

**VILNIAUS UNIVERSITETAS
KAUNO HUMANITARINIS FAKULTETAS**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

Apskaita, finansai ir bankininkystė
Kodas 62404S102

JŪRATĖ STRAVINSKAITĖ

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

**PIRMINIŲ VIEŠŲ VERTYBINIŲ POPIERIŲ SIŪLYMŲ PRADINĖS
KAINOS EFEKTYVUMO TYRIMAS BALTIJOS ŠALYSE**

Kaunas 2010

**VILNIAUS UNIVERSITETAS
KAUNO HUMANITARINIS FAKULTETAS**

FINANSŲ IR APSKAITOS KATEDRA

JŪRATĖ STRAVINSKAITĖ

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

**PIRMINIŲ VIEŠŲ VERTYBINIŲ POPIERIŲ SIŪLYMŲ PRADINĖS
KAINOS EFEKTYVUMO TYRIMAS BALTIJOS ŠALYSE**

Darbo vadovas _____
(parašas)

Doc.dr. Eduardas Freitakas
(darbo vadovo mokslo laipsnis,
mokslo pedagoginis vardas,
vardas ir pavardė)

Magistrantas _____
(parašas)

Darbo įteikimo data _____

Registracijos Nr. _____

Kaunas 2010

TURINYS

| | |
|--|----|
| SANTRUMPŲ SĄRAŠAS | 4 |
| LENTELIŲ SĄRAŠAS..... | 5 |
| PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS..... | 5 |
| ĮVADAS..... | 7 |
| 1. PIRMINIS VIEŠAS SIŪLYMAS, JO ORGANIZAVIMO PROCESAS..... | 9 |
| 1.1. Pirminio viešo siūlymo sąvoka, tikslai ir platinimo būdai | 9 |
| 1.2. Pirminio viešo siūlymo procesas ir įkainojimas..... | 18 |
| 2. BALTIJOS PIRMINIŲ VIEŠŲ SIŪLYMŲ RINKA 2000 – 2010 M. | 32 |
| 2.1. Baltijos biržų analizė | 32 |
| 2.2. Pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų pradinės kainos efektyvumas | 42 |
| 3. PIRMINIŲ VIEŠŲ VERTYBINIŲ POPIERIŲ SIŪLYMŲ PRADINĖS KAINOS EFEKTYVUMO TYRIMAS BALTIJOS ŠALYSE..... | 44 |
| 3.1. Pirminių viešų siūlymų pradinės kainos efektyvumo tyrimo metodika | 44 |
| 3.2. Pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų pradinės kainos efektyvumo rezultatai | 45 |
| IŠVADOS IR PASIŪLYMAI | 60 |
| SANTRAUKA | 63 |
| SUMMARY | 65 |
| LITERATŪROS SĄRAŠAS..... | 66 |
| PRIEDAS..... | 71 |

SANTRUMPŲ SĄRAŠAS

BVP – Bendrasis vidaus produktas

ES – Europos Sąjunga

FMI – Finansų maklerio įmonė(-ės)

IOSCO – Tarptautinė vertybinių popierių komisijų organizacija

SVP – Skolos vertybiniai popieriai

UAB – Uždaroji akcinė bendrovė

VP – vertybiniai popieriai

VPK – Vertybinių popierių komisija

VVP – Vyriausybės (-ių) vertybiniai popieriai

IPO – initial public offering (liet. pirminis viešas siūlymas)

LENTELIŲ SĄRAŠAS

| | |
|---|----|
| 1 lentelė Pirminio viešo pasiūlymo apibrėžimai | 10 |
| 2 lentelė Didžiausi istorijoje pirminiai vieši siūlymai..... | 22 |
| 3 lentelė Pirminiai vieši pasiūlymai JAV 1980 – 2001 metais | 23 |
| 4 lentelė Kompanijų įvykdžiusių pirminius viešus akcijų siūlymus Estijoje (2007), Lietuvoj ir Latvijoje (2005-2008) | 37 |
| 5 lentelė Pagrindinių rodiklių reikšmės..... | 49 |
| 6 lentelė Įvertinimai pagal sektorius | 49 |
| 7 lentelė Priklausomybės įvertinimo rezultatai | 54 |
| 8 lentelė Pirmosios prekybos dienos pajamų vidurkiai | 57 |
| 9 lentelė Koreliacijos ir priklausomybės vertės (1)..... | 57 |
| 10 lentelė Pirmosios prekybos dienos pajamų ir rinkos indekso pasikeitimo vidurkiai | 58 |
| 11 lentelė Koreliacijos ir priklausomybės vertės (2)..... | 58 |

PAVEIKSLŲ SĄRAŠAS

| | |
|---|----|
| 1 pav. Pirminio viešo siūlymo nukainojimas Europoje 1994 – 2001m | 24 |
| 2 pav. Pirminio viešo siūlymo VP kainų polychius | 30 |
| 3 pav. Bendri Baltijos biržų duomenys | 33 |
| 4 pav. Talino biržos duomenys | 34 |
| 5 pav. Rygos biržos duomenys..... | 34 |
| 6 pav. Vilniaus biržos duomenys | 34 |
| 7 pav. Pirminių viešų siūlymų apimtys Baltijos šalyse 2000 – 2010 m..... | 35 |
| 8 pav. Pagrindinių Baltijos rinkos indeksų kitimas 2000 – 2010 m..... | 36 |
| 10 pav. Pirminių viešų siūlymų multiplikatoriaus reikšmės | 39 |
| 11 pav. Pritraukto grynojo kapitalo ir pasikeitusių pajamų reikšmės po pirminio viešo siūlymo. | 40 |
| 12 pav. Pirminių viešų siūlymų sandorių poveikis įmonės veiklos rezultatams | 41 |
| 13 pav. Pradinės siūlomos kainos nukainojimo lygis | 45 |
| 14 pav. Nukainojimo lygis atsižvelgus į tikrąją įmonės vertę vienai akcijai po pirmosios prekybos dienos | 46 |
| 15 pav. Nukainojimo lygis atsižvelgus ir neatsižvelgus tikrąją įmonės vertę vienai akcijai po pirmosios prekybos dienos | 47 |
| 16 pav. Rinkos pakoreguotos pajamos | 48 |
| 17 pav. Nukainojimo vidurkis pagal sektorius..... | 50 |

| | |
|---|----|
| 18 pav. Vidutinė grynojo turto vertė akcijai | 51 |
| 19 pav. Vidutinė uždarymo kaina pagal sektorius | 51 |
| 20 pav. Rinkos pakoreguotos pajamos nuo pasiūlymo pateikimo iki pirmosios prekybos dienos galo | 52 |
| 21 pav. Absoliuti klaidų tikimybė | 52 |
| 22 pav. Nukainojimo lygio palyginimas vertinant atskirus rodiklius | 53 |
| 23 pav. Sudėtinės regresijos grafinė išraiška tarp pirminių viešų siūlymų skaičiaus ir nukainojimo lygio vidurkio tam tikrais metais..... | 55 |
| 24 pav. Nukainojimo lygių vidurkio kitimai 2000 – 2010 m..... | 55 |
| 25 pav. Rinkos pakoreguotų pajamų kitimas 2000 – 2010 m..... | 56 |
| 26 pav. Sudėtinės regresijos grafinė išraiška tarp pirminių viešų siūlymų skaičiaus ir rinkos pakoreguotų pajamų vidurkio tam tikrais metais | 56 |
| 27 pav. Sudėtinės regresijos grafinė išraiška tarp pradinių ir būsimų kainų pasikeitimų | 58 |
| 28 pav. Sudėtinės regresijos grafinė išraiška tarp atidarymo kainos pasikeitimo per pirmąją prekybos dieną ir rinkos indekso pasikeitimo per pirmąją prekybos dieną | 59 |

ĮVADAS

Temos aktualumas. Pirminių viešų siūlymų reikšmė yra itin aktuali finansų krizės nuniokotose rinkose, nes pirmieji vieši vertybinių popierių siūlymai yra alternatyva įprastiniam skolinimuisi ir galėtų išjudinti stagnacijos apimtas rinkas. Jie padėtų kompanijoms pritraukti lėšas bei plėtoti verslus, pritraukiant finansinius išteklius ir nukreipiant juos pelningoms investicijoms ar kitiems poreikiams tenkinti. Sėkmingas pirminis viešas siūlymas kompanijos suteikia ne tik galimybę pritraukti gana dideles garantuotas lėšas, bet ir stabiliai augančias akcijų kainas biržose. Po sėkmingų pirminių viešų siūlymų kompanijos netgi turi geresnes skolinimosi galimybes įprastiniu būdu bei didesnę pasitikėjimą užsienio rinkose. Pirmą kartą įmonės išleidžiami vertybiniai popieriai viešai apyvartai, t.y. įvykdant pirminį viešą siūlymą įmonės gali ne tik susilaukti papildomos reklamos, bet ir atskleisti tikrąją kompanijos padėtį, kartais susilaukiant ir neigiamų pasekmių. Taigi kiekvienai kompanijai svarbu visų pirma objektyviai įvertinti savo galimybes pasinaudoti šiuo alternatyviu finansavimu.

Pasaulyje pirminių viešų siūlymų rinka labai išplėtotą. Po sėkmingo Baltijos biržų susijungimo įmonėms buvo suteikta daugiau galimybių efektyvesniam įsiliejimui į jas. Kompanijoms buvo suteikta platesnės galimybės įgyvendinti jų strateginius tikslus. Paskutiniaisiais dešimtmečiais Baltijos įmonės vis dažniau pradėjo naudoti kapitalo pritraukimo būdą išleidžiant viešai apyvartai vertybinių popierių emisijas.

Darbo objektas – pirminių viešų siūlymų pradinės kainos Baltijos šalyse.

Darbo tikslas – išnagrinėti ir įvertinti pirminio viešo siūlymo pradinės kainos efektyvumą ir ją įtakančius veiksnius Baltijos šalių rinkose.

Šiam tikslui pasiekti išskelti šie svarbiausi **uždaviniai**:

- Išanalizuoti pirminio viešo siūlymo ypatybes, tikslus, privalumus ir trūkumus;
- Išnagrinėti emisijos platinimo būdus bei pirminės viešos emisijos procesą, jos įkainojimo aspektus;
- Atlikti Baltijos biržų pirminės rinkos analizę,
- Atlikti pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų pradinės kainos efektyvumo tyrimą Baltijos šalių rinkose;
- Remiantis atlikta teorijos analizė bei praktiniais tyrimais suformuluoti išvadas ir pasiūlymus.

Darbe naudoti šaltiniai. Norint įgyvendinti užsibrėžtą tikslą bei jį konkretizuojančius uždavinius, buvo nagrinėta Lietuvos ir užsienio autorių periodinė ir mokslinė literatūra bei internetiniuose tinklalapiuose pateikta informacija susijusi su pirminiais viešais siūlymais.

Tyrimo metodai.

Teorinės dalies analizei panaudotas lyginamasis literatūros analizės metodas. Atliekant nagrinėjimą, panaudota įvairių užsienio ir Lietuvos autorių moksliniai bei periodiniai šaltiniai. Atliekant empirinį tyrimą panaudotos Statistica programa, kurios dėka buvo atliktas pirminių viešų siūlymų pradinės kainos efektyvumo tyrimas, atliekant priklausomybės ir sudėtinės regresijos analizę.

Darbo struktūra. Darbas suskirstytas į tris pagrindines dalis. Pirmojoje pateikta pirminio viešo siūlymo samprata, aptartos jo pagrindinės ypatybės. Išskirti pirminio viešo siūlymo būdai, pateikimas pilnas proceso atskleidimas bei išnagrinėti įkainojimo būdai, jų problematikos. Antrojoje dalyje pateikiama Baltijos biržų analizė bei atlikti tyrimai nagrinėjama tematika Baltijos biržose. Trečiojoje dalyje pateikiami pirminių viešų siūlymų pradinių kainų efektyvumo tyrimo, rezultatai, įvertinama pradinės siūlomas pirminių viešų siūlymų kainas įtakojantys veiksniai Baltijos šalyse pagal nustatytas hipotezes. Darbo išvadose ir pasiūlymuose glaustai išdėstyta kaip pavyko pasiekti iškeltą tikslą bei užsibrėžtus uždavinius, kas naujo sužinota iš nagrinėtos teorijos bei atliktų tyrimų analizės, pateiktos pirminių viešų siūlymų perspektyvos ir siūlymai kaip efektyvinti pirminių viešų siūlymų rinkas Baltijos šalyse.

Darbo teorinė ir praktinė reikšmė. Atlikta įvairių autorių pirminių viešų siūlymų analizė leido pateikti pagrindinę informaciją apie pirminių viešų siūlymų ypatybes, procesą, įkainojimą. Analitinė darbo dalis supažindina su esama Baltijos biržų situacija, pristato jau atliktus tyrimus nagrinėjama tematika. Gauti pirminių viešų siūlymų pradinės kainos efektyvumo tyrimo rezultatai gali būti panaudojami tolimesnei šios rinkos analizei. Darbe pateikiama informacija gali būti panaudojamas supažindinant potencialias kompanijas apie Baltijos biržų jiems suteikiamas galimybes.

Rašant šį darbą gana sudėtinga buvo surinkti tikslią informaciją apie pirminius viešus siūlymus Baltijos biržose. Oficialiame Baltijos biržų tinklalapyje informacija apie kai kurias kompanijas nebuvo tiksli, kai kurių įmonių atvejais, informacija buvo netgi nepateikiama arba pateikiama tik vietine kalba. Konsultuojantis su Baltijos vertybinių popierių institucijomis galiausiai buvo atrinktos kompanijos tyrimui. Kitas sudėtingas etapas buvo atliktų tyrimų apie Baltijos pirminių viešų siūlymų rinką paieška. Ši tematika nepakankamai nagrinėjama mokslinėje literatūroje.

Darbo apimtis. Darbo apimtis yra 56 puslapiai. Darbą sudaro trys dalys. Iš viso darbe yra 11 lentelių, 28 paveikslėlis ir 1 priedas. Darbe remtasi 63 literatūros šaltiniai.

1. PIRMINIS VIEŠAS SIŪLYMAS, JO ORGANIZAVIMO PROCESAS

Pirminis viešas siūlymas organizuojamas pirminėje rinkoje. G. Kancerevyčius (2009) pateikia tokį pirminės rinkos apibrėžimą – tai rinka, kurioje tarpininkui ar investuotojui parduodama naują vertybinių popierių emisija, o pajamos iš emisijos išplatinimą atitenka emitentui.¹ (angl. issuers) Šiuo atveju investiciniai bankai veikia kaip tarpininkai. Daugelyje šalių pati firma prekiauti vertybinių popierių biržoje negali pagal įstatymus. Paminėtina, kad dažnai pirminė rinka konkrečios vietos neturi. Sandoriai joje vyksta tik vieną kartą ir tik viena kryptimi. Pirminių rinkų dalyviai dažniausiai būna akcinės bendrovės, norinčios išleisti į apyvartą naujų vertybinių popierių ir taip padidinti savo kapitalą, taip pat investuotojai, pasirošę pirkti šiuos vertybinius popierius. Į apyvartą išleistomis akcijomis ir obligacijomis pirmiausia prekiaujama pirminėje rinkoje kol jos prilygsta visiems kitiems vertybiniais popieriams ir tinka tolesnei rinkai. Pirminė akcijų rinka tęsiasi iki jos apmokėjimo momento, nuo kurio pradedamas mokėti palūkanos. Po to akcijomis prekiaujama antrinėje rinkoje. Toliau bus plačiau aptarta pirminio viešo siūlymo sąvoka, jo organizavimo aspektai, sukuriama vertė.

1.1. Pirminio viešo siūlymo sąvoka, tikslai ir platinimo būdai

Bendri piniginiai pasiūlymai (angl. general cash offerings) yra vertybinių popierių pardavimas visiems suinteresuotiems investuotojams, ne tik jau esantiems akcininkais. (Nors čia kalbama apie akcijų emisijos platinimą viešu būdu, tokiu pačiu principu pasirašoma ir obligacijų emisija). Pirminis viešas pasiūlymas (angl. initial public offering, IPO) yra pirma vieša akcijų emisija. Tokios emisijos vadinamos debiutinėmis, arba nepatyrusiomis naujomis emisijomis (angl. unseasoned new issues), nes iki tol viešai parduotų akcijų apyvartoje nebuvo. Kai juokaujama, kad IPO reiškia „Immediate Profit Opportunities“ (Nedelsiamos pelno galimybės) arba „It's Probably Overpriced“ (, tikriausiai pervertinta“). Vėlesnės emisijos yra vadinamos pakartotomis emisijomis (angl. reoffering, arba seasoned issues).

Pirminis viešas siūlymas ir pakartotina emisija gali būti išimtinai sudaryta iš jau esamų akcijų (pavyzdžiui, steigėjų akcijos, patronuojančios įmonės akcijos) taip pat iš naujų akcijų arba ir naujų ir jau egzistuojančių akcijų. Lėšos gautos už pirminių akcijų pardavimą atitenka pačiai kompanijai. Priešingai nei antrinėje rinkoje, kur gautos lėšos už parduotas akcijas atitenka tiesioginiams akcijų savininkams. Dažniausiai akcininkai neparduoda visų turimų akcijų, o tik jų dalį, kad neprarastų atitinkamo nuosavybės procento įmonėje.

Pirminio viešo siūlymo **tikslus trumpai** galima būtų įvardinti kaip:

¹ Emitentas – tai yra firmos ar finansinės institucijos, kurioms reikalingos lėšos nuosavam kapitalui suformuoti, arba kurios nori skolintis. (KANCEREVYČIUS, G. (2009) Finansai ir investavimas, p.15)

- galimybė esantiems akcininkams parduoti savo dalį
- galimybė padidinti įmonės lėšas (pvz., finansuoti investavimą, kreditą)

Pirminio viešo siūlymo **privalumai**:

- pirminis viešas siūlymas kaip pirmas žingsnis link pakartotinos emisijos, kurios dėka gaunama daug nemokamos reklamos,
- reklama sustiprina įmonės statusą, nes sukelia žiniasklaidos susidomėjimą
- ji taip pat suteikia galimybę įgyvendinti premijos ir pasirinkimo sandorių schemomis, kurios yra susijusios su akcijų kainos antrinėje rinkoje kaip užsienio priemonė.
- labai svarbu, visuomenei vertinimas akcijų užtikrina kad akcijos gali būti naudojami lengvai kaip įsigijimo valiuta;
- sėkmingai įgyvendinus padidina įmonės lėšas.

Pirminio viešo **siūlymo trūkumai**:

- didelės išlaidos;
- griežtas atskleidimas pilnos įmonės veiklos, jos rezultatyvumo, kuo gali pasinaudoti konkurentai.

Visas pirminis viešas siūlymas procesas jį ruošiant ir išleidžiant yra viešas siūlymas. Pirminis viešas siūlymas yra organizuojamas ne tik norint padidinti kapitalą ar leisti išeiti esamiems akcininkams iš įmonės. Pirminis viešas siūlymas gali būti naudingas ir leidžiant pakartotinas didesnes emisijas, taip pat jis suteikia daug viešumo, reklamos įmonei tokiu būdu populiarinant įmonę ir prekiauti didelėm kainom jos vertybiniais popieriais antrinėje rinkoje. Visgi, pirminio viešo siūlymo organizavimo išlaidos yra labai didelės bei įmonė privalo atskleisti itin daug informacijos apie savo veiklą, kuria gali pasinaudoti konkurentai.

Sekančioje lentelėje pateikiami keleto autorių pirminio viešo siūlymo apibrėžimai. (žiūrėti 1 lentelė)

1 lentelė

Pirminio viešo pasiūlymo apibrėžimai

| Šaltinis | Apibrėžimas |
|---|--|
| Oxford dictionary of finance and banking ir Oxford dictionary of business | (Angl. Initial public offering (IPO), flotation) Procesas apimantis pirmą kartą viešai siūlomas įmonės akcijas. Į šį procesą įeina ir privačių ir nacionalinių įmonių akcijų emisija, apimantis sąvokas: prisistatymas, supažindinimas, pasiūlymas, pasiūlymas parduoti, išdėstymas, paskirstymas, vieša emisija. Po pirminio viešo siūlymo akcijomis galima prekiauti akcijų biržoje. Pirminis viešas siūlymas su teikia įmonei padidinti kapitalą ar realizuoti investicijas. |
| Kancerevyčius, G. (2009) Finansai ir | Pirminis viešas pasiūlymas (angl. initial public |

| | |
|---|---|
| investavimas | offering, IPO) yra pirma vieša akcijų emisija. Tokios emisijos vadinamos debiutinėmis, arba nepatyrusiomis naujomis emisijomis (angl. unseasoned new issues), nes iki tol viešai parduotų akcijų apyvartoje nebuvo |
| Haim Lewy, Thiery Post (2005) Investments | Jei įmonės vertybiniai popieriai siūlomi pirmą kartą šis siūlymas vadinamas pirminis viešas siūlymas (angl. initial public offer, IPO). Su šiuo procesu įmonė keičiasi iš privačios į viešąją įmonę. Pirminis viešas siūlymas kartais dar įvardijamas kaip nepakartotina vertybinių popierių emisija ((angl. unseasoned equity offering). Pirminis viešas siūlymas ir pakartotina emisija gali būti išimtinai sudaryta iš jau esamų akcijų (pavyzdžiui, steigėjų akcijos, patronuojančios įmonės akcijos) taip pat iš naujų akcijų arba ir naujų ir jau egzistuojančių akcijų. Lėšos gautos už pirminių akcijų pardavimą atitenka pačiai kompanijai. Priešingai nei antrinėje rinkoje, kur gautos lėšos už parduotas akcijas atitenka tiesioginiams akcijų savininkams. Dažniausiai akcininkai neparduoda visų turimų akcijų, o tik jų dalį, kad neprarastų atitinkamo nuosavybės procento įmonėje. |
| BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. (2001) <i>Investments</i> . 5 th Edition.. | Pirminis viešas siūlymas – tai pirma kartą investicinių bankų viešai siūlomi įmonės vertybiniai popieriai. Kai vertybiniu popierių komisija įregistruoja ir pateikiamas investuotojams prospektas, investicinis bankas organizuoja „gatvės pasirodymus“ (angl. road show) kuriais populiarina įmonės vertybinius popierius. |
| Ala Kononovic (2001) Bendrovių valdymas, akcininkų susirinkimai, vertybiniai popieriai | Tai emitento arba viešosios apyvartos tarpininko, veikiančio emitento vardu ar savo vardu, bet emitento sąskaita, pasiūlymas įsigyti vertybinių popierių jų išleidimo metu ir jų perleidimas investuotojo nuosavybėn. |
| Charles P. Jones (1996) <i>Investments: analysis and management</i> 5th edition | Įmonė, kuri siūlo parduoti akcijas vykdo pirmąjį viešą siūlymą. Akcijų leidėjas prisiima visą riziką susijusią su kainų nustatymu. Investuotojai galintys įsigyti siūlomus vertybinius popierius gali užsidirbti itin dideles sumas, bet tuo pačiu yra rizika patirti nuostolius. |

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Apibendrinant visus apibrėžimus pirminio viešo siūlymo, galima teigti, kad tai yra pirmą kartą įmonės išleidžiami vertybiniai popieriai, norint gauti papildomų lėšų taip ne tik susilaukiant papildomos reklamos įmonei, bet ir atskleidžiant tikrąją jos padėtį kartais ir susilaukiant neigiamų pasekmių.

Jei visuotinis akcininkų susirinkimas patvirtina sprendimo projektą dėl naujos vertybinių popierių emisijos, bendrovės valdyba, rengia detalų vertybinių popierių išleidimo planą. Pirminėje vertybinių popierių emisijos stadijoje svarbu nustatyti jos pagrindinius parametrus:

- Apibrėžti emisijos tikslą;
- Nustatyti emisijos apimtį ir leidžiamų vertybinių popierių tipą;
- Įvertinti galimą emisijos riziką ir apsisaugojimo nuo jos priemones;
- Numatyti platinimo būdą;
- Apskaičiuoti galimus emisijos kaštus;
- Nustatyti naujos emisijos vertybinių popierių kainą.

Pirminio viešo siūlymo tikslai

Firmos išplatina savo akcijas viešai apyvartai dėl finansinių ir nefinansinių priežasčių. Daugumoje atvejų siekiama pritraukti išorinio kapitalo, taip pat siekiama sukurti aktyvią rinką, kad firmos savininkai ateityje galėtų objektyviai realizuoti savo sukurtą vertę (t.y. parduoti dalį akcijų ir gauti už jas pinigų). Nefinansine priežastimi galima laikyti didesnę įmonės viešumą (dėl ko rinkos ima objektyviau vertinti įmonę, gali atpigti skolinimosi kaštai ir pan.), bet jis dažniausiai lemia tik nedidelį vaidmenį apsisprendžiant dėl pirminio viešo siūlymo

Pirminio viešo siūlymo tikslai:

- Finansiniai:
 - galimybė esantiems akcininkams parduoti savo dalį
 - galimybė pritraukti išorinio kapitalo
 - sukurti aktyvią rinką, kad ateityje būtų galima realizuoti sukurtą vertę
- Nefinansiniai:
 - Didesnis įmonės viešumas
 - Padaryti akcijas patrauklesnėmis dėka pasirinkto viešojo platinimo būdo.

Pirminio viešo siūlymo aktyvumo padidėjimą tam tikrais laikotarpiais aiškina keletas teorijų. Gyvavimo ciklo (angl. life cycle) teorijos teigia, kad įmonės įkūrėjams paleidus į viešą apyvartą akcijas, lengviau gauti geresnę kainą už savo akcijas. Pavyzdžiui, ieškančios įsigijimo objektų kompanijos lengviau pastebi firmas, kurių akcijomis prekiaujama viešojoje apyvartoje. Neretai pirminis viešas siūlymas yra priemonė rizikos kapitalo investuotojams atgauti investuotas lėšas. Iki pirminio viešo siūlymo rizikos kapitalo investuotojai turi nediversifikuotą investicijų portfelį, todėl už įsigyjamas firmos akcijas negali siūlyti tokios didelės kainos, kaip diversifikuotus portfelius turintys investuotojai iš plačiosios rinkos. Tokiu būdu, veiklos pradžioje firmos dažniausiai yra uždaros kompanijos, ir tik užaugus iki tam tikro dydžio, tampa naudinga išplatinti

akcijas viešai apyvartai. Laiko pasirinkimo (angl. market-timing) teorijos naudoja asimetrinės informacijos modelį, kai firmos atideda savo pirminius viešus siūlymus, jeigu mano, kad akcijos tuo metu būtų nepakankamai įvertintos. Smunkančioje rinkoje vyrauja pesimistinės nuotaikos, todėl tokiu metu išplatinus akcijas, jos būtų per menkai įkainotos. Dėl to laukiama laiko, kai sėkmingai savo akcijų emisijas išplatina keletas kitų stiprių firmų. (Kancerevyčius, G., 2009)

Pirminio viešo siūlymo sėkmę labai veikia investuotojų nuotaikos ir požiūriai. Pirminio viešo siūlymo sėkmę leidžia įvertinti ir kainos elgsena po išplatavimo (angl. aftermarket performance) (kaip akcijos kaina keitėsi po išplatavimo, atskaitos tašku laikant pirminę siūlymo kainą).

