

VILNIAUS UNIVERSITETAS
EKONOMIKOS IR VERSLO ADMINISTRAVIMO FAKULTETAS

APSKAITA IR FINANSŲ VALDYMAS

Ugnė Budzevičiūtė

MAGISTRO BAIGIAMASIS DARBAS

AKCIJŲ KAINŲ REAKCIJA Į AUDITUOTŲ IR NEAUDITUOTŲ FINANSINIŲ ATASKAITŲ PASKELBIMĄ NASDAQ BALTIC BIRŽOJE	STOCK PRICE REACTIONS TO THE RELEASE OF AUDITED AND UNAUDITED FINANCIAL STATEMENTS ON NASDAQ BALTIC EXCHANGE
---	---

Darbo vadovas: Dr. Kastytis Senkus

Vilnius, 2026

TURINYS

IVADAS	4
1. AKCIJŲ KAINŲ REAKCIJOS Į AUDITUOTŲ IR NEAUDITUOTŲ FINANSINIŲ ATASKAITŲ PASKELBIMĄ TEORINĖ ANALIZĖ	7
1.1. Finansinė informacija kapitalo rinkose	7
1.1.1. Finansinių ataskaitų samprata ir paskirtis	7
1.1.2. Finansinės informacijos kokybės kriterijai	9
1.2. Auditas kaip finansinės informacijos patikimumo mechanizmas	11
1.2.1. Finansinių ataskaitų audito samprata ir tikslai	11
1.2.2. Audituotos ir neauditutos finansinės ataskaitos	13
1.2.3. Audito efektas kapitalo rinkose	14
1.2.4. Audito išvada ir jos interpretacija	16
1.2.5. Audituotos ir neauditutos informacijos patikimumo skirtumai	16
1.3. Rinkos efektyvumas, elgsenos aspektai ir informacijos įkainojimas	17
1.3.1. Efektyvios rinkos hipotezė	17
1.3.2. Informacijos asimetrija kapitalo rinkose	19
1.3.3. Elgsenos finansų teorija	19
1.4. Akcijų kainų reakcija į finansinės informacijos paskelbimą	20
1.4.1. Akcijų kainų reakcijos samprata	20
1.4.2. Finansinių ataskaitų paskelbimo poveikis akcijų kainoms	21
1.4.3. Audituotų ir neauditutų ataskaitų paskelbimo poveikio palyginimas	23
1.5. Finansinės informacijos reikšmė mažose ir besivystančiose rinkose	24
1.5.1. Mažų ir besivystančių kapitalo rinkų charakteristikos	24
1.5.2. Nasdaq Baltic rinkos specifika teoriniame kontekste	26
2. AKCIJŲ KAINŲ REAKCIJOS Į AUDITUOTŲ IR NEAUDITUOTŲ FINANSINIŲ ATASKAITŲ PASKELBIMĄ NASDAQ BALTIC BIRŽOJE TYRIMO METODIKA	29
2.1. Tyrimo dizainas ir metodologinis pagrindimas	29
2.2. Tyrimo laikotarpis, rinka ir imties sudarymas	31

2.2.1. Laikotarpis ir tiriama rinka	31
2.2.2. Svarbiausi tyrimo elementai.....	31
2.2.3. Duomenų paruošimas ir įvykio tyrimo procedūra	32
2.2.4. Statistinis reikšmingumas	34
3. AKCIJŲ KAINŲ REAKCIJOS Į AUDITUOTŲ IR NEAUDITUOTŲ FINANSINIŲ ATASKAITŲ PASKELBIMĄ NASDAQ BALTIC BIRŽOJE	36
3.1 Kaupiamųjų nenormaliųjų grąžų pasiskirstymas tiriamo įvykio lygiu.....	36
3.2. Įmonių ekstremalių CAAR reikšmių pasiskirstymas pagal įvykio langą	38
3.3. Audituotų ir neaudituoatų ataskaitų paskelbimo įtakos akcijų kainoms palyginimas....	40
3.4. Audituotų ir neaudituoatų ataskaitų paskelbimo įtakos akcijų kainoms palyginimas tarp Baltijos šalių	42
3.5. Rinkos reakcijos amplitudės įvertinimas absoliučiąjų kaupiamųjų nenormaliųjų grąžų pagrindu	44
3.6. Audituotų ir neaudituoatų finansinių ataskaitų paskebimo poveikis prekybos aktyvumui	49
3.7. Rinkos reakcija į teigiamas ir neigiamas naujienas audituotose ir neaudituotose finansinėse ataskaitose	50
3.7.1. Rinkos reakcija į pelningumo naujienas audituotose ir neaudituotose ataskaitose	50
3.7.2. Rinkos reakcija į likvidumo naujienas audituotose ir neaudituotose ataskaitose...	53
IŠVADOS	57
LITERATŪROS SĄRAŠAS	59
Santrauka	69
Summary	70

IVADAS

Aktualumas

Finansinės ataskaitos yra vienas svarbiausių informacijos šaltinių investuotojams, analitikams, kreditoriams, reguliatoriams ir kitiems suinteresuotiesiems asmenims, vertinantiems įmonės finansinę būklę, veiklos rezultatus ir ateities perspektyvas. Šių ataskaitų patikimumas ir skaidrumas yra būtini efektyviai veikiančioms kapitalo rinkoms, kuriose sprendimai didele dalimi priklauso nuo pateikiamos finansinės informacijos tikslumo. Tobulėjant kapitalo rinkoms ir augant konkurencijai, aukštos kokybės ir patikimų finansinių ataskaitų svarba nuolat didėja.

Praktikoje įprastai įmonės finansinius rezultatus skelbia kas ketvirtį ar pusmetį, tačiau pagal reguliacinius reikalavimus finansinis auditas yra privalomas tik tai finansinei atskaitomybei, paruoštai už visus finansinius metus, tad natūralu, kad neaudituos finansinės ataskaitos yra paskelbiamos dažniau nei audituotos. Net ir finansinių metų pabaigoje įmonės įprastai iš pradžių paskelbia preliminarinius neaudituos finansinius rezultatus, o tik vėliau - oficialias, audituotas finansines ataskaitas. Investuotojai dažnai reaguoja ir į šiuos preliminarinius duomenis ir jų pagrindu vertina akcijų kainas. Tačiau neaudituoti rezultatai gali būti paremti preliminariais skaičiavimais, turėti apskaitinių įverčių ar laikinų korekcijų, kurie audito metu gali būti reikšmingai koreguojami. Auditas atlieka esminį vaidmenį didinant finansinių ataskaitų patikimumą - audituotos finansinės ataskaitos yra tikrinamos nepriklausomų išorės auditorių, kurie pateikia pagrįstą užtikrinimą, kad jose nėra reikšmingų klaidų ir kad jos parengtos laikantis galiojančių apskaitos standartų. Dėl to audituotos ir neaudituos finansinės ataskaitos gali teikti rinkai skirtingus signalus. Audituotos ataskaitos suteikia aukštesnį užtikrinimo lygį ir mažina informacijos asimetriją tarp įmonės vadovybės ir rinkos dalyvių, o preliminarūs rezultatai pasiekia investuotojus greičiau bei formuoja pirminius rinkos lūkesčius. Toks laiko, patikimumo ir informacijos turinio skirtumas sukuria dinamiką, kuri akademinėje literatūroje dar nėra iki galo išnagrinėta. Lyginamąjį audituotų ir neaudituotų ataskaitų poveikio vertinimą apsunkina tai, kad mokslinėje literatūroje dauguma įvykių studijų analizuoja arba tik audituotų metinių ataskaitų (Ball ir Brown, 1968; Beaver 1989; Sun ir Wen, 2023 Friedman ir Zeng, 2024; Visedsun ir kt., 2025), arba tik tarpinių, dažniausiai neaudituotų, ataskaitų (Stoumbos, 2023; Pervan, 2024; Ugras 2025) paskelbimo efektą atskirai, o tiesioginis šių dviejų grupių palyginimas toje pačioje rinkoje išlieka palyginti mažai tyrinėta sritis.

