlymo įmonės gali laikytis konservatyvesnio požiūrio į skolų valdymą, kad padidintų finansinį stabilumą ir investuotojų pasitikėjimą.

Kontrolinė grupė gali turėti didesnę finansinį svertą, nes jos priklauso nuo skolos finansavimo, kad padėtų augimo iniciatyvoms ir veiklos plėtrai. Nors didesnis finansinis svertas gali padidinti finansinę riziką, jis taip pat atspindi strateginį skolos panaudojimą siekiant optimizuoti kapitalo struktūrą ir paskatinti augimą.

Aukščiau pateiktoje analizėje nagrinėti šeši pasirinkti įmonių finansiniai rodikliai tarp Baltijos šalių įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą ir kontrolinės grupės. Iširti

rodikliai apima pardavimų augimą, pelno maržą, turto grąžą, investicijų koeficientą, veiklos pinigų srautų ir viso turto santykį ir finansinį svertą. Buvo analizuoti įvairūs laikotarpiai – nuo vienerių metų iki pirminio viešo akcijų siūlymo iki penkerių metų po pirminio viešo akcijų siūlymo, siekiant atskleisti įmonių finansinių rodiklių tendencijas ilgajame laikotarpyje. Svarbiausios išvalgos apie kiekvieną iš analizuotų rodiklių:

1. Pardavimų augimas:

- a. Bendrovės, kuriose vykdomi pirminiai vieši akcijų siūlymai, pardavimų augimo tempai buvo didesni prieš pirminį viešą akcijų siūlymą, palyginti su kontroline grupe, o tai rodo, kad ruošiantis įtraukimui į biržą strateginis dėmesys skiriamas pajamų didinimui ir pozicionavimui rinkoje.
- b. Po pirminio viešo akcijų siūlymo įmonių pardavimų augimas yra labiau nepastovus, tačiau išlieka aukštesnis, palyginti su kontroline grupe.

2. Pelno marža:

- a. Bendrovės, kuriose vykdomi pirminiai vieši akcijų siūlymai iš pradžių demonstravo didesnę pelno maržą nei kontrolinė grupė, demonstruojant efektyvų išlaidų valdymą ir aukštesnį nei rinkos pelningumą.
- b. Tačiau po pirminio viešo akcijų siūlymo atotrūkis mažėja, abi grupės artėja prie palyginamo pelno maržos lygio, o tai rodo, jog įmonės, atlikusios pirminį viešą akcijų siūlymą susiduria su iššūkiais išlaikyti pastovų aukštesnį nei rinkoje pelno maržą po pirminio viešo akcijų siūlymo.

3. Turto grąža:

- a. Prieš pirminį viešą akcijų siūlymą, Bendrovės, kuriose vykdomi pirminiai vieši akcijų siūlymai parodė didesnę turto grąžą, palyginti su kontroline grupe, parodydamos efektyvų turto panaudojimą ir pelningumą.
- b. Po pirminio viešo akcijų siūlymo abi grupės patyrė turto grąžos mažėjimą

4. Investicijos:

- a. Prieš pirminį viešą akcijų siūlymą, įmonių investicijų rodikliai buvo mažesni, palyginti su kontroline grupe, o tai atspindi strateginį dėmesį į kapitalo išsaugojimą ir rizikos mažinimą.
- b. Po pirminio viešo akcijų siūlymo abiejų grupių investicijų rodikliai svyravo.

5. Veiklos pinigų srautų ir viso turto santykis:

- a. Bendrovės, kuriose vykdomi pirminiai vieši akcijų siūlymai parodė didesnį veiklos pinigų srautų ir viso turto santykį prieš pirminį viešą akcijų siūlymą, o tai rodo tvirtą veiklos efektyvumą ir likvidumo valdymą.
- b. Po pirminio viešo akcijų siūlymo, veiklos pinigų srautų bei viso turto santykis išliko aukštesnis analizuojamoj grupėj, lyginant su kontroline grupe, tačiau šis

rodiklis tarp analizuojamos grupės įmonių buvo krentantis. Tuo tarpu visu analizuojamu laikotarpiu kontrolinėje grupėje matomas šio santykio augimas.

6. Finansinis svirtas:

- a. Prieš pirminį viešą akcijų siūlymą, įmonės, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą, pasižymėjo mažesniu finansiniu svirtu, palyginti su kontroline grupe, o tai rodo apdairų skolų valdymą ir kapitalo struktūros optimizavimą.
- b. Po pirminio viešo akcijų siūlymo finansinio svirto rodiklis analizuojamoje grupėje yra ženkliai mažesnis nei kontrolinėje grupėje ir yra nuolat krentantis.

Įvertinus finansinių rodiklių pokyčių skirtumus tarp analizuojamos bei kontrolinės grupių, galima atmesti pirmąją nulinę hipotezę (**(1) Hipotezė 0:** *Nėra reikšmingo finansinių rodiklių skirtumo tarp įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą Baltijos šalyse ir bendrų rinkos tendencijų*) šiems finansiniams rodikliams – pardavimų augimui, veiklos pinigų srautų ir viso turto santykiui, finansiniam svirtui. Šių rodiklių tendencijos tarp įmonių kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą bei kontrolinės grupės buvo priešingos, todėl galima priimti alternatyvią hipotezę, kuri teigia, jog yra reikšmingas finansinių rodiklių skirtumas tarp įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą Baltijos šalyse ir bendrų rinkos tendencijų. Kitiems rodikliams (pelno marža, turto grąža, investicijos) priimama nulinė hipotezė.

Atlikus analizę galima daryti išvadą, jog pirminis viešas akcijų siūlymas pakeičia įmonių finansinių rodiklių trajektoriją – bendrovės, besiruošiančios atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą, demonstruoja didesnius pardavimų augimo tempus, didesnę pelno maržą, turto grąžą bei veiklos pinigų srautų ir viso turto santykį be mažesnes investicijų apimtis ir finansinį svirtą prieš pirminį viešą akcijų siūlymą lyginant su kontroline grupe. Taigi, pritaikius galimybių lango hipotezę galima teigti, jog įmonės pasirenka tokį pirminio viešo akcijų siūlymo laiką, kad įmonės finansinė padėtis būtų patraukli investuotojams. Atlikus pirminį viešą akcijų siūlymą įmonių pardavimų augimas išlieka aukštesnis nei rinkos vidurkis, tačiau yra labiau nepastovus. Įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą pelno marža, turto grąža bei investicijų apimtis bei veiklos pinigų srautų ir viso turto santykis po pirminio viešo akcijų siūlymo susilygina su kontrolinės grupės rodikliais. Taigi, galima daryti išvadą, jog šie rodikliai nėra paveikiami pirminio viešo akcijų siūlymo. Įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą finansinis svirtas yra mažesnis ir nuolat krentantis, lyginant su kontroline grupe. Tai rodo, jog įmonės atliekančios pirminį viešą akcijų siūlymą pritrauktą kapitalą naudoja skolos mažinimui.

3.3 Ar pirminis viešas siūlymas paaiškina finansinių rodiklių pokyčius?

Išanalizavus kaip pasirinkti finansiniai rodikliai skiriasi prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo svarbu išsiaiškinti ar šis skirtumas yra statistiškai reikšmingas. Jei skirtumas tarp finansinių rodiklių prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo yra statistiškai reikšmingas, tikėtina, kad šis pokytis neįvyko atsitiktinai, veikiau rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas turėjo įtakos

įmonės finansiniams rezultatams. Šis tyrimas parodys kaip pirminio viešo akcijų siūlymo įvykis daro įtaką įvairiems finansinių rodikliams. Toliau bus analizuojamas kiekvienas pasirinktas finansinis rodiklis bei jo statistinis reikšmingumas po pirminio viešo akcijų siūlymo (T-0, T+1, T+2, T+3, T+4, T+5), lyginant su metais prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1). Žemiau lentelėje vaizduojami Shapiro-Wilk testo rezultatai gauti analizuojant pardavimų augimo rodiklį.

9 lentelė

Shapiro-Wilk testo rezultatai analizuojant pardavimų augimo rodiklį

Shapiro–Wilk testas				
Laikotarpis	Testo reikšmė	p-reikšmė	Reikšmingumo kriterijus	Pasiskirstymas
T-1	0.649	<0.001		Nenormalus
T-0	0.876	0.005		Nenormalus
T+1	0.956	0.319	>0.05 - normalus	Normalus
T+2	0.851	0.001	pasiskirstymas	Nenormalus
T+3	0.707	<0.001	<0.05 - nenormalus	Nenormalus
T+4	0.926	0.063	pasiskirstymas	Normalus
T+5	0.867	0.003		Nenormalus

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Aukščiau pateikti Shapiro-Wilk testo rezultatai rodo, kad pardavimų augimo duomenų pasiskirstymas tiek T-1, T-0, T+2, T+3 ir T+5 laikotarpiais yra reikšmingai nenormalus ($p < 0,05$). Tai rodo, jog paminėtais laikotarpiais atmetama nulinė hipotezė, kuri teigia, jog stebimi duomenys yra pasiskirstę normaliai. Net jei stebimas normalus pelno maržos pasiskirstymas pirmaisiais bei ketvirtaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+1, T+4) toliau bus atliekamas Wilcoxon testas. Šis testas pasirinktas, kadangi T-1 laikotarpio pardavimų augimo stebėjimų pasiskirstymas yra nenormalus, Wilcoxon testas yra patikimesnis nei t-testas vertinant tokias poras, kai vienas duomenų rinkinys yra pasiskirstęs normaliai, o kitas - nenormaliai. Žemiau lentelėje pateikiami Wilcoxon testo rezultatai analizuojant pardavimo augimo rodiklio poras.