Pavyzdžiui, Lietuvos telekomo akcijų kaina po pirminio viešo siūlymo smuko. Tačiau, pavyzdžiui, labai populiarių interneto bendrovių akcijų sėkmė buvo neįsivaizduojamai didelė. Manoma, kad vidutiniškai interneto akcijų pradinio viešo pasiūlymo vertė nuo siūlomos pradinės kainos 2000 metais augo 230 proc. Vieno iš 2000 metų pirminių viešų siūlymų rinkos lyderio kompanijos „Ariba“ akcijos po išplatavimo pabrango apie 900 proc. Tačiau jau 2001 metais rinka atšalo, interneto bumai praėjo. Žinoma ir kitokių kompanijų sėkmingi pirminiai vieši siūlymai. Pavyzdžiui, tikrai neįprastas emitentas 2000 metais buvo Vokietijos mažmeninio erotinio pasilinksminimų tinklo savininkė firma „Beathe Uhse“. Jos akcijų kaina po pirminio viešo siūlymo pašoko beveik 94 proc. tik per pirmąją jų pasirodymo biržoje dieną. Firma išleido 60,5 mln. eurų vertės 8,2 milijonų akcijų emisiją. Paklausa buvo beveik 60 kartų didesnė už pasiūlą (t.y. vienai akcijai buvo per 60 pirkėjų); Tokia situacija Frankfurto biržos istorijoje susiklostė pirmą kartą. Apie pusę akcijų nupirko smulkūs vokiečių investuotojai, kitą pusę - instituciniai investuotojai. Tačiau norinčių įsigyti akcijų buvo ir iš Japonijos, ir iš Brazilijos. Emisijos vertę buvo labai sudėtinga nustatyti, nes nebuvo su kuo palyginti.

Emisijos platinimo būdai

Vertybinių popierių platinimas skirstomas į viešą ir neviešą (privatą). Lietuvoje pagal „Vertybinių popierių viešosios apyvartos įstatymą“, vieša apyvarta yra vertybinių popierių siūlymas, platinimas arba perleidimas tarpininkaujant viešosios apyvartos tarpininkui, per reklamą, arba kitaip viešai kreipiantis į visuomenę, arba kreipiantis į daugiau kaip 100 asmenų. JAV vieša apyvarta prasideda nuo 35 asmenų. Naujų akcijų, obligacijų ir kitų vertybinių popierių laida paprastai parduodama viešai per investicinius bankus pirminėje rinkoje. Jau išleistų vertybinių popierių pirkimas ir pardavimas tarp investuotojų vyksta antrinėje rinkoje. Neviešas vertybinių popierių platinimas - tai platinimas uždarame investuotojų rate, todėl jo reglamentavimas yra mažesnis.

Kancerevyčius, G. (2009) išskiria tokius emisijos platinimo būdus:

1. Viešai:

- pati firma:

- viešai, kai platinama visai viešajai publikai. Tai vadinama tiesioginiu viešu pasiūlymu (angl. direct public offering, DPO). Interneto laikais šis būdas tampa paprastesnis;

- privilegijuotai, kai naujai leidžiama emisija platinama tik jau esantiems akcininkams, su pirmumo teise įsigyti naujai leidžiamus instrumentus arba tik dalį emisijos;

- neprivilegijuotai, kai senieji akcininkai suteikia galimybę naują emisiją įsigyti naujiems akcininkams.

- viešas platinimas per tarpininkus (investicinius bankus):

- tvirto susitarimo (įsipareigojimo) (angl. firm commitment arba bought deal), kai tarpininkas pasirašo visą emisiją, garantuojant jos išplatimą;

- geriausių pastangų (angl. best-effort), kai tarpininkas deda visas pastangas išplatinti kuo daugiau emisijos.

2. Neviešai:

- Tiesiogiai parduodant. Emisija parduodama uždaram rate iki 50 investuotojų. Dažnai šis metodas naudojamas strateginių investuotojų atveju, privatizavimui.

Neviešas pirmą kartą vykdomas įmonės vertybinių popierių platinimas yra žymiai saugesnis pačiai įmonei dėl informacijos nenutekėjimo konkurencinėms įmonėms. Platinant viešai gali smukti įmonės prestižas nustatant per mažą vertybinių popierių kainą, taipogi kaip jau buvo minėta gali būti pasinaudota įmonės duomenimis, sumažinant jos konkurencingumą rinkoje. (CHEMMANUR, Thomas,J., FULGHERI, Paolo , 1992)

Jeigu emisija platinama viešai apyvertai, tai ji paprastai yra listinguojama, kurioje nors biržoje. Jeigu platinama uždaram ratui, tai dažniausiai emisija nelistinguojama. Pavyzdžiui, Lietuvos firmų akcijos listinguojamos Vilniaus Vertybinių popierių biržoje, Lietuvos telekomo akcijos listinguojamos VVPB ir Londono akcijų biržoje (depozitoriumo sertifikatų forma). Tuo tarpu Euroobligacijų emisijos dažniausiai listinguojamos Londono arba Liuksemburgo biržose. Pavyzdžiui, banko „Snoras" debiutinė 175 mln. EUR vertės trejų metų euroobligacijų emisija yra listinguojama Londono biržoje. Pagal ES Komisijos direktyvą „European Commission Listing Particulars Directive" (8-/390/EEC)) euroobligacijoms ir kitiems finansiniams instrumentams, išplatintiems eurorinkoje, taikomos supaprastintos listingavimo taisyklės. Taip yra dėl to, kad šiais instrumentais kaip taisyklė prekiauja finansinės institucijos, kurios yra profesionalės investicijų srityje, be to, prekyba beveik niekada nevyksta per biržą. Šiuo atveju listingavimas biržoje reikalingas tik oficialios kainos indikacijai, be to, kai kuriose šalyse finansinėms institucijoms draudžiama įsigyti instrumentus, kurie nėra listinguojami biržoje.

Toliau plačiau gilinsimės į pirminių viešų emisijų platinimo būdus.

Savarankiškas platinimas

Vienas iš pirminio (ir nepirminio) viešo siūlymo emisijos platinimo būdų yra savarankiškas platinimas privilegijuoto pasirašymo būdu arba neprivilegijuotai, kai senieji akcininkai suteikia galimybę naują emisiją įsigyti naujiems akcininkams. Taipogi išlieka galimybė platinti visai viešajai publikai. Toliau plačiau paanalizuosime tik privilegijuotą pasirašymą, nes jis yra sudėtingesnis (RUTKAUSKAS, Aleksandras Vytautas, MARTINKUTĖ, Raimonda, 2007)

Privilegijuotas pasirašymas

Užuoat pardavusi naujus vertybinius popierius viešai ir visiems, firma pirmumo teise gali pasiūlyti jas savo esamiems akcininkams. Dažniausiai taip daroma su paprastųjų akcijų emisija (RUTKAUSKAS, Aleksandras Vytautas, MARTINKUTĖ, Raimonda, 2007)

Pavyzdžiui, Lietuvos Vertybinių popierių komisijoje 2003 m. I ketvirtį buvo užregistruotos penkios naujos akcijų emisijos, tačiau iš jų tik viena emisija buvo siūloma ne tik esamiems, bet ir visiems norintiems investuotojams. Daugelyje šalių akcininkai įstatymiškai turi teisę pirkti naujos emisijos vertybinių popierių. Tokiais atvejais firmos mažiau remiasi investiciniais bankais, ir su pasirašymo sindikatu susitariama, kad jis už sutartą kainą nupirks emisijos likutį, arba naudojama tik jo paslaugomis užregistruojant emisiją.

Firmos vadovybė turi nuspręsti, kokia bus pasirašymo kaina (angl. subscription price). Ji visada turi būti mažesnė už rinkos kainą, nes kitaip akcininkai mieliau pirks senas akcijas antrinėje rinkoje, o ne naujas. Reikia nustatyti, kiek kaina bus žemiau rinkos kainos. Jei skirtumas bus nedidelis, tai net ir nedidelis rinkos kainos smukimas gali sužlugdyti emisijos išplatinimą. Per žemai nuleisti kainą taip pat nėra tikslinga, nes kapitalui sukaupti reikės parduoti daugiau akcijų, o padidėjęs akcijų skaičius „atskies“ vienos akcijos pelną. Tačiau kai daug svarbiau emisiją parduoti, o žemesnė pasirašymo kaina sėkmingo pardavimo tikimybę padidina. Kuo žemesnė bus nustatyta kaina, tuo labiau akcininkai norės pasinaudoti savo teise. Jie iš karto įsigis akcijas pigiau rinkos kainos, ir jas pardavę galės realizuoti pelną.

Emisijos pardavimas pagal teises smukdo akcijos kursą. Tačiau akcininkai nuo to nenukenčia, jei teise pasinaudoja, arba akciją parduoda. Nuostolis bus tik tada, jei akcininkas nieko nedarys.

Kancerevyčius, G. (2009) išskiria šiuos privalumus:

1. Akcininkai proporcingai išlaiko savo kontrolę.
2. Mažesni flotacijos kaštai, nes paprastai nenaudojami tarpininkai. Kuo mažiau vadovybė tikra, kad ne visa emisija bus nupirktą, tuo didesnė tikimybė, kad bus naudojamas investicinis bankas, o tada prisideda garanto kaštai.

Pagrindinis trūkumas - užmaršūs ir neveiklūs akcininkai patiria nuostolį. Tačiau kai kurios firmos to išvengia, parduodamos tokių akcininkų teises ir jiems pervesdamos pinigus.

Platinimas per tarpininkus

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

Tvirtas susitarimas

Paprastai firmos parduoda visą emisiją investiciniam bankui (bankams), kuris po to ją perparduoda investuotojams. Preliminariame prospekte jau yra nurodomas kainų ruožas (angl. price range) - t.y. kokios yra preliminarios naujos emisijos instrumentų kainos ribos. Per naujos emisijos pristatymą investuotojams (angl. roadshow) pasirašymo vadovas (t.y. pagrindinis investicinis bankas) (angl. lead manager) surenka duomenis, už kiek investuotojai norėtų pirkti ir kiek akcijų. Paskui sukonstruojama paklausos kreivė (angl. demand curve), ir pasirenkama optimali emisijos kaina, kuri taikoma visiems. Investicinis bankas laiko emisiją tol, kol neparduoda. Daugumą emisijų investuotojai išperka jau pirmą dieną, tačiau kai kurių nepavyksta parduoti po keletą savaičių. Jei per tą laiką akcijų kaina krinta, bankas patiria nuostolį. Tačiau dauguma emisijų būna sėkmingos. Pagal tvirto susitarimo principą parduodant emisiją, investiciniai bankai iš anksto užsitiktina didesnę nei 100 proc. investuotojų paklausą, ir tik tada skelbia tvirtą kainą, bei ima realiai pardavinėti. Dažnai investiciniai bankai turi teisę parduoti 15 proc. daugiau akcijų, negu planuojama leisti emisija. Todėl, kad emisija būtų išpirkta visa, stengiamasi surinkti daugiau paraiškų, negu numatyta emisijos prospekte - iš anksto daroma perteklinė lokacija (angl. over-allotment). Jeigu tikimasi silpnos paklausos, ji gali siekti 135 proc. emisijos. Tokiu būdu užsitikrinama, kad emisija bus išpirkta, o perteklių po išplatavimo investicinis bankas superka iš rinkos ir išima iš apyvartos. Teisė parduoti daugiau, nei numatyta, akcijų vadinama „Green Shoe“ opcionu. Toks vardas kilo iš to, kad pirmoji tokią teisę suteikė 1993 metais „Green Shoe Manufacturing Company“. (Kancerevyčius, G., 2009)

Šis procesas, kai bankas tampa pardavimo tarpininku ir garantuoja išplatimą, vadinamas emisijos pasirašymu arba garantu (angl. underwriting). Kadangi investicinis bankas prisiima kainos smukimo riziką, kol emisija bus parduota, tai garanto funkcija yra apdraudimo funkcija. Aišku, bankai gerai išanalizuoja siūlomą emisiją. Svarbiausia jiems numatyti investuotojų reakciją emisijos išleidimo metu. Jei investuotojų reakcija bloga, tai priežastis dažniausiai būna ta, kad firma arba

kapitalo rinka yra nesveika, netipinės būklės, nors pati emisija kartais taip pat būna nepatraukli. Jei investuotojai susirūpinę dėl ateities ir nenori naujų vertybinių popierių, tai investicinis bankas gali nesutikti garantuoti (pasirašyti) net pačių stipriausių firmų emisijų. Tuomet firmos atideda emisijas iki geresnių laikų. Fimos ir investicinio banko sutartis gali apimti ir sąlygą, kuri leidžia investiciniam bankui atšaukti pardavimą, jei rinkos sąlygos pablogėja. (Kancerevyčius, G., 2009)

Sutartimi dėl emisijos organizavimo tarpininkas garantuoja išplatinti visą emisiją. Šiuo platinimo būdu tarpininkas pats prisiima neišplatavimo riziką, ir užtikrina pritraukti iš anksto apibrėžto dydžio lėšas emitentui. Tarpininkas veikia ne kaip platinimo agentas, bet kaip dileris.

Nuo rizikos investiciniai bankai taip pat apsisaugo, sudarydami sindikatus (angl. underwriting syndicate) - investicinių bankų grupę, kuri bendrai parduoda naują emisiją. Taip nesėkmės rizika paskleidžiama keletui bankų. Vienas, kartais keli investiciniai bankai prižiūri sindikatą ir vadinami pasirašymo vadovu (angl. underwriting manager arba lead manager). Paprastai investiciniai bankai retai konkuruoja vienas su kitu siūlydami žemesnius mokesčius, todėl pasirašymo vadovas pasirenkamas pagal reputaciją ir patirtį, o ne kainą. Be to, geresnę reputaciją turintis ir geriau žinomas tarpininkas lengviau randa pirkėjus naujai finansinių instrumentų emisijai, ypač kai emitentas mažai žinomas.

Sindikato struktūrą JAV sudaro keletas lygių tarpininkai, priklausomai nuo prisiimamų funkcijų ir atsakomybės (Kancerevyčius, G., 2009):

- Tarpininkai, organizuojantys emisiją būna vienas arba keli. Jie konsultuoja emitentus prieš ir po vertybinių popierių įregistravimo, ruošia emisijos prospektą, suburia sindikatą, paskirsto funkcijas jo dalyviams, rūpinasi tyrimais, reklama ir visais kitais įmanomais organizaciniais klausimais. Paprastai tarpininkui organizatoriui atitenka apie 20 proc. viso atlyginimo tarpininkams.
- Platintojai, pasirašantys emisiją (dileriai), išperka emisiją panaudodami savo kapitalą. Tai paprastai stambesnės finansinės institucijos, disponuojančios laisvomis lėšomis. Šie tarpininkai taip pat rūpinasi akcijų kurso stabilizavimu antrinėje rinkoje. Priklausomai nuo šio lygio tarpininkų skaičiaus, jie tarpusavyje pasidalina 20-30 proc. bendro atlyginimo.

Emisijos platinimo agentai yra gausiausia sindikato tarpininkų grupė, kurią paprastai sudaro keletas dešimčių, o ypatingais atvejais ir daugiau nei šimtas nedidelių maklerių įstaigų. Jos atlieka pasirašiusių emisiją platintojų agentų funkcijas, užsiima „mažmeniniu platinimu“. Dėl didelio šios grandies tarpininkų skaičiaus, bendrai jie gauna iki 50-60 proc. nuo viso gaunamo tarpininkavimo atlygio.

Geriausios pastangos

Parduodant geriausių pastangų metodu investicinis bankas neperka visos emisijos, o sutinka parduoti už firmą kiek galima daugiau vertybinių popierių pagal sutartą kainą (minimalų ir maksimalų kiekį). Išplatavimas negarantuojamas. Pardavimo rizika lieka emitentui. Šiuo atveju

garanto funkcijos nėra. Dažniausiai taip parduodamos mažų rizikingų firmų emisijos, kurių investiciniai bankai kitaip nesutinka parduoti. Didelės stiprios firmos taip pat parduoda šiuo metodu, jei yra įsitikinusios emisijos sėkme. Tokiu atveju jos sutaupo garanto išlaidas. Jeigu minimalaus kiekio parduoti nepavyksta, investuotojams pinigai gražinami, ir platinimas nevyksta, firma pinigų negauna. Platinimo laikotarpis (angl. selling period), per kurį stengiamasi parduoti geriausių pastangų metodu, JAV dažniausiai yra 90 dienų.

Geriausių pastangų metodu emisija platinama, kai emitentas suteikia tarpininkui arba jų grupei (sindikatai) teisę būti emitento atstovu platinant jo vertybinius popierius iš anksto sutarta emisijos kaina. Tarpininkas veikia tik kaip emitento platinimo agentas, gaunantis komisinių mokesčių už savo paslaugas, vertybiniai popieriai išplaunami tiesiogiai investuotojams, pinigai tiesiogiai pereina investuotojo emitentui be tarpinės platintojo grandies. Galimi keli platinimo šiuo būdu variantai, kai tarpininkas įsipareigoja: (Kancerevyčius, G., 2009)

- išplatinti visą emisiją. Šiuo atveju dažnai galioja „viskas arba nieko“ (angl. all or nothing) sąlyga, reiškianti, kad nesėkmės atveju akcijų emisija anuliuojama. Atšaukta emisija gali būti pakartota pakeitus emisijos kainą arba atidėta vėlesniam laikui;
- išplatinti ne mažesnę, negu iš anksto sutarta emisijos dalį;
- dėti visas pastangas išplatinti kuo didesnę emisijos dalį.

Geriausių pastangų metodas dažniausiai taikomas leidžiant naujas emisijas (IPO), nes mažai kas ryžtasi tvirto susitarimo būdu išplatinti nežinomos firmos emisiją.

1.2. Pirminio viešo siūlymo procesas ir įkainojimas

Norinti pirmą kartą išplatinti savo akcijas ir pradėti jas listinguoti biržoje firma bent du metus turi veikti laikydamasi viešos firmos veiklos standartų. Reikia įdiegti detalias ataskaitų sistemas ir sudaryti verslo planą, jeigu tai dar nebuvo padaryta. (KONONOVICĀ, A., 2001)

Kai vertybinių popierių emisija yra specifikuota, pasirinktas tarpininkas- pardavėjas pajungia kartu sindikatą didžiausių investicinių bankų ir mažesnių įmonių pardavėjų grupę, kad paskirstyti leidžiamą emisiją. (žiūrėti priedas 1)

Nusprendus atlikti pirminį viešą pasiūlymą (IPO), pasirenkama tarpininkų komanda (angl. selling group): (Kancerevyčius, G., 2009)

- vadovaujantis investicinis bankas;
- apskaitos firma;
- teisės firma.

Pirminio viešo siūlymo procesas prasideda taip vadinamu bendru susitikimu (angl. „all hands" meeting). Jis vyksta 6-8 savaitės iki emisijos įregistravimo Vertybinių popierių komisijoje, jo metu pasidalijami vaidmenys ir sudaromas laiko tvarkaraštis.

Daugiausia laiko pirminio viešo siūlymo komandai užima prospektų sukūrimas. Prospektas faktiškai yra brošiūra apie emitentą. Jame pateikiama paskutinių penkerių metų finansiniai duomenys, rinka, konkurentai, vadovybė, augimo strategija ir kiti svarbūs dalykai. Platinant pirminį viešą siūlymą, vienas svarbiausių aspektų yra teisinės sąlygos, todėl šiame darbe dalyvauja ir teisininkų komandos

Pirmiausia, išleidžiamas preliminarus prospektas (angl. preliminary prospectus, „red herring"), kuriame nurodomos tik emisijos charakteristikos, išskyrus kainą ir pardavimo datą. Jame taip pat nurodoma, kad tai nėra pasiūlymas pirkti (nes emisija dar neįregistruota), o tik informacija. Šis teiginys (angl. disclaimer) rašomas raudonai, todėl preliminarus prospektas turi ir tokį žargoną pavadinimą. Tuo pat metu pateikiami dokumentai Vertybinių popierių komisijai (JAV-Vertybinių popierių ir biržų komisijai, angl. Securities and Exchange Commission, SEC) ir kitoms institucijoms. Jos kurį laiką nagrinėja pateiktą informaciją ir tikrina dėl abejonių ir klaidų. Jeigu kas nors praleidžiama, tarpininkai turi pakoreguoti. Kiekviena vieša emisija turi būti įregistruota Vertybinių popierių komisijoje. Finansinių instrumentų registravimas yra svarbus momentas, būtinas informacijos atskleidimo procesui. Emisija ne tik registruojama ją leidžiant (platinant), bet vėliau pateikiamos reguliarios ataskaitos apie emitento būklę, stambius akcininkų pasikeitimus. (KONONVIČ, A., 2001)

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

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

Priklausomai nuo įvairių emitento ir emisijos ypatybių pateikiami ir skirtingų formų, nevienodo atskleidžiamos informacijos kiekio prospektai. Lietuvoje galioja 8 emisijos prospektų ir 2 memorandumų formos. Leidžiant emisiją, greta emisijos prospektų dar gali būti pateikiami toki dokumentai:

- pasirašymo susitarimas (angl. Subscription Agreement) tarp emitento ir vadovaujančio tarpininko, kuriame nurodomos pasirašymo, garantijų, išsipareigojimų, apmokėjimo ir kt. sąlygos;

- patikėtinio arba finansinio agento susitarimas (angl. Fiscal Agency Agreement arba Trust Deed) leidžia patikėtinui (angl. Trustee) atstovauti investuotojo interesus. Jeigu pasirašomas finansinio agento susitarimas, tai patikėtinis atstovauja emitento interesus;

- sutartis tarp tarpininkų (angl. Agreement Among Managers) yra standartinė Tarptautinės Pirminės Rinkos Asociacijos (angl. International Primary Market Association) sutartis, kuri naudojama sudarant sindikatą emisijos platinimui

- auditoriaus patvirtinimas (angl. Comfort Letters) dažniausiai naudojimas leidžiant įmonių obligacijas

- Tvarkaraštis (angl. Signing/Closing Agenda) yra būtinų pasirašyti dokumentų sąrašas nurodant datą, apmokėjimo už emisiją grafikas ir pan.

Tuo metu pagrindinis vadovaujantis tarpininkas arba pasirašymo vadovas (angl. lead underwriter, lead manager) turi sudaryti pasirašymo sindikatą su kitais investiciniais bankais, kad jie pradėtų platinti emisiją. Gali būti keli vadovaujantys tarpininkai (angl. joint lead managers). Kiekvienas sindikato narys paprastai apsiima išplatinti tam tikrą dalį akcijų. Po to surenkami potencialių investuotojų atsiliepimai, kiek jie norėtų įsigyti akcijų (angl. indications of interest), ir nustatoma pradinė paklausa (angl. initial demand). Paprastai investiciniai bankai turi sukaupę potencialių investuotojų ir klientų duomenų bazes. Sindikatui geriausiai, kaip parenkami investiciniai bankai, kurių duomenų bazės būtų papildančios viena kitą, t.y. ne tokios pačios.

Sekantis žingsnis yra emisijos pristatymas investuotojams (angl. road show), kai numatomas pradinis viešas pasiūlymas įvairiuose miestuose ir šalyse pristatomas potencialiems investuotojams. Dažnai kartu dalyvauja ir emitento firmos vadovai.. Pristatymas trunka savaitę arba dvi, jame neturi teisės dalyvauti visuomenės informacijos priemonių atstovai. Pristatymui išleidžiami informatyvūs ir patrauklūs bukletai arba informaciniai memorandumai su svarbiausia informacija. Susitikimus pristatymo metu dera rengti aukštos klasės viešbučiuose, kurio nors gerbiamo sindikato nario biure, jeigu tik tai neužgaus kitų pakviestų bankų savimeilės. Tinkamiausias renginio laikas yra 11 valanda, kai žmonės jau įėję į dienos ritmą, bet dar neišalkę. Paprastai į pristatymo susitikimą kviečiama 7-35 bankų ir kitų investuotojų atstovai. Pristatymo renginio metu vadovaujantis tarpininkas per 5-10 minučių pristato save, sindikato narius, įvardija emisijos sumą, bet per daug į detales nesigilina. Po to apie 40 minučių savo kompaniją pristatinėja jos vadovybė. Rodomos skaidrės, pasakojami dalykai, neaprašyti informaciniame memorandume. Kartais parodomas 10-15 minučių filmas apie pačią kompaniją. Baigiant firmos pristatymą kalbama apie siūlomą sandorį ir

atsakoma į klausimus. Po renginio dažnai vyksta furšetas, kuriame bendraujama neoficialioje aplinkoje.

JAV pristatymo metu dažniausiai aplankomas Niujorkas, San Franciskas, Bostonas, Čikaga, Los Andželas. Europoje platinant tarptautines emisijas, pristatymas vyksta dažniausiai Londone, Frankfurte prie Maino, Ženevoje, Ciuriche, Vienoje, Paryžiuje. Azijoje pristatymai dažniausi vykdomi Honkonge, Seule, Singapūre. Kaip pavyksta pristatymas, daugiausia ir nulemia pirminio viešo siūlymo sėkmę. Pristatinėtojai turi sugebėti patraukti institucinius investuotojus, kad bent keli iš jų užsinerėtų įsigyti akcijų. Šiuo atveju smulkūs investuotojai yra diskriminuojami, nes tik instituciniai investuotojai, analitikai ir pinigų valdytojai atskiru kvietimu yra pakviečiami į susitikimus. Juose aptariami dalykai, mažai paliesti prospekte, daugiausia apie firmos perspektyvas. Tokios informacijos suteikimas, kol emisija neišplatinta ir neprekiuojama, JAV leidžiamas tik žodiniu būdu.

Pasibaigus pristatymui išspausdinamas galutinis prospektas (angl. final prospectus) ir išplatintas investuotojams. Firmos vadovybė susitinka su platintojais aptarti galutinės akcijų kainos ir emisijos dydžio. Paprastai per kelias savaites sindikatas jau būna surinkęs atsiliepiamus apie pristatymą ir ketinimus įsigyti naujos emisijos akcijų.

Pirminio viešo siūlymo įkainojimas yra delikatus reikalas, nes ir firma nori gauti daugiau įplaukų iš emisijos, ir investuotojai nenori per daug mokėti. Pervertinus akciją, jos kaina biržoje gali smukti ir kartais netgi nebeatsigauti. Nustačius per mažą kainą, biržos kaina gali šoktelti, ir tada firma bus nepatenkinta, kad per pigiai išplatino. Tarpininkai stengiasi nustatyti tokią kainą, kad paleidus į rinką ji tikėtinai pakiltų apie 15 proc. Tarpininkams taip pat labai nepatinka, jeigu įsigijęs naujos emisijos akcijų investuotojas, ypač institucinis, staiga pašokus rinkos kainai po kelių valandų arba dienų parduoda įsigytas akcijas, pasiimdamas pelną (tai vadinama „flipping“). (TIWARY, Richa, MLS S. Ph.D., 2008)

Jeigu paklausa maža, gali būti sumažintas emisijos dydis. Jeigu emisija „karšta“, labai populiori, jos dydis ar kaina gali būti padidintas. Kiek rečiau dėl paklausos trūkumo emisija atidedama.

Kai nustatomas emisijos dydis ir kaina - mažiausiai dvi dienos po galutinių prospektų išsiuntimo investuotojams, pirminis viešas siūlymas paskelbiamas įvykusi. Tai padaroma dažniausiai biržai užsidarius, ir pradėdant prekybą biržoje naujos emisijos instrumentais nuo sekančios dienos pradžios. Tuo pačiu metu tarpininkai susirenka pirkimo pavedimus. Vadovaujantis platintojas pirmąsias prekybos dienas paprastai būna atsakingas už naujos emisijos prekybos sėkmę ir sklandumą. Jam leidžiama palaikyti akcijos kainą rinkoje. Pasiūlymo kaina (angl. offering price) yra ta kaina, kurią turi sumokėti visi investuotojai investiciniam bankui už įsigyjamas naujos

emisijos akcijas. Ji skiriasi nuo atidarymo kainos (angl. opening price arba first trade price), kuria prasideda naujos emisijos akcijų prekyba biržoje.