Teoriniu požiūriu investuotojų reakcija į finansinę informaciją gali būti aiškinama naudojantis efektyvios rinkos hipoteze (Fama, 1970), signalizavimo teorija (Spence, 1978) ir informacijos asimetrijos teorija (Akerlof, 1978). Tačiau naujesni darbai pabrėžia, kad rinkos jautriai reaguoja į patikimus audito kokybės signalus ir reguliatorių skelbiamą informaciją apie audito kokybę (Acito ir kt., 2024). Audituotos ataskaitos, kurias pasirašo atestuoti auditoriai, gali būti suvokiamos kaip stipresnis įmonės rezultatų ir patikimumo signalas, galintis padidinti investuotojų pasitikėjimą. Empiriniai tyrimai rodo, kad aukštesnė audito kokybė ir jos indikatoriai (pvz., auditoriaus reputacija, priežiūros rezultatai) siejasi su pozityvesnėmis rinkos reakcijomis ir geresniais informacijos vartotojų vertinimais (Brockbank, 2023). Pagal efektyvios rinkos logiką nauja ir patikima informacija turėtų būti greitai įvertinama rinkose, todėl audituotų ataskaitų paskelbimas gali lemti kitokią akcijų kainų reakciją nei neauditutos informacijos paskelbimas. Naujesni moksliniai darbai dokumentuoja, kad investuotojai aiškiai diferencijuoja audito kokybės signalus, o didesnė audito rinkos koncentracija gali būti susijusi su informatyvesnėmis prognozėmis ir mažesne jų sklaida (Francis, 2011). Vis dėlto, jei investuotojai pakankamai pasitiki preliminariais rezultatais, papildoma audito vertė gali būti ribota. Nepaisant audito svarbos, empiriniai tyrimai dėl audituotų ir neauditutų ataskaitų įtakos akcijų kainų reakcijoms pateikia prieštarigus rezultatus. Naujausioje mokslinėje literatūroje taip pat atskleidžiama, kad poveikis priklauso nuo rinkos struktūros, audito rinkos koncentracijos ir informacijos naudotojų priklausomybės nuo audituotos informacijos (Ugras, Ritter, 2025). Kai kurie tyrimai nurodo, kad aukštesnė audito kokybė ir skaidresni priežiūros signalai reikšmingai paveikia investuotojų elgseną (Dhifi, 2024), tuo tarpu kitose situacijose rinka labiau remiasi preliminarine informacija, ypač kai audito signalai vėluoja ar yra menkai identifikuojami (Gao, 2024). Todėl šių skirtumų supratimas yra itin svarbus tiek politikos formuotojams, reguliatoriams, auditoriams, tiek pačioms įmonėms vertinant atskaitomybės reikalavimus ir informacijos atskleidimo praktiką. Pasitelkus įvykių tyrimo metodiką ir empirinius duomenis apie akcijų kainas prieš ir po preliminarinių, pusmetinių ar metinių bei audituotų ataskaitų paskelbimo, siekiama nustatyti, ar auditas rinkai suteikia papildomos vertės. Svarbu pabrėžti, kad tyrimui pasirinkta nagrinėti įmonės, listinguojamas Nasdaq Baltic biržoje. Nasdaq Baltic biržai priklauso Lietuvos, Latvijos ir Estijos vertybinių popierių rinkose prekiaujančių įmonių vertybiniai popieriai. Ši birža pasižymi santykinai nedideliu likvidumu ir mažesniu investuotojų skaičiumi, todėl čia informacijos poveikis akcijų kainoms gali pasireikšti kitaip nei didžiosiose pasaulio biržose. Atliktas tyrimas prisidės prie geresnio audituotų finansinių ataskaitų reikšmės Baltijos finansų rinkoms supratimo, suteiks įžvalgų apie investuotojų reakcijas ir rinkų efektyvumą. Gauti rezultatai gali būti naudingi ne tik akademinėi

bendruomenei, bet ir investuotojams, auditoriams, reguliatoriams bei įmonių vadovams, kurie savo sprendimus grindžia įmonių skelbiama finansine informacija.

Darbo objektas - Nasdaq Baltic biržoje listinguojamų įmonių akcijų kainos.

Darbo problema - Kurių finansinių ataskaitų (audituotų ar neaudituotų) paskelbimo poveikis įmonių, listinguojamų Nasdaq Baltic biržoje, akcijų kainai yra didesnis?

Darbo tikslas - įvertinti ir palyginti įmonės akcijų kainų reakciją į audituotų ir neaudituotų finansinių ataskaitų paskelbimą Nasdaq Baltic biržoje.

Uždaviniai:

1. Išanalizuoti mokslinę literatūrą apie audituotų ir neaudituotų finansinių ataskaitų paskelbimo poveikį įmonių akcijų kainoms;
2. Remiantis moksline literatūra išsikelti pagrindinius temos aktualumo aspektus;
3. Apibrėžti tyrimo metodologiją, skirtą analizuoti audituotų ir neaudituotų ataskaitų paskelbimo poveikį įmonės akcijos kainai
4. Remiantis atlikto tyrimo rezultatais palyginti akcijų kainų reakcijas ir reakcijos stiprumą audituotų ir neaudituotų ataskaitų paskelbimo atveju;
5. Remiantis atlikto tyrimo rezultatais palyginti akcijų kainų reakcijas į audituotas ir neaudituotas ataskaitas tarp Lietuvos, Latvijos ir Estijos įmonių;
6. Remiantis atlikto tyrimo rezultatais palyginti akcijų kainų reakcijas į audituotas ir neaudituotas ataskaitas, kai yra skelbiamos teigiamos ir neigiamos naujienos.

Metodai – lyginamoji mokslinės literatūros analizė, įvykio analizės metodika.

Darbo struktūra: rašto darbą sudaro 3 skyriai. Pirmasis skyrius skirtas ankstesnių mokslinių darbų analizei, pateikiamas mokslinis pagrindimas darbe nagrinėjamai temai bei trečiame skyriuje aprašytam tyrimui. Antrajame skyriuje aprašoma darbo tyrimo metodologija: tyrimo teorinė dalis bei priklausomi ir nepriklausomi kintamieji, kurie bus naudojami tyrime. Trečiasis skyrius susidaro iš tyrimo rezultatų pateikimo, analizės ir palyginimo. Darbas baigiamas išvadomis, pasiūlymais, kaip patobulinti modelius vėlesniuose tyrimuose bei literatūros šaltinių sąrašu.