10 lentelė

Wilcoxon testo rezultatai analizuojant pardavimo augimo rodiklio poras

	Atliktas testas	Testo p reikšmė	Reikšmingumo kriterijus
T-1 vs T-0	Wilcoxon testas	<0.001	
T-1 vs T+1	Wilcoxon testas	0.009	
T-1 vs T+2	Wilcoxon testas	0.597	
T-1 vs T+3	Wilcoxon testas	0.014	<0.05
T-1 vs T+4	Wilcoxon testas	0.113	
T-1 vs T+5	Wilcoxon testas	0.069	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Wilcoxon testo rezultatai suteikia įžvalgų apie pardavimų augimo pokyčius prieš ir po įmonių pirminio viešo akcijų siūlymo. Metų prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1) ir pirminio viešo akcijų siūlymo metais (T-0) palyginimas atskleidžia labai didelį pardavimų augimo

skirtumą, kai p vertė yra mažesnė nei 0,001. Tai rodo reikšmingą pardavimų augimo pokytį pirminio viešo akcijų siūlymo metais, o tai rodo, kad pats pirminis viešas akcijų siūlymas gali turėti didelės įtakos bendrovės pardavimų rezultatams. Be to, T-1 palyginimas su pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+1) taip pat rodo didelį pardavimų augimo skirtumą, kai p vertė yra 0,009. Tai reiškia, kad pokyčiai, pastebėti pirminio viešo akcijų siūlymo metais, išlieka pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo, o tai rodo nuolatinį poveikį pardavimų augimui iškart po pirminio viešo akcijų siūlymo.

Analizuojant ilgesnį laikotarpį po pirminio viešo akcijų siūlymo, skirtumų reikšmė mažėja. Tolimesni laikotarpiai po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+2, T+4 ir T+5) nerodo reikšmingo pardavimų augimo skirtumo lyginant su vieneriais metais iki pirminio viešo akcijų siūlymo. Atitinkamai p vertės siekia 0,597, 0,113 ir 0,069. Tai rodo, jog bet kokie reikšmingi pardavimų augimo pokyčiai, pastebėti per pirminio viešo akcijų siūlymo metais, neturi ilgalaikio efekto po pirminio viešo akcijų siūlymo.

Svarbu paminėti, jog treči metai po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+3) rodo skirtumų reikšmingumą, kai p reikšmė yra 0,014. Tai rodo uždelstą poveikį pardavimų augimui, kuris vėl tampa reikšmingas trečiaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo, net jei ir antraisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo nėra reikšmingo pajamų augimo pokyčio lyginant su pirmaisiais metais prieš pirminį viešą akcijų siūlymą.

Apibendrinant galima sakyti, kad Wilcoxon testo rezultatai rodo, kad nors pirminis viešas akcijų siūlymas turi reikšmingą poveikį pardavimų augimui pirminio viešo akcijų siūlymo metais ir iš kart po jo, šis poveikis laikui bėgant mažėja. Tačiau stebimi ir periodai, pavyzdžiui, trečiaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo, kai vėl išryškėja dideli pardavimų augimo skirtumai. Šios išvados pabrėžia dinamišką pardavimų augimo kitimą po pirminio viešo akcijų siūlymo.

Žemiau lentelėje vaizduojami Shapiro-Wilk testo rezultatai gauti analizuojant pelno maržos rodiklį.

11 lentelė

Shapiro-Wilk testo rezultatai analizuojant pelno maržos rodiklį

Laikotarpis	Shapiro–Wilk testas			
	Testo reikšmė	p-reikšmė	Reikšmingumo kriterijus	Pasiskirstymas
T-1	0.54	<0.001		Nenormalus
T-0	0.87	0.003	>0.05 - normalus	Nenormalus
T+1	0.459	<0.001	pasiskirstymas	Nenormalus
T+2	0.909	0.021	<0.05 - nenormalus	Nenormalus
T+3	0.924	0.050	pasiskirstymas	Nenormalus
T+4	0.96	0.361		Normalus
T+5	0.678	<0.001		Nenormalus

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Pelno maržos stebėjimai atitinkamais T-1, T-0, T+1, T+2, T+3, T+5 laikotarpiais yra pasiskirstę nenormaliai, o atlikto Shapiro Wilk testo p reikšmės yra mažesnės nei pasirinktas reikšmingumo kriterijus 0.05. Net jei stebimas normalus pelno maržos pasiskirstymas ketvirtaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+4) toliau bus atliekamas Wilcoxon testas. Šis testas pasirinktas, kadangi T-1 laikotarpio pelno maržos stebėjimų pasiskirstymas yra nenormalus, Wilcoxon testas yra patikimesnis nei t-testas vertinant tokias poras, kai vienas duomenų rinkinys yra pasiskirstęs normaliai, o kitas - nenormaliai. Žemiau lentelėje pateikiami Wilcoxon testo rezultatai analizuojant pelno maržos rodiklio poras.

12 lentelė

Wilcoxon testo rezultatai analizuojant pelno maržos rodiklio poras

	Atliktas testas	Testo p reikšmė	Reikšmingumo kriterijus
T-1 vs T-0	Wilcoxon testas	0.003	
T-1 vs T+1	Wilcoxon testas	<0.001	
T-1 vs T+2	Wilcoxon testas	0.830	<0.05
T-1 vs T+3	Wilcoxon testas	0.320	
T-1 vs T+4	Wilcoxon testas	0.013	
T-1 vs T+5	Wilcoxon testas	0.719	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Lyginant metus prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1) su pirminio viešo akcijų siūlymo metais (T-0), pastebimas reikšmingas grynujų pajamų maržos skirtumas, kurio p reikšmė yra 0,003. Tokia p reikšmė indikuoja reikšmingą pelno maržos pokytį pirminio viešo akcijų siūlymo metais, o tai rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas gali turėti didelės įtakos įmonės gebėjimui generuoti pelną.

Panašiai T-1 palyginimas su pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+1) taip pat rodo reikšmingą pelno maržos skirtumą, kai p reikšmė yra mažesnė nei 0,001. Tai rodo, kad pokyčiai, pastebėti pirminio viešo akcijų siūlymo metais, išlieka pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo, o tai reiškia nuolatinį pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį pelningumui trumpu laikotarpiu po pirminio viešo akcijų siūlymo.

Analizuojant ilgesnį laikotarpį po pirminio viešo akcijų siūlymo, pelno maržos skirtumų reikšmė lyginant su vieneriais metais prieš pirminį viešą akcijų siūlymą mažėja. Palyginimas tarp T-1 ir antrųjų metų po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+2) nerodo reikšmingo pelno maržos skirtumo, o p vertė yra 0,830. Panašiai ir palyginimas tarp T-1 ir trečiųjų metų po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+3) ir penktųjų metų po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+5) taip pat nerodo reikšmingų pelno maržos skirtumų, o p vertės atitinkamai yra 0,320 ir 0,719. Tai rodo, kad bet kokie reikšmingi pelningumo pokyčiai, pastebėti pirminio viešo akcijų siūlymo metais, nesitęsia ilguoju laikotarpiu po pirminio viešo akcijų siūlymo.

Tačiau palyginus T-1 ir ketvirtus metus po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+4), matyti reikšmingas pelno maržos skirtumas, o p reikšmė yra 0,013. Tai rodo, kad ketvirtaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo gali padidėti pirminio viešo akcijų siūlymo poveikis pelningumui.

Apibendrinant galima sakyti, kad Wilcoxon testo rezultatai rodo, kad nors pirminis viešas akcijų siūlymas turi reikšmingą poveikį pelno maržai, šis poveikis laikui bėgant gali sumažėti ir ilguoju laikotarpiu po pirminio viešo akcijų siūlymo. Tačiau gali būti periodų, tokių kaip ketvirti metai po pirminio viešo akcijų siūlymo, kai vėl išryškėja reikšmingi pelningumo skirtumai. Šios išvados pabrėžia dinamišką pelningumo po pirminio viešo akcijų siūlymo pobūdį, todėl svarbu atsižvelgti į ilgalaikes tendencijas vertinant pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį įmonės veiklai.

Žemiau lentelėje vaizduojami Shapiro-Wilk testo rezultatai gauti analizuojant turto grąžos rodiklį.