2 lentelė

Didžiausi istorijoje pirminiai vieši siūlymai

| Emitentas | Suma, mlrd USD | Metai |
|---------------------------------------|----------------|-------|
| Industrial & Commercial Bank of China | 21,6 | 2006 |
| NTT Mobile Communications | 18,4 | 1998 |
| Visa | 17,9 | 2008 |
| TurkTelekom | 12,2 | 2008 |
| AT&T Wireless | 10,6 | 2000 |
| Rosneft | 10,4 | 2006 |

Šaltinis: KANCEREVYČIUS, Gitanas (2009) Finansai ir investicijos, 247 psl

Pirminis viešas siūlymas nepaskelbiamas užbaigtu (angl. closed, done deal arba completed) apie 5-7 dienas nuo prekybos pradžios. Retais atvejais pirminis viešas siūlymas atšaukiamas netgi jau pradėjus prekybą biržoje. Tokiu atveju pinigai grąžinami investuotojams. Su emitentu susijusiems asmenims (angl. insiders) dažniausiai draudžiama tam tikrą laiką (angl. lock-up period), paprastai 180 dienų, po pirminis viešas siūlymas parduoti savo turimas firmos akcijas.

Jeigu pirminis viešas siūlymas paskelbiamas užbaigtu, sukauptos lėšos pervedamos emitentui, arba lieka ir pasidalijamos tarpininkams (priklausomai nuo to, koku metodu buvo platinamos akcijos - tvirto susitarimo ar geriausių pastangų), o sindikatas išformuojamas. Finansinėje spaudoje dažniausiai paskelbiamas skelbimas (angl. tomb-stone) apie įvykdytą sandorį.

Pirminio viešo siūlymo įkainojimas

Pirminį viešą siūlymą įkainoti labai sunku, nes iš esmės vertinamos firmos ateities perspektyvos. Pirminis viešas siūlymas turi būti pakankamai įvertintas, emitentas gautų reikalingą lėšų sumą, bet tuo pačiu ne per aukštai, nes tada mažai kas pirs. Dažnai tarpininkai nustato 1 paaukštintą pardavimo kainą (angl. offer price), nes nuo jos priklauso gaunami procentiniai komisiniai. Įvairios studijos parodė, vidutiniai komisiniai siekia 4,37 proc. nuo pardavimo kainos, kiti šaltiniai nurodo 4,98 proc., bet tokie skaičiai dar kelia abejonių jie nėra dempinguojami. (Kancerevyčius, 2009)

Kainų nustatymas įtakojamas ir pačios rinkos situacijos, jei ji yra „įkaitusi“, tai kaina žymiai didesnė, nei rinkai aprimus. Dažniausiai vertybinių popierių kaina, kaip rodo praktika, nenusako tikrosios jų vertės. (HE, PING, 2007)

Dažniausiai per pirminį viešą siūlymą firmos paleidžia viešai apyvartai 20-40 proc. savo akcijų.

Pirminiai vieši pasiūlymai JAV 1980 – 2001 metais

| Metai | IPO skaičius | Vidutinis pirmos prekybos dienos kainos pokytis, proc. | Vidutinės sandorio įplaukos, mln. USD | Vidutinis akcijos vertės pokytis per 3 metus nuo IPO, proc. |
|-----------|--------------|--|---------------------------------------|---|
| 1980 | 70 | 14,50 | 2020 | 88,20 |
| 1985 | 179 | 6,30 | 6963 | 7,60 |
| 1990 | 104 | 10,80 | 5 611 | 12,20 |
| 1991 | 273 | 12,10 | 15923 | 31,50 |
| 1992 | 385 | 10,20 | 26 373 | 34,80 |
| 1993 | 483 | 12,80 | 34 422 | 44,90 |
| 1994 | 387 | 9,80 | 19 323 | 74,10 |
| 1995 | 432 | 21,50 | 28 347 | 24,80 |
| 1996 | 621 | 16,70 | 45 940 | 25,60 |
| 1997 | 432 | 13,80 | 31701 | 67,70 |
| 1998 | 267 | 22,30 | 34 628 | 27,10 |
| 1999 | 457 | 71,70 | 66 770 | - 46,20 |
| 2000 | 346 | 56,10 | 62 593 | -64,70 |
| 2001 | 83 | 14,00 | 34344 | |
| 2002 | 70 | 3,00 | 34600 | |
| 1980-1989 | 1982 | 7,40 | 82476 | 20,80 |
| 1990-1994 | 1632 | 11,20 | 101652 | 44,70 |
| 1995-1998 | 1752 | 18,10 | 140613 | 36,00 |
| 1999-2000 | 803 | 65,00 | 129 363 | - 53,80 |
| 1980-2001 | 6249 | 18,80 | 488 448 | 22,60 |

Šaltinis: KANCEREVYČIUS, Gitanas (2009) Finansai ir investicijos, 243 psl

Tarp 1980 ir 2001 metų, vidutinis JAV įmonių, paleidžiančių į rinką kotiruoti savo akcijas skaičius, viršijo vieną įmonę per dieną. Vienais metais pirminių viešų siūlymų skaičius siekė 100, kitais - per 400. Per tą laikotarpį sandorių bendra vertė pasiekė 488 milijardus USD (2001 metų kainomis), vieno sandorio vertė buvo vidutiniškai 78 mln. USD. Po pirmosios prekybos dienos akcijų kainos buvo vidutiniškai 18,8 proc. didesnės už pradinę kainą (t.y. žiūrint iš įmonės pozicijų, jos akcijos buvo vidutiniškai 18,8 proc. nuvertintos. Preliminarūs investuotojų paklausos tyrimai parodė, kad investuotojai mokės tam tikrą kainą kurią investicinis bankas pasiūlė taikyti prekybos pradžia. Tačiau rinkoje prekybos metu kaina ėmė kilti, nes atsirado daugiau norinčių, negu planuota, mokėti už akcijas pradinę kainą. Firmos siekia, kad iš akcijų išplatavimo viešai apyvartai gautų kuo daugiau lėšų. Tuo suinteresuoti ir investiciniai bankai, nes nuo to neretai priklauso jų uždarbis („sėkmės mokestis“), todėl siekiama, kad nepakankamas įvertinimas būtų kuo mažesnis. Iš kitos pusės, jeigu investicinis bankas įsigyja iš firmos visą emisiją kad perparduotų į viešą apyvartą tai per daug užkėlęs kainą jis gali akcijų pilnai ir neišplatinti.). Vidutiniškai investuotojas, įsigijęs akcijas pirmosios prekybos dienos pabaigos kaina, ir laikęs jas tris metus, uždirbo 22,6 proc. pelningumą.

Per žemas kainų nustatymas

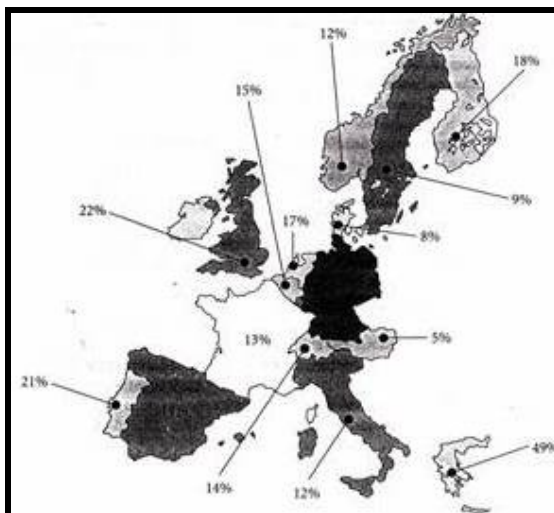
Išskyrus atvejį, kad pirminis siūlymas išparduotas aukcione, naujos emisijos vidutiniškai būna per žemai įkainotos, palyginti su jų antrine verte Paprastai per žema kaina nustatoma (arba

pradinis gražinimo, IR) nustatomas kaip santykinis skirtumas tarp pirmos dienos uždarymo kainos (P_1) ir pradinės kainos (P_0): (HAIM Levy, POST, Thierry, 2005)

$$IR = (P_1 - P_0) / P_0$$

Kadangi pelningumas nėra tikslintas pagal akcijų kainas, atliekant įmonėje palyginimų tarp įkainojimo datos ir pradinės datos, tai vadinama pradinis arba neišlygintas pradinis pelningumas. Nors tai priklauso nuo laikotarpio ir šalies, galima teigti, kad vidutinis pradinis pelnas šalyse svyruoja maždaug nuo 10% iki 20%.

Paveikslas 1 parodo vidutinį pradinį pelningumą keliuose Europos šalyse, tarp 1994 ir 2001 m. Šis laikotarpis apima žinomus interneto burbulų laikotarpius, kuris pasireiškė save ne tik kaip didelio pervertinimas, bet ir didelio pradinio kapitalo pelningumas. Atkreiptinas dėmesys į santykinai aukštą vidutinį per žemos kainos įvertinimą Vokietijoje (39%), kuriam gali būti priskirtas didžiulis srautas nedidelių jaunų augančių įmonių. Dėl didelio netikrumo dėl būsimų pajamų ir dėl kitų priežasčių, ypač dėl pirminio viešo siūlymo mažų, jaunų augančių įmonių buvo derinamas su aukšto ir kartais neįtikėtina lygio per žemos kainos. Lyginant AMEX, NASDAQ ir NYSE, Bradley, Jordan ir Ritter (2003) ataskaitas vidutinis žemas įkainojimas per maždaug panašų laikotarpį (1996-2000m.) buvo 37,3%. Skirtumas nuo Europos vidurkio, gali būti priskirtas (bent iš dalies), išskyrus 1994 m., 1995 ir 2001m., kurie suteikia kitokius rezultatus JAV studijoms dėl interneto burbulų laikotarpių (maždaug apie 1999 ir 2000 m. pradžioje).



Šaltinis: HAIM L., POST, T. (2005) Investments, 63 p.

1 pav. Pirminio viešo siūlymo nukainojimas² Europoje 1994 – 2001m.

Nukainojimui įvertinti yra naudojama įvairios formulės. Yong ir Isa (2003) pateikia paprastą apskaičiavimą tiesiog įvertinant skirtumą tarp siūlymo ir atidarymo kainų pirmąją prekybos dieną.

² Šiuo terminu nusakomas pirminių viešų siūlymų per žemos pradinės siūlomos kainos nustatymas, pritaikant jai nuolaidą. Dabartinės lietuvių kalbos žodynas pateikia, kad terminas nukainojimas reiškia - sumažinti kainą, nuvertinti. (interaktyvi nuoroda <http://www.lki.lt/dlkz/>)

Logue (1973), Ritter (1984), Ritter ir Welch (2002) siūlo nustatyti skirtumą tarp siūlymo ir uždarymo kainų pirmąją prekybos dieną, o Cheung ir Krinsky (1994) skaičiuoti šį skirtumą ne tik pirmąją prekybos dieną, bet ir pirmąją savaitę, arba pirmąjį mėnesį po pirminio viešo siūlymo.

Ritter (1984) nukainojimui apskaičiuoti siūlo taipgi panaudoti formulę atimant įmonės išleidusiuos pirminius vertybinius popierius rinkos kainą uždarymo metu iš atidarymo kainos. Norint atspindėti skirtingus kompanijų dydžius šis skirtumas gali būti dar padalintas iš grynojo turto tenkančio vienai akcijai³. Jei gautas rezultatas yra neigiamas, tai reiškia, kad akcijos kaina buvo nustatyta per žema lyginant su tikrąja jos verte, jei rezultatas lygus nuliui, tai reiškia, jog nustatyta kaina buvo reali. Jei gautas rezultatas yra teigiamas, reiškia akcija buvo perkainota. Žiūrint iš įmonės akcininkų požiūrio jie norėtų, kad akcijų kaina būtų kuo didesnė, nes taip padidėja emisijos pajamos ir grynoji kompanijos vertė.

Akademinės literatūros siūlo keletą paaiškinimų dėl pirminio viešo siūlymo per žemos kainos (angl. IPO underpricing). Vienas plačiausiai priimtinių teorijų yra priešiška, atvirkštinė - neigiamą (angl. adverse) atranka arba laimėtojo prakeikimo, nelaimės (angl. curse) modelis Rokas (1986). Rokas modelis grindžiamas paaiškinimu dėl per žemo kainų lygio, darant prielaidą, kad investuotojai buvo nevienodai informuoti. Įvyko informacijos asimetrisinis procesas. Savo modelyje jis skiria tik dviejų tipų investuotojus: puikiai informuoti ir gana neinformuoti. Įdomu tai, kad nors pastarasis išsamios informacijos trūkumas, jie vis dar turi priėjimą prie tam tikros informacijos, ir veikia racionaliai teikiamai informacijai. Kai informuotas investuotojas kreipsis dėl per žemai įvertintų emisijų, neinformuotasis investuotojas susiduria su laimėtojo prakeikimu. Iš tiesų, viena vertus, nuvertintose emisijose vyrauja konkurencijos dėl informuotų investuotojų paklausos dėl to paskirstymas vyksta racionaliai ir uždirbamas teigiamas pradinis kapitalo pelningumas. Iš kitos pusės, perkainotose emisijose nėra konkuruojančios paklausos, todėl neinformuoti investuotojai gali baigti visą akcijų paskirstymą neigiamu pradinio kapitalo pelningumu. Apskritai, ši neigiama, priešinė atranka pasireiškia neigiamu pradiniu pelningumu, jei pirminis viešas siūlymas yra įvertintas vidutiniškomis kainomis pagal jų (tikrąsias) rinkos vertes. Kenksmingas dalykas, kad visi neinformuoti investuotojai vėliau susilaikys nuo dalyvavimo pirminių viešų siūlymų rinkoje. Tačiau, Rokas daroma prielaida, kad abiejų tipų investuotojams reikia imtis visų akcijų pirminiuose viešuose siūlymuose; siekiant išvengti neinformuotų investuotojų dingimo iš scenos, visos aukos turi būti parduodamos su nuolaida, kad kompensuotų jiems šį nukrypimą paskirstymo. Pagal Rokas, tai yra nuolaida ir vadinama nukainojimu (per žemu akcijos nustatymu) (angl. Underpricing). (HAIM Levy, POST, Thierry, 2005)

³ Kompanijos grynojo turto vertė vienai akcijai skaičiuojama grynąjį įmonės turtą dalinant iš išleistų vertybinių popierių skaičiaus

Rock įrodė, kad kuo didesnė informacijos stoka, tuo daugiau JAV pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų kainos yra nuvertintos.

Pagal Rokas argumentus, teigiamas pirminis pelningumas taip pat laikomas kompensacija informuotiems investuotojams. Gebėjimas atskirti „karštus pirminius siūlymus“ (angl.hot IPO) (per žemai įvertintus) ir „šaltus pirminius siūlymus“ (angl.cold IPO) (pervertintas) nėra nemokamas. Informuoti investuotojai patiria vadinamas informacijos gavimo išlaidas. Nuo tada kai informacijos gavimo išlaidos nustatytos, didieji investuotojai turės palyginti mažai tyrimų išlaidų vienam investuotam doleriui. Todėl labai tikėtina, kad didieji investuotojai vidutiniškai bus geriau informuojantys individualių investuotojų. Iki prekybiniam etape atliekant kainodaros procesą, underwriters tyrinėja didžiuosius investuotojus norėdami išsiaiškinti tikėtiną akcijų rinkos vertę.

Rokas paaiškina tuo pačiu patrauklius pirminius pelningumus kitoje perspektyvoje: gali būti labai sunku įsigyti akcijas nuvertinta pirmine vieša emisija, nes didelė paklausa iš kitų investuotojų, todėl sunku normuoti. Laimėtojo prakeikimas taip pat moko, kad perdėtas, išpūstas akcijų skaičius gali būti labai rizikingas, jei tikroji (aftermarket) vertė paaiškėja buvusi pervertinta.

Be informacijos asimetrija pagrįstos teorijos - Rokas, turėtų būti aptartos ir kitos nukainotų, per žemai įvertintų pirminių emisijų terojos. Pažymėtina, kad informacijos asimetrija pateikia daug paaiškinimų: (HAIM Levy, POST, Thierry, 2005)

- Logue (1973) nuomone, per žemas kainų nustatymas vyksta aplinkoje kur trūksta konkurencijos. Tai suteikia investiciniui bankui derėjimosi galios per įmonę, kuri ruošiasi išleisti pirminę viešą emisiją. Nekreipiant dėmesio į įmonės norą ir parduodama tam tikrą akcijų dalį su nuolaida, t.y. per žema kaina, investicinė bendrovė sumažina savo rinkodaros išlaidas, apsisaugo nuo rizikos bei teisinę atsakomybę, bet susigadina savo reputaciją. Be to, investicijų bankas didina savo populiarumą tarp investuotojų, reguliariai parduodamas pirmines viešas emisijas su nemažomis nuolaidomis. Žinoma, investiciniai bankai turės prisiimti privalumus su neigiamais dalykais, kaip mažesni komisiniai ir atgrasymas nuo galimų būsimų emitentų.
- Baron (1982) taip pat tyrinėja santykius tarp emitento arba pardavėjo akcijų ir investicinių bankų. Priešingai nei Logue, Baron orientuota ne į derėjimosi galią, bet į informacijos asimetrijas: kad investiciniai bankai – garantai labiau suinteresuoti esama paklausa akcijoms, nei pats emitentas. Leidžiant žemesne kaina emisiją investuotojams apmokama už akcijų įvertinimą ir pardavimą. Garanto gaunamos pajamos stiprina įtaką jų reputacijai tarp investuotojų.
- Welch (1989,1992) per žemą kainos nustatymas laikomas kaip paskatinimas masinti paklausą. Pagal Welch, investuotojai nelinkę remtis tik savo pirmųjų viešų siūlymų įvertinimu, visų pirma, jie stebėti kitų elgesį. Siekiant išvengti investuotojų susilaikymo

nuo investavimo į pirminius viešus siūlymus, emitentas ir / ar akcijų pardavėjas turi būtinais taikyti nuolaidą ir laimėti pirmuosius investuotojus. Šių pirmųjų investuotojų elgesys įtakoja kitų investuotojų požiūrį ir elgseną.

- Signalizacijos modeliai pagal Allen ir Faulhaber (1989), Grinblatt ir Hwang (1989) ir Welch (1989 m.) bei kitos susijusios nuolaidos laikomos kaip priemonė įmonėms ir esamiems akcininkams sukurti gerą reputaciją, didinti galimybes (padidinant pajamų) dėl pakartotinių didelių emisijų. Didelė pradinė grąža pirmojo viešo siūlymo yra brangi, bet palieka gerą skonį investuotojo burnoje. Įrodantį palankų pelną arba dividendų išmokėjimą iki pakartotinos emisijos, kuriojanti išleidimą bendrovė įrodo savo aukštos kokybės veiklą, skatindama aukštą kainą. Pigiausios įmonės negauna naudos iš nuolaidų, nes jie negali imituoti aukštos kokybės įmonės: jos rizikos atsiradimas dėl prastesnės kokybės ar žemesnio lygmens ir akcijų kainos sumažėjimas prieš antrą emisiją vykdymą. Pigiausios bendrovės, veikia optimaliai, kai vykdo pirminį viešą siūlymą, taiko „suradimas ir paleidimas“ strategiją. Dėl šio skirtingumo, kainų nuolaidos yra tiesiogiai parodančios, signalizuojančios realią įmonės padėtį.
- Benveniste ir Spindt (1989) per žemą kainą laiko kompensacija už brangios asmeninės informaciją atskleidimą investuotojams. Geriausiu atveju, emisijos leidėjai linkę iširti rinką iš anksto, surinkti informaciją apie joje esančią paklausą, kad galėtų tinkamai įkainoti emisiją. Rinkos ištyrimas gali būti vaisingas būdas įvertinti šį poreikį, bet be kompensacijos už konsultacijas nėra paskatos atskleisti teigiamos informacijos investuotojams. Pakartotinai konsultuojant tuos pačius investuotojus, paskirstant juos pagal palankumą ir pagal nustatomas, reguliuojamas siūlomas kainas ir gautą naują informaciją, investuotojai turi paskatą bendradarbiauti. Pagal Benveniste ir Spindt argumentus iš empirinės analizės matyti, kad emisijos su teigiamesne galutine siūlymo kaina, lyginant su pradine kaina preliminarium prospekte, vis dar labai nukainotos, nuvertėjusios - nepaisant šių versijų. Ši išvada vadinama dalinio patikslinimo fenomenu⁴.
- Per žemos kainos nustatymo teorijos Tinic (1988) dažnai yra vadinamas numatomas, neišvengiamas draudimo modelis arba teismo proceso/ bylos -išvengimo hipotezė. Pagal nuolatos nukainojamas emisijas, sumažėja tikimybė sulaukti teisminių bylų iš investuotojų, kurių naujų investicijų kainos sumažėjo lyginant su siūlytomis kainomis. Emisijos pasirašymas ir kiti lydintys procesai kaip atsakomybė yra reglamentuojami įstatymų. Be teisinių išipareigojimų, ieškinys gali sukelti nelaukiamą žalą investicijų banko reputacijai. Pirminis viešas siūlymas internete veikia kaip pavyzdys pirminio

⁴ Pavyzdžiui, tyrimai demonstruojantys dalinio patikslinimo reiškinį yra Hanley (1993), Loughran ir Ritter (2002).

viešo siūlymo, kad aktyvuota daugelio teisininkų. Dėka apkaltinimų buvo siūloma, kad pasauliniam internete ir investiciniai bankai pateiktų svarbius pranešimus ir pateikė klaidinančią informaciją prospekte. Svarbi detalė yra, kad pasaulis-internetas pirminis viešas siūlymas sutapo su pikū internetinių akcijų. Pasauliniame internete nutiko taip, kad tarp paskutinių viešų pirminių siūlymų per Internetą buvo internetinės akcijos. Sunku nustatyti, kokia dalis akcijų kainų sumažėjo dėl prisikirtų mokesčiams (jeigu tai pateisinama), ir dalį, kuri yra tik dėl plačios rinkos pokyčių. 2 paveikslas rodo pasaulinio interneto biržos (World online) viešo pirminio siūlymo akcijų kainų pokyčius.

Mokslinėje literatūroje dar pateikiama alternatyvi pirminių vertybinių popierių pradinės kainos nukainojimo priežastis. Tai moralinės rizikos problemos, kaip finansiniai tarpininkai organizuojantys emisijas norėdami sumažinti riziką (Ibbotson, 1975) sumažina šiuo būdu rinkodaros pastangas išleidžiant pirminę viešą emisiją (Baron, 1982).

Logue (1973), Ritter (1984) ir Aggarwal ir Rivoli (1990) nukainojimo priežastimi laiko ir pasikeitusias rinkos sąlygas, kaip rodo rinkos indekso pokyčiai.

OU ir Penman (1989) ir Ohlson (1995) teigia, jog teisingas kainos nustatymas turi remtis įmonės pagrindiniais fundamentaliais rodikliais. Šios pateikiamos teorijos pagrindu galima taipogi pateikti, jog neteisingai parinktas ar atliktas (Kim ir Ritter, 1999) įkainojimo metodas įtakoja nukainojimą. Pirminių viešų siūlymų pradinės kainos gali būti žemos ir aukštos dėl klaidų pirminių viešų siūlymų įkainojimuose. Pirminių viešų siūlymų kainos gali būti nustatytos pagal daugelį įkainojimo metodų kaip grynosios turto vertės (angl. NAV), diskontuotų pinigų srautų (angl. DCF), kainos ir pelno (P / E) santykio ir dividendų pajamų (angl. DY) santykio. Nepaisant to, kad visi šie metodai naudojami tiek teoriniu, tiek empiriniu požiūriu, jie nebetrukumų.

Diskontuotų pinigų srautų metodo trūkumas yra tai, kad įmonės pačios pasirenka laikotarpį, kuriame turi būti prognozuota pinigų srautai ir diskonto norma (Barker, 2001). Grynojo turto metodas taip pat turi trūkumų. Jį taikanti kompanija išleidžianti pirminius viešus siūlymus panaudoja grynojo turto arba grynojo realiojo turto vertę vienai akcijai ir prideda premiją, kad atspindėtų ateities augimo perspektyvas ir taip nustatoma siūlymo kaina. Šio metodo trūkumai yra du. Vienas trūkumas yra tai, kad balanse pateikiamos istorinės vertės ir antras trūkumas yra tai, kad nematerialus turtas dažnai nėra įtraukiamas. Šis metodas gali žymiai sumenkinti įmonės tikrąją vertę.

Anot Aharony ir kt. (1993) ir Friedlan (1994), grynosios turto vertės (angl. NAV) modelio trūkumas yra tai, kad kompanijos emitentės gali valdyti šį rodiklį ir taip dirbtinai padidinti siūlomą kainą. Nors apskaitos reikalavimai bando apriboti sąlygas, kuriomis pasinaudojus sandoriais galima manipuliuoti. Šie apribojimai visgi yra kritikuojami dėl neefektyvumo, kadangi jie labai priklauso

nuo valdymo vientisumo ir kokybės bei nuo nepriklausomų auditorių pranešimų apie nustatytas tokias manipuliacijas

Kainos ir pajamų santykinis metodas taip pat kritikuojamas. Barker (2001) teigė, jog kainos ir pajamų santykinis metodas arba dividendų metodas nepilnai įvertina visą reikalingą įvertini informaciją. Šiuose metoduose pateikiama, kad tik pelnas arba dividendai įtakoja akcijos kainą. Taip pat sunku nustatyti tinkamus šių metodų rodiklius analizuojant listinguojamas kompanijas.

Norint įvertinti ar panaudotų vertinimo metodų rezultatai pateikė neteisingą pasiūlymo kainą, Alford (1992) siūlo apskaičiuoti absoliutinę prognozavimo klaidų tikimybę. Ji skaičiuojama kaip skirtumas tarp pradinės atidarymo rinkos kainos ir pasiūlymo kainos padalintos ir pasiūlymo kainos.

Absoliuti klaidų tikimybė = (rinkos pradinė atidarymo kaina - siūlymo kaina) / siūlymo kaina.

Alford (1992) teigia, kad jei įvertinimo metodas yra tikslus, tai absoliutus klaidų tikimybės rodiklis turėtų būti lygus nuliui. Tai grindžiama prielaida, kad įvertinimo metodo nustatyta kaina teisingai atspindi įmonės fundamentalius rodiklius. Jei rinka yra efektyvi, tai pasiūlymo kaina turėtų sutapti su rinkos kaina, nes būtų eliminuota visa galima pelno rizika (Ross, 1976).

Rosenberg ir kiti. (1985) pateikia, jog rinkos vertinimas, rinkos nustatyta kaina ir įmonės išmatuota vertė gali nesutapti dėl rinkos neefektyvumo. Taigi nukainojimus gali įtakoti neefektyvi rinka.

Fama (1970); Grossman ir Stiglitz (1980) nuomone, per žema kaina nustatoma, kad kompensuoti investuotojams už išlaidos renkant ir analizuojant informaciją apie emitentą.

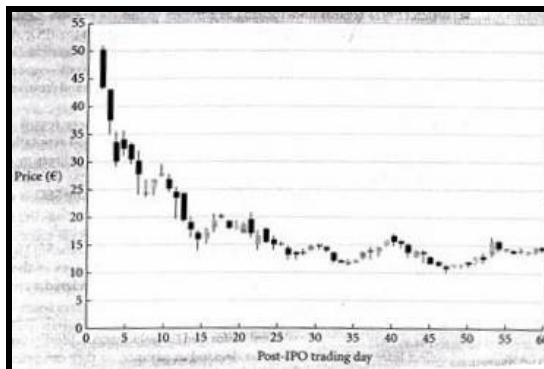
Ibbotson ir Jaffe (1975) bei Ritter (1984) nukainojimą įtakoja rinkos sąlygos, pavyzdžiui, tyrimai rodo, jog emisijos įvykdymo laikotarpis turi įtakos emisijai ir emisijos paklausai padidėja esant „bullish“ rinkos sąlygom.