1. AKCIJŲ KAINŲ REAKCIJOS Į AUDITUOTŲ IR NEAUDITUOTŲ FINANSINIŲ ATASKAITŲ PASKELBIMĄ TEORINĖ ANALIZĖ

1.1. Finansinė informacija kapitalo rinkose

1.1.1. Finansinių ataskaitų samprata ir paskirtis

Kapitalo rinkose finansinė informacija yra vienas svarbiausių viešos informacijos šaltinių, leidžiančių rinkos dalyviams įvertinti įmonės finansinę būklę, veiklos rezultatus, pinigų srautų generavimo pajėgumą ir rizikas. Bendrosios paskirties finansinės ataskaitos yra skirtos ne vienam konkrečiam vartotojui, o plačiai vartotojų grupei, kuri priima ekonominius sprendimus remdamasi viešai pateikiama informacija. Tarptautinių finansinės atskaitomybės standartų rengėjų suformuotame Konceptualiajame finansinės atskaitomybės pagrinde (angl. Conceptual Framework for Financial Reporting) pabrėžiama, kad bendrosios paskirties finansinė atskaitomybė siekia pateikti informaciją, kuri būtų naudinga kapitalo teikėjams priimant sprendimus dėl išteklių paskirstymo, taip pat vertinant vadovybės atskaitomybę valdant įmonės išteklius (IASB, 2018). Panašią poziciją pateikia ir ACCA Global (2023), akcentuodama, kad finansinė atskaitomybė pirmiausia orientuota į investuotojų, kreditorių ir kitų kapitalo teikėjų informacinius poreikius. Finansinės ataskaitos padeda priimti argumentuotus ir racionalius ekonominius sprendimus, todėl finansinės atskaitomybės kokybė ir aiškumas yra esminiai veiksniai, užtikrinantys efektyvų sprendimų priėmimą tiek įmonių valdyje, tiek kapitalo rinkose (Cioca, 2020).

Konceptualiojoje finansinės atskaitomybės literatūroje finansinių ataskaitų vartotojai pirmiausia įvardijami kaip kapitalo teikėjai, į kuriuos orientuota bendrosios paskirties finansinė atskaitomybė. Prie pagrindinių vartotojų priskiriami:

- esami ir potencialūs investuotojai, priimantys sprendimus dėl vertybinių popierių pirkimo, laikymo ar pardavimo,
- skolintojai, vertinantys kreditavimo galimybes, sąlygų keitimo poreikį ir kredito riziką,
- kiti kreditoriai, įskaitant tiekėjus, obligacijų turėtojus ir kitus finansinius kreditorius.

Šioms vartotojų grupėms reikalinga informacija apie įmonės pinigų srautų generavimo perspektyvas, finansinį stabilumą ir gebėjimą vykdyti prisiimtus įsipareigojimus (IASB, 2018; ACCA, 2023).

Nors praktikoje finansinės ataskaitos taip pat naudojamos kitų interesų grupių – darbuotojų, valstybės reguliacinių institucijų ar klientų - kapitalo rinkų tyrimuose pabrėžiama, kad būtent kapitalo teikėjų informaciniai poreikiai yra centriniai, nes jie tiesiogiai susiję su vertybinių popierių kainodara, investuotojų lūkesčiais ir kapitalo kaina (ACCA, 2023; Beaver, 1989). Finansinės informacijos vertė kapitalo rinkose pasireiškia per jos gebėjimą sumažinti informacijos asimetriją ir padėti rinkos dalyviams priimti ekonomiškai pagrįstus sprendimus.

Finansinė atskaitomybė kapitalo rinkose atlieka esminį vaidmenį kaip informacijos kanalas, mažinantis informacijos asimetriją tarp įmonės vadovybės (vidinių asmenų) ir išorinių investuotojų, taip sudarydamas prielaidas efektyvesniam kapitalo paskirstymui. Mokslinėje literatūroje pabrėžiama, kad būtent informacijos asimetrija ir su ja susiję interesų konfliktai sukuria paklausą reguliuojamai finansinei atskaitomybei bei papildomoms institucijoms, didinančioms atskleidžiamos informacijos patikimumą, tokioms kaip apskaitos standartų leidėjai, auditoriai, reguliuotojai ir kiti kapitalo rinkų tarpininkai (Healy & Palepu, 2001; Armstrong ir kt., 2010). Healy ir Palepu (2001) akcentuoja, kad viešas įmonių informacijos atskleidimas yra kritiškai svarbus efektyviam kapitalo rinkų funkcionavimui, o jo paklausa kyla būtent dėl informacijos asimetrijos ir interesų problemų tarp įmonių vadovybės ir kapitalo teikėjų. Todėl finansinės ataskaitos neturėtų būti vertinamos vien kaip retrospektyvus istorinių finansinių duomenų rinkinys – jos atlieka svarbią ekonominę funkciją, nes padeda rinkos dalyviams geriau suprasti įmonės finansinę būklę ir veiklos rezultatus, įvertinti su veikla susijusias rizikas bei formuoti lūkesčius dėl būsimų pinigų srautų, kurie yra tiesiogiai susiję su investicinių sprendimų priėmimu (Healy & Palepu, 2001, Armstrong ir kt., 2010).

Finansinės informacijos paskelbimas daro reikšmingą įtaką akcijų kainų pokyčiams ir prekybos aktyvumui kapitalo rinkose. Tyrimai rodo, kad investuotojai aktyviausiai reaguoja informacijos paskelbimo momentu, o tai patvirtina šios informacijos svarbą priimant investicinius sprendimus. Tačiau akcijų kainų prisitaikymas prie naujos informacijos ne visada yra momentinis. Be to, skirtingas investuotojų informacijos interpretavimas gali lemti nevienodus reakcijos modelius, įskaitant uždelstas reakcijas ar perteklinius kainų svyravimus. Galiausiai, tiek kainų pokyčiai, tiek prekybos apimtys padidėjimas rodo, kad finansinė informacija turi reikšmingą informacinę vertę kapitalo rinkose (Gunther ir Moore, 2003). Kadangi finansinės ataskaitos yra pagrindinis viešos

informacijos šaltinis kapitalo rinkose, jų patikimumas ir patvirtinimo mechanizmai (pvz., auditas) tampa svarbiais veiksniais, potencialiai veikiančiais investuotojų reakciją į paskelbtą informaciją.

Kapitalo rinkose finansinė informacija laikoma vienu pagrindinių veiksnių, lemiančių vertybinių popierių kainodarą, nes naujai paskelbiami duomenys koreguoja investuotojų lūkesčius dėl būsimų pinigų srautų ir rizikos lygio, o šie lūkesčių pokyčiai atsispindi akcijų kainose. Efektyvių rinkų hipotezės (angl. Efficient Market Hypothesis, toliau EMH) kontekste rinkos laikomos informaciškai efektyviomis tuomet, kai vertybinių popierių kainos „visiškai atspindi“ visą prieinamą informaciją, todėl viešos informacijos paskelbimas turėtų būti greitai įvertinamas į kainas (Titan, 2015). Empiriniai kapitalo rinkų apskaitos tyrimai rodo, kad finansinėse ataskaitose pateikiama apskaitos informacija, o ypač pelno rodikliai ir jų nukrypimai nuo rinkos lūkesčių, yra vertinami investuotojų ir lemia reikšmingą akcijų gražos pokytį finansinių rezultatų paskelbimo laikotarpiu (Ball & Brown, 1968). Vis dėlto empirinė literatūra leidžia kelti klausimą, ar rinkos reakcija į finansinių rezultatų paskelbimą gali skirtis priklausomai nuo to, ar informacija buvo patvirtinta audito procedūrų, ypač rinkose, kuriose informacijos asimetrija yra didesnė.