13 lentelė

Shapiro-Wilk testo rezultatai analizuojant turto grąžos rodiklį

Shapiro–Wilk testas				
Laikotarpis	Testo reikšmė	p-reikšmė	Reikšmingumo kriterijus	Pasiskirstymas
T-1	0.68	<0.001		Nenormalus
T-0	0.715	<0.001		Nenormalus
T+1	0.966	0.511	>0.05 - normalus	Normalus
T+2	0.975	0.742	pasiskirstymas	Normalus
T+3	0.937	0.103	<0.05 - nenormalus	Normalus
T+4	0.916	0.032	pasiskirstymas	Nenormalus
T+5	0.953	0.258		Normalus

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Turto grąžos stebėjimai atitinkamais T-1, T-0, T+4 laikotarpiais yra pasiskirstę nenormaliai, o atlikto Shapiro Wilk testo p reikšmės yra mažesnės nei pasirinktas reikšmingumo kriterijus 0.05. Net jei stebimas normalus pelno maržos pasiskirstymas pirmaisiais, antraisiais, trečiaisiais bei penktaisiais (T+1, T+2, T+3, T+5) metais po pirminio viešo akcijų siūlymo, toliau bus atliekamas Wilcoxon testas. Šis testas pasirinktas, kadangi T-1 laikotarpio pelno maržos stebėjimų pasiskirstymas yra nenormalus, Wilcoxon testas yra patikimesnis nei t-testas vertinant tokias poras, kai vienas duomenų rinkinys yra pasiskirstęs normaliai, o kitas - nenormaliai. Žemiau lentelėje pateikiami Wilcoxon testo rezultatai analizuojant turto grąžos rodiklio poras.

14 lentelė

Wilcoxon testo rezultatai analizuojant turto grąžos rodiklio poras

	Atliktas testas	Testo p reikšmė	Reikšmingumo kriterijus
T-1 vs T-0	Wilcoxon testas	<0.001	
T-1 vs T+1	Wilcoxon testas	<0.001	
T-1 vs T+2	Wilcoxon testas	<0.001	<0.05
T-1 vs T+3	Wilcoxon testas	<0.001	
T-1 vs T+4	Wilcoxon testas	<0.001	
T-1 vs T+5	Wilcoxon testas	<0.001	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Palyginus metus prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1) su pirminio viešo akcijų siūlymo metais (T-0), matomas labai reikšmingas turto gražos skirtumas, kurio p reikšmė yra mažesnė nei 0,001. Tai rodo, kad per pirminio viešo akcijų siūlymo metus labai pasikeitė turto efektyvumas, o tai rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas gali turėti didelės įtakos bendram bendrovės turto gražos rezultatams. T-1 palyginimas su pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+1) taip pat rodo labai reikšmingą turto gražos skirtumą, kai p reikšmė yra mažesnė nei 0,001. Tai rodo, kad pokyčiai, pastebėti pirminio viešo akcijų siūlymo metais, išlieka pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo. Be to, T-1 ir vėlesnių metų po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+2, T+3, T+4, T+5) palyginimai rodo labai reikšmingus turto gražos skirtumus, kurių kiekvieno p vertės yra mažesnės nei 0,001. Tai rodo, kad pirminio viešo akcijų siūlymo poveikis turto efektyvumui išlieka reikšmingas tiek trumpuoju tiek ilguoju laikotarpiu po pirminio viešo akcijų siūlymo.

Apibendrinant galima sakyti, kad Wilcoxon testo rezultatai rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas turi reikšmingą ir ilgalaikį poveikį įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą Baltijos regione, turto gražai. Pirminio viešo akcijų siūlymo metais pastebėtas padidėjęs turto panaudojimo efektyvumas pelnui gauti išlieka ir kitais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo, o tai rodo ilgalaikį poveikį turto gražos rezultatams. Šios išvados pabrėžia, kad svarbu atsižvelgti į turto efektyvumą vertinant pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį įmonės rezultatams ir pabrėžia ilgalaikę pirminio viešo akcijų siūlymo naudą turto gražai.

Žemiau lentelėje vaizduojami Shapiro-Wilk testo rezultatai gauti analizuojant investicijų rodiklį.

15 lentelė

Shapiro-Wilk testo rezultatai analizuojant investicijų koeficiento rodiklį

Shapiro–Wilk testas				
Laikotarpis	Testo reikšmė	p-reikšmė	Reikšmingumo kriterijus	Pasiskirstymas
T-1	0.514	<0.001		Nenormalus
T-0	0.88	0.005		Nenormalus
T+1	0.674	<0.001	>0.05 - normalus	Nenormalus
T+2	0.891	0.008	pasiskirstymas	Nenormalus
T+3	0.845	<0.001	<0.05 - nenormalus	Nenormalus
T+4	0.786	<0.001	pasiskirstymas	Nenormalus
T+5	0.784	<0.001		Nenormalus

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Investicijų rodiklio stebėjimai visais stebimais laikotarpiais yra pasiskirstę nenormaliai, o atlikto Shapiro Wilk testo p reikšmės yra mažesnės nei pasirinktas reikšmingumo kriterijus 0.05. Kadangi stebimas duomenų rinkinys visais atvejais yra pasiskirstęs nenormaliai toliau bus

atliekamas Wilcoxon testas. Žemiau lentelėje pateikiami Wilcoxon testo rezultatai analizuojant investicijų rodiklio poras.

16 lentelė

Wilcoxon testo rezultatai analizuojant investicijų koeficiento rodiklio poras

	Atliktas testas	Testo p reikšmė	Reikšmingumo kriterijus
T-1 vs T-0	Wilcoxon testas	<0.001	
T-1 vs T+1	Wilcoxon testas	<0.001	
T-1 vs T+2	Wilcoxon testas	<0.001	<0.05
T-1 vs T+3	Wilcoxon testas	<0.001	
T-1 vs T+4	Wilcoxon testas	<0.001	
T-1 vs T+5	Wilcoxon testas	<0.001	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Lyginant metus prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1) su pirminio viešo akcijų siūlymo metais (T-0), pastebimas labai reikšmingas investicijų ir viso turto santykio skirtumas, kai p reikšmė yra mažesnė nei 0,001. Tai rodo reikšmingą turto paskirstymo investicijoms pokytį pirminio viešo akcijų siūlymo metais, taigi pirminis viešas akcijų siūlymas gali turėti įtakos bendrovės investicijų apimčiai. T-1 ir pirmųjų metų po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+1) palyginimas taip pat rodo labai reikšmingą investicijų ir viso turto santykio skirtumą, kai p vertė yra mažesnė nei 0,001. Tai rodo, kad pirminio viešo akcijų siūlymo metais pastebėti pokyčiai išlieka pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo. Be to, T-1 ir vėlesnių metų po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+2, T+3, T+4, T+5) palyginimai rodo p reikšmę mažesnę nei 0,001 kiekvienai laikotarpių porai. Tai rodo, kad pirminio viešo akcijų siūlymo poveikis investicijų apimčiai tiek trumpuoju tiek ilguoju laikotarpiu po pirminio viešo akcijų siūlymo išlieka reikšmingas.

Apibendrinant galima sakyti, kad Wilcoxon testo rezultatai rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas turi reikšmingą ir ilgalaikį poveikį įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą Baltijos regione, investicijų apimtims. Šios išvados pabrėžia investicijų paskirstymo svarbą vertinant pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį įmonės rezultatams ir pabrėžia ilgalaikius investavimo elgesio pokyčius po pirminio viešo akcijų siūlymo.

Žemiau lentelėje vaizduojami Shapiro-Wilk testo rezultatai gauti analizuojant veiklos pinigų srautų bei viso turto santykinį rodiklį.

17 lentelė

Shapiro-Wilk testo rezultatai analizuojant veiklos pinigų srautų bei viso turto santykio rodiklį

Shapiro–Wilk testas				
Laikotarpis	Testo reikšmė	p-reikšmė	Reikšmingumo kriterijus	Pasiskirstymas
T-1	0.827	<0.001		Nenormalus
T-0	0.806	<0.001	>0.05 - normalus	Nenormalus
T+1	0.778	<0.001	pasiskirstymas	Nenormalus
T+2	0.932	0.078	<0.05 - nenormalus	Normalus
T+3	0.945	0.160	pasiskirstymas	Normalus
T+4	0.905	0.017		Nenormalus
T+5	0.943	0.147		Normalus

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Veiklos pinigų srautų bei viso turto santykio stebėjimai atitinkamais T-1, T-0, T+1 ir T+4 laikotarpiais yra pasiskirstę nenormaliai, o atlikto Shapiro Wilk testo p reikšmės yra mažesnės nei pasirinktas reikšmingumo kriterijus 0.05. Net jei stebimas normalus veiklos pinigų srautų bei viso turto santykio pasiskirstymas antraisiais, trečiaisiais bei penktaisiais (T+2, T+3, T+5) metais po pirminio viešo akcijų siūlymo, toliau bus atliekamas Wilcoxon testas. Šis testas pasirinktas, kadangi T-1 laikotarpio pelno maržos stebėjimų pasiskirstymas yra nenormalus, Wilcoxon testas yra patikimesnis nei t-testas vertinant tokias poras, kai vienas duomenų rinkinys yra pasiskirstęs normaliai, o kitas - nenormaliai. Žemiau lentelėje pateikiami Wilcoxon testo rezultatai analizuojant veiklos pinigų srautų bei viso turto santykio rodiklio poras.