Logue, (1973); Aggarwal ir Rivoli (1990) taipgi teigia, kad rinkos kainų indekso judėjimas gali įtakoti pirminių viešų siūlymų nukainojimus. Jei laiko tarpas tarp pasiūlymo kainų nustatymo ir prekybos pradžios yra didelis, kompanijos, įvykdančios pirminius viešus siūlymus gali užregistruoti aukštą kainą rinkos uždarymo metu savo pirmą prekybos dieną, nes gali apskritai padidėti akcijų kainos per šį laikotarpį. Norint kontroliuoti šį poveikį siūlytina naudoti rinkos pakoreguotas pajamas. Tyrime bus panaudota sekanti formulė, apskaičiuoti šias pajamas (Murugesu J., Santhapparaj, A.S., 2009):

Rinkos pakoreguotos pajamos = Pradinės pajamos - rinkos portfelio pajamos

Rinkos portfelio pajamos = (rinkos indeksas po pirmosios prekybos dienos, jos uždarymo metu - rinkos indeksas prospekto pateikimo dieną) / rinkos indeksas prospekto pateikimo dieną

Pradinės pajamos = (pirminio viešo vertybinio popieriaus siūlymo kaina po pirmosios prekybos dienos, jos uždarymo metu – pirminio viešo siūlymo kaina prospekte)/ pirminio viešo siūlymo kaina prospekte.



Šaltinis: HAIM L., POST, T. (2005) Investments , 63 p.

2 pav. Pirminio viešo siūlymo VP kainų pokyčius

Pasaulinis internetinis biržos pradinis kainų intervalas buvo nustatytas € 35 - € 43 Prieš uždarymą, galutinė siūloma kaina buvo nustatyta € 42. Atidarymo kaina buvo 50,20 €. Po pakilimo su € 51, akcijos nutraukė savo pirmą prekybos dieną 17 kovo 2000 su € 43,20. Pasaulinė internetinė uždarymo kaina po 60 prekybos dienų (14 birželio 2000) buvo 14,35 € (-67%). Bendrovėms nuo kovo 17 iki liepos 14 d., bendrai sumažėjo nuo 4798 iki 3797 taškų (NASDAQ).

HAIM, Levy (1996) savo darbe „Introduction to investments“ teigia, kad per žemos kainos nustatymas yra įtakotas: informacijos asimetrijos, kaip jau buvo paminėta anksčiau. Taipogi kokybiškų emitentų emisijų atranka dar vadinama „skalpvimu“. Autoriaus taip pat išskiria likvidumo faktorių ir pirmos emisijos išleidimo kainos nuvertinimas, tiksliai neįvertinus situacijos rinkoje.

Išnagrinėjus teoriją, galima teigti, jog pirminio viešo siūlymo procesas yra ilgas, sudėtingas ir brangus. Viena vertus, tai alternatyva įprastiniam finansavimui, kompanijos reklama. Kita vertus, tai reikalauja didelių išlaidų, griežto atskleidimas pilnos įmonės veiklos, jos rezultatyvumo, kuo gali pasinaudoti konkurentai.

Įvertinti ar pirminis viešas siūlymas buvo efektyvus galima labai iš daugelio aspektų. Visų pirma, anot pagrindinio pirmų viešų siūlymų tikslo, jis turi atsipirkti finansiškai, nes tai juk alternatyva įprastiniam įmonių finansavimui. Pirminio viešo siūlymo efektyvumas taip pat gali būti įvertintas nagrinėjant pradinės siūlomos kainos efektyvumą. Pirmą kartą viešai apyvertai pasiūlytų vertybinių popierių kainos labai keičiasi. Pradinio viešo siūlymo įkainojimas labai svarbus. Ar teisingai buvo nustatyta pradinė siūloma kaina? Kaip ji kito? Ar buvo sąmoningai pritaikyta nuolaida jai? Visai tai gali įtakoti pirminio viešo siūlymo efektyvumą. Efektyvi pradinių siūlymų kaina – tai tinkamai nustatyta pradinė siūloma kaina, įvertinus daugelį aspektų, kaip įmonės fundamentalūs rodikliai, rinkos tendencijos, perspektyvos ir kita. Efektyviai nustatyta pradinė

siūloma kaina lemia pirmą kartą viešai pasiūlytų vertybinių popierių paklausą, jų tolimesnių kainų stabilų augimą. Pirmosios dienos atidarymo ir uždarymo kainos dažniausiai ir nagrinėjamos norint nustatyti pradinių siūlymų pradinės kainos efektyvumą.

2. BALTIJOS PIRMINIŲ VIEŠŲ SIŪLYMŲ RINKA 2000 – 2010 m.

Sujungus Estijos, Latvijos ir Lietuvos biržas į bendrą Baltijos biržą jos veiklos efektyvumas ir investuotojams suteikiamos galimybės išsiplėtė. Šioje dalyje bus pateikta bendra Baltijos biržos apžvalga bei jos pirminės rinkos analizė. Mokslinė literatūra ne itin nagrinėja Baltijos biržos pirminę rinką 2000 – 2010 metų laikotarpyje. Atrastas tik vienas straipsnis tyrinėjantis Baltijos pirminių viešų siūlymų rinką, kurio analizė taip pat bus pateikta šioje darbo dalyje.

2.1. Baltijos biržų analizė

Biržos Lietuvoje, Latvijoje ir Estijoje pradėjo kurtis tik atgavus nepriklausomybę po TSRS žlugimo. Pirmiausia birža buvo įkurta Lietuvoje 1993m, po to Latvijoje 1995m ir vėliausiai 1996 metais veiklą pradėjo Talino Vertybinių popierių birža. Biržų nepriklausomas laikotarpis tęsėsi beveik iki 2000 metų pabaigos. Tam įtakos turėjo tai, kad birža siekdama sėkmingos veiklos negali veikti tik savo šalies viduje. Sėkminga biržos veikla yra užtikrinama tik pritraukus investicijas ir išitraukus į didesnę vertybinių popierių rinką, kurioje yra sudaromos galimybės pritraukti investuotojus. Taip pat įtakos Baltijos valstybėms turėjo ir artėjanti narystė Europos Sąjungoje. Narystė reikalavo, kad kiekviena šalis susitvarkytų savo vertybinių popierių rinką ir įgytų tam tikrus standartus. Prieš įstojant į Europos Sąjungą Estijos vertybinių popierių biržą įgijo Suomijos HEX Grupė, o Latvijos ir Lietuvos – OM Grupė. 2003 metais įvykęs HEX ir OM Grupių susijungimas sujungė ne tik Baltijos vertybinių popierių rinką, bet ir Baltijos ir Skandinavijos rinkas. Po pusmečio susijungusi OMHEX Grupė pakeitė pavadinimą į OMX Grupę ir pradėjo diegti vertybinių popierių prekybos platformas joms priklausančiose biržose.

Po įvykusio privatizavimo, kurio metu OMX Grupė įgijo Baltijos šalių vertybinių popierių biržų kontrolinius akcijų paketus, buvo suformuluoti biržų pagrindinės verslo kryptys. Šios kryptys yra bendros tiek Vilniaus, tiek Rygos ir Talino vertybinių popierių biržoms. Suformuluotos verslo kryptis apima paslaugas emitentams, paslaugas nariams ir informacines paslaugas.

NASDAQ OMX vertybinių popierių biržos Vilniuje, Taline ir Rygoje, siekdamos sumažinti skirtumus tarp Lietuvos, Estijos ir Latvijos vertybinių popierių rinkų bei palengvinti prekybą vertybiniais popieriais, suformavo bendrą Baltijos rinką. Visos trys biržos naudoja tą pačią prekybos sistemą, suderintas prekybos taisykles ir prekybos praktiką, o būtent tai, kaip teigiama oficialiame NASDAQ OMX tinklalapyje, ir turėtų sumažinti prekybos vertybiniais popieriais Baltijos šalyse sąnaudas bei pritraukti daugiau investicijų į visą regioną.

Baltijos šalių vertybinių popierių biržos turi bendrus prekybos sąrašus, į kuriuos yra įtraukiami visose Baltijos biržose listinguojamų bendrovių vertybiniai popieriai.

Oficiali vertybinių popierių biržos NASDAQ OMX Tallinn prekybos valiuta yra euras. Talino vertybinių popierių biržos investuotojai taip pat gali teikti pavedimus ir juos apmokėti Estijos kronomis be papildomo mokesčio. Oficiali vertybinių popierių biržos NASDAQ OMX Riga prekybos valiuta yra latas, NASDAQ OMX Vilnius prekybos valiuta yra litas. Taip pat Rygos ir Vilniaus biržose prekyba vertybiniais popieriais gali būti vykdoma eurai.

Siekiant suvienodinti po prekybinės procedūras ir praktiką, nuo 2006 m. balandžio mėnesio Baltijos centriniai vertybinių popierių depozitoriumai ir vertybinių popierių biržos įdiegė vienodą kliringo ir atsiskaitymų tvarkaraštį sandoriams, sudarytiems vertybinių popierių biržoje.

Vertybinių popierių rinką reguliuoja ir prižiūri šalies vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijos. Jos kaip valstybės įgaliota institucija, vykdo vertybinių popierių rinkos priežiūrą tam, kad sustiprintų viso finansų sektoriaus stabilumą ir patikimumą.

Baltijos biržos gana jaunos ir aktyvumas jose nėra didelis ypatingai pirminė biržų rinka. Tai kartu palengvina darbą lyginant ir bandant analizuoti pirmines viešas emisijas jose. Visgi tai apriboja galimybes padaryti gilesnę analizę su tikslesniais rezultatais.

Išanalizavus Nasdaq OMX tinklalapyje pateikiamą informaciją bei peržvelgus akcijų prekybos sąrašus galima pateikti tokią statistinę informaciją, kad Latvijos 35 kompanijos yra listinguojamos iš kurių 5 priklauso pagrindiniam sąrašui. Lietuvoje listinguojama 41 kompanija iš kurių 15 kompanijų priklauso pagrindiniam sąrašui. 16 Estijos kompanijų listinguojama iš kurių tik 15 kompanijų priklauso pagrindimą sąrašui.

Baltijos akcijų rinkos kapitalizacijos nuo 2000m iki 2009 metų padidėjo 273,24% (nuo 4 213 413 947,29 EUR iki 15 725 979 485,82 EUR). 2009m antram pusmetyje investuotojai sugrįžo į Baltijos rinkas ir tuomet stipriai padidėjo kapitalo vertės. Pagrindinis trijų rinkų matas - OMX Baltic Benchmark išaugo 50% nuo kovo mėnesio, taip Baltijos rinką padarydamas kaip vieną iš pažangiausių (Financial Times, 2009m rugsėjo 17d komentaras).

Sekančiame paveiksle matyti kaip kito bendri visų trijų Baltijos šalių duomenys nagrinėjamu laikotarpiu. Tiek kapitalizacijos, tiek pajamos, tiek ir kiti duomenys yra žymiai kritę.

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | H1 2009* |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|----------|
| Aggregate Baltic market | | | | | | | | | | |
| Market capitalization (MEUR) | 4 077 | 3 550 | 4 417 | 6 672 | 10 587 | 12 081 | 14 341 | 13 096 | 5 177 | 4 882 |
| Market turnover (MEUR) | 721 | 639 | 567 | 783 | 1 065 | 2 603 | 2 460 | 2 386 | 978 | 155 |
| Average monthly turnover (MEUR) | 60.1 | 53.3 | 47.3 | 65.3 | 88.8 | 216.9 | 205.0 | 198.8 | 81.5 | 25.8 |
| Number of companies | 131 | 127 | 128 | 114 | 95 | 104 | 98 | 99 | 93 | 91 |
| Average company capitalization (MEUR) | 31.1 | 27.9 | 34.5 | 58.5 | 111.4 | 116.2 | 146.3 | 132.3 | 55.7 | 53.6 |
| Market cap (% of GDP) | 15.1% | 11.9% | 13.5% | 19.0% | 27.2% | 26.9% | 27.0% | 20.2% | 7.3% | 7.4% |
| Market turnover (% of market cap) | 17.7% | 18.0% | 12.8% | 11.7% | 10.1% | 21.5% | 17.2% | 18.2% | 18.9% | 11.0% |

Šaltinis: Guide to Nasdaq Baltic security market, 2009, p.17

3 pav. Bendri Baltijos biržų duomenys

Peržvelgus atskiras situacijas visų trijų biržų matomos tos pačios tendencijos, deja, tik neigiamos.

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | H1 2009* |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| NASDAQ OMX Tallinn | | | | | | | | | | |
| Market capitalization (MEUR) | 1 923 | 1 666 | 2 316 | 3 005 | 4 627 | 3 022 | 4 578 | 4 105 | 1 403 | 1 382 |
| Market turnover (MEUR) | 349 | 259 | 263 | 494 | 663 | 1 938 | 766 | 1 526 | 618 | 74 |
| Average monthly turnover (MEUR) | 29.1 | 21.6 | 21.9 | 41.2 | 55.3 | 161.5 | 63.8 | 127.2 | 51.5 | 12.3 |
| Number of companies | 21 | 18 | 15 | 15 | 14 | 16 | 16 | 18 | 18 | 17 |
| Average company capitalization (MEUR) | 91.6 | 92.5 | 154.4 | 200.3 | 330.5 | 188.9 | 286.1 | 228.1 | 78.0 | 81.3 |
| Market cap (% of GDP) | 31.5% | 24.1% | 29.9% | 34.6% | 47.9% | 27.2% | 34.9% | 26.9% | 8.8% | 9.4% |
| Market turnover (% of market cap) | 18.1% | 15.6% | 11.4% | 16.4% | 14.3% | 64.1% | 16.7% | 37.2% | 44.0% | 21.4% |

Šaltinis: Guide to Nasdaq Baltic security market, 2009, p.17

4 pav. Talino biržos duomenys

Palyginus rinkos kapitalizacijos, pastebimas Vilniaus biržos pirmavimas nuo 2004 m. Pastebėtina, jog Vilniaus biržoje yra didžiausias kompanijų kiekis. Peržvelgus rinkos apyvartos duomenų kitimą, pastebimas stiprus Talino biržos aktyvumas per visą nagrinėjamą laikotarpį. Lyginant rinkos kapitalizacijos procentines dalis nuo BVP, matome, jog Estija šiuo atveju vėlgi pirmauja visą nagrinėjamą laikotarpį nuo 2000 iki 2009 metų.

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | H1 2009* |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| NASDAQ OMX Riga | | | | | | | | | | |
| Market capitalization (MEUR) | 673 | 846 | 692 | 900 | 1 207 | 2 122 | 2 034 | 2 098 | 1 166 | 1 013 |
| Market turnover (MEUR) | 248 | 153 | 127 | 123 | 88 | 77 | 88 | 103 | 28 | 6 |
| Average monthly turnover (MEUR) | 20.7 | 12.8 | 10.6 | 10.3 | 7.3 | 6.4 | 7.3 | 8.6 | 2.4 | 1.0 |
| Number of companies | 63 | 63 | 62 | 56 | 39 | 45 | 40 | 41 | 35 | 34 |
| Average company capitalization (MEUR) | 10.7 | 13.4 | 11.2 | 16.1 | 31.0 | 47.2 | 50.9 | 51.2 | 33.3 | 29.8 |
| Market cap (% of GDP) | 7.9% | 9.1% | 7.0% | 9.0% | 10.8% | 16.3% | 12.7% | 9.9% | 5.0% | 4.8% |
| Market turnover (% of market cap) | 36.8% | 18.1% | 18.4% | 13.7% | 7.3% | 3.6% | 4.3% | 4.9% | 2.4% | 1.7% |

Šaltinis: Guide to Nasdaq Baltic security market, 2009, p.17

5 pav. Rygos biržos duomenys

Palyginus rinkos apyvartos procentinę dalį nuo rinkos kapitalizacijos, matyti, jog pirmauja Rygos birža, kurioje paskutiniaisiais metais ir sumažėjo ši procentinė dalis, bet visgi yra didžiausia.

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | H1 2009* |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| NASDAQ OMX Vilnius | | | | | | | | | | |
| Market capitalization (MEUR) | 1 481 | 1 038 | 1 409 | 2 767 | 4 753 | 6 937 | 7 728 | 6 892 | 2 608 | 2 487 |
| Market turnover (MEUR) | 124 | 227 | 177 | 166 | 314 | 588 | 1 607 | 757 | 332 | 75 |
| Average monthly turnover (MEUR) | 10.3 | 18.9 | 14.8 | 13.8 | 26.2 | 49.0 | 133.9 | 63.1 | 27.7 | 12.5 |
| Number of companies | 47 | 46 | 51 | 43 | 42 | 43 | 42 | 40 | 40 | 40 |
| Average company capitalization (MEUR) | 31.5 | 22.6 | 27.6 | 64.3 | 113.2 | 161.3 | 184.0 | 172.3 | 65.2 | 62.2 |
| Market cap (% of GDP) | 12.0% | 7.6% | 9.4% | 16.8% | 26.2% | 33.2% | 32.2% | 24.2% | 8.1% | 8.3% |
| Market turnover (% of market cap) | 8.4% | 21.9% | 12.6% | 6.0% | 6.6% | 8.5% | 20.8% | 11.0% | 12.7% | 9.1% |

Šaltinis: Guide to Nasdaq Baltic security market, 2009, p.17

6 pav. Vilniaus biržos duomenys

Apskritai, beveik šimtas įmonių yra listinguojama dviejuose Baltijos šalių akcijų sąrašuose. Nors pagrindinė veikla yra listingavimas ir prekybos grynaisiais nuosavybės vertybiniais popieriais, visgi taip pat yra ir augimo galimybių fiksuotų pajamų priemonės. NASDAQ OMX Baltijos

prekiauja beveik šimtu įvairių terminų obligacijų, pateikiamų Baltijos skolos VP sąraše, kurio rinkos kapitalizacija yra maždaug 2,2 milijardo EUR (2009 m. rugsėjo mėn.)

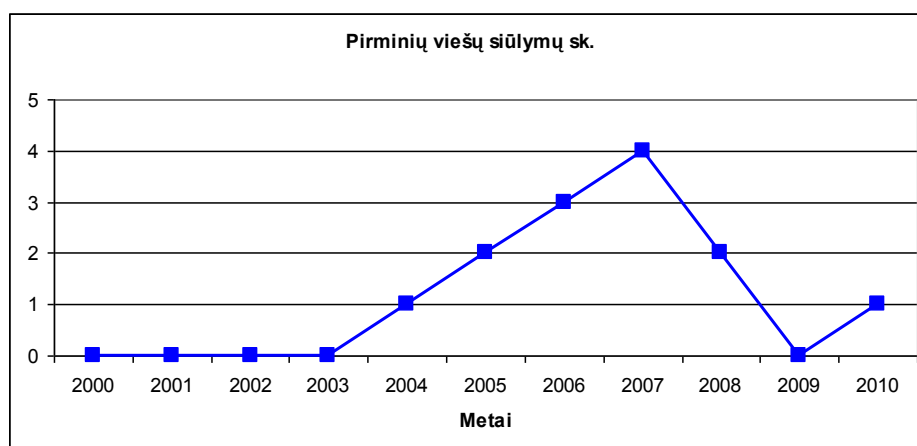
NASDAQ OMX biržos Rygoje ir Vilniuje sukūrė infrastruktūrą, pirminėms obligacijų emisijoms, naudojamą Latvijos ir Lietuvos vyriausybių ir korporacinių emitentų. Baltijos produktų sujungimas į bendrą sąrašą buvo kaip plėtra įtraukiant investicinių fondų vienetus.

Apibendrinant visas tris nagrinėjamas biržas, galima rešiumuoti, jog jų sujungimas lėmė efektyvesnę jų veiklą. Investuotojams tapo žymiai patogiau ir paprasčiau ja naudotis jų paslaugomis nenukenčiant saugumui. Visa reikiama informacija apie biržas, jos dalyvius pateikiama bendrai, tiek kalbant apie sąrašus, tiek apie indeksus, tiek kita reikiama informacija. Bendras paprastesnis priėjimas prie biržų, suvienodintos taisyklės, prekybos sistema itin teigiamai paveikė nagrinėjamų biržų veiklas.

Pradėjus gilintis į Baltijos pirminių viešų siūlymų rinką, pateikiamą informaciją apie ją oficialiame biržų tinklalapyje, susiduriama su informacijos asimetrija. Baltijos biržos tinklalapis neišsamiai ir netgi kai kuriais atvejais netiksliai pateikia informaciją apie įvykdytus pirminius viešus siūlymus. Trūksta informacijos apie pradines siūlomas kainas, prospektai pateikiami ne visų įmonių. Tvirtai galima teigti, jog Baltijos biržos per mažai tyrinėja pirminius viešus siūlymus.

Pirminių vertybinių popierių emisijų nagrinėjamu laikotarpiu nuo 2000 iki 2010m buvo įvykdyta 13 vienetų. Mokslinėje literatūroje Baltijos pirminių viešų siūlymų rinka, deja, beveik netyrinėta. Visgi yra įrodytas pirminių viešų siūlymų teigiamas poveikis biržoms tam tikrais laikotarpiais (D.Cibulskienė, Z.Grigaliūnienė ir D.Petrauskienė, 2009, p. 11).

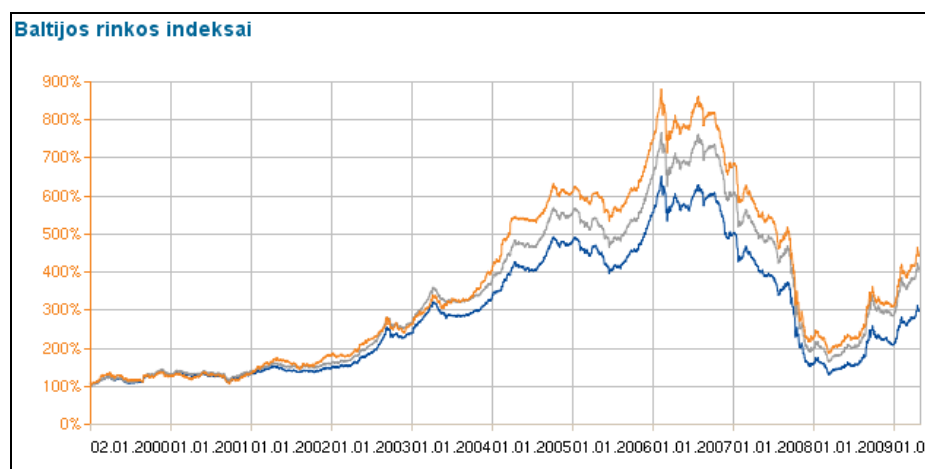
Sekančiuose paveiksluose matyti, jog pirminių viešų siūlymų aktyvesnis įgyvendinimas prasideda tais pačiais laikotarpiais, kaip ir biržų augimo periodai. Daugiausia pirminių viešų siūlymų yra įgyvendinta 2007 metais, kai Baltijos biržose vyravo „karšta“ rinka t.y. kai apimtys ir kainos rinkoje didėjo.



Šaltinis: sukurta autoriaus remiantis

7 pav. Pirminių viešų siūlymų apimtys Baltijos šalyse 2000 – 2010 m.

Lyginant šiuos pateiktus paveikslus matosi akivaizdus grąžos rodikliu ir rinkos kainų indekso stipri koreliacija. Pirminiai vieši siūlymai aktyviau pradėti vykdyti kai rinka atsigauna ir tampa „karštesnė“. Paminėtina, jog atlikus autoriaus tyrimą buvo įrodyta, jog efektyviau įvykdyti pirminiai vieši siūlymai buvo tada kai rinka dar tik augo ir buvo pusiaukeleje į „lubų“ pasiekimą.



Šaltinis: NasdaqOMX Balticbiržos tinklalapis, interaktyvi nuoroda:

[http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=charts&lang=lt&idx_main\[\]=OMXBBGI&add_index=OMXBBAPPI&idx_index\[\]=OMXBBCAPGI&idx_index\[\]=OMXBBCAPPI&add_equity=LT0000128266&period=other&start_d=1&start_m=1&start_y=2000&end_d=29&end_m=4&end_y=2010](http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/?pg=charts&lang=lt&idx_main[]=OMXBBGI&add_index=OMXBBAPPI&idx_index[]=OMXBBCAPGI&idx_index[]=OMXBBCAPPI&add_equity=LT0000128266&period=other&start_d=1&start_m=1&start_y=2000&end_d=29&end_m=4&end_y=2010)

8 pav. Pagrindinių Baltijos rinkos indeksų kitimas 2000 – 2010 m.

Kaip įrodymą šios aptartos tendencijos galima pateikti, net Cibulskienės, D. ir kitų autorių pateiktame tyrime („Pirminio viešo siūlymo sandorių efektyvumo analizė“) gautus rezultatus apie efektyviausiai įvykdytus pirminių viešų siūlymų sandorius. Jos pateikė išvadas, jog efektyviausiai įgyvendinti buvo „Saf technika“ (įvykdžius pirminį viešą siūlymą 2004 metai), Tallink grupp (įvykdžius pirminį viešą siūlymą 2005m) ir City service (įvykdžius pirminį viešą siūlymą 2006).

Reziumuojant, galima teigti, jog sėkmingiausių pirminių viešų siūlymų laikotarpiai sutampa su rinkos augimo periodais, tad galima patvirtinti šį reiškinį.

Galima manyti, jog dėl Baltijos pirminių vertybinių popierių emisijų mažo kiekio ir apimčių bei šių aspektų įtakotos neaktyvios pirminių viešų siūlymų rinkos susiformavimo, nagrinėjama tematika mokslinėje literatūroje nėra itin ištyrinėta.

Atlikti Baltijos pirminių viešų siūlymų tyrimai

Baltijos pirminė rinka mokslinėje literatūroje beveik netyrinėta. To priežastimi gali būti ne tik per mažas šios rinkos aktyvumas, bet ir Baltijos oficialiame tinklalapyje pateikiamos informacijos asimetrija.

Nagrinėjant mokslinę literatūrą buvo atrastas tik vienas aktualiausias gana naujas Baltijos pirminių viešų siūlymų tyrimas įvykdytas D.Cibulskienės, Z.Grigaliūnienės, D.Petrauskienės (2009) bei pateiktas jų straipsnyje „Pirminio viešo siūlymo sandorių efektyvumo analizė“. Autorės šiame straipsnyje analizuoja Baltijos pirminių viešų siūlymų sandorių efektyvumą. Tyrime autorės

apskaičiuoja pirminių viešų siūlymų multiplikatorių (angl.IPO multiplier), EVA ir ROIC įverčius visoms įmonėms, kurios įvykdė pirminius viešus siūlymus jų nagrinėjamu laikotarpiu Baltijos šalyse.

Anot autorių, vertinant pirminių viešų siūlymų sandorių efektyvumo analizę vienas iš esminių tyrimo objektų turi būti akcininkų turimos kapitalo vertės padidėjimas, kiek naudos tai atnešė įmonės savininkams.

D.Cibulskienė, Z.Grigaliūnienė ir D.Petrauskienė straipsnyje „Pirminio viešo siūlymo sandorių efektyvumo analizė“ pateikia pirminio akcijų viešo siūlymo sandorių efektyvumo NASDAQ OMX Baltic vertybinių popierių biržoje ekonominę analizę bei įvertina šių sandorių poveikį įmonių vertės pokyčiams. Šiame tyrime autorės visų pirma įvertina, kurios kompanijos tiriamuoju laikotarpiu turėjo teigiamos įtakos Talino, Rygos ir Vilniaus atitinkamoms biržoms. Šiuos būdu jos atrinko kompanijas tolimesniam tyrimui. Buvo atrinkta tik viena latviška („SAF Technika“), viena lietuviška („City service“) ir trys estiškos kompanijos („Acro Vara“, „Olympic Entertainment Group“, „Tallink Grupp“).

Straipsnio autorės įrodo pirminių viešų siūlymų teigiamą poveikį biržų rinkoms. Tyrimas buvo atliktas siauresniam laikotarpiui, t.y. autorės neištyrė 3 Estijos kompanijų („Silvano Fashion group“, „Merko Ehitus“ ir „Viisnurk“ bei 2010m įvykdytas „Linas Agro group“), kurios įvykdė pirminius viešus siūlymus 2000 – 2010m. Visgi tyrimas nebus pratęstas ištyriant likusius 3 pirminius viešus siūlymus, nes dauguma kompanijų autorės ištyrė ir pakankamai konstruktyviai pateikė rezultatus apie Baltijos biržos pirminių viešų siūlymų tendencijas.