1.1.2. Finansinės informacijos kokybės kriterijai

Finansinių ataskaitų teikiama nauda kapitalo rinkų dalyviams priklauso ne vien nuo pateikiamų kiekybinių rodiklių, bet ir nuo finansinės informacijos kokybės. Pagal Tarptautinių finansinės atskaitomybės standartų (TFAS) Konceptualųjį pagrindą, finansinė informacija laikoma naudinga tuomet, kai ji pasižymi apibrėžtomis kokybės savybėmis, kurios skirstomos į fundamentaliąsias ir stiprinančiąsias. Fundamentaliąsias kokybės savybes sudaro reikšmingumas ir tikroviškas atvaizdavimas, stiprinančiosios - palyginamumas, patikrinamumas, savalaikiškumas ir suprantamumas (IFRS Foundation, 2018).

Patikimumo (tikroviško atvaizdavimo) dimensija siejama su tuo, ar finansinė informacija tiksliai perteikia ekonominių įvykių esmę. TFAS Konceptualusis pagrindas nurodo, kad finansinė informacija yra tikroviškai atvaizduota tuomet, kai pateikimas yra išsamus, neutralus ir be klaidų (IFRS Foundation, 2018). Kapitalo rinkų kontekste tikroviškas atvaizdavimas yra ypač svarbus, nes investuotojai finansinius rodiklius naudoja vertindami įmonės vertę, riziką ir būsimų pinigų srautų perspektyvas, o informacijos trūkumai ar šališkumas gali didinti neteisingo įkainojimo riziką. Tokią sąsają aiškina informacijos asimetrijos logika: kai vadovybė turi daugiau informacijos nei išoriniai investuotojai, atsiranda prielaidos rinkos neefektyvumams ir nepalankiai atrankai. Klasikinis

„lemons“ modelis parodo, kad kokybės neapibrėžtumas ir informacijos asimetrija gali mažinti vidutinę rinkoje esančių „kokybiškų“ objektų dalį ir silpninti rinkos funkcionavimą (Akerlof, 1978).

Finansinių ataskaitų informacijos reikšmingumas apibūdina, ar finansinė informacija gali paveikti ataskaitų vartotojų sprendimus. Konceptualusis pagrindas teigia, kad informacija yra reikšminga, jei ji turi prognozinę vertę ir (ar) patvirtinamąją vertę, t. y. padeda formuoti lūkesčius apie ateitį arba patikrinti ankstesnius vertinimus. Reikšmingumo taikymas praktikoje glaudžiai susijęs su materialumo sprendimais. Kapitalo rinkose reikšmingumas tiesiogiai susijęs su tuo, ar paskelbta informacija rinkai yra „naujiena“ ir ar ji koreguoja esamus lūkesčius. Empirinė literatūra rodo, kad apskaitos pelno rodikliai turi informacinį turinį ir gali būti susiję su akcijų kainų elgsena aplink paskelbimo laiką, todėl reikšmingumo kriterijus tampa teorine atrama tyrimuose, vertinančiuose kainų reakciją į finansinių ataskaitų paskelbimą (Ball & Brown, 1968).

Finansinių ataskaitų palyginamumas reiškia, kad finansinių ataskaitų vartotojai gali palyginti įmonės rezultatus laikui bėgant ir tarp skirtingų įmonių. Konceptualusis pagrindas palyginamumą įvardija kaip vieną iš naudingumą stiprinančių kokybinių savybių, padedančių identifikuoti ekonominių reiškinių panašumus ir skirtumus. Kapitalo rinkų praktikoje palyginamumas yra kritiškas, nes investuotojai dažnai vertina alternatyvias investicijas remdamiesi santykiniais rodikliais ir lyginamąja analize. Kai apskaitos politikos ir atskleidimų praktikos ženkliai skiriasi, investuotojų informacijos apdorojimo kaštai didėja, o sprendimų kokybė gali prastėti. Šią logiką palaiko ir platesnė atskleidimų literatūra, pabrėžianti, kad informacijos tarpininkai bei reguliuojami atskleidimai prisideda prie informacijos patikimumo ir rinkos sprendimų efektyvumo (Healy & Palepu, 2001).

Finansinių ataskaitų savalaikiškumas apibrėžia, ar informacija vartotojus pasiekia laiku, kol ji neprarado sprendimams aktualios vertės. Konceptualusis pagrindas savalaikiškumą priskiria naudingumą stiprinančioms savybėms ir pabrėžia, kad net ir tikroviškai atvaizduota informacija gali būti mažiau

naudinga, jei pateikiama per vėlai. Kapitalo rinkų tyrimuose savalaikiškumas dažnai vertinamas analizuojant kainų reakciją aplink informacijos atskleidimo įvykį. Klasikiniai kapitalo rinkų apskaitos tyrimai rodo, kad dalis apskaitos informacijos gali būti įkainota dar iki oficialaus metinių rezultatų paskelbimo, o tai reiškia, kad paskelbimo momento „staigi“ reakcija gali būti mažesnė, nes rinka dalį informacijos jau būna priėmusi ir kainose atspindėjusi anksčiau.

Nors skaidrumo sąvoka Konceptualiajame pagrindė dažniausiai įgyvendinama per tikroviško atvaizdavimo ir kitų savybių (pvz., pilnumo, neutralumo, suprantamumo) reikalavimus, kapitalo rinkų literatūroje skaidrumas dažnai analizuojamas kaip atskleidimų kokybė ir jos poveikis informacijos asimetrijai. Healy ir Palepu (2001) pabrėžia, kad finansinė atskaitomybė ir atskleidimai yra esminė priemonė, kuria vadovybė komunikuoja įmonės veiklos rezultatus ir valdymą išoriniams investuotojams, o atskleidimų patikimumą sustiprina reguliatoriai, standartų leidėjai, auditoriai ir kiti kapitalo rinkų tarpininkai. Mažesnėse rinkose, kur analitikų aprėptis ir informacijos tarpininkų aktyvumas gali būti ribotesni, viešai paskelbtų ataskaitų ir atskleidimų svarba investuotojų sprendimams dar labiau išauga. Teoriškai aukštesnis skaidrumo lygis turėtų mažinti informacijos asimetriją ir prisidėti prie efektyvesnės kainodaros, nes rinkos dalyviai gauna daugiau patikimos informacijos sprendimų priėmimui (Akerlof, 1978; Healy & Palepu, 2001; Ammer, Sattarov, 2025).

Auditas kapitalo rinkų kontekste gali būti vertinamas kaip reguliacinė priemonė, didinanti tikroviško atvaizdavimo ir atskleidimų patikimumą, todėl jis gali prisidėti prie didesnės finansinės informacijos reikšmės investuotojų sprendimams.

1.2. Auditas kaip finansinės informacijos patikimumo mechanizmas

1.2.1. Finansinių ataskaitų audito samprata ir tikslai

Finansinių ataskaitų auditas kapitalo rinkų kontekste apibrėžiamas kaip nepriklausomas ir sistemingas procesas, kurio metu auditorius planuoja ir atlieka audito procedūras, siekdamas surinkti pakankamus ir tinkamus audito įrodymus bei pateikti nuomonę, ar finansinės ataskaitos visais reikšmingais aspektais parengtos pagal taikomą finansinės atskaitomybės sistemą. Ši audito funkcija yra tiesiogiai susieta su pasitikėjimo didinimu, nes pagal ISA audito paskirtis yra didinti numatomų vartotojų pasitikėjimo finansinėmis ataskaitomis laipsnį. ISA įtvirtina du auditoriaus bendruosius tikslus: gauti pagrįstą užtikrinimą, kad finansinės ataskaitos kaip visuma neturi reikšmingų iškraipymų dėl apgaulės ar klaidos, taip sudarant pagrindą auditoriaus nuomonei ir pateikti nuomonę apie finansines ataskaitas bei komunikuoti pagal ISA reikalavimus, atsižvelgiant į audito rezultatus.