18 lentelė

Wilcoxon testo rezultatai analizuojant veiklos pinigų srautų bei viso turto santykio rodiklio poras

	Atliktas testas	Testo p reikšmė	Reikšmingumo kriterijus
T-1 vs T-0	Wilcoxon testas	0.002	
T-1 vs T+1	Wilcoxon testas	0.005	
T-1 vs T+2	Wilcoxon testas	<0.001	<0.05
T-1 vs T+3	Wilcoxon testas	0.007	
T-1 vs T+4	Wilcoxon testas	<0.001	
T-1 vs T+5	Wilcoxon testas	0.007	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Palyginus metus prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1) su pirminio viešo akcijų siūlymo metais (T-0), pastebimas reikšmingas veiklos pinigų srautų ir viso turto santykio skirtumas – p reikšmė yra 0,002. Tai rodo reikšmingą veiklos pinigų srautų panaudojimo efektyvumo pokytį, palyginti su visu turtu per pirminio viešo akcijų siūlymo metais, o tai rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas gali turėti esminės įtakos įmonės pinigų srautų valdymui. T-1 palyginimas su pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+1) taip pat rodo reikšmingą veiklos pinigų srautų ir viso turto santykio skirtumą, kai p reikšmė yra 0,005. Tai rodo, kad pokyčiai, pastebėti pirminio viešo akcijų siūlymo metais, išlieka pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo, o tai reiškia nuolatinį poveikį grynųjų pinigų srautų efektyvumui iškart po pirminio viešo akcijų

siūlymo. Be to, T-1 ir vėlesnių metų po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+2, T+3, T+4, T+5) palyginimai taip pat rodo didelius veiklos pinigų srautų ir viso turto santykio skirtumus. – kiekvieno palyginimo vertės mažesnės nei 0,001 arba 0,007. Tai rodo, kad pirminio viešo akcijų siūlymo poveikis pinigų srautų efektyvumui išlieka tiek trumpajame tiek ilgajame laikotarpiuose po pirminio viešo akcijų siūlymo.

Apibendrinant galima sakyti, kad Wilcoxon testo rezultatai rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas turi reikšmingą ir ilgalaikį poveikį veiklos pinigų srautų panaudojimo efektyvumui, tarp įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą Baltijos regione. Šios išvados atskleidžia, kad svarbu atsižvelgti į pinigų srautų efektyvumą vertinant pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį įmonės veiklai ir pabrėžia ilgalaikius pinigų srautų dinamikos pokyčius po pirminio viešo akcijų siūlymo.

Žemiau lentelėje vaizduojami Shapiro-Wilk testo rezultatai gauti analizuojant finansinio svarto rodiklį.

19 lentelė

Shapiro-Wilk testo rezultatai analizuojant finansinio svarto rodiklį

Laikotarpis	Shapiro–Wilk testas			Pasiskirstymas
	Testo reikšmė	p-reikšmė	Reikšmingumo kriterijus	
T-1	0.966	0.513		Normalus
T-0	0.945	0.180		Normalus
T+1	0.975	0.743	>0.05 - normalus	Normalus
T+2	0.963	0.445	pasiskirstymas	Normalus
T+3	0.975	0.766	<0.05 - nenormalus	Normalus
T+4	0.955	0.310	pasiskirstymas	Normalus
T+5	0.963	0.451		Normalus

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Finansinio svarto stebėjimai visais analizuojamais laikotarpiais yra pasiskirstę normaliai, o atlikto Shapiro Wilk testo p reikšmės yra didesnės nei pasirinktas reikšmingumo kriterijus 0.05. Dėl šios priežasties toliau bus atliekamas t-testas. Žemiau lentelėje pateikiami t-testo rezultatai analizuojant finansinio svarto rodiklio poras.

20 lentelė

T-testo rezultatai analizuojant finansinio svarto rodiklio poras

	Atliktas testas	Testo p reikšmė	Reikšmingumo kriterijus
T-1 vs T-0	t-testas	<0.001	
T-1 vs T+1	t-testas	<0.001	
T-1 vs T+2	t-testas	<0.001	<0.05
T-1 vs T+3	t-testas	<0.001	
T-1 vs T+4	t-testas	<0.001	
T-1 vs T+5	t-testas	<0.001	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Lyginant metus prieš pirminį viešą akcijų siūlymą (T-1) su pirminio viešo akcijų siūlymo metais (T-0), matomas labai reikšmingas finansinio sverto koeficiento skirtumas, kai p reikšmė yra mažesnė nei 0,001. Tai rodo reikšmingą bendrovės kapitalo struktūros pasikeitimą pirminio viešo akcijų siūlymo metais. Taigi pirminis viešas akcijų siūlymas turi esminės įtakos finansinio sverto lygiui. T-1 palyginimas su pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+1) taip pat rodo labai reikšmingą finansinio sverto koeficiento skirtumą, kai p vertė yra mažesnė nei 0,001. Tai rodo, kad pokyčiai, pastebėti per pirminio viešo akcijų siūlymo metus, išlieka pirmaisiais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo, o tai reiškia nuolatinį poveikį bendrovės kapitalo struktūrai iškart po pirminio viešo akcijų siūlymo. Be to, T-1 ir vėlesnių metų po pirminio viešo akcijų siūlymo (T+2, T+3, T+4, T+5) palyginimai rodo labai didelius finansinio sverto koeficiento skirtumus, o p vertės yra mažesnės nei 0,001. Tai rodo, kad pirminio viešo akcijų siūlymo poveikis finansiniam svertui tiek ilguoju tiek trumpuoju laikotarpiu išlieka reikšmingas.

Wilcoxon testo rezultatai rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas turi reikšmingą ir ilgalaikį poveikį įmonių, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą Baltijos regione, finansiniam svertui. Pirminio viešo akcijų siūlymo metais pastebėti kapitalo struktūros pokyčiai išlieka ir kitais metais po pirminio viešo akcijų siūlymo, o tai rodo ilgalaikį poveikį įmonės finansinės rizikos profiliui. Šios išvados atskleidžia, kaip svarbu atsižvelgti į finansinį svertą vertinant pirminio viešo akcijų siūlymo poveikį įmonės rezultatams ir pabrėžia ilgalaikius kapitalo struktūros pokyčius po pirminio viešo akcijų siūlymo.

21 lentelė

Apibendrinti Wilcoxon ir t testų rezultatai

	Ar skirtumas reikšmingas, lyginant su T-1?					
	T-0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
Pardavimų augimas	T	T	N	T	N	N
Pelno marža	T	T	N	N	T	N
Turto grąža	T	T	T	T	T	T
Investicijų koeficientas	T	T	T	T	T	T
Veiklos pinigų srautų bei viso turto santykis	T	T	T	T	T	T
Finansinis svertas	T	T	T	T	T	T

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Įvertinus finansinių rodiklių skirtumus prieš ir po pirminį viešą akcijų siūlymą atliktą Baltijos šalyse, galima atmesti antrąją nulinę hipotezę ((2) **Hipotezė 0:** *Nėra reikšmingo finansinių rodiklių skirtumo prieš ir po pirminį viešą akcijų siūlymą atliktą Baltijos šalyse*) šiems finansiniams rodikliams – turto grąžai, investicijų koeficientui, veiklos pinigų srautų ir viso turto santykiui ir finansiniam svertui. Naudojant statistinius testus apskaičiuotos p reikšmės visais analizuotais laikotarpiais buvo mažesnės nei pasirinktas reikšmingumo lygis 0,05. Todėl šiems rodikliams priimama (2) **Hipotezė 1:** *Yra reikšmingas finansinių rodiklių skirtumas prieš ir po pirminį viešą akcijų siūlymą atliktą Baltijos šalyse* ir teigiama, jog šie rodikliai pasikeitė

reikšmingai po pirminio viešo akcijų siūlymo. Kitiems rodikliams (pardavimų augimas ir pelno marža) antroji nulinė hipotezė gali būti atmetama tik tais laikotarpiais, kuriais stebimas reikšmingas rodiklių skirtumas.

Apibendrinant, tyrimo rezultatai, rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas, atliktas Baltijos regione, turi reikšmingą ir ilgalaikį poveikį įmonių finansiniams rodikliams. Turto grąžos, investicijų koeficiento, veiklos pinigų srautų santykio su visu turtu ir finansinio sverto rodikliai visais analizuotais laikotarpiais po pirminio viešo akcijų siūlymo reikšmingai skiriasi, lyginant su laikotarpiu prieš pirminį viešą akcijų siūlymą. Pardavimų augimo bei pelno maržos rodikliai po pirminio viešo akcijų siūlymo reikšmingai skiriasi, lyginant su laikotarpiu prieš pirminį viešą akcijų siūlymą, trumpuoju laikotarpiu.