4 lentelė

Kompanijų įvykdžiusių pirminius viešus akcijų siūlymus Estijoje (2007), Lietuvoje ir Latvijoje (2005-2008)

| Kompanijos | Kapitalizacijos dydis proc. nuo kiekvienos šalies biržos |
|-----------------------------|--|
| Tallink Grupp | 17,23% |
| Arco Vara | 3,36% |
| Express Grupp | 2,16% |
| Eesti Ehitus | 3,67% |
| Olympic Entertainment Group | 12,87% |
| Tallinna Vesi | 6,31% |
| Agrowill Group | 0,8% |
| City Service | 1,79% |
| SAF technika | 2,94% |

Šaltinis: sudaryta autoriaus remiantis D.Cibulskienė, Z.Grigaliūnienė ir D.Petrauskienė (2009) Pirminio viešo siūlymo sandorių efektyvumo analizė, p.10

Autorės padaro išvadą, kad pirminiai vieši siūlymai teigiamai įtakoja biržas ne vien dėl to, kad papildė sąrašus, bei investuotojai turi galimybę labiau diversifikuoti savo investicinius

portfelius, nes po pirminio siūlymo šių kompanijų akcijos įtraukiamos į pirminį biržų sąrašą, o vėliau ir į pagrindinį. . Kuo daugiau listinguojamų kompanijų tuo daugiau pajamų iš įvykdomų sandorių. Biržos taip pat tampa žymiai patrauklesnės investuotojų tarpe. Būtina sąlyga, jog paminėti faktoriai turėtų teigiamos įtakos - kompanijų veikla privalo būtų pelninga investuotojų atžvilgiu, t.y. laiku išmokėti dividendai. Žinoma svarbu, kad įmonė dirbtų pelningai ir jos akcijų kaina turėtų tendencijų kilti bei labai svarbu, kad kompanijos turėtų pakankamą skaičių laisvų akcijų.

Ketvirtoje lentelėje pateikia informaciją apie kapitalizacijos dydžius kompanijų, kurios įvykdė pirminius viešus siūlymus Estijoje 2007 m., Lietuvoje ir Latvijoje 2005-2008 m. „Tallinn Grupp“ 2007m. turėjo 19% laivai listinguojamų akcijų po to kai įvykdė pirminį viešą siūlymą, kurio kapitalizacija sudarė 17.23% nuo visos biržos kapitalizacijos. Kompanija „Arco Vara“ pozicija taip pat gana gera, jos laisvosios akcijos sudarė 28%, kai šios kompanijos kapitalizacija siekė - 12.87% nuo bendros biržos kapitalizacijos. „Tallinna Vesi“ kapitalizacija buvo dvigubai mažesnė ir siekė 6.31%, o laisvų akcijų kiekis siekė 30%. „Eesti Ehitus“ ir „Olympic“ kompanijų kapitalizacija sudarė 3% nuo bendros biržos kapitalizacijos. „Ekspress Grupp“ kapitalizacija buvo mažiausia - 2.16%, o šios kompanijos laisvų akcijų dalis sudarė 13%.

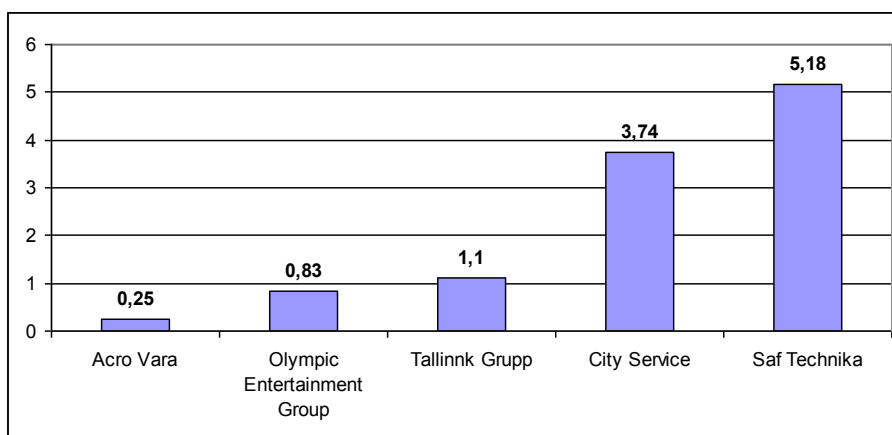
Vilniaus biržos duomenų reikšmės dar mažesnės. 2005-2008 metais Lietuvoje buvo įvykdyti tik 2 pirminiai vieši siūlymai („Agrowill Group“ and „City Service“). Abiejų kompanijų kapitalizacija antrinėje rinkoje buvo labai maža. . „Agrowill Group“ 2008 metais kapitalizacija siekė tik 0.8% nuo bendros biržos, o laisvų akcijų kiekis 23%. Kapitalizacija lyginant su laisvų akcijų dalimi labai skiriasi. Šią situaciją įtakojo kompanijos akcijų rinkos kainos kritimas nuo 5 iki 3 LTL per vienus metus. 2008 metais apie 35% visų Vilniaus biržose listinguojamų kompanijų kapitalizacija buvo panaši. 2007 metais „City Service“ kapitalizacija nuo visos Vilniaus biržos kapitalizacijos siekė beveik 2%. Latvijos biržoje nuo 2004 iki 2008 metų buvo įvykdytas tik vienas pirminis viešas siūlymas - „SAF Technika“ . 2005 metais šios įmonės kapitalizacija siekė 3% visos Rygos biržos kapitalizacijos. Įvertinus, jog tais pačiais metais Rygos biržoje buvo listinguojamos tik 12 kompanijų ir net 7 iš jų kapitalizacija sudarė 3% nuo visos Rygos biržos kapitalizacijos, galima teigti, jog „SAF Technika“ pirminis viešas siūlymas buvo efektyvus ir produktyvus Latvijos biržos atžvilgiu.

Iš pateiktų šios analizės duomenų, galima daryti išvadą, jog pirminių viešų akcijų siūlymų įtaka biržoms yra teigiama. Šiame tyrime dauguma analizuojamų kompanijų netik pasiekė rinkų kapitalizacijos vidurkį, o kai kurios jį net viršijo. Šias teigiamą įtaką padariusios kompanijos straipsnio autorių toliau tiriamos, įvertinant jų pirminių viešų siūlymų sandorių efektyvumą.

Pirminių viešų siūlymų efektyvumui įvertinti autorės pasitelkė pirminių viešų siūlymų multiplikatorių. Jos jį apskaičiuoja įvertinant įmonės turto pasikeitimus, nustatant kiek pajamų buvo pritraukta dėka pirminio viešo siūlymo t.y. kiek piniginių vienetų buvo uždirbta dėka pritraukto

kapitalo. Multiplikatoriaus vertė skaičiuojama dalinant pajamų pasikeitimą per tam tikrą laikotarpį iš kapitalo pasikeitimo dėka emisijos per tam tikrą laikotarpį.

Prasčiausius multiplikatoriaus rezultatus parodė įmonė „Acro Vara“ (AV), vienas papildomas nuosavo kapitalo vienetas pritraukė 0,25 piniginių vienetų arba 25% papildomų pajamų nuo bendro papildomo kapitalo. Daugiau papildomų pajamų už vieną papildomą nuosavo kapitalo vieneta buvo pritraukta kompanijoje „Olympic Entertainment Group“, šios įmonės multiplikatorius buvo lygus 0,83. Kompanijos „Tallinnk Grupp“ vienas papildomas nuosavo kapitalo vienetas pritraukė 1,1 papildomų pajamų vienetų. Žymiai geresnius multiplikatoriaus rezultatus parodė „City Service“ ir „Saf Technika“, kurių įverčiai atitinkamai buvo lygūs 3,74 ir 5,18.



Šaltinis: sukurta autoriaus remiantis D.Cibulksienė, Z.Grigaliūnienė ir D.Petrauskienė (2009) Pirminio viešo siūlymo sandorių efektyvumo analizė, p.11,12

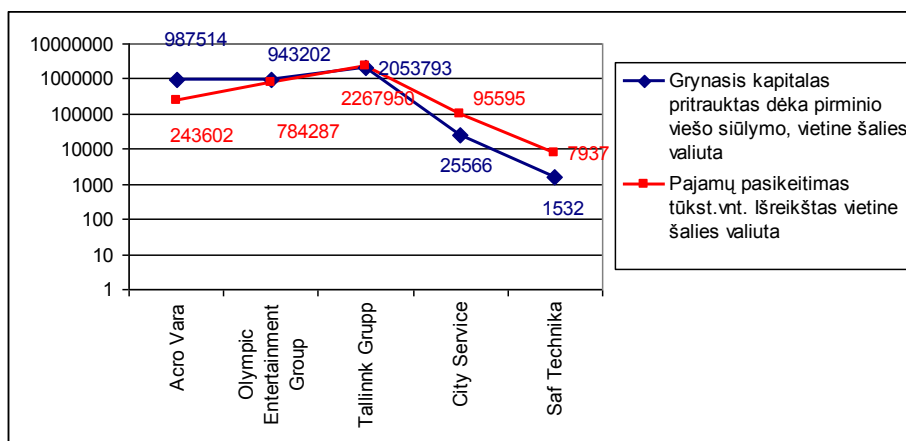
10 pav. Pirminių viešų siūlymų multiplikatoriaus reikšmės

Toliau savo straipsnyje autorės tiria sąveiką tarp kompanijos rinkos vertės ir pirminių viešų siūlymų. Kiekvienos įmonės tikslas yra padidinti savo rinkos vertės dalį. Autorės atrinko du metodus siekdamas įvertinti pridėtinę ekonominę įmonės vertę (angl.trumpinys EVA) ir investuoto kapitalo grąžą (angl.trumpinys ROIC)⁵.

Gauti rezultatai rodo, jog kompanijų EVA vertės padidėjo per pirminio viešo siūlymo laikotarpį. Deja, gautos reikšmės rodo, jog pirminiai vieši siūlymai ir jų išlaidos neturi pastebimos įtakos EVA rodiklio pasikeitimui. Autorėms analizuojant EVA rodiklio pasikeitimus buvo padarytos išvados, jog šiam rodikliui didžiausią neigiamą įtaką padarė padidėjusi investuoto kapitalo dalis. Didžiausią teigiamą įtaką padarė EBIT⁶ rodiklio padidėjimas per vieną piniginių pardavimų vieneta.

⁵ Toliau bus naudojamas angliškas trumpinys EVA ir ROIC įvardijant atitinkamai pridėtinę ekonominę įmonės vertę ir investuotojo kapitalo grąžą

⁶ EBIT - pelnas prieš palūkanų sąnaudas ir pelno mokesčių, EBIT=Pajamos – Sąnaudos (išskyrus palūkanų sąnaudas ir pelno mokesčių)



Šaltinis: sukurta autoriaus remiantis D.Cibulksienė, Z.Grigaliūnienė ir D.Petrauskienė (2009) Pirminio viešo siūlymo sandorių efektyvumo analizė, p.11,12

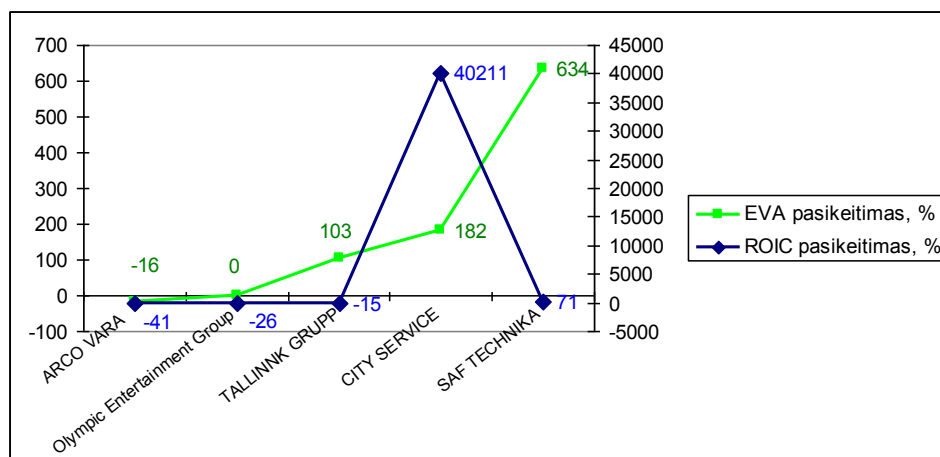
11 pav. Pritraukto grynojo kapitalo ir pasikeitusių pajamų reikšmės po pirminio viešo siūlymo.

Anot autorių, pirminių viešų siūlymų sandorių įvertinimas remiantis investuoto kapitalo gražos metodu parodė itin didelę šių pirminių emisijų įtaką kompanijų vertei. Tiesioginė neigiama pirminių viešų siūlymų įtaka ROIC reikšmėms pasireiškia per nuosavo kapitalo pasikeitimą, o netiesioginė teigiama įtaka pasireiškia per grynojo pelno pasikeitimą jei lėšos buvo pritrauktos per pirminį viešąjį vertybinių popierių siūlymą taip plėtojant rinką bei pardavimus.

Apskaičiuojant įmonės vertę naudojant EVA metodą, nustatyta, jog įmonės vertė po pirminių viešų siūlymų padidėjo, tačiau nebuvo nustatytas joks tiesioginis ryšys tarp padidėjusių verčių. Apskaičiuojant įmonės vertę, skaičiuojant investuoto kapitalo gražos rodiklį (ROIC), nustatytas ir tiesioginis ir neigiamas pirminių viešų siūlymų poveikiai įmonės vertei: Nors nuosavas kapitalas po pirminio viešo siūlymo padidėjo, tačiau pagal autorių atliktus tyrimus tokio tipo kapitalas lyginant su įprastu skolinimusi žymiai brangesnis. Nuosavo kapitalo dalies padidėjimas mažina investuoto kapitalo gražą.

Apibendrinant ekonominę analizę apie pirminių viešų siūlymų sandorių įtaką įmonės veiklai sekančiame paveiksle pateikiami apibendrinti rezultatai.

Sulyginę 10 ir 12 paveikslų pateikiamą informaciją autorės padarė išvadas, jog kai Baltijos pirminių viešų siūlymų multiplikatorius lygus 3,74, visi keturi indikatoriai pasiekia teigiamas reikšmes. Kai pirminių viešų siūlymų multiplikatoriaus vertė artėja prie vieneto tik vienas ROIC rodiklis yra neigiamas. Investuoto kapitalo gražos (ROIC) vertė didėjo artėjant multiplikatoriaus vertei prie vieneto ir ją viršijant.



Šaltinis: sukurta autoriaus remiantis D.Cibulksienė, Z.Grigaliūnienė ir D.Petrauskienė (2009) Pirminio viešo siūlymo sandorių efektyvumo analizė, p.15

12 pav. Pirminių viešų siūlymų sandorių poveikis įmonės veiklos rezultatams

Autorės įrodo, jog tiesioginė teigiama pirminių viešų siūlymų sandorių įtaka kompanijos veiklai atsirado kaip pirminių viešų siūlymų multiplikatoriaus vertė viršijo vienetą. .

Pirminių viešų siūlymo sandorių efektyvumo Baltijos biržose tyrimo analizė autorėms leido suformuluoti išvadas, jog pirminiai vieši siūlymai kaip ekonominis fenomenas vertas gilesnės analizės. Jų pagrindinė idėja remiasi papildomo kapitalo pritraukimu pirmą kartą viešai išleidžiant vertybinius popierius. Ši lėšų pritraukimo alternatyva vis labiau populiarėjanti ir siūlytina įgyvendinti kai įmonė pasiekia augimo etapą. Įmonės akcininkai gali pasitraukti, jei jų netenkina sumažėjusi jų dalis.

Siekiant įvertinti pirminių viešųjų siūlymų sandorių efektyvumą pritaikytas multiplikatorius. Šio daugiklio esmė yra įvertinti pajamų pasikeitimą dėl pritraukto kapitalo panaudojus pirminį viešą siūlymą, įvertinant kiek papildomų piniginių vienetų buvo uždirbta pritraukus kapitalo per pirminę viešą emisiją. Penkiose ištirtose kompanijose gauti rezultatai buvo labai skirtingi.

Pirminiai vieši siūlymai turi teigiamos įtakos įmonės vertės pasikeitimui. Pritaikius EVA metodą, gauti rezultatai taipogi įrodė teigiamas pirminių viešų siūlymų pasekmes įmonės vertės pokyčiams. Nustatytas vertės padidėjimas apima nuo mažiausio padidėjimo, t.y. nuo 102,79% iki 633,83%. Vienos kompanijos EVA vertės padidėjimas yra absoliutus, nes praėjusių metų EVA vertė buvo neigiama. Keturiose iš penkių analizuotų kompanijų EVA vertė padidėjo. Visgi nebuvo nustatyta jokios pirminių viešų siūlymų tiesioginės įtakos įmonės vertės padidėjimui. Panaudojus investuoto kapitalo gražos rodiklį apskaičiuojant įmonės vertę nustatytas tiesioginis neigiamas pirminių viešų siūlymų poveikis. Nuosavo kapitalo dalies padidėjimas sumažino investuoto kapitalo pajamas. Tik dvejose iš visų analizuotų kompanijų ROIC vertė turėjo teigiamą įtaką.

Nustatant sąveiką tarp gautų EVA, ROIC pasikeitimų ir multiplikatoriaus reikšmių buvo įrodytas visų keturių rodiklių teigiamas pasikeitimas kai pirminių viešų siūlymų multiplikatorius pasiekė 3.74 dydį, t.y. kompanijų „City service“ ir „Saf technika“ atveju. Kai pirminių viešų

siūlymų multiplikatorius buvo arčiau vieneto reikšmės tik vienas ROIC rodiklis buvo neigiamas. Kai multiplikatorius pasiekė vieneto reikšmę, šio rodiklio neigiamumas dar labiau sumažėjo. Visgi teigiama pirminių viešų siūlymų įtaka pasireiškia, kai multiplikatorius vertė didesnė nei vienas, o tai yra „City service“, „Saf technika“ bei „Tallinnk grupp“ atvejais.

Pratęsiant pirminių viešų siūlymų tyrimus Baltijos biržose ir norint gilesnio efektyvumo įvertinimo bus atliktas pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų pradinės kainos efektyvumo tyrimas Baltijos šalyse.

2.2. Pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų pradinės kainos efektyvumas

Išnagrinėjus įvairiausių užsienio šalių mokslinius tyrimus apie pirminius viešus siūlymus galima teigti, jog pirminių viešų siūlymų per žemas kainų nustatymas yra bene populiariausia tematika juose. Visgi pritaikomi modeliai juose yra gana sudėtingi ir reikalaujantys itin daug duomenų. Baltijos biržos pateikia tik bendrinę informaciją ir kai kurių įmonių atvejais netgi netiksliai. Dėl informacijos trūkumo sekančioje darbo dalyje atliekamo tyrimo metodikos pasirinkimo galimybės itin siauros. Sekančioje darbo dalyje atliekamo tyrimo metodikos struktūra dalinai bus paremta pradinės kainos efektyvumo tyrimu atliktu Malaizijos pirminių viešų siūlymų rinkoje. (Murugesu, J., Santhapparaj, S.A., 2009)

Pratęsiant jau atliktą tyrimą Baltijos pirminių viešų siūlymų rinkoje, bus atliktas pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų pradinės kainos efektyvumo tyrimas Baltijos šalyse. Teorinėje analizėje jau aprašytas egzistuojantis pirminių viešų siūlymų nukainojimas. Jis naudojamas užtikrinti emisijos patrauklumą investuotojams bei garantuotas pajamas kompanijai.

Atliekamas tyrimas remsis hipotezėmis. Pirmoji hipotezė bus tai, kad Baltijos pirminė rinka yra neefektyvi ir pradinių siūlomų kainų nukainojimas yra to pasekmė. Šiai hipotezei iširti bus nustatyta koku laipsniu pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų kainos yra nukainotos Baltijos šalyse. Jei bus atrastas ir įrodytas nukainojimas, toliau seks to priežasčių tyrimas laiko (pvz., rinkos indekso pasikeitimo įtaka ir kiti) atžvilgiu taip pat įvertinant sektoriaus įtakas bei kitus aspektus.

Laikantis nuoseklumo tyrime antroji hipotezė turėtų būti tai, kad kompanijų panaudotas pirminių viešų siūlymų įkainojimo metodas įtakojo nukainojimą. Šią prielaidą suskirsčius į įvairiausių akcijų įkainojimo metodus, galima pateikti ir užfiksuoti tikrąją kompanijos ekonominę vertę bei jos augimo perspektyvas. Iš vienos pusės yra teigiama, kad įmonės vertę galima apskaičiuoti panaudojus pagrindinius fundamentaliuosius kompanijos rodiklius. Deja, informacija apie panaudotus įkainojimo metodus Baltijos pirminių viešų siūlymų rinkose nėra viešai skelbiama, o surinkti asmenine iniciatyva nepavyko dėl institucijų, kurios nustatinėjo pirminių viešų siūlymų kainas, nenoro bendradarbiauti. Iš kitos pusės rinkos vertinimas, rinkos nustatyta kaina ir įmonės

išmatuota vertė gali nesutapti dėl rinkos neefektyvumo. Pirminių viešų siūlymų pradinė kaina gali būti per maža ne vien dėl to, kad buvo sąmoningai pritaikyta nuolaida jai, be ir dėl to, kad emitentas galėjo padaryti klaidų pasirinktam įkainojimo metode. Todėl sekanti hipotezė bus tai, kad buvo padarytos klaidos pasirinktam įkainojimo metode apskaičiuojant ir įvertinant absoliutinę klaidų tikimybę.

Kita hipotezė - Baltijos pirminių viešų siūlymų rinka yra efektyvi ir nukainojimas joje yra nesąmoningai įgyvendintas. Efektyvi rinka yra tuomet kai emitentams nereikia nustatyti žemesnės kainos nei tikroji vertė, kad kompensuoti investuotojams už išlaidas renkant ir analizuojant informaciją apie emitentą. Informacija rinkoje yra prieinama visiems investuotojams ir visi investuotojai turi priėjimą prie tos vienodos informacijos. Taigi, būtų sunku investuotojams gauti naudos iš informacijos, esančios prospekte. Šie argumentai taip pat prieštarauja Rock (1986) modeliui, kuris teigia, kad egzistuoja informacijos diferenciacija tarp investuotojų ir kompanijos - emitentės. Taipogi esant efektyviai rinkai nėra svarbi emisijos įvykdymo data. Esant silpnai ar vidutiniškai efektyviai rinkai, akcijos rinkos vertė turėtų atspindėti tikrąją vertę. Taigi nėra atrastų teisingų – tinkamų argumentų, kada emisija būtų pelningiausia įvykdyti, nes juk antraip neveiktų emisijos procedūros.

Apibendrinant šią darbo dalį galima teigti, jog Estijoje yra pati aktyviausia pirminių viešų siūlymų rinka, o pati pasyviausia – Latvijoje. Taip pat būtina pastebėti, jog pirminių viešų siūlymų aktyvumas didėja augant rinkos rodikliams (kapitalizacijos, kainų indeksai). Išanalizuotas pirminių viešų siūlymų sandorių tyrimas įrodo pirminių viešų siūlymų teigiamą įtaką Baltijos biržoms. Nagrinėtas pirminių viešų siūlymų sandorių tyrimas pateikia, jog tiesioginė teigiama pirminių viešų siūlymų sandorių įtaka kompanijos veiklai, atsirado kaip pirminių viešų siūlymų multiplikatoriaus vertė viršijo vieneta. Apskaičiuojant įmonės vertę naudojant EVA metodą, nustatyta, jog įmonės vertė po pirminių viešų siūlymų padidėjo, tačiau nebuvo nustatytas joks tiesioginis ryšys tarp padidėjusių verčių. Apskaičiuojant įmonės vertę, skaičiuojant investuoto kapitalo grąžos rodiklį (ROIC), nustatytas ir tiesioginis ir neigiamas pirminių viešų siūlymų poveikis įmonės vertei: Nors nuosavas kapitalas po pirminio viešo siūlymo padidėjo, tačiau pagal autorių atliktus tyrimus tokio tipo kapitalas lyginant su įprastu skolinimusi žymiai brangesnis. Nuosavo kapitalo dalies padidėjimas mažina investuoto kapitalo grąžą. Taigi, pirminiai vieši siūlymai turi teigiamos įtakos įmonės vertės pasikeitimui. Visgi nebuvo nustatyta jokios pirminių viešų siūlymų tiesioginės įtakos įmonės vertės padidėjimui.

3. PIRMINIŲ VIEŠŲ VERTYBINIŲ POPIERIŲ SIŪLYMŲ PRADINĖS KAINOS EFEKTYVUMO TYRIMAS BALTIJOS ŠALYSE

Pasaulyje jau įrodyta pirminių viešų siūlymų pradinės kainos nukainojimo tendencijos. Baltijos pirminių viešų siūlymų rinka gana maža visgi šis aspektas turėtų būti kaip paskata plėtoti šią rinką itin šiuo laikui po finansinių krizių atsigaunančiu periodu. Šis pirminių viešų siūlymų tematikos populiarinimas galėtų prisidėti prie greitesnio rinkų atsigavimo dėl to, jog Baltijos paskolų rinka vis dar stagnacijos etape. Pirminių vieši siūlymai gali būti kaip alternatyva įmonėms prisitraukti kapitalo ir vystyti savo verslą bei tuo pačiu rinką.

3.1. Pirminių viešų siūlymų pradinės kainos efektyvumo tyrimo metodika

Siekiant iširti iškeltų hipotezių teisingumą, toliau bus atliktas tyrimas pagal pritaikomumą bus taikomasis, pagal tyrimo tikslus – koreliacinis, aiškinamasis, o pagal renkamos informacijos tipą – kiekybinis.

Tyrimo objektas yra pirminių viešų siūlymų pradinė siūloma kaina.

Šio tyrimo tikslas yra iširti pirminių viešų siūlymų pradinės kainos efektyvumą ir ją įtakančius veiksnius. Šio tyrimo uždaviniai bus keli. Tyrimo eiga ir rezultatai bus pateikiami atitinkama eilės tvarka, kaip ir pateiktas tyrimo uždavinių dėstymas. Tyrimo uždaviniai bus sekantys:

1. Nustatyti kokių laipsnių pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų kainos yra nukainotos arba ne Baltijos šalyse;
2. Jei bus atrastas ir įrodytas nukainojimas, tai toliau bus tiriamas jo lygis pagal įmonės vertę vienai akcijai, įmonės šaką – sektorių, laiko tarpus ir kitus aspektus per pirmąją prekybos dieną;
3. Iširti nukainojimo priežastis;
4. Nustatyti ryšį tarp pirminių viešų siūlymų skaičiaus ir vidutinio nukainojimo lygio/rinkos pakoreguotų pajamų atskirais metais;
5. Nustatyti ryšį tarp pradinių ir būsimų kainų pasikeitimo.

Tyrimo imtis apims visas kompanijas, įvykdžiusias pirminius viešus siūlymus 2000-2010 metais, išskyrus kompanijas apie kurias pritrūko skelbiamos informacijos, t.y. „Silvano fashion group“ (čia galimai buvo tik susijungimas), „Merko Ehitus“, „Viisnurk“. Tiriamos kompanijos bus šios: „City service“, „Agrowill Group“, „Linus Agro Group“, „Tallinna Vesi“ (buvusi „Tallinn Water“), „Tallink Grupp“, „Olympic Entertainment Group“, „Ekspress Grupp“, „Arco Vara“, „Nordecon International AS“ (buvusi „Eesti Ehitus“), „Saf tehnika“.