Svarbus teorinis akcentas kapitalo rinkų analizėje yra tai, kad auditas nesuteikia absoliutaus užtikrinimo. Pabrėžiama, jog pagrįstas užtikrinimas nėra absoliutus, nes auditorius veikia esant audito rizikai ir privalo priimti profesinius sprendimus, o audito įrodymai paprastai gaunami taikant atrankų ir testavimų metodus, todėl išlieka tikimybė, kad reikšmingi iškraipymai gali būti neaptikti

Audito ribotumai yra ypač aktualūs investuotojų lūkesčiams - kapitalo rinkų dalyviai auditą interpretuoja kaip patikimumo padidinimą, tačiau ne kaip garantiją, kad finansinėse ataskaitose nėra jokių netikslumų. Toks supratimas tiesiogiai kyla iš pačios audito sampratos: auditas didina pasitikėjimo laipsnį, bet neeliminuoja informacijos rizikos visiškai. Kapitalo rinkose auditas veikia kaip institucinis patikimumo mechanizmas, kuris mažina informacijos asimetriją tarp įmonės vadovybės (vidinių asmenų) ir išorinių investuotojų, nes auditorius, kaip nepriklausomas tarpininkas, prisideda prie viešai skelbiamos finansinės informacijos patikimumo (Darmawan, 2023). Healy ir Palepu (2001) pabrėžia, kad paklausa finansinei atskaitomybei ir atskleidimams kyla iš informacijos asimetrijos ir interesų konfliktų, o atskleidimų patikimumą sustiprina rinkos institucijos bei tarpininkai, įskaitant auditorius. Ši logika patvirtina informacijos asimetrijos teoriją, pagal kurią kokybės neapibrėžtumas ir nevienoda informacijos sklaida gali lemti nepalankią atranką ir rinkos neefektyvumus („lemons“ problema), kai blogesnės kokybės objektai išstumia geresnius (Akerlof, 1978).

Todėl auditas kapitalo rinkų mechanikoje gali būti interpretuojamas kaip papildomas patikimumo signalas, mažinantis informacijos neapibrėžtumą ir prisidedantis prie efektyvesnio sprendimų priėmimo.

Auditas, didindamas finansinės informacijos patikimumą, gali prisidėti prie kapitalo rinkos funkcionavimo kokybės per pasitikėjimo didinimą: patikimesnė informacija teoriškai mažina informacijos riziką ir gali mažinti reikalaujamą rizikos premiją (taigi – kapitalo kainą), o tai aktualu tiek investuotojų elgsenai, tiek rinkos likvidumui ir kainodaros efektyvumui. Šią bendrą mechaniką pagrindžia kapitalo rinkų atskleidimų literatūra, kuri auditorius priskiria prie institucijų, didinančių viešai skelbiamos informacijos patikimumą ir taip palaikančių efektyvią rinkos kainodarą (Lakhani, 2016). Papildomai, audito kokybės ir reputacijos aspektas literatūroje interpretuojamas kaip rinkos disciplina: auditoriaus reputacija veikia kaip savireguliacinis mechanizmas, skatinantis auditorius užtikrinti aukštesnę audito kokybę, nes paklausa auditoriaus paslaugoms gali priklausyti nuo reputacijos dėl aukštos kokybės audito išvadų (Mat ir kt., 2021). Tai leidžia daryti prielaidą, kad

investuotojų reakcija į finansinę informaciją gali skirtis priklausomai nuo to, ar informacija yra audituota ir kokios reputacijos auditorius ją patvirtino. Šios teorinės prielaidos sudaro pagrindą empiriniam vertinimui, ar audito faktas (ir auditoriaus savybės) keičia investuotojų reakciją į finansinių ataskaitų paskelbimą.

1.2.2. Audituotos ir neaudituotos finansinės ataskaitos

Audituotų finansinių ataskaitų ypatybės

Metinės audituotos finansinės ataskaitos yra finansinės ataskaitos, kurios ne tik parodo įmonės finansinius rezultatus per metus, bet ir yra patikrintos nepriklausomo auditoriaus. Auditas užtikrina, kad pateikta informacija atitiktų galiojančius apskaitos standartus, būtų teisinga ir be reikšmingų klaidų. Tokios ataskaitos laikomos patikimesnėmis, nes auditorius pateikia išvadą apie jų tikrumą ir skaidrumą. Praktiniu požiūriu audituotos ataskaitos investuotojams signalizuoja, kad informacija buvo patikrinta sistemingomis procedūromis ir auditorius prisiėmė profesinę atsakomybę duodamas išvadą (Anjani, 2023).

Neaudituotų finansinių ataskaitų ypatybės

Neaudituotose tarpinėse finansinėse ataskaitose pateikiama finansinė informacija, rengiama už trumpesnę nei metai laikotarpį, pavyzdžiui, ketvirtį ar pusmetį, ir dar nėra patikrinta nepriklausomo auditoriaus. Jos skirtos operatyviai pateikti naujausius duomenis apie įmonės veiklos rezultatus ir finansinę būklę tarp metinių ataskaitų. Tarpinių ataskaitų apimtis dažniausiai būna reikšmingai mažesnė, kadangi pateikiama tik pagrindinė svarbiausia informacija. Nors jos parengtos pagal tuos pačius apskaitos principus, jų patikimumas yra mažesnis nei audituotų ataskaitų, nes nėra atliktas išsamus audito patikrinimas. Tokiais atvejais informacijos asimetrija ir galimas selektyvus atskleidimas tampa svarbesniu rizikos veiksniu (Healy ir Palepu, 2001). Tarpinės neaudituotos finansinės ataskaitos užtikrina savalaikį finansinės informacijos pateikimą, kuris leidžia suinteresuotoms šalims operatyviai vertinti įmonės finansinę būklę ir veiklos rezultatus. Jos prisideda prie didesnio informacijos skaidrumo ir nuolatinės komunikacijos tarp įmonės ir išorinių vartotojų. Be to, tokios ataskaitos suteikia galimybę vadovybei greičiau identifikuoti finansinius pokyčius ir priimti pagrįstus sprendimus dėl įmonės ateities planų. Galiausiai, neaudituotų tarpinių ataskaitų rengimas reikalauja mažesnių laiko ir finansinių sąnaudų, todėl sudaro palankesnes sąlygas dažnesniam finansinės informacijos atskleidimui (Claudia-Elena ir Lucia, 2020). Tarpinės

neaudituotos finansinės ataskaitos suteikia investuotojams galimybę laiku gauti aktualią informaciją, kuri padeda operatyviai priimti investicinius sprendimus ir geriau įvertinti rinkos pokyčius.

Visgi yra tam tikrų rizikų susijusių su neaudituota informacija kapitalo rinkose:

- didesnė reikšmingų iškraipymų tikimybė dėl klaidų ar valdymo šališkumo;
- didesnė selektyvaus atskleidimo tikimybė (pvz., „gerų naujienų“ pabrėžimas),
- didesnė informacijos asimetrija, didinanti neteisingos kainodaros riziką.

Šios rizikos tampa svarbios tiriant akcijų kainos reakciją, nes rinka gali skirtingai įkainoti tą patį turinį priklausomai nuo to, ar jis audituotas ar kitaip patvirtintas.