3.4 Koreliacinė bei regresinė pirminio viešo akcijų siūlymo bei atrinktų finansinių rodiklių analizė

Atlikus skirtingų laikotarpių porų palyginimą naudojant t-testą arba Wilcoxon testą svarbu suprasti kaip pirminio viešo akcijų siūlymo ryšį su analizuojamais finansiniais rodikliais. Atliekant koreliacinę analizę siekiame ištirti galimas linijines sąsajas tarp pirminio viešo akcijų siūlymo ir pasirinktų finansinių rodiklių. Naudojant koreliacijos koeficientus galima kiekybiškai įvertinti šių santykių stiprumą ir kryptį. Koreliacinė analizė leidžia nustatyti ne tik ar analizuojamose grupėse yra reikšmingi skirtumai, bet ir tai, kiek pirminis viešas akcijų platinimas buvo susijęs su finansinės veiklos rodiklių pokyčiais laikui bėgant. Žemiau pateikiama koreliacinės analizės rezultatais.

22 lentelė

Koreliacinės analizės rezultatų apžvalga

		Pardavimų augimas	Pelno marža	Turto grąža	Investicijos	Veiklos pinigų srautų bei viso turto santykis	Finansinis svertas
Pirminis viešas akcijų siūlymas	Pearso koreliacijos koeficientas	0.097	0.031	0.029	-0.119	0.108	-0.725
	p-reikšmės	0.12	0.611	0.636	0.051	0.077	<0.001

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

Pardavimų augimas, vienas pagrindinių įmonės veiklos rodiklių, rodo silpną teigiamą koreliaciją su pirminiu viešu akcijų siūlymu. Nors atlikta koreliacinė analizė rodo galimą pardavimų padidėjimą po pirminio viešo akcijų siūlymo, statistinio reikšmingumo trūkumas reiškia, kad kiti veiksniai taip pat gali prisidėti prie pardavimų augimo po pirminio viešo akcijų siūlymo. Panašiai ir pelno maržos bei turto grąžos rodikliai rodo minimalią teigiamą koreliaciją su pirminiu viešu akcijų siūlymu. Šių rodiklių silpnos koreliacijos su pirminiu viešu akcijų

siūlymu rodo, kad įmonės išėjimo į viešumą poveikį šiems finansiniams aspektams gali riboti arba paveikti kiti kintamieji, kurie nėra įtraukti į analizę.

Investicijų koeficientas rodo silpną neigiamą koreliaciją su pirminiu viešu akcijų siūlymu ir artėja prie statistinio reikšmingumo. Ši išvada rodo tendenciją, kad įmonės, vykdančios pirminį viešą akcijų siūlymą, gali skirtingai skirstyti kapitalą po pirminio viešo akcijų siūlymo. Be to, veiklos pinigų srauto ir turto santykis turi silpną teigiamą koreliaciją su pirminiu viešu akcijų siūlymu. Nors tai nėra statistiškai reikšminga, tai rodo, kad pirminį viešą akcijų siūlymą atlikusios įmonės gali pastebėti veiklos efektyvumo ar grynujų pinigų generavimo pagerėjimą, palyginti su jų turto baze, o tai gali reikšti padidėjusį stabilumą ar pelningumą po pirminio viešo akcijų siūlymo.

Stipri neigiama koreliacija kartu su dideliu statistiniu reikšmingumu pabrėžia stiprų finansinio svarto bei pirminio viešo akcijų siūlymo koreliaciją. Pastebimą tendenciją, jog Baltijos šalyse pirminį viešą akcijų siūlymą atlikusios įmonės linkusios mažinti savo finansinį svartą po pirminio viešo akcijų siūlymo. Šis finansinio svarto sumažėjimas gali būti siejamas su įvairiais veiksniais, įskaitant poreikį stiprinti balansą, laikytis norminių reikalavimų arba pagerinti kreditingumą siekiant pritraukti investuotojus.

Įvertinus koreliaciją tarp atrinktų finansinių rodiklių bei pirminio viešo akcijų siūlymo atlikto Baltijos šalyse, galima atmesti antrąją nulinę hipotezę (**(3) Hipotezė 0: Finansinių rodiklių svyravimai po pirminio viešo akcijų siūlymo nekoreliuoja su pirminiu viešu akcijų siūlymu.**) tik finansinio svarto rodikliui. Atliekant koreliacinę analizę aptikta stipri ir statistiškai reikšminga koreliacija tarp pirminio viešo akcijų siūlymo bei finansinio svarto. Todėl šiam rodikliui priimama **(3) Hipotezė 1: Finansinių rodiklių svyravimai po pirminio viešo akcijų siūlymo koreliuoja su pirminiu viešu akcijų siūlymu.** Kitiems analizuotiems finansiniams rodikliams antroji nulinė hipotezė nėra atmetama, o tai reiškia, jog finansinių rodiklių svyravimai po pirminio viešo akcijų siūlymo nekoreliuoja su pirminiu viešu akcijų siūlymu.

Pirminis viešas akcijų siūlymas neturi stiprios statistiškai reikšmingos koreliacijos su daugeliu finansinių rodiklių – pardavimų augimas, pelno marža, turto grąža, Investicijų koeficientas, veiklos pinigų srautų bei viso turto santykis. Tačiau, pastebimas finansinio svarto sumažėjimas reikšmingai koreliuoja su pirminiu viešu akcijų siūlymu Baltijos šalyse.

Regresinė analizė yra statistinis metodas, naudojamas tirti ryšį tarp vieno priklausomo kintamojo ir vieno ar daugiau nepriklausomų kintamųjų. Taigi, šis tyrimas padeda suprasti, kaip nepriklausomų kintamųjų (finansinių rodiklių) pokyčiai yra susiję su priklausomu kintamuoju (pirminiu viešu akcijų siūlymu). Šio ryšio stiprumas ir pobūdis matuojami naudojant statistinius rodiklius, pvz., R kvadratą. Tolimesniame tyrime atliekant analizę buvo taikytas regresinės analizės modelis, siekiant ištirti kaip pirminis viešas akcijų siūlymas paveikė pasirinktus finansinius rodiklius - pardavimų augimą, pelno maržą, turto grąžą, investicijų koeficientą, veiklos

pinigų srautų ir viso turto santykį, ir finansinį svertą. Toliau lentelėje pateikiama regresijos analizės rezultatų apžvalga.

23 lentelė

Regresinės analizės rezultatų apžvalga

	R ²	ANOVA p-reikšmė	Reikšmingumo kriterijus
Pardavimų augimas	0.009	0.120	
Pelno marža	0.001	0.611	
Turto grąža	0.001	0.636	<0.05
Investicijos	0.014	0.051	
Veiklos pinigų srautų bei viso turto santykis	0.120	0.770	
Finansinis svertas	0.526	0.001	

Šaltinis: sudaryta autorės, remiantis atliktu tyrimu

1. **Pardavimų augimas** - labai maža R kvadrato reikšmė 0,009 rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas paaiškina tik 0,9% pardavimų augimo pokyčio. Tai rodo, kad kiti veiksniai, kurie nėra įtraukti į modelį, galėjo įtakoti pardavimų augimo svyravimus prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo. ANOVA p reikšmė 0,12 reiškia, kad pirminis viešas akcijų siūlymas nepaaiškina pardavimų augimo skirtumo.
2. **Pelno marža:** itin žema R kvadrato reikšmė 0,001 rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas paaiškina tik 0,1% pelno maržos pokyčio. Tai rodo, kad kiti veiksniai, kurie nėra įtraukti į modelį, galėjo įtakoti pelno maržos pokyčius. ANOVA p reikšmė 0,611 taip pat patvirtina, kad bendras modelis nėra statistiškai reikšmingas aiškinant pelno maržos pokyčius. Tai reiškia, kad pirminis viešas akcijų siūlymas reikšmingai nepaaiškina pelno maržos svyravimų.
3. **Turto grąža** - labai maža R kvadrato reikšmė 0,001 rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas paaiškina tik 0,1% turto grąžos pokyčio. Tai rodo, kad turto grąžą gali lemti kiti į modelį neįtraukti veiksniai. ANOVA p reikšmė 0,636 patvirtina, kad bendras modelis nėra statistiškai reikšmingas aiškinant turto vertės pokyčius. Tai reiškia, kad pirminis viešas akcijų siūlymas reikšmingai nepaaiškina turto grąžos svyravimų.
4. **Investicijų koeficientas** - vidutinė 0,014 R kvadrato reikšmė rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas paaiškina tik 1,4% investicijų koeficiento pokyčio. ANOVA p reikšmė 0,051 rodo, kad bendras modelis yra statistiškai nereikšmingas aiškinant investicijų koeficiento pokyčius. Tačiau svarbu atkreipti dėmesį, jog ANOVA p reikšmė yra ribinė. Tai reiškia, kad kartu pirminis viešas akcijų siūlymas gali iš dalies paaiškinti investicijų santykio pokyčius.
5. **Veiklos pinigų srautų ir viso turto santykis** - santykinai didesnė R kvadrato reikšmė 0,12 rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas paaiškina apie 12% veiklos pinigų srautų ir viso turto santykio pokyčio. Tačiau aukšta ANOVA p reikšmė 0,77 rodo, kad bendras modelis

nėra statistiškai reikšmingas aiškinant šio santykio pokyčius. Tai reiškia, kad pirminis viešas akcijų siūlymas nepateikia reikšmingo paaiškinimo dėl veiklos pinigų srautų ir viso turto santykio skirtumų.