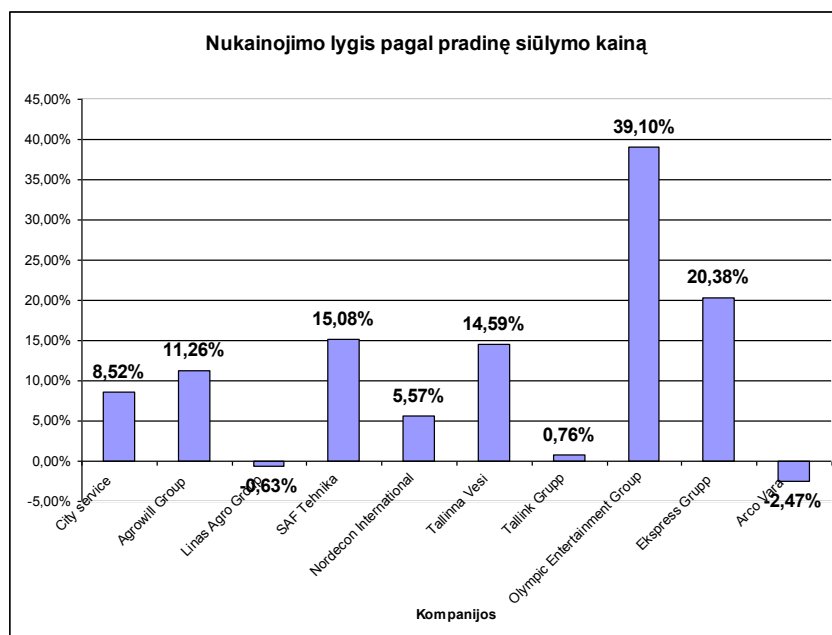
Tyrimo metodai apims teorinėje dalyje pateiktus nukainojimo lygio skaičiavimus pritaikius programos „Statistica“ sudėtinės regresijos ir priklausomybės ryšio funkcijas.

Tyrimo organizavimas susidės iš pirminių viešų siūlymų nagrinėjamo, surenkant visą įmanomą informaciją apie įmones įvykdžiusias pirminius viešus siūlymus 2000 – 2010 metais. Nagrinėjami bus tiek įmonių pateikti prospektai tiek kainų kitimai. Informacijos pagrindiniai šaltiniai bus oficialus Baltijos biržos tinklapis bei vertybinių popierių komisijos tinklalapiai. Toliau seks surinktų duomenų įvertinimas ir analizavimas programų pagalba.

3.2. Pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų pradinės kainos efektyvumo rezultatai

Siekiant įgyvendinti pirmąjį užsibrėžtą tyrimo tikslą bus nustatyta koku laipsniu pirminių viešų siūlymų pradinės siūlymo kainos buvo nukainotos ar perkainotos Baltijos šalyse. Jei bus atrastas ir įrodytas nukainojimas, tai toliau bus pabandyta išsiaiškinti ar to priežastimi galima laikyti pasikeitusias rinkos sąlygas, kaip rodo rinkos indekso.

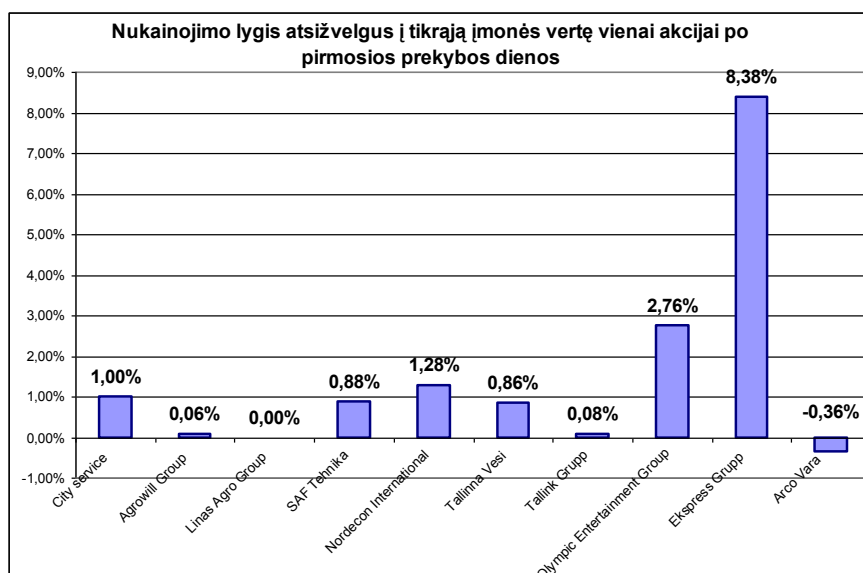
Apžvalginiam pirminių vertybinių popierių emisijų nukainojimui ištirti buvo panaudota formulė atimant įmonės išleidusiuos pirminius vertybiniu popierius rinkos kainą uždarymo metu iš atidarymo kainos. Gauti rezultatai buvo sulygtinti su gautomis reikšmėmis kai į formulę buvo įtrauktas grynojo turto tenkančio vienai akcijai rodiklis. Žemiau pateiktas grafikas parodo, jog ne visų tyrinėjamų kompanijų nustatyta pradinė kaina buvo nukainota. Sekančiame paveiksle pateiktas pradinės siūlomos kainos pasikeitimas lyginant su paskutine pirmosios prekybos dienos kaina.



Šaltinis: sukurta autoriaus

13 pav. Pradinės siūlomos kainos nukainojimo lygis

Iš visų tiriamų kompanijų dvi įmonės, t.y. „Linas Agro Group“ ir „Arco Vara“ perkainojo pradinės siūlomas kainas atitinkamai -0,63% ir -2,47%. Lyginant „Linas Agro Group“ pradinės kainos perkainojimo lygį su kitų įmonių gautomis reikšmėmis galima teigti, kad šių paminėtų kompanijų pradinės siūlymų kainos buvo nustatytos beveik tinkamos, nes reikšmė yra arčiausiai nulio. „Arco Vara“ kompanija savo pradinę siūlomą kainą perkainojo didesniu laipsniu, t.y. 2,47%. Labiausiai nukainota pradinė pirminio viešo siūlymo siūloma kaina buvo „Olympic Entertainment Group“, t.y. net 39,10%. Žvelgiant į gautus rezultatus, matoma vyraujanti tendencija nukainoti pradinę siūlomą kainą. Bendras vidutinis nukainojimo lygis yra 11,22%. Visgi tiriamų kompanijų dydžiai nesutampa. Tikslesniam įkainojimų palyginimui tarp kompanijų įvertinti į skaičiavimus buvo įtrauktas grynojo turto tenkančio vienai akcijai rodiklis⁷



Šaltinis: sukurta autoriaus

14 pav. Nukainojimo lygis atsižvelgus į tikrąją įmonės vertę vienai akcijai po pirmosios prekybos dienos

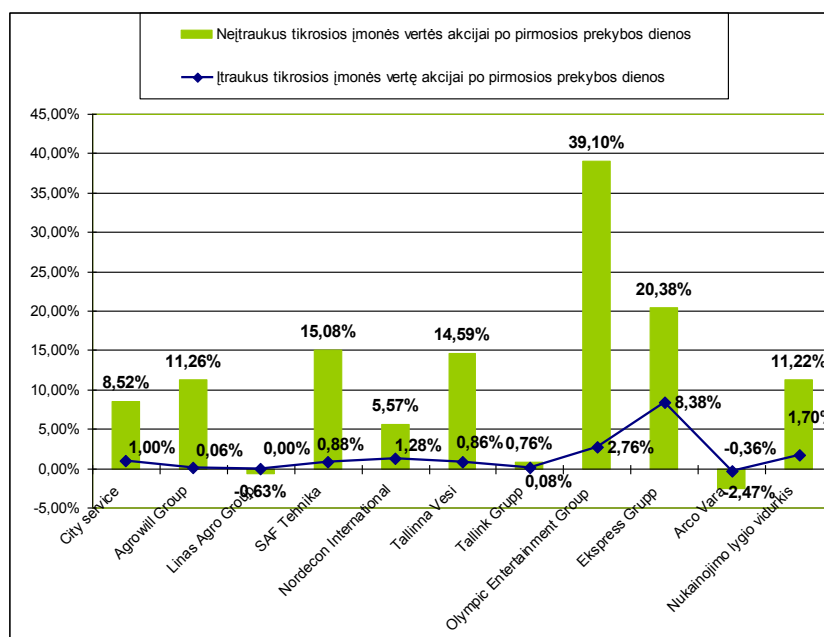
Kai skaičiuojant pirminių vertybinių popierių emisijų nukainojimo lygį į formulę buvo įtrauktas grynojo turto tenkančio vienai akcijai rodiklis, gauti itin pasikeitę rezultatai. Šiam tyrimui atlikti buvo panaudota formulė atimant įmonės išleidusiuos pirminius vertybinių popierius rinkos kainą uždarymo metu iš pradinės siūlymo kainos. Gautas rezultatas padalinamas iš grynojo turto tenkančio vienai akcijai.

Įvertinus tikrąją įmonės vertę akcijai po pirmosios prekybos dienos, matome jau pasikeitusius rezultatus. Labiausiai nukainota „Ekspress Grupp“ įmonės pradinė siūloma kaina net 8,38%. Kompanijos „Arco Vara“ pasiūlytoje pradinėje kainoje išvelgtinas net perkainojimo rezultatas -0,36%. „Linas Agro Group“ gautas rezultatas lygus nuliui, o tai kaip jau buvo paminėta

⁷ Kompanijos grynojo turto vertė vienai akcijai skaičiuojama grynąjį įmonės turtą dalinant iš išleistų vertybinių popierių skaičiaus

anksčiau reiškia, kad kaina buvo nustatyta tikrai tinkama. 9 paveikslas pateikia jau ne tokias grėsmingas nukainojimo lygio reikšmes visgi derėtų nepamiršti, kad grynojo turto vertės įtraukimas į nukainojimo skaičiavimus labiau vertingas tuo, kad suteikia galimybę tiksliau palyginti ir įvertinti nukainojimo lygius tiriamose kompanijose. Žemiau pateiktas grafikas (10 paveikslas) norint aiškiau palyginti gautas nukainojimo reikšmes kai įvertinamas ir neįvertinamas tikrosios įmonės vertės vienai akcijai rodiklis.

Gautas nukainojimo lygio vizualus palyginimas tiriamose kompanijos pakeičia jų nukainojimo lygius kiekvienoje iš jų. Gautų rezultatų palyginimas, leidžia teigti, jog kompanijos „Arco Vara“ pradinė siūloma kaina tikrai buvo perkainota, tačiau žemesniu procentu nei neįvertintus tikrosios įmonės vertės vienai akcijai. „Olympic Entertainment Group“ pradinės kainos nukainojimas lyginant su visomis tiriamomis kompanijomis nėra jau pats didžiausias, nes ši pozicija užleidžiama „Ekspress Grupp“ kompanijai.

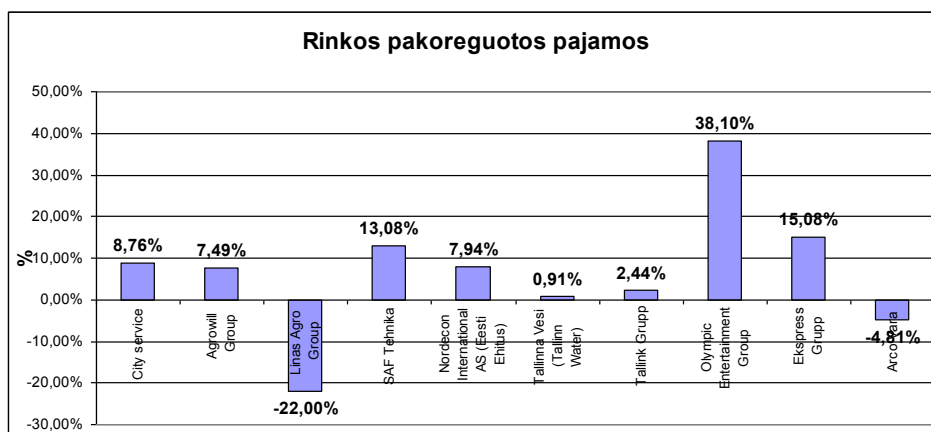


Šaltinis: sukurta autoriaus

15 pav. Nukainojimo lygis atsižvelgus ir neatsižvelgus tikrąją įmonės vertę vienai akcijai po pirmosios prekybos dienos

Žvelgiant į Baltijos pirminių viešų siūlymų rinką galima pagrįstai reziumuoti pradinės siūlomos kainos nukainojimo tendenciją. Tiriamuoju aspektu šis nukainojimas turi teigiamą prasmę. Kaip jau buvo pateikta teorinėje dalyje ši tendencija paplitusi visose pirminių viešų siūlymų rinkose visame pasaulyje. Nukainojimas tikrai padėjo daugumai tiriamų kompanijų netik privilioti investuotojus, t.y. apsaugoti nuo galimos per mažos paklausos rizikos ir sutaupyti rinkodaros išlaidas.

Daugelis tyrimų įrodo rinkos kainų indekso judėjimo tiesioginę įtaką pirminių viešų siūlymų nukainojimams. Toliau buvo patikrintas šio reiškinio egzistavimas Baltijos pirminių viešų siūlymų rinkos atveju. Visais atvejais egzistuoja trumpesnis ar ilgesnis laiko tarpas tarp pasiūlymo kainų nustatymo ir prekybos pradžios. Kompanijos, įvykdančios pirminius viešus siūlymus gali užregistruoti aukštą kainą rinkos uždarymo metu savo pirmą prekybos dieną, nes gali apskritai padidėti akcijų rinkos kainos per šį laikotarpį. Norint kontroliuoti šį poveikį naudojamas rinkos pakoreguotos pajamos. Tyrime bus panaudota formulė⁸, kuri jau aprašyta antroje darbo dalyje.



Šaltinis: sukurta autoriaus

16 pav. Rinkos pakoreguotos pajamos

Ištyrus koreliaciją tarp rinkos indekso ir nukainojimo, gavome įdomius rezultatus. 16 paveiksle matyti, jog labiausiai neigiamai buvo pakoreguotas „Linas Agro Group“ rezultatas. Geriausias rezultatas gautas kompanijos Olympic Entertainment Group. Abi šios kompanijos ilgiausiai iš tiriamų užtruko nuo to laiko, kada buvo pateiktas pirminis viešas prospektas iki tol, kol įvyko pirmoji prekybos diena. Laiko tarpas apėmė apie trisdešimt kalendorinių dienų. Visos kitos kompanijos užtruko apie 15 dienų. Kaip matyti pateiktame paveiksle, kompanijoms užtrukus, rezultatai gali būti labai kontraversiški, vienu atveju pagerinti situaciją, kitu atvirkščiai. Galima daryti išvadą, kad „Linas agro group“ užtruko esant pačiomis netinkamiausioms rinkos sąlygoms. „Tallinn Vesi“ kompanijos rezultatus mažiausiai įtakojo pasikeitęs rinkos indeksas. Išvadas galima pateikti tokias, jog rinkos kainų indeksas itin reikšmingas sėkmingesniai ar nesėkmingesniai pirminiam viešo siūlymo pradinės kainos rezultatui. Kompanijos šio indekso dėka gali labai efektyviai manipuliuoti pateikdami pirminius viešus siūlymus prekybai.

⁸ Rinkos pakoreguotos pajamos = Pradinės pajamos - rinkos portfelio pajamos

Rinkos portfelio pajamos = (rinkos indeksas po pirmosios prekybos dienos, jos uždarymo metu - rinkos indeksas prospekto pateikimo dieną) / rinkos indeksas prospekto pateikimo dieną

Pradinės pajamos = (pirminio viešo vertybinio popieriaus siūlymo kaina po pirmosios prekybos dienos, jos uždarymo metu - pirminio viešo siūlymo kaina prospekte) / pirminio viešo siūlymo kaina prospekte

Sekančioje lentelėje pateikti apibendrinti tiriamų kompanijų rezultatai. Tyrime buvo nustatyta, kad 80% tiriamų kompanijų pradinės kainos buvo nustatytos per žemos, t.y. nukainotos. Vidutinis nukainojimo lygis yra 113,27%, kai jis skaičiuojamas atimant nukainojimą akcijai (rinkos uždarymo kaina - pradinė siūloma kaina) iš rinkos pakoreguotų pajamų.

5 lentelė

Pagrindinių rodiklių reikšmės

| | Vidurkis | Mediana | Minimumas | Maksimumas |
|--|----------|---------|-------------|------------|
| Kompanijos tikroji vertė vienai akcijai - rinkos pakoreguotos pajamos | 1,1779 | 0,3197 | -0,0037 | 55,89 |
| Pradinė siūloma kaina - rinkos pakoreguotos pajamos | 8,6820 | 4,9304 | 0,3800 | 48,9799 |
| Rikos atidarymo kaina akcijai pirmąją prekybos dieną - rinkos pakoreguotos pajamos | 4,2418 | 4,7213 | -0,0201 | 9,8032 |
| Rikos uždarymo kaina akcijai po pirmosios prekybos dienos - rinkos pakoreguotos pajamos | 9,8598 | 5,4585 | 0,3763 | 55,8699 |
| Nukainojimas akcijai (rinkos uždarymo kaina - pradinė siūloma kaina) - rinkos pakoreguotos pajamos | 1,1327 | 0,3328 | -0,2175 | 6,8699 |
| Nukainojimo lygis (nukainojimo lygis vienai akcijai/grynojo turto vertė vienai akcijai) | 0,0149 | 0,0087 | -4,0973E-05 | 0,0838 |
| Nukainojimo lygis remiantis rinkos pakoreguotomis pajamomis | 0,0659 | 0,0771 | -0,2200 | 0,3810 |

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Kai nukainojimo lygis skaičiuojamas kaip skirtumas tarp pirminių rinkos pajamų (skirtumas tarp akcijos kainos, pirmosios dienos rinkos uždarymo metu ir siūlomos pradinės kainos, rezultata padalinant iš pradinės siūlomos kainos) ir rinkos portfelio pajamų (skirtumas tarp rinkos kainų indekso reikšmės rinkos uždarymo metu po pirmosios prekybos dienos ir rinkos indekso reikšmės prospekto pateikimo metu, rezultata dalinant iš rinkos kainų indekso reikšmės prospekto pateikimo momentu), gaunamas nukainojimo lygis sumažėja iki 6,6%.

Bendrai įvertinus Baltijos pirminių viešų siūlymų rinkos nukainojimo vertes galima teigti, jog dar kartą įrodytas nukainojimo rezultatas, o nukainojimo lygis šioje rinkoje priklauso nuo nukainojimo apskaičiavimo metodo.

Visos nagrinėjamos kompanijos po pirminių viešų siūlymų pateko į oficialųjį Baltijos prekybos sąrašą. Deja, dėl šio fakto neįmanoma iširti pradinės siūlomos kainos nukainojimo ryšio su šiuo aspektu.

6 lentelė

Įvertinimai pagal sektorius

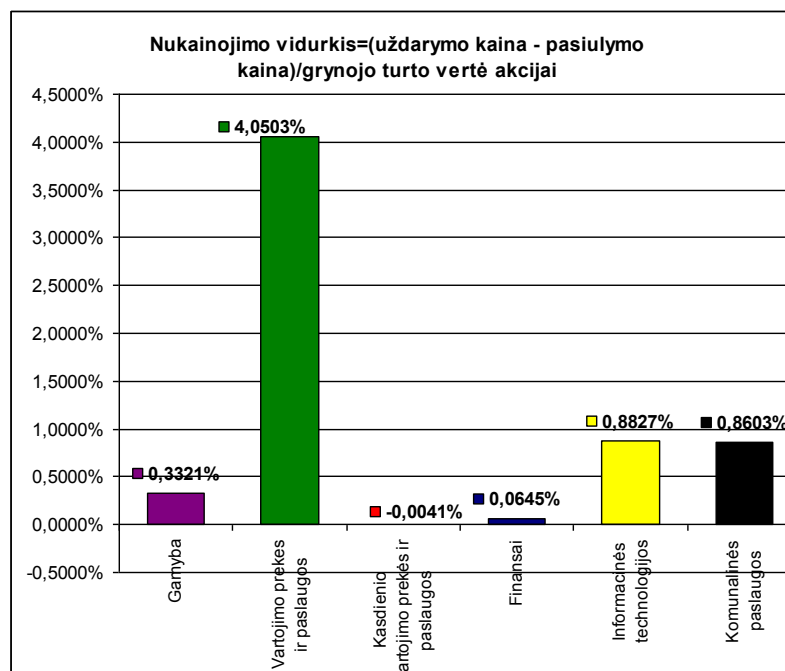
| Nukainojimas pagal sektorius | Kiekis | Nukainojimo vidurkis = (uždarymo kaina – pasiūlymo kaina)/grynojo turto vertė akcijai | Mediana | Vidutinė grynojo turto vertė akcijai | Mediana | Vidutinė uždarymo kaina | Mediana |
|------------------------------|--------|---|---------|--------------------------------------|---------|-------------------------|---------|
| Gamyba | 3 | 0,3321% | 0,0008 | 30,3322 | 16,4678 | 4,5833 | 5,31 |

| | | | | | | | |
|---|---|----------|-------------|----------|----------|-------|-------|
| Vartojimo prekes ir paslaugas | 3 | 4,0503% | 0,0277 | 34,3882 | 31,8973 | 5,59 | 5,6 |
| Kasdienio vartojimo prekės ir paslaugas | 1 | -0,0041% | -4,0973E-05 | 90,8169 | 90,8169 | 0,59 | 0,59 |
| Finansai | 1 | 0,0645% | 0,0006 | 227,4908 | 227,4908 | 1,45 | 1,45 |
| Informacinės technologijos | 1 | 0,8827% | 0,0088 | 785,0715 | 785,0715 | 52,87 | 52,87 |
| Komunalinės paslaugas | 1 | 0,8603% | 0,0086 | 156,9224 | 156,9224 | 10,6 | 10,6 |

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Trys iš visų tiriamų kompanijų priklauso gamybos sektoriui, taip pat trys kompanijos priklauso vartojimo prekių ir paslaugų sektoriui bei po viena kasdienio vartojimo prekių ir paslaugų sektoriui, finansų sektoriui, informacinių technologijų sektoriui bei komunalinių paslaugų sektoriui.

Sekančiame paveiksle pateiktas nukainojimo lygis, įvertinus tikrąją vertę vienai akcijai pagal sektorius. Kaip rodo rezultatai didžiausias nukainojimas vartojimo prekių ir paslaugų sektoriuje, toliau seka informacinių technologijų bei komunalinių paslaugų sektoriai.

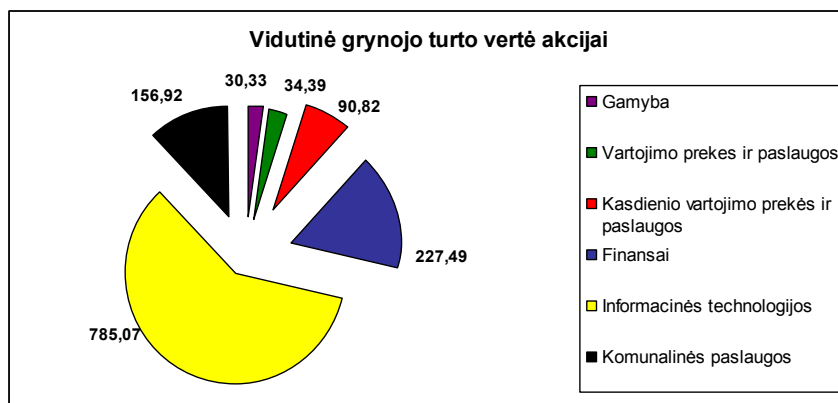


Šaltinis: sukurta autoriaus

17 pav. Nukainojimo vidurkis pagal sektorius

Didžiausią nukainojimo lygį vartojimo prekių ir paslaugų sektoriuje galima pagrįsti gana žema vidutine grynojo turto verte vienai akcijai, kuri yra lygi tik 34,39 eurai. Nors sekantys didžiausi nukainojimai atrasti informacinių technologijų ir komunalinių paslaugų sektoriuose, tiksliai vertini to priežastis būtų gana subjektyvu, nes šiems sektoriams priskirtos po vieną iš tiriamų kompanijų. Nors šių sektorių vidutinė grynojo turto vertė akcijai yra gana didelė lyginant su kitais

sektoriais, galima pabrėžti, jo informacinės technologijos iš esmės yra rizikinga sritis dėl to, jog reikalauja daug išlaidų, o tikslią naudą galima bus paskaičiuoti tik ateityje. Komunalinių paslaugų sektorius turi ir lyginamai mažesnę vidutinę grynojo turto vertę vienai akcijai.

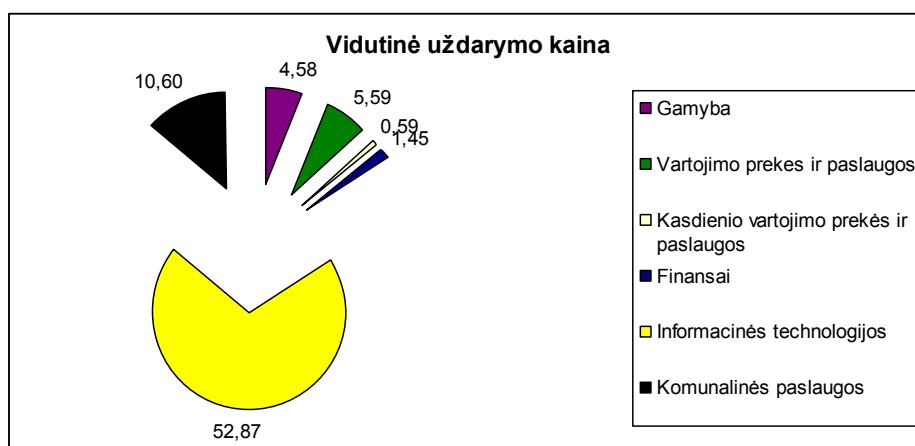


Šaltinis: sukurta autoriaus

18 pav. Vidutinė grynojo turto vertė akcijai

Apibendrinant gautus rezultatus, galima teigti, jog nukainojimas tikrai priklauso nuo ūkio šakos. Pastebėtas faktas, kad kuo rizikingesnė ūkio šaka, tuo didesnių pajamų jos tikisi.

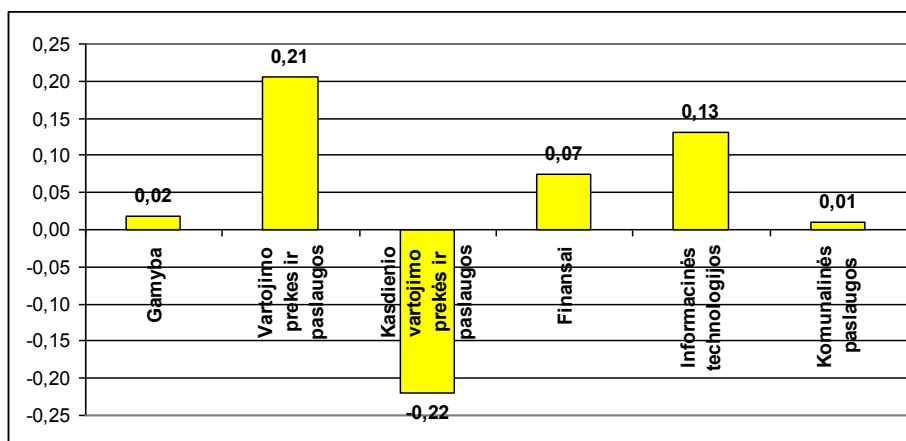
Norint įvertinti galimas nuvertinimo priežastis, galima teikti, jog tai galėjo įtakoti rinkos indekso pasikeitimas, nes buvo per ilgas laiko tarpas nuo prospekto pateikimo iki pirmos prekybos dienos. Sekančiame paveiksle pateiktas vidutinė uždarymo kaina pagal sektorius. Didžiausia uždarymo kaina lyginant su kitais sektoriais buvo informacinių technologijų sektoriuje.