1.2.3. Audito efektas kapitalo rinkose

Auditas teoriškai padidina informacijos patikimumą, nes auditorius taiko profesinį skepticizmą ir įrodymų rinkimo procedūras, siekdamas pagrįsto užtikrinimo. ISA pabrėžia profesinio skepticizmo svarbą planuojant ir atliekant auditą (IAASB, 2015). Patikimesnė informacija turėtų sumažinti investuotojų neapibrėžtumą ir prisidėti prie kainodaros efektyvumo, nes mažėja informacijos asimetrija ir didėja atskleidimų patikimumas (Healy & Palepu, 2001).

Audito „efektas“ kapitalo rinkose dažnai konceptualizuojamas per investuotojų pasitikėjimo kanalą: audituota informacija suvokiama kaip labiau patikima, todėl investuotojai gali reaguoti stipriau ir greičiau, ypač į netikėtą informaciją. Teoh ir Wong (1993) tyrimų rezultatai remia šią idėją - investuotojų reakcija į pelno naujienas priklauso nuo suvokiamos auditoriaus kokybės, nes reputacija suteikia patikimumo skelbiamiems finansiniams rezultatams (Teoh & Wong, 1993). Ir atvirkščiai, investuotojų reakcija į finansinių ataskaitų paskelbimą, kai auditas dar nėra pilnai baigtas yra silpnesnė. Atliktas gamybos įmonių tyrimas parodė, kad pelningumas teigiamai veikia įmonės vertę, o aukštesnė audito kokybė dar labiau sustiprina teigiamą poveikį. Tai leidžia daryti išvadą, kad patikimos (audituotos) finansinės ataskaitos didina investuotojų pasitikėjimą ir sustiprina teigiamų finansinių rodiklių poveikį akcijų kainai ar įmonės vertei (Wijaya, 2020). Kai įmonė paskelbia metinius finansinius rezultatus prieš audito pabaigą, rinkos reakcija įprastai būna silpnesnė, atspindėdama didesnę neapibrėžtumą. Neužbaigtas auditas mažina įmonės pelno rodiklių paskelbimo informatyvumą, todėl investuotojai linkę diskontuoti ir skeptiškiau vertinti skelbiamą informaciją (Marshall ir kt., 2019). Audito užbaigimas atlieka svarbų vaidmenį kapitalo rinkose didindamas kainų reakciją į finansinės informacijos atskleidimą. Tarpinių finansinių ataskaitų audito ekonominis

poveikis kapitalo rinkoms iki šiol nėra pakankamai ištirtas. Tarptautinėje praktikoje nėra vieningų reikalavimų dėl tarpinių ataskaitų audito privalomumo, įmonės savanoriškai pasirenka tarpinių ataskaitų auditą. Tarpinis auditas gali paveikti finansinės informacijos vertę dviem būdais: per tiesioginį geresnės informacijos kokybės užtikrinimą ir per signalizavimo efektą, kuris sukelia didesnį investuotojų pasitikėjimą. Visgi empirinių tyrimų rezultatai rodo, kad rinkos reakcijos į audituotas tarpines ataskaitas labiau lemia signalizavimo efektas, o ne faktinis finansinės atskaitomybės kokybės pagerėjimas (Kajüter, Klassmann, Nienhaus, 2016). Atskirai galima išskirti ir audito bei neaudito paslaugų mokesčius, apie kuriuos informacija yra įtraukiama į finansines ataskaitas. Neaudito paslaugų mokesčiai dažniausiai apima kitas paslaugas, kurias audito įmonė teikė audituojamajai įmonei: konsultacijos mokesčių, verslo, apskaitos ar IT klausimais, apskaitos sistemos diegimas, patarimai vidaus kontrolės klausimais ir kitos panašios paslaugos. Dideli neaudito paslaugų mokesčiai gali būti vertinami neigiamai, kadangi mažina audito įmonės objektyvumą investuotoja akyse, dėl to silpnėja pasitikėjimas pateikiama audito nuomone ir skelbiamomis finansinėmis ataskaitomis. Kiekybinių tyrimų, atliktų vertinant JAV rinkos įmones, rezultatai rodo, kad kapitalo rinka reaguoja į audito ir neaudito paslaugų mokesčius pelno paskelbimo metu. Investuotojai audito paslaugų sąnaudas vertina kaip signalą apie aukštesnę audito kokybę ir patikimumą, todėl rinkos reakcija į paskelbtą pelną yra stipresnė. Tuo tarpu didesni neauditavimo mokesčiai gali kelti abejonių dėl auditoriaus nepriklausomumo, silpnindami rinkos reakciją (Higgs ir Skantz, 2006).

Jei auditas didina informacijos patikimumą, rinkoje tai gali pasireikšti didesniu neįprastos grąžos (angl. abnormal returns) dydžiu aplink paskelbimo datą arba aktyvesne prekyba dėl didesnio informacijos interpretavimo vieningumo. Šios išvados dera su pusiau stiprios efektyvios rinkos hipotezės (EMH) logika, pagal kurią viešai paskelbta informacija turėtų būti greitai įvertinama skaičiuojant akcijos kainą.

Audito kokybė priklauso nuo auditoriaus gebėjimo aptikti reikšmingus iškraipymus ir noro apie juos pranešti (nepriklausomumo dimensija). Klasikinėje audito literatūroje DeAngelo (1981) audito kokybę apibrėžia kaip tikimybę, kad auditorius aptiks pažeidimą ar iškraipymą ir kad apie jį praneš (DeAngelo, 1981). Auditoriaus kompetencija ir patirtis susijusios su „aptikimo“ komponentu: patyrę auditoriai gali geriau identifikuoti rizikas ir parinkti tinkamas procedūras. Tuo tarpu didelis darbo krūvis gali veikti neigiamai, nes riboja laiką ir resursus, didina klaidų riziką ir gali mažinti procedūrų gylį (López ir Peters, 2012).

1.2.4. Audito išvada ir jos interpretacija

Auditoriaus nuomonės tipas priklauso nuo to, ar finansinės ataskaitos turi reikšmingų iškraipymų, ir ar auditorius gavo pakankamus tinkamus įrodymus. Išskiriami šie audito nuomonės tipai:

besąlyginė (teigiama) nuomonė;

sąlyginė nuomonė;

neigiama nuomonė;

atsisakymas pareikšti nuomonę.

Teoriškai modifikuota nuomonė investuotojams siunčia signalą apie padidėjusią riziką, kuri kyla, arba dėl nustatytų reikšmingų iškraipymų, arba dėl to, kad auditorius negalėjo gauti pakankamų audito įrodymų. Tokie signalai gali paveikti investuotojų reakcijos stiprumą, nes jie keičia suvokiamą atskleidimų patikimumą ir informacijos teisingumo riziką (Geiger ir Kumas, 2018).

Signalų teorijos logika kapitalo rinkose remiasi tuo, kad patikimi signalai padeda sumažinti informacijos asimetriją ir padidinti finansinių ataskaitų skaidrumą. Auditoriaus išvada (ypač modifikuota) veikia kaip signalas, nes ją pateikia nepriklausomas tarpininkas, kurio reputacija ir atsakomybė didina signalo patikimumą. Tuo tarpu besąlyginė (teigiama) audito nuomonė siejama su mažesne informacijos asimetrija tarp rinkos dalyvių (Abad ir kt., 2017).