6. **Finansinis svertas** - Ypač didelė R kvadrato vertė 0,526 rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas paaiškina apie 52,6% finansinio sverto pokyčio. Tai rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas turi didelę įtaką finansiniam svertui. ANOVA p reikšmė 0,001 patvirtina, kad bendras modelis yra statistiškai reikšmingas paaiškinant finansinio sverto svyravimus. Todėl galima teigti, jog pirminis viešas akcijų siūlymas yra reikšmingas finansinio sverto svyravimų paaiškinimas.

Kai kurie finansiniai rodikliai (finansinis svertas) rodo stipresnę ryšį su pirminiu viešu akcijų siūlymu, kiti finansiniai rodikliai rodo silpnesnius arba nereikšmingus ryšius (pvz., pardavimų augimas, pelno marža, turto grąža, veiklos pinigų srautų ir viso turto santykis). Taigi, nors pirminis viešas akcijų siūlymas įtakoja finansinių rodiklių pokyčius, tai nėra vienintelis veiksnys lemiantis šiuos pokyčius.

IŠVADOS

1. Esminis kiekvienos įmonės augimo aspektas - poreikis pritraukti išorinius finansinius išteklius, ypač tais atvejais, kai vidiniai resursai tampa nepakankami. Vienas iš būdų tai įgyvendinti yra pirminis viešas akcijų siūlymas, kuriuo įmonė gali pereiti nuo privačios į viešą įmonę, pritraukdama investuotojus per vertybinių popierių biržą. Norint efektyvaus investuotojų pritraukimo per pirminį viešą akcijų siūlymą, pabrėžiama investuotojams skleidžiamos informacijos svarba, siekiant sukurti pasitikėjimą įmone.
2. Įmonės finansavimo stilius lemia jos finansinį tvirtumą ir plėtros trajektoriją. Vadovai, renkantis finansavimo būdus, turi atsižvelgti į kapitalo kainą, riziką ir suderinti su ilgalaikiu strateginiu įmonės planu. Skolinimosi tipų vertinimas - nuo akcininkų pinigų iki banko skolos - yra būtinas, kad struktūra atitiktų įmonės poreikius. Finansavimas gali būti vidinis (pelno panaudojimas) arba išorinis (iš investuotojų). Palyginus su kitais kapitalo pritraukimo būdais, pirminio viešo akcijų siūlymo pagrindinis pranašumas yra akcininkų turto pavertimas likvidžiu bei prieiga prie didelės, beveik neišsemiamos finansavimo rinkos. Tuo tarpu pagrindinis minusas yra - senų akcininkų visiškos kontrolės praradimas.
3. Pirminio viešo akcijų siūlymo teorijos padeda suprasti ir analizuoti pirminio viešo akcijų siūlymo proceso dinamiką ir pasekmes. Signalo teorija siekia mažinti agentų ir akcininkų konfliktus, o agentūros teorija orientuojasi į sprendimus, kuriais būtų išvengta šių konfliktų. Galimybių lango hipotezė pateikia būdus, kaip pasinaudoti palankiomis rinkos sąlygomis. Bendrai šios teorijos akcentuoja strateginių sprendimų svarbą prieš, per, ir po pirminį viešą akcijų siūlymą. Efektyviai vadovaujantis šiomis teorijomis, įmonės gali didinti savo sėkmingo viešo pasiūlymo galimybes. Teorijų bendras poveikis tampa lemiamu faktoriumi formuojant pirminio viešo akcijų siūlymo sėkmę, įvertinant investuotojų suvokimą ir numatant ilgalaikius rezultatus po pasiūlymo.
4. Investuotojams svarbu suprasti pirminio viešo akcijų siūlymo veiksnis, kad galėtų taktiškai planuoti savo investicijų laiką. Rinkos sąlygos, įmonės specifiška ir reguliacinė aplinka yra lemiami kintamieji į kuriuos investuotojai atsižvelgia vertindami riziką ir grąžą naujai rinkoje kotiruojamose įmonėse. Ši informacija leidžia investuotojams kurti savo investicijų strategijas ir optimaliai valdyti riziką. Kita vertus, įmonėms, planuojančioms pirminį viešą akcijų siūlymą, svarbūs tiek vidiniai, tiek išoriniai veiksniai. Vidiniai veiksniai, tokie kaip įmonės finansinė padėtis ir valdymo sprendimai, bei išoriniai veiksniai, tokie kaip rinkos dydis ir investuotojų finansinis raštingumas, turi didelę įtaką sėkmingam pirminio viešo akcijų siūlymo procesui. Ši kompleksiška veiksmų sąveika lemia įmonės galimybę pritraukti kapitalą, didinti akcininkų turto likvidumą, gerinti reputaciją ir sukurti verslo operacijoms vertingą valiutą. Ekonominis neapibrėžtumas, ypač

krizės ar pandemijos metu, ir investuotojų nuotaikos bei rinkos sentimentas gali turėti įtakos pirminio viešo akcijų siūlymo veiklai.

5. Pirminis viešas akcijų siūlymas turi įvairių pasekmių jos finansinei aplinkai. Tyrimai dažniausiai rodo, kad šis procesas susijęs su įmonės pelningumo, investicijų, vertės ir veiklos rodiklių sumažėjimu. Tačiau, kai kurie prieštaringi tyrimai parodo, kad sėkmingai atlikus pirminį viešą akcijų siūlymą, pelningumas gali augti. Nepaisant dažnai pastebimo pelningumo mažėjimo po viešo akcijų siūlymo, svarbu pripažinti, jog tai yra tik vienas iš daugelio veiksnių, galinčių paveikti įmonės finansinę padėtį šio proceso metu.
6. Baltijos šalių vertybinių popierių biržos susiduria su akcinių bendrovių pritraukimo į vertybinių popierių biržą problema. Šalyse vyksta santykinai mažas skaičius pirminių viešų akcijų siūlymų. Tai yra pagrindinė vertybinių popierių biržos problema Baltijos regione, o moksliniu požiūriu – tai neiširta ir neplėtojama aktuali ekonominė problema, kuri turėtų būti analizuojama ir tiriama.
7. Pirminis viešas akcijų siūlymas keičia įmonių finansinius rodiklius - įmonės, kurios ruošiasi vykdyti pirminį viešą akcijų siūlymą, parodo didesnius pardavimų augimo tempus, didesnę pelno maržą, turto grąžą ir veiklos pinigų srautų bei viso turto santykį, lyginant su rinka. Jos taip pat demonstruoja mažesnes investicijas ir finansinį svertą, taip tikslingai pasirinkdamos pirminio viešo akcijų siūlymo laiką, siekdamos pritraukti investuotojus.
8. Po pirminio viešo akcijų siūlymo, įmonių pardavimų augimas išlieka aukštesnis nei rinkos vidurkis, tačiau yra labiau nepastovus. Pelno marža, turto grąža, investicijų apimtis ir veiklos pinigų srautų bei viso turto santykis susilygina su kontrolinės grupės rodikliais, taigi šie rodikliai nėra labai paveikiami pirminio viešo akcijų siūlymo. Įmonėse, kurios atliko pirminį viešą akcijų siūlymą finansinis svertas yra mažesnis ir nuolat mažėja, o tai rodo, kad pritrauktas kapitalas naudojamas skolų mažinimui.
9. Tyrimo rezultatai, gauti naudojant Wilcoxon bei t testus, rodo, kad pirminis viešas akcijų siūlymas, atliktas Baltijos regione, turi reikšmingą ir ilgalaikį poveikį įmonių finansiniams rodikliams. Turto grąžos, investicijų koeficiento, veiklos pinigų srautų santykio su visu turtu ir finansinio sverto rodikliai demonstruoja reikšmingą skirtumą visais analizuotais laikotarpiais po pirminio viešo akcijų siūlymo. Tuo tarpu pardavimų augimo bei pelno maržos rodikliai po pirminio viešo akcijų siūlymo reikšmingai skiriasi trumpuoju laikotarpiu.
10. Pirminis viešas akcijų siūlymas neturi stiprios statistiškai reikšmingos koreliacijos su daugeliu finansinių rodiklių – pardavimų augimas, pelno marža, turto grąža, investicijų koeficientas, veiklos pinigų srautų bei viso turto santykis. Tačiau, pastebimas finansinio sverto sumažėjimas reikšmingai koreliuoja su pirminiu viešu akcijų siūlymu Baltijos šalyse.