Šaltinis: sukurta autoriaus

19 pav. Vidutinė uždarymo kaina pagal sektorius

Sekančiame paveiksle pateiktos rinkos pakoreguotos pajamos nuo pasiūlymo pateikimo iki pirmosios prekybos dienos galo. Lyginant šiuos duomenis su nukainojimo lygiais sektoriuose, pastebima, kad kai sektoriuje vyravo pervertinimas, tai pakoreguotos rinkos pajamos buvo netgi neigiamos. Pavyzdžiui, kasdienio vartojimo prekių ir paslaugų sektoriaus situacija.

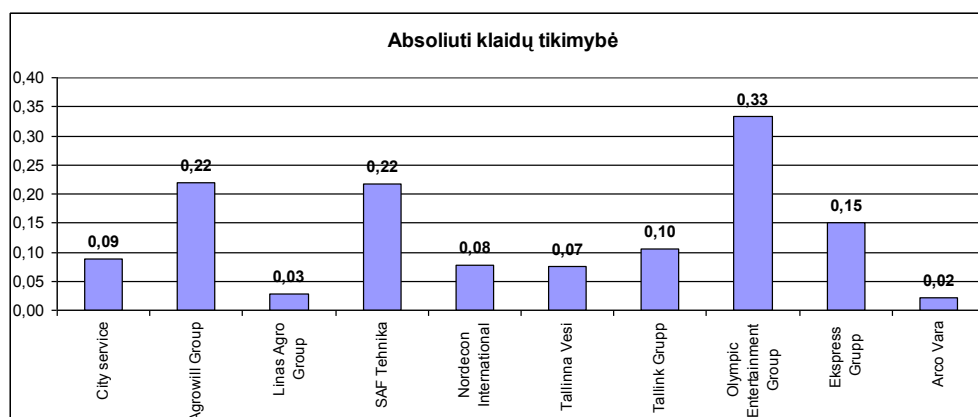


Šaltinis: sukurta autoriaus

20 pav. Rinkos pakoreguotos pajamos nuo pasiūlymo pateikimo iki pirmosios prekybos dienos galo

To atveju kai sektoriuje vyravo didžiausias nuvertinimas, tai rinkos pakoreguotos pajamos yra didžiausios, pavyzdžiui vartojimo prekių ir paslaugų sektoriaus atvejis.

Igyvendinti antrajam tikslui buvo nustatytas tiriamų kompanijų panaudotų pirminių viešų siūlymų įkainojimo metodų ryšys su nukainojimu. Toliau buvo iširta absoliuti vertinimo metodų klaidų tikimybė. Sekančiame paveiksle pateiktos gautos reikšmės išreikštos grafiškai.



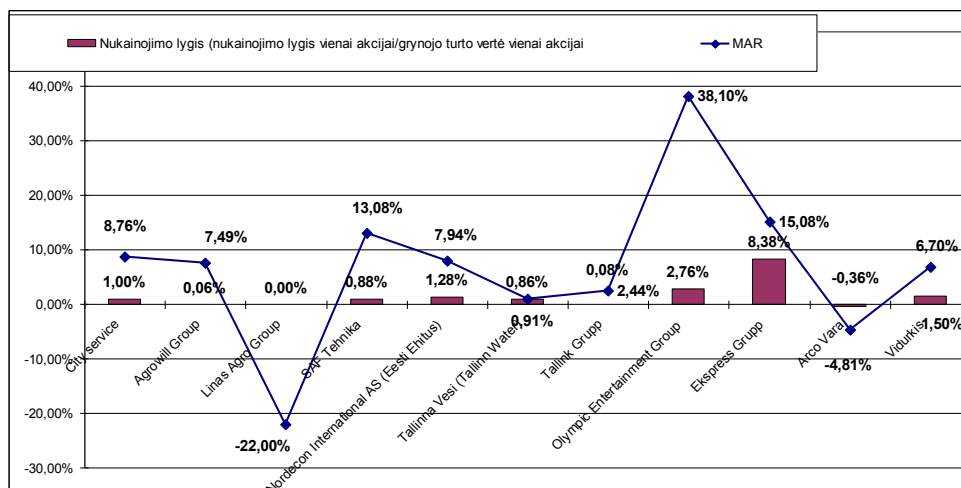
Šaltinis: sukurta autoriaus

21 pav. Absoliuti klaidų tikimybė

Ši tikimybė buvo skaičiuojama kaip skirtumas tarp pradinės atidarymo rinkos kainos ir pasiūlymo kainos, padalinto ir pasiūlymo kainos. Kaip jau antroje darbo dalyje aprašyta, kad kuo gautos reikšmės artesnės nuliui, tuo pasirinktų kainos vertinimų metodas teisingesnis, tuo nustatyta kaina labiau atspindi fundamentaliuosius kompanijos rodiklius. Skirtumas atsiradęs tarp atidarymo ir pradinės siūlomos kainos yra dėl daugelio priežasčių. Tai gali įtakoti tiek vidiniai, tiek išoriniai veiksniai, kaip pavyzdžiui pasikeitusi ekonominė situacija, tiek atsiradęs nepasitikėjimas rinkomis, rinkų nestabilumas ir daugelis kitų.

Anot atliktų skaičiavimų, „Linas agro group“ kompanijos pasirinktas pradinės siūlymo kainos nustatymo metodas pateikiamas kaip efektyviausias, o „Olympic Entertainment Group“ kaip nesėkmingiausias.

Norint palyginti ir įvertinti dar tiksliau nukainojimo lygio ir grynojo turto vertės santykio ryšį su kainos nukainojimo ir rinkos kainų indekso pasikeitimų santykiu žemiau pateiktas grafikas.



Šaltinis: sukurta autoriaus

22 pav. Nukainojimo lygio palyginimas vertinant atskirus rodiklius

Lyginant nukainojimo lygį paskaičiuotą kaip santykį tarp nukainojimo lygio vienai akcijai ir grynojo turto vertės su rinkos pakoreguotų pajamų (angl. MAR)⁹ rodikliu, kuriame yra įvertintas netik kainos pasikeitimas nuo pradinės siūlomos kainos iki biržos uždarymo po pirmosios prekybos dienos, bet įvertintas ir biržos kainų rodiklio pasikeitimas nuo pradinės siūlymo kainos pateikimo prospekte iki pirmos prekybos dienos pabaigos. Pasikeitimo mastai itin skiriasi, ir imant vidurkį šių nukainojimų matome, jog kainų indekso pasikeitimas turi reikšmę pradinės siūlymo kainos nukainojimui. Kai neįvertinamas rinkos kainų indekso pasikeitimas, nukainojimo lygis lygus 1,5%, o kai įvertinamas rinkos kainų indekso pasikeitimas nukainojimo lygis jau siekia 6,7%. Apibendrinus gautus rezultatus galima teigti, jog rinkos kainų indekso pasikeitimas turi didesnę reikšmę pradinės kainos nukainojimui nei kai skaičiuojamas nukainojimas įvertinant grynojo turto vertę vienai akcijai.

Kaip jau buvo paminėta antroje darbo dalyje, pirminių viešų siūlymų aktyvesnis įgyvendinimas prasideda tais pačiais laikotarpiais, kaip ir biržų augimo periodai. Daugiausia

⁹ MAR = Rinkos pakoreguotos pajamos = Pradinės pajamos - rinkos portfelio pajamos

Rinkos portfelio pajamos = (rinkos indeksas po pirmosios prekybos dienos, jos uždarymo metu - rinkos indeksas prospekto pateikimo dieną) / rinkos indeksas prospekto pateikimo dieną

Pradinės pajamos = (pirminio viešo vertybinio popieriaus siūlymo kaina po pirmosios prekybos dienos, jos uždarymo metu - pirminio viešo siūlymo kaina prospekte) / pirminio viešo siūlymo kaina prospekte.

pirminių viešų siūlymų yra įgyvendinta 2007 metais, kai Baltijos biržose vyravo „karšta“ rinka t.y. kai apimtys ir kainos rinkoje didėjo.(7 ir 8 paveikslai)

Lyginant 7 ir 8 paveikslus matosi akivaizdus gražos rodikliu ir rinkos kainų indekso stipri koreliacija. Pirminiai vieši siūlymai aktyviau pradėti vykdyti kai rinka atsigauna ir tampa „karštesnė“. Būtina pabrėžti, jog efektyviau įvykdyti pirminiai vieši siūlymai buvo tada kai rinka dar tik augo ir buvo pusiaukelėje į „lubų“ pasiekimą.

Kaip įrodymą šios aptartos tendencijos galima pateikti, net Cibulskienės, D. ir kitų autorių pateiktame tyrime („Pirminio viešo siūlymo sandorių efektyvumo analizė“) gautus rezultatus apie efektyviausiai įvykdytus pirminių viešų siūlymų sandorius. Jos pateikė išvadas, jog efektyviausiai įgyvendinti buvo „Saf technika“ (įvykdžius pirminį viešą siūlymą 2004 metai), Tallink grupp (įvykdžius pirminį viešą siūlymą 2005m) ir City service (įvykdžius pirminį viešą siūlymą 2006).

Reziumuojant, galima teigti, jog sėkmingiausių pirminių viešų siūlymų laikotarpiai sutampa su rinkos augimo periodais, tad galima patvirtinti šį reiškinį jog. emisijos įvykdymo laikotarpis turi įtakos emisijai ir emisijos paklausa padidėja esant „bulish“ rinkos sąlygom.

Remiantis užsienio šalių patirtimi buvo siekta patikrinti ar yra tokių laikotarpių kai kompanijos išleidžiančios pirmines viešas emisijas uždirbo itin dideles pajamas. Sekančioje lentelė yra pateikti koreliacijos reikšmių rezultatai, norint įvertinti priklausomybės ryšius.

7 lentelė

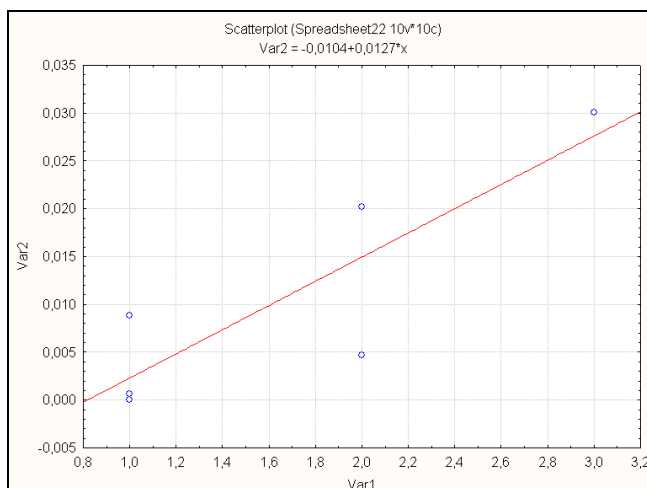
Priklausomybės įvertinimo rezultatai

| | |
|--|-------------|
| Koreliacija tarp pirminių viešų siūlymų skaičiaus ir nukainojimo lygio vidurkio tam tikrais metais | 0,858613565 |
| Koreliacija tarp pirminių viešų siūlymų skaičiaus ir rinkos pakoreguotų pajamų vidurkio tam tikrais metais | 0,286546 |

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Pirmojo koreliacijos reikšmė įvertinanti ryšį tarp pirminių viešų siūlymų skaičiaus ir nukainojimo lygio vidurkio tam tikrais metais pateikė 0,86 rezultata, o tai reiškia, kad reikšmės neabsoliučiai, bet gana stipriai koreliuoja, tačiau kitimo kryptis tiesiogiai sutampa. Koreliacijos koeficientas įrodo, kad nukainojimo lygio vidurkis atskirais metais didėja didėjant pirminių viešų siūlymų skaičiui.

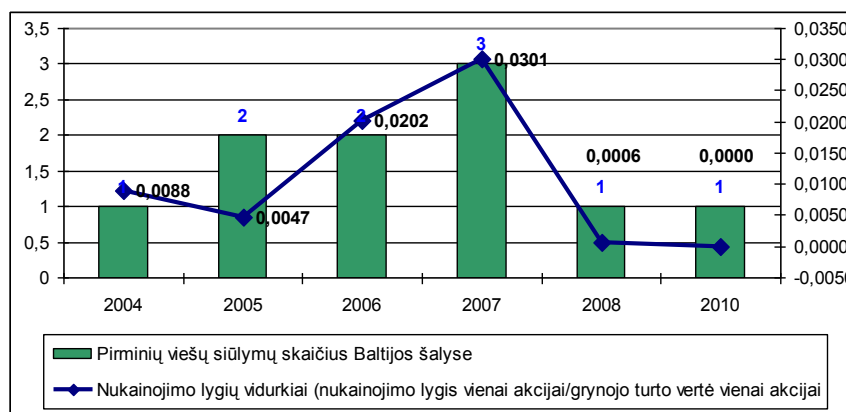
Panaudojus programos Statistica sudėtinės regresijos funkciją, taikant prielaidą, kad pirminių viešų siūlymų skaičius įtakoja metinius nukainojimo lygius, apskaičiuotus kaip vidurkis nukainojimo lygio vienai akcijai padalinto iš grynojo turto vertės vienai akcijai. Gauti rezultatai pateikti sekančiame paveiksle. Gauti rezultatai, kad priklausomybės koeficientas p lygus 0,2083, o tai reiškia, kad jis žymiai didesnis už 0,05. Ryšys tikrai yra ir atmesti jo negalima.



Šaltinis: sukurta autoriaus

23 pav. Sudėtinės regresijos grafinė išraiška tarp pirminių viešų siūlymų skaičiaus ir nukainojimo lygio vidurkio tam tikrais metais

Sudėtinės regresijos grafinė išraiška tarp pirminių viešų siūlymų skaičiaus ir nukainojimo lygio vidurkio tam tikrais metais pateikia gana stiprų tiesioginės priklausomybės ryšį.

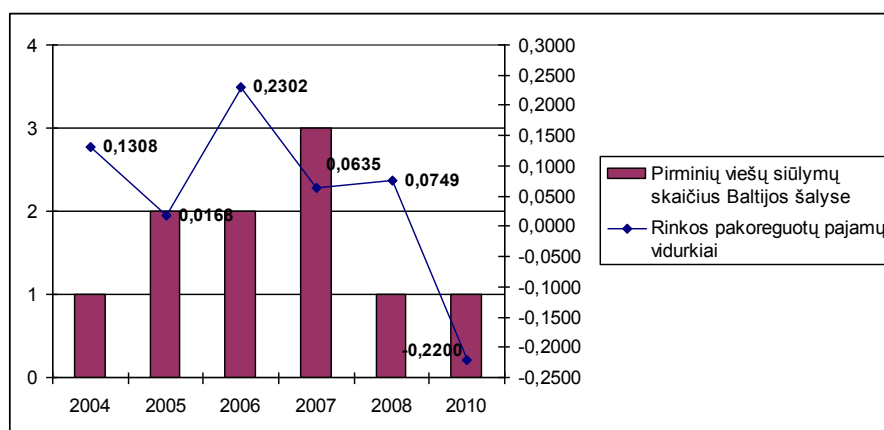


Šaltinis: sukurta autoriaus remiantis

24 pav. Nukainojimo lygių vidurkio kitimai 2000 – 2010 m.

Šiame paveiksle (24 pav.) pateikta pirminių viešų siūlymų kitimas kartu su nukainojimo lygių vidurkio kitimu kiekvienais metais grafinė išraiška. Paveiksle pateikiama, kad tais pačiais metais, t.y. 2007 m, buvo įvykdyta daugiausia pirminių viešų siūlymų ir tais pačiais metais vidurinis nukainojimo lygis buvo aukščiausias.

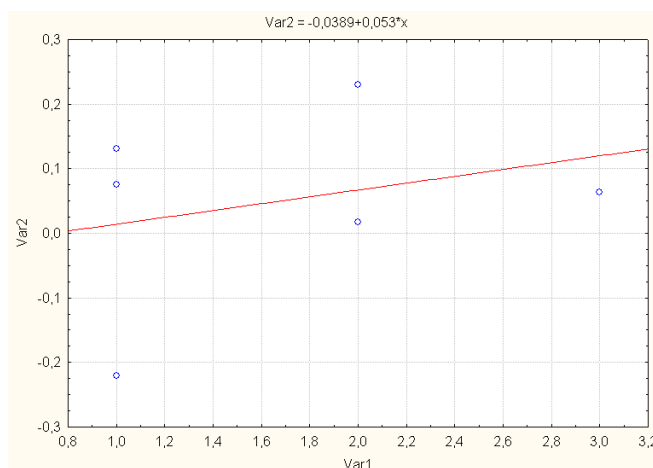
Apskaičiavus koreliacijos vertę tarp pirminių viešų siūlymų skaičiaus ir rinkos pakoreguotų pajamų vidurkio tam tikrais metais, gautas gana mažas rezultatas 0,29. Vertintos reikšmės gana silpnai koreliuoja tarpusavyje. Sekančiame paveiksle pavaizduotas grafinis reikšmių kitimas.



Šaltinis: sukurta autoriaus remiantis

25 pav. Rinkos pakoreguotų pajamų kitimas 2000 – 2010 m.

Sekančiame paveiksle pavaizduota sudėtinės regresijos grafiko pavidalu. Matyti, jog tiesė rodo pirminių viešų siūlymų skaičius per metus įtaką pakoreguotų pajamų vidurkio pasikeitimui.



Šaltinis: sukurta autoriaus

26 pav. Sudėtinės regresijos grafinė išraiška tarp pirminių viešų siūlymų skaičiaus ir rinkos pakoreguotų pajamų vidurkio tam tikrais metais

Apibendrinant gautus rezultatus, galima teigti, jog vidutinis nukainojimo lygis didėja didėjant pirminių viešų siūlymų skaičiui. Ši tendencija gana stipri, nors nėra absoliuti. Įvertinus rinkos pakoreguotas kiekvienais metais, buvo gautas gana silpnas tiesioginio priklausomybės ryšio stiprumas.

Nors jau įrodytas pirminių viešų siūlymų pradinės kainos nukainojimo priežastis - rinkos kainų indekso kitimas, visgi apsiriboti tuo, jog Baltijos pirminių viešų siūlymų rinka yra efektyvi ir tik vienas rodiklis turi tiesioginę įtaką yra neteisinga. Baltijos pirminių viešų siūlymų rinka yra itin maža ir negalima teigti, jog ji yra efektyvi. Ši rinka yra per mažai išplėtota, su per mažomis apimtimis. Ir žinoma akivaizdžiausiai mažą efektyvumą rodantis ženklas yra mažos prekybos apimtys. Teorinėje darbo dalyje pateikta, jog rinkos efektyvumo pasekmės pirminių viešų siūlymų tolimesniems pasirodymams prielaida remiasi tuo, jog yra teigiama, kad pradinės rinkos kainos negali būti investuotojų panaudotos nuspėti būsimoms rinkos pajamoms. Patikrinti šios prielaidoms,

bus panaudota koreliacijos skaičiavimai su SPSS programa bei T-testas priklausomybės ištyrimas panaudojus „Statistica“ programą.

Šioje tyrimo dalyje buvo bandyta ištirti rinkos efektyvumo galimas pasekmes pradinės kainos nukainojimui.

Sekančioje lentelėje pateikti pirmosios prekybos dienos pajamų vidurkiai.

8 lentelė

Pirmosios prekybos dienos pajamų vidurkiai

| | Siūlymo su uždarymo kainos ¹⁰ | Siūlymo su atidarymo kainos ¹¹ | Atidarymo su uždarymo kainos ¹² |
|----------|--|---|--|
| Vidurkis | 0,112161804 | 0,1313041 | -0,017384777 |
| Mediana | 0,098867302 | 0,09609815 | -0,026877314 |

Šaltinis: sudaryta autoriaus

8 lentelėje pateikti vidurkiai rodo, jog lyginant pajamas, gautas įvertinus siūlymo ir atidarymo kainų vertes yra 12,13%, kai įvertinus atidarymo ir uždarymo kainų skirtumus gautas vidurkis netgi neigiamas - 1,74%. Galima daryti išvadas, kad teigiamos pajamos gaunamos pirmosios prekybos dienos pusėje, o iki dienos galo šios pajamos eliminuojamos. Kainos efektyvumas yra pasiekiamas iki dienos galo jau pirmąją prekybos dieną.

Jei visgi Baltijos pirminių viešų siūlymų rinka nėra efektyvi tai pagal jos pradinių kainų pasikeitimus negalima spręsti apie būsimų kainų pasikeitimus. Norint patikrinti šią teoriją, buvo analizuojami pajamų pasikeitimai per du laikotarpius: pradinės – atidarymo kainų pasikeitimo laikotarpis ir atidarymo- uždarymo kainų periodas. Sekančioje lentelėje pateikti gautų rezultatų duomenys.

9 lentelė

Koreliacijos ir priklausomybės vertės (1)

| | |
|-----------------------------|--------|
| Koreliacijos koeficientas | 0,1071 |
| Priklausomybės koeficientas | 0,0018 |

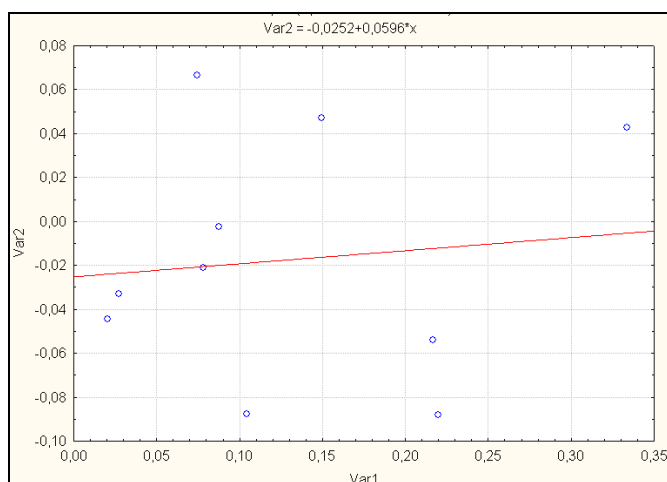
Šaltinis: sudaryta autoriaus

Sudėtinės regresijos grafinė išraiška tarp pradinių ir būsimų kainų pasikeitimų pateikia gana silpnai kylančios kreivės vaizdą. Pradinių kainų pasikeitimas silpnai įtakoja būsimų kainų pasikeitimus.

¹⁰ pirminio viešo vertybinio popieriaus siūlymo kaina po pirmosios prekybos dienos, jos uždarymo metu – pirminio viešo siūlymo kaina prospekte)/ pirminio viešo siūlymo kaina prospekte;

¹¹ pirminio viešo vertybinio popieriaus atidarymo kaina pirmąją prekybos dieną – pirminio viešo siūlymo kaina prospekte)/ pirminio viešo siūlymo kaina prospekte;

¹² pirminio viešo vertybinio popieriaus siūlymo kaina po pirmosios prekybos dienos, jos uždarymo metu – pirminio viešo siūlymo atidarymo kaina pirmąją prekybos dieną)/ pirminio viešo siūlymo atidarymo kaina pirmąją prekybos dieną.



Šaltinis: sukurta autoriaus

27 pav. Sudėtinės regresijos grafinė išraiška tarp pradinių ir būsimų kainų pasikeitimų

Gauti rezultatai, remiantis silpnu Baltijos pirminių viešų siūlymų rinkos efektyvumu rodo, kad yra labai silpna koreliacija (t.y. 0,11) tarp šių analizuojamų verčių. Priklausomybės koeficientas yra mažesnis nei 0,05, o tai reiškia, kad galime atmesti hipotezę apie šių reikšmių priklausomybę. Galima tvirtai teigti, jog pradinė siūloma kaina neturi įtakos vėlesniems kainų pasikeitimams. Pasitvirtina, kad vertybinių popierių kaina yra efektyvi tik pirmoje pirmosios prekybos dienos pusėje.

Pratęsiant tyrimą buvo įvertintas ryšys tarp atidarymo kainos pasikeitimo per pirmąją prekybos dieną ir rinkos indekso pasikeitimo per pirmąją prekybos dieną.

10 lentelė

Pirmosios prekybos dienos pajamų ir rinkos indekso pasikeitimo vidurkiai

| | Atidarymo su uždarymo kaina | Rinkos indeksas uždarymo metu su rinkos indeksu rinkos atidarymo metu ¹³ |
|----------|-----------------------------|---|
| Vidurkis | -0,017384777 | 0,00076434 |
| Mediana | -0,026877314 | 2,8917E-05 |

Šaltinis: sudaryta autoriaus

Paskaičiuoti vidurkiai 15 lentelėje pateikia neigiamas reikšmes. Abiejų rodiklių reikšmės vidutiniškai kito į neigiamą pusę. Sekančioje lentelėje pateikti koreliacijos ir priklausomybės koeficientai.

11 lentelė

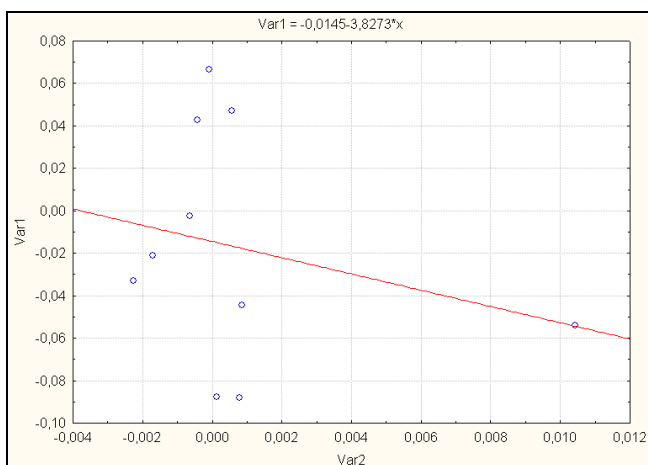
Koreliacijos ir priklausomybės vertės (2)

| | |
|-----------------------------|---------|
| Koreliacija | -0,2465 |
| Priklausomybės koeficientas | 0,0333 |

Šaltinis: sudaryta autoriaus

¹³ (Rinkos indeksas uždarymo metu - rinkos indeksas atidarymo metu)/rinkos indeksas atidarymo metu

Sudėtinės regresijos grafinė išraiška tarp atidarymo kainos pasikeitimo per pirmąją prekybos dieną ir rinkos indekso pasikeitimo per pirmąją prekybos dieną pateikia, kad rinkos indekso pasikeitimas atvirkščiai įtakoja atidarymo kainų pasikeitimą per pirmąją prekybos dieną.



Šaltinis: sukurta autoriaus

28 pav. Sudėtinės regresijos grafinė išraiška tarp atidarymo kainos pasikeitimo per pirmąją prekybos dieną ir rinkos indekso pasikeitimo per pirmąją prekybos dieną

Koreliacijos koeficientas šiuo atveju neigiamas. Taigi pirmosios dienos kainos pasikeitimas lyginant su rinkos indekso pasikeitimu per pirmąją prekybos dieną nekoreliuoja. Tiriamos reikšmės netgi keičiasi priešingomis kryptimis. Priklausomybės reikšmė 0,0333 yra daugiau 0,05, tad reiškia priklausomybės negalima atmesti.

Atliktas tyrimas įrodo vyraujančią pradinės siūlomos kainos per žemą nustatymą. Patvirtinta rinkos indekso įtaką per žemos pradinės siūlomos kainos nustatymo lygiui bei nukainojimo diferenciacija pagal sektorius, kuriems priklauso kompanijos. Pirminiai vieši siūlymai Baltijos biržose įgyvendinti rinkos augimo laikotarpiais. Taip pat įrodytas pirminių viešų siūlymų skaičiaus tiesioginė koreliacija su nukainojimo lygiu.

Apibendrinant galima teigti, kad įrodyta ir tai, kad remiantis pradinių siūlomų kainų pasikeitimu negalima nuspėti būsimų vertybinių popierių kainų. Bendra išvada yra tai, kad investuotojai galiausiai pirmosios prekybos dienos gale patiria nuostolius.