1.2.5. Audituotos ir neauditutos informacijos patikimumo skirtumai

Auditutos ir neauditutos informacijos patikimumo skirtumai gali būti konceptualizuojami kaip patikimumo asimetrija: rinka audituotą informaciją vertina kaip patikimesnę ir tiksliau atspindinčią tikrovę, nes auditas suteikia pagrįstą užtikrinimą bei aiškiai apibrėžtą atskaitomybės sistemą. Tuo tarpu neaudituta informacija gali būti labiau pažeidžiama valdymo šališkumo ar apskaitinių sprendimų oportunistinio, todėl didėja informacijos asimetrija ir neapibrėžtumas, o kartu – neteisingos kainodaros rizika (Healy ir Palepu, 2001). Akademiniuose literatūroje auditoriaus reputacija ir audito firmos dydis dažnai interpretuojami kaip suvokiamos audito kokybės pakaitiniai rodikliai, siejami su didesniu investuotojų pasitikėjimu. Teoh ir Wong (1993) parodė, kad rinkos reakcija į pelno naujienas priklauso nuo suvokiamos auditoriaus kokybės, todėl galima teigti, jog audito atributai daro realų poveikį kapitalo rinkoms per patikimumo kanalą.

Nors šio darbo empirinė analizė orientuota į Nasdaq Baltic, teorinei daliai tikslinga remtis plačiai cituojamais klasikiniiais ir vėlesniais tyrimais, rodančiais, kad auditoriaus reputacija ir audito kokybė yra įkainojama investuotojų (DeAngelo, 1981; Teoh & Wong, 1993). Nasdaq Baltic praktikoje emitentų „Ataskaitos“ skiltyje aiškiai atskiriamos tarpinės ataskaitos ir audituotos metinės ataskaitos, todėl tyrime galima nuosekliai klasifikuoti įvykius pagal informacijos patikimumo lygmenį (Nasdaq Baltic, 2026).

1.3. Rinkos efektyvumas, elgsenos aspektai ir informacijos įkainojimas

Finansų rinkų veikimas yra neatsiejamas nuo informacijos sklaidos ir jos įkainojimo mechanizmų. Investuotojų priimami sprendimai grindžiami tiek kiekybine, tiek kokybine informacija apie įmonių veiklą, todėl finansinės informacijos prieinamumas, patikimumas ir interpretacija tampa esminiais veiksniais, lemiančiais vertybinių popierių kainų dinamiką. Siekiant paaiškinti, kaip informacija veikia kainas, finansų teorijoje išskiriamos trys pagrindinės prieigos: efektyvios rinkos hipotezė, informacijos asimetrijos teorija ir elgsenos finansų teorija. Šios teorijos leidžia kompleksiskai įvertinti tiek racionalius, tiek ir neracionalius investuotojų elgsenos aspektus.

1.3.1. Efektyvios rinkos hipotezė

Efektyvios rinkos hipotezė (EMH) yra viena iš svarbiausių šiuolaikinės finansų teorijos koncepcijų, aiškinanti vertybinių popierių kainų formavimosi principus. Ši hipotezė teigia, kad finansų rinkose vertybinių popierių kainos bet kuriuo momentu pilnai atspindi visą prieinamą informaciją. Tai reiškia, kad rinkos dalyviai, naudodamiesi turima informacija, racionaliai ją įvertina ir nedelsdami įtraukia į kainas, todėl neįmanoma sistemingai pasiekti perteklinės grąžos, pasitelkiant viešai prieinamą informaciją (Khairajani, 2023). EMH remiasi keliomis esminėmis prielaidomis. Pirma, daroma prielaida, kad investuotojai yra racionalūs ir siekia maksimalizuoti savo naudą. Antra, laikoma, kad informacija rinkoje yra prieinama visiems dalyviams beveik vienu metu ir be didelių kaštų. Trečia, net jei dalis investuotojų elgiasi neracionaliai, jų poveikį neutralizuoja racionalūs arbitražininkai, kurie išnaudoja kainų nukrypimus nuo fundamentalių verčių (Naseer, Tariq, 2015).

Tradiciškai išskiriamos trys rinkos efektyvumo formos: silpnoji, pusiau stiprioji ir stiprioji. Silpnoji forma teigia, kad dabartinės akcijų kainos atspindi visą istorinę informaciją, įskaitant ankstesnes kainas ir prekybos apimtis. Tai reiškia, kad techninė analizė, paremta praeities duomenimis, negali suteikti nuoseklaus pranašumo rinkoje. Tokiu atveju kainų pokyčiai laikomi atsitiktiniais ir sunkiai prognozuojamais (Prakash, 2012).

Pusiau stiprioji efektyvumo forma numato, kad akcijų kainos atspindi visą viešai prieinamą informaciją, įskaitant finansines ataskaitas, įmonių pranešimus, makroekonominis rodiklius ir analitikų prognozes. Tai reiškia, kad nei techninė, nei fundamentali analizė neturėtų leisti sistemingai gauti perteklinės grąžos, nes visa ši informacija jau yra įtraukta į kainas. Ši forma yra ypač svarbi nagrinėjant akcijų kainų reakciją į finansinių ataskaitų paskelbimą, nes leidžia vertinti, kaip greitai ir tiksliai rinka reaguoja į naują viešą informaciją.

Stiprioji efektyvumo forma teigia, kad kainos atspindi ne tik viešą, bet ir neviešą (vidinę) informaciją. Tokiu atveju net ir turint prieigą prie vidinės informacijos nebūtų įmanoma gauti perteklinės grąžos. Tačiau praktikoje ši forma laikoma mažai tikėtina, nes egzistuoja informacijos prieinamumo skirtumai, o vidinės informacijos naudojimas dažnai yra ribojamas teisinėmis priemonėmis.

Efektyvios rinkos hipotezė glaudžiai susijusi su atsitiktinio klajojimo (angl. random walk) koncepcija, kuri teigia, kad akcijų kainų pokyčiai yra atsitiktiniai ir nepriklausomi nuo ankstesnių pokyčių. Tai reiškia, kad ateities kainų krypties negalima patikimai prognozuoti remiantis istoriniais duomenimis. Tokia prielaida dar labiau sustiprina EMH argumentą, kad rinkose nėra lengvai išnaudojamų pelno galimybių (Naseer, Tariq, 2015).

Nepaisant teorinio EMH patrauklumo, daugelis empirinių tyrimų atskleidžia tam tikrus nukrypimus nuo šios hipotezės. Pastebimi tokie reiškiniai kaip uždelsta reakcija į naują informaciją (angl. underreaction), kai kainos prisitaiko palaipsniui, arba pernelyg stipri reakcija (angl. overreaction), kai kainos laikinai nukrypsta nuo fundamentaliųjų verčių. Taip pat identifikuotos įvairios rinkos anomalijos, pavyzdžiui, „sausio efektas“, momentum-inercijos efektas ar per mažai įvertintų akcijų anomalija (Nyakurukwa ir Seetharam, 2023). Šie nukrypimai rodo, kad realios rinkos ne visada atitinka efektyvios rinkos hipotezės prielaidas. Viena iš priežasčių gali būti informacijos apdorojimo ribotumai - investuotojai ne visada geba greitai ir tiksliai įvertinti sudėtingą finansinę informaciją. Kita priežastis - sandorių kaštai ir rinkos ribotumai, kurie gali trukdyti arbitražo procesams (Ball, 1994). Svarbu pažymėti, kad rinkos efektyvumo lygis gali skirtis priklausomai nuo rinkos išsivystymo. Išsivysčiusiose rinkose, kuriose yra didelis likvidumas, daug analitikų ir aukštas informacijos skaidrumas, EMH prielaidos pasitvirtina dažniau (Lo, 2005). Tuo tarpu mažesnėse ir besivystančiose rinkose, tokiose kaip Baltijos šalių kapitalo rinka, informacijos sklaida gali būti lėtesnė, o investuotojų bazė - siauresnė, todėl kainų reakcija į naują informaciją gali būti mažiau efektyvi (Koncevičienė ir Nausėdaitė, 2013).