11. Finansinis svertas rodo stipriausią ryšį su pirminiu viešu akcijų siūlymu, lyginant su kitais pasirinktais finansiniais rodikliais. Kiti analizuoti finansiniai rodikliai (pardavimų augimas, pelno marža, turto grąža, veiklos pinigų srautų ir viso turto santykis, investicijų koeficientas) neturi stipraus ryšio su pirminiu viešu akcijų siūlymu, taigi nors pirminis viešas akcijų siūlymas įtakoja finansinių rodiklių pokyčius, tai nėra vienintelis veiksnys lemiantis šiuos pokyčius.

PASIŪLYMAI

Atliekant tolimesnius tyrimus apie pirminio viešo akcijų siūlymo įtaką įmonės finansiniams rezultatams Baltijos šalyse siūloma atliekamą analizę papildyti šiais punktais:

1. **Į analizės imtį įtraukti papildomus kintamuosius**, tokius kaip konkrečios pramonės šakos rodikliai, rinkos konkurencingumas, technologijų pažanga, reguliacijos pokyčiai, valdymo kokybė, ekonominės aplinkos rodikliai ir t.t. Įtraukus šiuos kintamuosius galima nustatyti kokie kintamieji įtakoja finansinių rodiklių pokyčius Baltijos šalyse bei kokią dalį tokių pokyčių paaiškina pirminis viešas akcijų siūlymas.
2. **Praplėsti laikotarpį prieš ir po pirminio viešo akcijų siūlymo** – išplėstas laikotarpis prieš pirminį viešą akcijų siūlymą gali suteikti papildomų įžvalgų dėl įmonės pasiruošimo atlikti pirminį viešą akcijų siūlymą (galbūt įmonės finansiniai rodikliai keičiasi keli metai prieš pirminį viešą akcijų siūlymą tam, kad įmonės geriau pasirodytų per pirminį viešą akcijų siūlymą bei pritrauktų daugiau investuotojų dėmesio). Analizuojant ilgesnį laikotarpį po pirminio viešo akcijų siūlymo galima pamatyti ilgesnes finansinių rodiklių ir įmonės veiklos tendencijas.
3. **Atlikti palyginimą tarp įvairių sektorių** – įmonių, kurios atliko pirminius viešus akcijų siūlymus skirtinguose sektoriuose Baltijos šalyse, palyginimas gali suteikti vertingų įžvalgų apie skirtinguose sektoriuose veikiančių įmonių finansinių rezultatų bei pirminio viešo akcijų siūlymo sąsajas. Galbūt skirtinguose sektoriuose veikiančios įmonės finansiniai rezultatai yra skirtingai paveikiami pirminio viešo akcijų siūlymo.
4. **Atlikti papildomą kokybinę analizę** – kiekybinio tyrimo papildymas kokybine analize bei įžvalgomis, gautomis per interviu, iš įmonės vadovų, kurie organizavo pirminį viešą akcijų siūlymą Baltijos šalyse, gali papildyti atliekamą tyrimą. Toks papildymas leistų analizuoti kaip finansiniai rodikliai yra paveikiami pirminio viešo akcijų siūlymo tiek ruošiantis tokiam žingsniui tiek po jo. Kokybiniai duomenys taip pat gali suteikti konteksto ir paaiškinti pastebėtus ryšius tarp finansinių rodiklių ir pirminio viešo akcijų siūlymo.
5. **Išplėsti imtį** – tai gali apimti geografinę imties išplėtimą (pvz.: pirminiai vieši akcijų siūlymai atlikti Baltijos bei Šiaurės Europos regione, arba Lietuvos Respublikoje registruotų įmonių pirminiai vieši akcijų siūlymai atlikti ne Baltijos šalių biržose ir t.t.) ar laikotarpio išplėtimą. Kadangi pirmųjų viešų akcijų siūlymas Baltijos šalyse yra labai ribotas, išplėtus imtį galima tvirčiau vertinti ar ryšys tarp pirminio viešo akcijų siūlymo bei įmonės finansinių ir veiklos rodiklių tikrai egzistuoja.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. Anderson, S., Beard, T. R., & Born, J. A. (2012). *Initial Public offerings: Findings and theories*. New York: Kluwer Academic Publishers.
2. Arthurs, J. D., Busenitz, L. W., Hoskisson, R. E., & Johnson, R. A. (2009). Signaling and Initial Public Offerings: The Use and Impact of the Lockup Period. *Journal of Business Venturing*, 360-372.
3. Bafera, J., & Kleinert, S. (2022). Signaling Theory in Entrepreneurship Research: A Systematic Review and Research Agenda. *Entrepreneurship Theory and Practice* , 47(6).
4. Bateni, L., & Asghari, F. (2014). Study of Factors Affecting the Initial Public Offering (IPO) Price of the Shares on the Tehran Stock Exchange. *Research in World Economy*, 5(2), 68-73.
5. Boguslauskas, V., Bliekienė, R., Grondskis, G., & Maksvytis, L. (2010). *Ekonometrija. Regresijos modeliai. Laboratoriniai darbai*. Kaunas: Technologija.
6. Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of finance*, 36(1), 399-436.
7. Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Nandy, D. K. (2011). How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface. *The Review of Financial Studies*, 24(12), 4037-4090.
8. Choudhry, M. (2010). *An introduction to bond markets*. Wiley.
9. Daily, C. M., Certo, S., & Dalton, D. R. (2005). Investment bankers and IPO pricing: does prospectus information matter? *Journal of Business Venturing*, 20(1), 93-111.
10. Davidson, W. N., Bouresli, A. K., & Singh, M. (2006). Agency costs, ownership structure, and corporate governance in pre-and post-IPO firms. *Corporate Ownership & Control*, 3(3), 88-95.
11. Daxhammer, R. J., Resch, ., & Schacht, . (2017). *Initial public offerings - an inside view*. München: UVK Verlagsgesellschaft mbH mit UVK.
12. Demir, E., García-Gomez, C. D., Díez-Esteban, J. M., & Farinha, J. B. (2023). How does uncertainty impact IPO activity? International evidence . *Finance Research Letters* , 1-12.
13. Draho, J. (2004). *The IPO decision - Why and how companies go public*. Cornwall: MPG Books Ltd. .
14. Ellis, K., Michaely, R., & O'Hara, M. (1999). *A Guide to the Initial Public Offering Process*. Ithaca: Cornell University Ithaca NY.
15. Feldman, D. N., & Dresner, S. (2009). *Reverse Mergers and other alternatives to traditional IPOs*. Bloomberg Press.

16. Francis, B. B., Hasan, I., Lothian, J. R., & Sun, X. (2010). The Signaling Hypothesis Revisited: Evidence from Foreign IPOs. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1), 81-106.
17. Gajewski, J.-F., & Gresse, C. (2006). *A Survey of the European IPO Market*. European Capital Markets Institute.
18. Gomez, C. (2008). *Financial markets, institutions, and financial services*. New Delhi: PHI Learning Pvt. Ltd.
19. NYSE Group (2023). *NYSE IPO Guide*. Miami: Caxton Business & Legal, Inc.
20. Hoechle, D., & Schmid, M. (2007). Which, why, and for how long do IPOs underperform? *SSRN Electronic Journal*.
21. Hofstrand, D. (2022, Kovas). Types and sources of financing for start-up businesses. *Ag Decision Maker*.
22. Honjo, Y. (2020). Public or perish? From founding to initial public offering. *Review of Managerial Science*, 1573-1610.
23. Ibbotson, R. G., & Ritter, J. R. (1995). *Initial Public Offerings*. Elsevier Science.
24. Ivanov, V., & Lewis, C. M. (2008). The determinants of market-wide issue cycles for initial public offerings. *Journal of Corporate Finance*, 567-583.
25. Jain, B. A., & Kini, O. (1994). The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms. *The Journal of Finance*, 49, 1699-1726.
26. Jamaani, F., & Alidarous, M. (2019). Review of Theoretical Explanations of IPO Underpricing. *Journal of Accounting, Business and Finance Research*, 6, 1-18.
27. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
28. Khan, H. A. (2020). Analysis of the Company's Financial Performance before and after the Company Conducts an Initial Public Offering . *Proceedings of the International Conference on Culture Heritage, Education, Sustainable Tourism, and Innovation Technologies*, 179-184.
29. Kumar, K. N., Hawaldar, I. T., & Mallikarjunappa, T. (2018). Windows of opportunity and seasoned equity offerings: An empirical study. *Cogent Economics & Finance*, 6(1).
30. Larrain, B., Phillips, G. M., Sertsios, G., & Urzua, F. (2023). *The Effects of Going Public on Firm Profitability and Strategy*. Hanover: Dartmouth College.
31. Latham, S., & Braun, M. R. (2010). To IPO or Not To IPO: Risks, Uncertainty and the Decision to Go Public. *Special Issue: An international forum advancing theory and research*, 21(3), 666-683.
32. Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.