IŠVADOS IR PASIŪLYMAI

Atlikta teorijos analizė bei praktiniai tyrimai leido suformuluoti tokias išvadas:

1. Pirminių viešų siūlymų pagrindinė idėja remiasi papildomo kapitalo pritraukimu pirmą kartą viešai išleidžiant vertybinius popierius. Tai alternatyva įprastiniam skolinimuisi. Ši lėšų pritraukimo alternatyva vis labiau populiarėjanti ir siūlytina įgyvendinti kai įmonė pasiekia augimo etapą. Įmonės akcininkai gali pasitraukti, jei jų netenkina sumažėjusi jų dalis.

2. Firmos išplatina savo akcijas viešai apyvartai dėl finansinių ir nefinansinių priežasčių. Daugumoje atvejų siekiama pritraukti išorinio kapitalo, taip pat siekiama sukurti aktyvią rinką, kad firmos savininkai ateityje galėtų objektyviai realizuoti savo sukurtą vertę. Nefinansine priežastimi galima laikyti didesnę įmonės viešumą.

3. Pirminio viešo siūlymo privalumai: pirminis viešas siūlymas kaip pirmas žingsnis link pakartotinos emisijos, kurios dėka gaunama daug nemokamos reklamos; reklama sustiprina įmonės statusą, nes sukelia žiniasklaidos susidomėjimą; ji taip pat suteikia galimybę įgyvendinti premijos ir pasirinkimo sandorių schemomis, kurios yra susijusios su akcijų kainos antrinėje rinkoje kaip užsienio priemonė; labai svarbu, visuomenei vertinimas akcijų užtikrina kad akcijos gali būti naudojami lengvai kaip įsigijimo valiuta. Pirminio viešo siūlymo trūkumai: didelės išlaidos ir griežtas atskleidimas pilnos įmonės veiklos, jos rezultatyvumo, kuo gali pasinaudoti konkurentai

4. Pirminio viešo siūlymo įkainojimas sudėtingas, nes iš esmės vertinamos firmos ateities perspektyvos, jis turi būti pakankamai įvertintas, kad emitentas gautų reikalingą lėšų sumą, bet tuo pačiu ne per aukštai, nes tada mažai kas pirks. Pirminių viešų siūlymų procesas yra ilgas, sudėtingas ir brangus.

5. Pirminiai vieši siūlymai turi teigiamos įtakos įmonės vertės pasikeitimui. Pritaikius EVA metodą, gauti rezultatai įrodė teigiamas pirminių viešų siūlymų pasekmes įmonės vertės pokyčiams. Visgi nebuvo nustatyta jokios pirminių viešų siūlymų tiesioginės įtakos įmonės vertės padidėjimui. Panaudojus investuoto kapitalo grąžos rodiklį apskaičiuojant įmonės vertę nustatytas tiesioginis neigiamas pirminių viešų siūlymų poveikis. Nuosavo kapitalo dalies padidėjimas sumažino investuoto kapitalo pajamas. Tik dvejose iš visų analizuotų kompanijų ROIC vertė turėjo teigiamą įtaką.

6. Nustatant sąveiką tarp gautų EVA, ROIC pasikeitimų ir multiplikatoriaus reikšmių buvo įrodytas visų keturių rodiklių teigiamas pasikeitimas kai pirminių viešų siūlymų multiplikatorius pasiekė 3.74 dydį. Kai pirminių viešų siūlymų multiplikatorius buvo arčiau vieneto reikšmės tik vienas ROIC rodiklis buvo neigiamas. Kai multiplikatorius pasiekė vieneto reikšmę, šio rodiklio neigiamumas dar labiau sumažėjo. Visgi teigiama pirminių viešų siūlymų įtaka pasireiškia, kai multiplikatorius vertė didesnė nei vienas.

7. Kaip ir daugelyje šalių Baltijos pirminių viešų siūlymų pradinės siūlomos kainos turi nukainojimo tendenciją. Tiriamuoju aspektu šis nukainojimas turi teigiamą prasmę. Nukainojimas tikrai padėjo daugumai tiriamų kompanijų netik privilioti investuotojus, t.y. apsisaugoti nuo galimos per mažos paklausos rizikos ir sutaupyti rinkodaros išlaidas.

8. Kuo ilgesnis laiko tarpas tarp pirminio viešo siūlymo pateikimo ir pirmosios prekybos dienos tuo rezultatai labiau linkę būti kontraversiški, vienu atveju pagerinti situaciją, kitu atvirkščiai. Rinkos kainų indeksas itin reikšmingas sėkmingesniam ar nesėkmingesniam pirminiam viešo siūlymo pradinės kainos rezultatui. Kompanijos šio indekso dėka gali labai efektyviai manipuliuoti pateikdami pirminius viešus siūlymus prekybai.

9. Nukainojimo lygis priklauso taip pat nuo ūkio šakos kuriai priklauso kompanija. Pastebėtas faktas, kad kuo rizikingesnė ūkio šaka, tuo didesnių pajamų jos tikisi. Buvo įrodyta, kad kai sektoriuje vyravo pradinių siūlymų kainų pervertinimas, tai pakoreguotos rinkos pajamos buvo netgi neigiamos. Pavyzdžiui, kasdienio vartojimo prekių ir paslaugų sektoriaus situacija. Kai sektoriuje vyravo didžiausias nuvertinimas, tai rinkos pakoreguotos pajamos yra didžiausios, pavyzdžiui vartojimo prekių ir paslaugų sektoriaus atvejis.

10. Pirminių viešų siūlymų aktyvesnis įgyvendinimas turi tendenciją vykti tais pačiais laikotarpiais, kaip ir biržų augimo periodai. Daugiausia pirminių viešų siūlymų yra įgyvendinta 2007 metais, kai Baltijos biržose vyravo „karšta“ rinka t.y. kai apimtys ir kainos rinkoje didėjo. Pelningiausi pirminiai vieši siūlymai taip pat buvo įgyvendinti „karštuoju“ rinkos laikotarpiu.

11. Koreliacijos koeficientų skaičiavimai įrodė, kad nukainojimo lygio vidurkis atskirais metais didėja didėjant pirminių viešų siūlymų skaičiui. Ši tendencija gana stipri, nors nėra absoliuti. Įvertinus rinkos pakoreguotas kiekvienais metais, buvo gautas gana silpnas tiesioginio priklausomybės ryšio stiprumas.

12. Pirmosios prekybos dienos kainos pasikeitimas lyginant su rinkos indekso pasikeitimu per pirmąją prekybos dieną nekoreliuoja. Tiriamos reikšmės netgi keičiasi priešingomis kryptimis. Priklausomybės 0,0333 yra daugiau 0,05, tad reiškia priklausomybės negalima atmesti.

13. Remiantis Baltijos pirminių viešų siūlymų pradinių siūlomų kainų pasikeitimu negalima nuspėti būsimų vertybinių popierių kainų. Bendra išvada yra tai, kad investuotojai galiausiai pirmosios prekybos dienos gale patiria nuostolius.

Atlikta teorijos analizė bei praktiniai tyrimai leido suformuluoti tokius pasiūlymus:

1. Baltijos verslo rinka turėtų nebijoti įvertinti pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų kaip įprastinio skolinimosi alternatyvos dabartinėje finansinės krizės pasekmių pilnoje rinkoje, nes tai galėtų būti kaip priemonė išjudinti jų verslą ir visą rinką.

2. Pasaulyje ši alternatyvi kapitalo pritraukimo priemonė jau seniai gerai išvystyta ir sparčiai išpopuliarėjus, bet Baltijos pirminių viešų siūlymų rinka gana maža. Siūlytina Baltijos

biržos institucijoms susirūpinti ir skirti daugiau dėmesio Baltijos pirminių viešų siūlymų rinkos analizei, eliminuoti informacijos trūkumą bei siekti kuo efektyviau ir plačiau supažindinti rinką su ja.

STRAVINSKAITĖ, Jūratė. (2010) *Pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų pradinės kainos efektyvumo tyrimas Baltijos šalyse*. Magistro baigiamasis darbas. Kaunas: Vilniaus universiteto Kauno humanitarinis fakultetas. 56 p.

SANTRAUKA

RAKTINIAI ŽODŽIAI: Vertybinių popierių emisija, pirminis viešas siūlymas, pirminių viešų siūlymų pradinės kainos, Baltijos vertybinių popierių birža, pirminių viešų siūlymų nukainojimas.

Pirminių viešų siūlymų reikšmė yra itin aktuali finansų krizės nuniokotose rinkose, nes pirmieji vieši vertybinių popierių siūlymai yra alternatyva įprastiniam skolinimuisi ir galėtų išjudinti stagnacijos apimtas rinkas. Jie padėtų kompanijoms pritraukti lėšas bei plėtoti verslus, pritraukiant finansinius išteklius ir nukreipiant juos pelningoms investicijoms ar kitiems poreikiams tenkinti. Sėkmingas pirminis viešas siūlymas kompanijos suteikia ne tik galimybę pritraukti gana dideles garantuotas lėšas, bet ir stabiliai augančias akcijų kainas biržose. Po sėkmingų pirminių viešų siūlymų kompanijos netgi turi geresnes skolinimosi galimybes įprastiniu būdu bei didesnę pasitikėjimą užsienio rinkose.

Darbo objektas – pirminių viešų siūlymų pradinės kainos Baltijos šalyse.

Darbo tikslas – išnagrinėti ir įvertinti pirminio viešo siūlymo pradinės kainos efektyvumą ir ją įtakančius veiksnius Baltijos šalių rinkose.

Šiam tikslui pasiekti išskirti šie svarbiausi **uždaviniai**:

- Išanalizuoti pirminio viešo siūlymo ypatybes, tikslus, privalumus ir trūkumus;
- Išnagrinėti emisijos platinimo būdus bei pirminės viešos emisijos procesą, jos įkainojimo aspektus;
- Atlikti Baltijos biržų pirminės rinkos analizę,
- Atlikti pirminių viešų vertybinių popierių siūlymų pradinės kainos efektyvumo tyrimą Baltijos šalių rinkose;
- Remiantis atlikta teorijos analizė bei praktiniais tyrimais suformuluoti išvadas ir pasiūlymus.

Darbo struktūra. Darbas suskirstytas į tris pagrindines dalis. Pirmojoje pateikta pirminio viešo siūlymo samprata, aptartos jo pagrindinės ypatybės. Išskirti pirminio viešo siūlymo būdai, pateikimas pilnas proceso atskleidimas bei išnagrinėti įkainojimo būdai, jų problematikos. Antrojoje dalyje pateikiama Baltijos biržų analizė bei atlikti tyrimai nagrinėjama tematika Baltijos biržose. Trečiojoje dalyje pateikiami pirminių viešų siūlymų pradinių kainų efektyvumo tyrimo

rezultatai, įvertinama pradinės siūlomas pirminių viešų siūlymų kainas įtakoiantys veiksniai Baltijos šalyse pagal nustatytas hipotezes. Po trečiosios dalies pateiktos darbo išvados ir pasiūlymai.

Darbo apimtis. Darbo apimtis yra 56 puslapiai. Darbą sudaro trys dalys. Iš viso darbe yra 11 lentelių, 28 paveikslėlis ir 1 priedas.

SUMMARY

KEYWORDS: The issue of securities, the initial public offering(IPO), initial prices of IPO, Baltic Nasdaq OMX, the underpricing of IPO.

The Initial public offering value is particularly relevant to markets affected by the the financial crisis since the initial public offering of securities is an alternative to the conventional borrowing and could cure the stagnation of the market. IPO helps companies to raise funds and develop their business by attracting financial resources and using them for profitable investments or other needs. A successful initial public offering not only provides the ability to raise enough funds, but also guarantees high, but steadily rising share prices on stock exchanges. After a successful initial public offering, the company has even greater possibilities for the routine borrowing and the greater confidence in foreign markets.

The object of this paper work – initial prices of IPO's in the Baltic market. The goal of this paper work – research and evaluation of the Initial price Efficiency, factors, which have influence on it in the Baltic IPO market.

The main tasks of the paper are as follows: 1. analyze characteristics of IPO, it's gals, advantages and disadvantages; 2. study of offerings types and the process of IPO , pricinig aspects; 3. analyze the Baltic initial market; 4. research of the Initial price Efficiency in the Baltic IPO market; 5. formulate conclusions and recommendations according the performed theoretical analysis and practical research.

This paper work consists of three main parts. In the first part the conception of IPO and it's basic characteristics are given. Types of IPO, its process, pricing methods and aspects of it's barriers are given as well. In the second part of this paper work the present situation of the Baltic market are given. This part also includes the analyze on researches, which were made in the Baltic market. In the third part results of the research of the Initial price Efficiency and the evaluation of factors, which have influence on it in the Baltic IPO market are given. At the end of this work conclusions and suggestions are given.

The volume of the paper is 56 pages. There are 11 tables, 28 pictures and 1 appendix given in it as well.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

1. ABDOU, Khaled, DICLE, MEHMET, F. (2007) Do risk factors matter in the IPO valuation?. *Journal of financial regulation and compliance*. [interaktyvus]. Vol.15, no.1. [Žiūrėta 2009 m. kovo 11 d.]. p.63-89. Prieiga per Internetą:< www.emeraldinsight.com>
2. ADAM, J.H (1993) *Longman dictionary of business English*. London : Longman. 492 p. ISBN 0582555523.
3. AGGARWAL, R., RIVOLI, P. (1990) Fads in the Initial Public Offering Market? *Financial Management*, Vol. 19, No. 4, 45-57 p..
4. AHARONY, J., LIN, C., LOEB, M. (1993) Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 10, No. 1, 61-81p.
5. ALFORD, J., LIN., C., LEOB, M. (1993) The effect of the Seto f Comparable Firms on the accuracy of the price earnings Valuation Metchod. *Journal of Accounting research*, vol.30, no.1, 94-108.
6. A dictionary of finance and banking. 3rd ed (2005) Jungtinė Karalystė Oxford :Oxford University Press. 436 p ISBN 0198607490.
7. A revlew of the most recent 100 Initial Public Offerings. IDD. February 23 [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009 m. kovo 11 d.]. Prieiga per Internetą:< www.emeraldinsight.com>
8. BARKER, R. (2001) *Determining Value: Valuation Models and Financial Statements*. Financial Tomes: Prentice Hall, London.
9. BARON, D. (1982) A Model of the Demand for Investments Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance*, Vol. 37, No. 4, 955-976 p..
10. BENVENISTE, L., SPINDT, P. (1989) How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, No. 2, 343-361 p..
11. BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. (2001) *Investments*. 5th Edition. The Mc Graw-Hill Companies. 1015 p. ISBN 9780072503661.
12. BROU J.C., FAWCETT, S.E. (2006) Initial Public Offerings: An Analysis of the Theory and Practice. *The Journal of finance*, Vol.LXI, no.1, 339-436 p.
13. CHARLES P. Jones (1996) *Investments: anglysis and management* 5th Editon. New York : John Wiley & Sons. 770 p. ISBN 0471110515
14. CHEMMANUR, Thomas,J., FULGHIERI, Paolo (1992) A theory of the going-public decision. *The review of financial studies*. [interaktyvus]. Vol.12, no.2. [Žiūrėta 2009 m. kovo 11 d.]. Prieiga per Internetą:< www.emeraldinsight.com>

15. CHUENG C S AND KRINSKY I (1994) Information Asymmetry and the Underpricing of Initial Public Offerings: Further Empirical Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 21, No. 5, 739-746 p..
16. CIBULSKIENĖ, D., GRIGALIŪNIENĖ, Z., PETRAUSKIENĖ, D. (2009) The estimation of IPO's Efficiency. *Siauliai University. Social research*, no. 3 (17), 5-17p.
17. Dabartinės lietuvių kalbos žodynas [interaktyvus]. [Žiūrėta 2010 m. balandžio 28 d.]. Prieiga per Internetą: < <http://www.lki.lt/dlkz/> >
18. DEFOSSE, G., BALLEY, G. (1994) *Vertybinių popierių birža ir biržos operacijos*. Lietuva Kaunas : Vada. 128 p. ISBN 9986481023.
19. DŽIUGELYTĖ N., UŽKURĖLIS D. (2009) Santykinių finansinių rodiklių paaiškinimas. AB bankas „Hansabankas“. [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009 m. spalio 17 d.]. Prieiga per Internetą: < <http://www.swedbank.lt/lt/pages/privatiems> >
20. FAMA, E.F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 383-417p.
21. FRIEDLAN, J. M. (1994) Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 1, 1-32p.
22. GERBICH, Marcus, LEVIS, Mario, VENMORE-ROWLAND, Piers (1995) Property initial public offerings: regulation, costs and price reactions. *Journal of property finance*. London: MCB university Press. [interaktyvus]. Vol.6, no.1. [Žiūrėta 2009 m. kovo 11 d.]. p.38-54. Prieiga per Internetą: < www.emeraldinsight.com > ISBN 0958 868X
23. GITMAN, Lawrence J., JOEHNK, Michael D. (1996) *Fundamentals of investing*. 6th ed. New York : HarperCollins college publ. 737 p. ISBN 0673997553.
24. GRINBLATT, M., HWANG, C.Y. (1989) Signaling and the Pricing of New Issues. *Journal of Finance*, Vol. 44, No. 2, 393-420 p..
25. GROSSMAN, S.J., STIGLITZ, J.E. (1980) On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, Vol. 70, No. 3, 393-408 p.
26. Guide to Nasdaq Baltic security market, 2009, p.17 (The NASDAQ OMX Group, Inc.)
27. HAIM L., POST, T. (2005) *Investments*. Harlow, England. New York : Prentice Hall/Financial Times, Pearson Education. 1000p. ISBN 0273651641, 9780273651642.
28. HAIM, L. (1996) *Introduction to investments*. Ohio Cincinnati : South-Western College Publ.. 983 p. ISBN 0538859989.
29. IBBOTSON, R. (1975) Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, no. 2, 235 – 272.

30. IBBOTSON, R.G., JAFFE, J.J. (1975) Hot Issue' Markets. *Journal of Finance*, Vol. 30, No. 4, 1027-1042 p..
31. YONG, O., ISA, Z. (2003) Initial Performance of New Issues of Shares in Malaysia. *Applied Economics*, Vol. 35, No. 8, 919-930 p..
32. KANCEREVYČIUS, Gitanas (2009) *Finansai ir investicijos*. 3-iasis atnaujintas leid. Kaunas : Smaltija. 904 p. ISBN: 9789955707646.
33. KIM, M., RITTER, J.R. (1999) Valuing IPOs", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 53, No. 3, 409-437p.
34. KONONOVICĖ, Ala (2001) *Bendrovių valdymas, akcininkų susirinkimai, vertybiniai popieriai*. Vilnius : Vilniaus universiteto leidykla. 260 p. ISBN: 9986193907.
35. Lietuvos Centrinis Vertybinių Popierių Depozitoriumas (2009) [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009 m. vasario 15 d.]. Prieiga per Internetą:<<http://www.lcvpd.lt/>>.
36. Lietuvos Respublikos vertybinių popierių komisija (2009) [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009 m. vasario 15 d.]. Prieiga per Internetą:< <http://www.vpk.lt/>>
37. LOGUE D E (1973) On the Pricing of Unseasoned Equity Offerings: 1965-1969. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 8, No. 1, 91-104 p.
38. MARTINKUS, Bronius, SAKALAS, Algimantas (1993) *Fondų biržos veiklos pagrindai : paskaitų konspektas*. Kaunas : Technologija, 115 p. ISBN 86 13 002 6.
39. MARTINKUS, Bronislovas , ŽILINSKAS, Vytautas (1996) *Pinigai. Vertybiniai popieriai. Bankai : mokomoji knyga*. Kaunas : Technologija. 261 p. ISBN 9986134323.
40. MURUGESU J., SANTHAPPARAJ A.S. (2009) *Valuation Errors and the Initial Price Efficiency of the Malaysian IPO Market*. *The IUP Journal of Applied Finance*, vol 15, no. 10., 19 – 38psl.
41. NORVAIŠIENĖ, Rasa (2004) *Įmonės investicijų valdymas : mokomoji knyga*. Kaunas : Technologija. 206 p. ISBN 9955095873.
42. OHLSON, J. (1995) Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, 661-687 p.
43. OU, J., PENMAN, S. (1989) Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, No. 2, 295-329 p..
44. OMX Grupė (2009) [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009 m. balandžio 5d.]. Prieiga per Internetą:< <http://www.omxgroup.com/>>.
45. PASTOR, Luboš, TAYLOR, Lucian, A., VERONESI, Pietro (2008) Entrepreneurial learning, the IPO decision, and the post –IPO drop in firm profitability. *The review of financial studies*. [interaktyvus]. Vol.0, no.0. [Žiūrėta 2009 m. kovo 14 d.]. p.63-89. Prieiga per Internetą:< www.emeraldinsight.com>

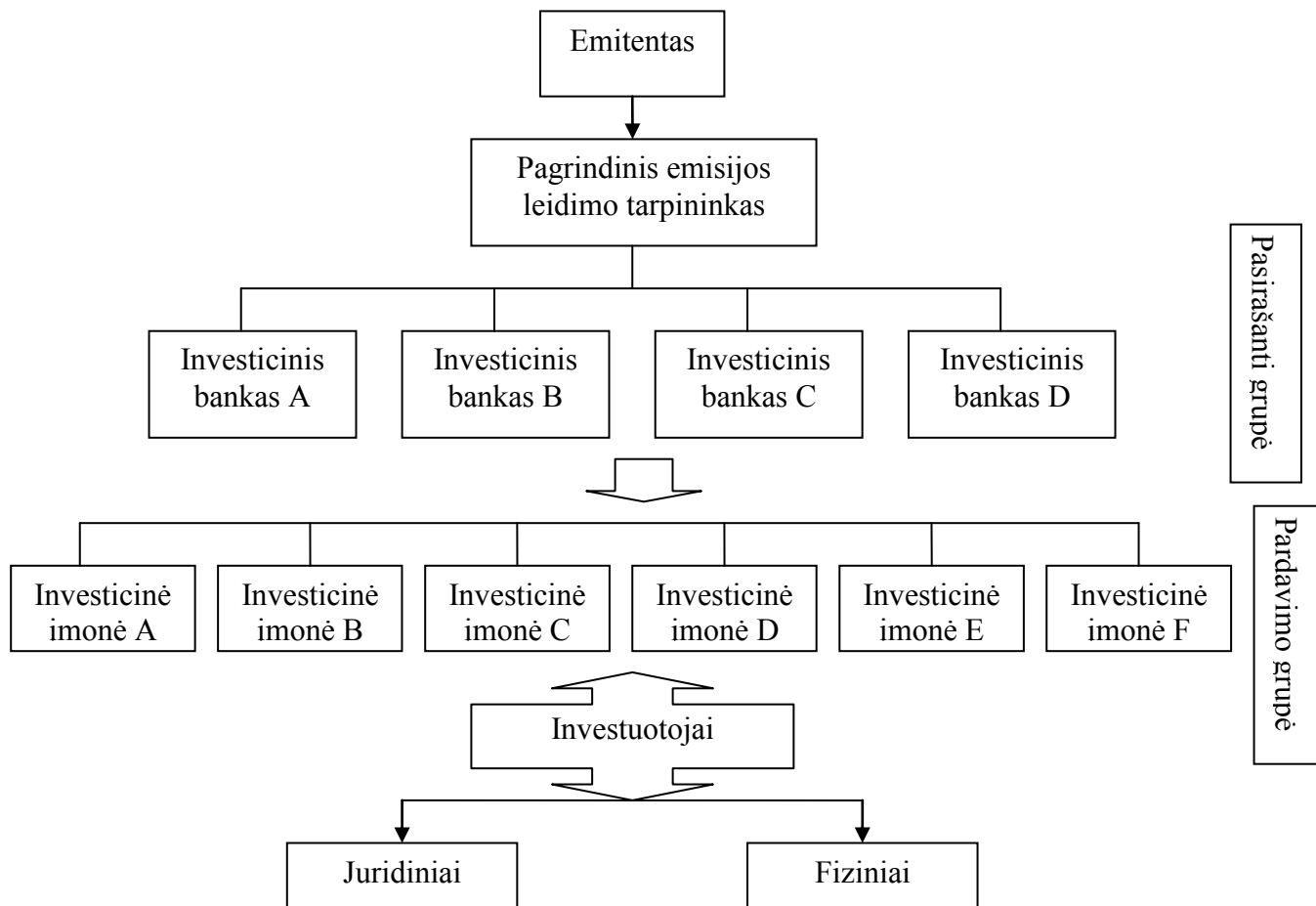
46. PEKARSKIENĖ, I. (2002) Pirminių vertybinių popierių rinka, jos ypatumai Lietuvoje. *Ekonomika ir vadyba. Tarptautinės mokslinės konferencijos pranešimų medžiaga*. 3 knyga. Kaunas: Kauno technologijos universitetas. 56-59p.
47. PING HE (2007) A theory of IPO paves. Department of finance, University of Illinois at Chicago and Lehman Brothers. *The review of financial studies*. [interaktyvus]. Vol.20, no.4. [Žiūrėta 2009 m. kovo 11 d.]. Prieiga per Internetą:< www.emeraldinsight.com>
48. PURLYS, Česlovas , TREIGIENĖ, Dalia (2006) *Investment management : training book*. Vilnius : Technika. 118 p. ISBN 9986059933.
49. REILLY, Frank K. , BROWN, KEITH C. (2007) *Investment analysis and portfolio management*. 8th ed. Mason : Thomson/South-Western. 1174 p. ISBN 9780324405897 0324407890.
50. RITTER J R (1984) The ‘Hot Issue’ Market of 1980. *Journal of Business*, Vol. 57, No. 2, 215-240 p.
51. RITTER, J.R., WELCH, I. (2002) A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4, 1795-1828 p..
52. Rygos Vertybinių Popierių Birža (2009) [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009 m. gegužė s 17d.]. Prieiga per Internetą:< <http://www.lv.omxgroup.com/>>.
53. ROCK, K. (1986) Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, no.15, 187 – 212 p.
54. ROSENBERG, B., REID, K., LANSTEIN, R. (1985) Persuasive Evidence of Market Inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, Vol. 11, No. 3, 9-17p.
55. ROSS, S (1976) The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, Vol. 13, No. 3, 341-360 p.
56. RUTKAUSKAS, Aleksandras Vytautas, MARTINKUTĖ, Raimonda (2007) *Investicijų portfelio anatomija ir valdymas*. Vilnius : Technika. 360 p. ISBN 9789955282167
57. SINEVIČIENĖ, Lina, VASILIAUSKAITĖ, Asta (2008) Pasaulinės skolos vertybinių popierių rinkos vystymosi aspektai. *EKONOMIKA IR VADYBA.*, ISSN 1822-6515
58. WELCH, I. (1989) Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, Vol. 44, No. 2, 421-449p..
59. Talino Vertybinių Popierių Birža (2009) [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009 m. vasario 24 d.]. Prieiga per Internetą:< <http://www.ee.omxgroup.com/>>.
60. TEWELES, Richard J., BRADLEY, Edward S. (1987) *The stock market*. New York : John Wiley & Sons. 526 p. ISBN 047182044.

61. TIWARY, Richa, MLS S. Ph.D.(2008) History & Processes of the Stock Market. Research starteri. Academic topic overviews [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009 m. gegužė s 15 d.]. Prieiga per Internetą:< <http://search.ebscohost.com>>.

62. VALAKEVIČIUS, Eimutis (2008) *Investavimas finansų rinkose*. Kaunas: Technologija. 338 p. ISBN 9789955255567.

63. Vilniaus Vertybinių Popierių Birža (2009) [interaktyvus]. [Žiūrėta 2009 m. gegužė s 17d.]. Prieiga per Internetą:< <http://www.lt.omxgroup.com/>>.

Emisijos procesas



Šaltinis: sukurta autoriaus pagal POST, Levy, Thierry (2005) Investments. p.109