33. Lewis, C. M., Seward, J. K., & Foster-Johnson, L. (2000). Busted IPOs and Windows of Misopportunity. Amos Tuck School of Business Administration.
34. Loughran, T., & Ritte, J. R. (1997). The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *The Journal of Finance*, 52(5), 1823-1850.
35. Lowry, M. (2003). Why does IPO volume fluctuate so much? *Journal of Financial Economics*, 67, 3-40.
36. Mahjan, S. (2020). Capital structure and financing. In S. Mahjan, *Corporate finance* (pp. 176-213). Cambridge University Press.
37. Mehmood, W., Mohd-Rashid, R., & Ahmad, A. (2020). The variability in IPO issuance: evidence from Pakistan stock exchange. *Global business review*, 1-16.
38. Mehmood, W., Mohd-Rashid, R., Ong, C. Z., & Abbas, Y. A. (2021). Factors driving IPO variability: evidence from Pakistan stock exchange. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 26(52), 300-316.
39. Morrisette, S. G. (2007). A Profile of Angel Investors. *The Journal of Private Equity*, 10(3), 52-66.
40. Nasdaq. (2015). Pirminiai vieši akcijų siūlymai (IPO) Baltijos šalių ekonomikai skatinti. Vilnius: Nasdaq.
41. Nasdaq. (2021). The Listing Rules of AB Nasdaq Vilnius . Vilnius.
42. Nasdaq. (2024). Initial public offering (IPO). <https://www.nasdaq.com/glossary/i/initial-public-offering>
43. Omran, M., & Pointon, J. (2001). Does the inflation rate affect the performance of the stock market? The case of Egypt. *Emerging markets review*, 2(3), 263-279.
44. Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 27-64.
45. Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10.
46. Ritter, J. R. (1991). The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of finance*, 3-27.
47. Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*, 1795-1828.
48. Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63, 134-139.
49. Rudianto, D. (2021). Measuring the Financial Performance Prior and After the Initial Public Offering (IPO) of Companies Listed in the Indonesian Stock Exchange (IDX). *Proceedings of the International Conference on Strategic Issues of Economics, Business and, Education*. 163, pp. 231-237. Atlantis Press.

50. Shapiro, S. S., & Wilk, M. B. (1965). An Analysis of Variance Test for Normality (Complete Samples). Oxford University Press on behalf of Biometrika Trust, 591-611.
51. Svetek, M. (2022). Signaling in the context of early-stage equity financing: review and directions. *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 24(1), 71-104.
52. Szuper, K. (2023). Post IPO innovative firm performance. *Scientific papers of Silesian University of Technology*.
53. Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.
54. Wahyono, B. (2018). Financial Performance Analysis of SMEs Before and After Initial Public Offering (IPO) on the Indonesia Stock Exchange (IDX). *Jurnal Pendidikan Bisnis dan Ekonomi*, 4(2), 87-91.

ANALYSIS OF THE IMPACT OF THE INITIAL PUBLIC SHARE OFFERING ON COMPANY FINANCIAL RESULTS IN THE BALTIC COUNTRIES

Monika Sinkevičiūtė

Master thesis

Accounting and Financial Management study programme

Vilnius University, Faculty of Economics and Business Administration

Supervisor – Assoc. Prof. Živilė Simonaitytė

Vilnius, 2024

SUMMARY

77 pages, 23 tables, 6 pictures, 54 references.

The purpose of the master's thesis is to investigate how the initial public offering of shares, carried out by companies operating in the Baltic States, affects the company's financial indicators.

The work consists of three main parts: literature analysis, methodology of the conducted research and research result presentation.

Literature analysis presents a definition of initial public offering, describes process of initial public offering and its role and place in the company's financing structure, introduces initial public offering theories, provide insights on why companies go public and analyses research made on the topic how initial public offering affects company's financial results.

In the second and third part of the thesis, author has carried out a study how initial public offering, made in Baltic states, affects company's financial results. 21 companies, that performed initial public offering in the Baltic states, met the established criteria and was selected for further study. The main purpose of the study was to determine whether initial public offering, done in Baltic states, affect selected financial ratios in the period until 5 years after the initial public offering. To eliminate general market influence on company's financial performance, control group was selected, consisting of companies that did not perform an initial public offering. The results of the research were statistically processed with the SPSS programme. Various statistical tests were used in the study to determine normality of data set (Shapiro-Wilk test), difference between two means (Wilcoxon and t tests), correlation between initial public offering and changes in company's financial ratios and perform a regression analysis.

Performed research shows inconsistent results between selected financial ratios. While certain financial ratios (i.e. net income margin) were found to be not materially affected by the initial

public offering. Others were proven to have a statistical difference before and after initial public offering and even have a material correlation (financial leverage).

The conclusions and recommendations provide a concise overview of the main ideas extracted from the literature analysis, along with the outcomes of the research conducted. With this research very unpopular research topic in Baltic states was touched, drawing attention on effects of initial public offering on company's financial performance, which can have significant implications for investors, policymakers, and corporate decision-makers. Furthermore, these findings contribute to the broader understanding of financial markets and corporate finance in the Baltic states, providing valuable knowledge for both academic research and practical applications.

PIRMINIO VIEŠO AKCIJŲ SIŪLYMO ĮTAKOS ĮMONĖS FINANSINIAMS REZULTATAMS ANALIZĖ BALTIJOS ŠALYSE

Monika Sinkevičiūtė

Magistro baigiamasis darbas

Apskaitos ir finansų valdymo studijų programa

Vilniaus Universitetas, Ekonomikos ir Verslo Administravimo Fakultetas

Darbo vadovė – Asist.dr. Živilė Simonaitytė

Vilnius, 2024

SANTRAUKA

77 puslapiai, 23 lentelės, 6 paveikslai, 54 literatūros šaltiniai.

Darbo tikslas. Ištirti, kaip pirminis viešas akcijų siūlymas, atliktas Baltijos šalyse veikiančių įmonių, įtakoja įmonės finansinius rodiklius.

Darbą sudaro trys pagrindinės dalys: literatūros analizė, atlikto tyrimo metodika ir tyrimo rezultatų pristatymas.

Literatūros analizėje pateikiamas pirminio viešo akcijų siūlymo apibrėžimas, aprašomas pirminio viešo akcijų siūlymo procesas ir jo vaidmuo bei vieta įmonės finansavimo struktūroje, supažindinama su pirminio viešo akcijų siūlymo teorijomis, pateikiamos išvalgos, kodėl įmonės išeina į biržą ir analizuojami tyrimai, atlikti šia tema (kaip pirminis viešas akcijų siūlymas įtakoja įmonės finansinius rezultatus).

Antroje ir trečioje darbo dalyse autorė atliko tyrimą, kaip Baltijos šalyse vykdomas pirminis viešas akcijų siūlymas įtakoja įmonės finansinius rezultatus. 21 įmonė, vykdžiusi pirminį viešąjį siūlymą Baltijos šalyse, atitiko nustatytus kriterijus ir buvo atrinkta tolesniam tyrimui. Pagrindinis tyrimo tikslas buvo nustatyti ar pirminis viešas akcijų siūlymas, įvykdytas Baltijos šalyse, įtakoja pasirinktus finansinius rodiklius laikotarpiu iki 5 metų po pirminio viešo akcijų siūlymo. Siekiant pašalinti bendrą rinkos įtaką įmonės finansiniams rezultatams, buvo pasirinkta kontrolinė grupė, kurią sudaro bendrovės, kurios neįvykdė pirminio viešo akcijų siūlymo. Tyrimo rezultatai statistiškai apdoroti SPSS programa. Tyrimo metu buvo naudojami įvairūs statistiniai testai, siekiant nustatyti duomenų rinkinio normalumą (Shapiro-Wilk testas), dviejų vidurkių skirtumą (Wilcoxon ir t testai), koreliaciją tarp pirminio viešo akcijų siūlymo ir įmonės finansinių rodiklių pokyčių bei atlikti regresinę analizę.

Atlikti tyrimai rodo nenuoseklius rezultatus tarp pasirinktų finansinių rodiklių. Nors nustatyta, kad tam tikriems finansiniams rodikliams (pvz. grynajai pajamų maržai) pirminis viešas akcijų siūlymas esminės įtakos neturėjo. Buvo įrodyta, kad kiti įmonių finansiniai rodikliai turi reikšmingą statistinį skirtumą prieš ir po pirminio viešo siūlymo ir netgi turi statistiškai reikšmingą koreliaciją (pvz. finansinis svertas).

Išvados ir rekomendacijose glaustai apžvelgiamos pagrindinės literatūros analizės idėjos ir atlikto tyrimo rezultatai. Šiuo tyrimu buvo paliesta labai nepopuliari Baltijos šalyse tyrimo tema, atkreipiant dėmesį į pirminio viešo siūlymo poveikį įmonės finansiniams rezultatams, kurie gali turėti reikšmingų pasekmių investuotojams, politikos formuotojams ir įmonių sprendimų priėmėjams. Be to, šios išvados prisideda prie platesnio Baltijos šalių finansų rinkų ir įmonių finansų supratimo, suteikia vertingų žinių tiek akademiniam tyrimams, tiek praktiniam pritaikymui.