Apibendrinant galima teigti, kad efektyvios rinkos hipotezė suteikia svarbų teorinį pagrindą analizuojant akcijų kainų reakciją į finansinės informacijos paskelbimą. Ji leidžia formuluoti prielaidą, kad nauja informacija turėtų būti greitai įtraukta į kainas, tačiau empirinių tyrimų rezultatai rodo, kad šis procesas realybėje gali būti sudėtingesnis ir priklausyti nuo įvairių rinkos bei investuotojų elgsenos veiksnių. Todėl EMH turėtų būti vertinama ne kaip absoliuti taisyklė, o kaip teorinis atskaitos taškas, leidžiantis analizuoti rinkos veikimo efektyvumą.

1.3.2. Informacijos asimetrija kapitalo rinkose

Informacijos asimetrija sudaro situaciją, kai skirtingi rinkos dalyviai turi nevienodą prieigą prie informacijos. Įmonių vadovai ir vidiniai asmenys paprastai disponuoja detalesne ir anksčiau prieinama informacija apie įmonės veiklą, tuo tarpu išoriniai investuotojai remiasi tik viešai skelbiamais duomenimis. Tai sukelia reikšmingų problemų kapitalo rinkose. Viena iš jų – nepalanki atranka, kai investuotojai negali tiksliai atskirti aukštos ir žemos kokybės įmonių. Kita problema – moralinė rizika, kai įmonių vadovai gali priimti sprendimus, neatitinkančius akcininkų interesų (Ivanitsky ir Tatyannikov, 2018).

Finansinių ataskaitų skelbimas yra pagrindinis mechanizmas, mažinantis informacijos asimetriją. Tačiau svarbu pažymėti, kad ne visa pateikiama informacija yra vienodai patikima. Audituotos finansinės ataskaitos suteikia aukštesnio lygio patikimumą, nes jų duomenys yra patikrinti nepriklausomų auditorių. Tuo tarpu neaudituotos ataskaitos, nors ir suteikia operatyvesnę informaciją, gali būti vertinamos atsargiau dėl galimų netikslumų (Abad ir kt., 2017).

Informacijos asimetrija taip pat daro įtaką rinkos likvidumui ir kapitalo kainai. Didesnis informacijos neapibrėžtumas gali didinti investuotojų reikalaujamą grąžą, o tai savo ruožtu didina įmonių kapitalo kaštus. Todėl patikimos ir laiku pateikiamos finansinės informacijos svarba yra itin didelė.

1.3.3. Elgsenos finansų teorija

Nors tradicinės finansų teorijos remiasi racionalaus investuotojo prielaida, elgsenos finansų teorija pabrėžia, kad realiame pasaulyje investuotojai dažnai elgiasi neracionaliai. Jų sprendimus gali lemti emocijos, psichologiniai šališkumai ir ribotas gebėjimas apdoroti informaciją.

Vienas iš dažniausiai aptariamų reiškinių yra per didelis pasitikėjimas savimi, kai investuotojai pervertina savo gebėjimą interpretuoti informaciją ir prognozuoti rinkos pokyčius. Tai gali lemti pernelyg aktyvų prekybos elgesį ir didesnę kainų nepastovumą. Taip pat svarbus yra patvirtinimo šališkumas, teigiantis, kad investuotojai linkę ignoruoti informaciją, prieštaraujančią jų išankstinėms nuostatoms (Chaudhary, 2013). Kitas reikšmingas aspektas yra bandos efektas, kuris parodo, kad investuotojai yra linkę sekti kitų rinkos dalyvių elgesiu, net jei tai nėra pagrįsta fundamentalia informacija. Tokiu atveju kainų pokyčiai gali būti sustiprinti kolektyvinio elgesio, o ne objektyvių ekonominių veiksmų (Agudelo Aguirre, 2024).

Elgsenos finansai taip pat paaiškina asimetrišką reakciją į teigiamą ir neigiamą informaciją. Tyrimai rodo, kad investuotojai dažnai stipriau reaguoja į neigiamas naujienas nei į teigiamas, o tai gali lemti didesnius kainų kritimus nei kilimus (Kausar, 2005). Šie aspektai yra ypač svarbūs mažesnėse ir mažiau likvidžiose rinkose, kuriose informacijos analizė gali būti ribota, o investuotojų elgesys – labiau paveiktas emocijų. Tokiose rinkose kainų reakcija į finansinės informacijos paskelbimą gali būti ne tik stipresnė, bet ir mažiau prognozuojama.

Apibendrinant galima teigti, kad informacijos įkainojimas finansų rinkose yra sudėtingas procesas, kurį lemia tiek racionalūs, tiek elgsenos veiksniai. Efektyvios rinkos hipotezė suteikia teorinį pagrindą suprasti, kaip informacija turėtų būti įtraukiama į kainas, tačiau informacijos asimetrija ir elgsenos finansai atskleidžia, kodėl realybėje šis procesas dažnai nukrypsta nuo teorinio modelio. Šių teorijų supratimas leidžia geriau suprasti akcijų kainų reakciją į finansinės informacijos paskelbimą ir sudaro pagrindą tolesnei analizei.

1.4. Akcijų kainų reakcija į finansinės informacijos paskelbimą

Finansinių ataskaitų paskelbimas yra vienas svarbiausių informacinių įvykių kapitalo rinkose, turintis įtaką akcijų kainoms. Šio proceso esmė - naujos informacijos įtraukimas į investuotojų lūkesčius ir atitinkamai į vertybinių popierių kainas.

1.4.1. Akcijų kainų reakcijos samprata

Akcijų kainų reakcija finansų rinkose apibrėžiama kaip vertybinių popierių kainų pokyčiai, atsirandantys dėl naujos informacijos paskelbimo. Ši reakcija atspindi investuotojų lūkesčių pasikeitimą ir investicinių sprendimų koregavimą, kai yra įvertinama naujai gauta informacija apie įmonės finansinę būklę, veiklos rezultatus ar ateities perspektyvas. Kitaip tariant, akcijų kainų reakcija

yra informacijos įkainojimo proceso išraiška (Cenesizoglu, 2015). Svarbu pabrėžti, kad rinkos reakcija priklauso ne tiek nuo absoliučių finansinių rodiklių reikšmių, kiek nuo jų santykio su rinkos lūkesčiais. Jei paskelbta informacija atitinka investuotojų prognozes, kainų pokyčiai gali būti minimalūs arba visai nepastebimi. Tuo tarpu reikšmingi nukrypimai nuo lūkesčių – tiek teigiami, tiek neigiami – dažniausiai sukelia ryškesnes kainų reakcijas. Tai rodo, kad rinkoje svarbiausias yra informacijos netikėtumas (Shiller, 1990).

Akcijų kainų reakcija gali būti nagrinėjama keliais aspektais. Pirmiausia svarbus yra reakcijos kryptingumas - kainos gali kilti arba kristi priklausomai nuo to, kaip informacija veikia investuotojų vertinimus. Antra, svarbus reakcijos stiprumas, kuris priklauso nuo informacijos reikšmingumo ir patikimumo. Trečia, reikšmingas yra reakcijos greitis – kiek laiko rinkai reikia, kad nauja informacija būtų pilnai įtraukta į kainas. Teoriškai, remiantis efektyvios rinkos hipoteze, kainų reakcija turėtų būti greita ir momentinė. Tačiau praktikoje dažnai pastebima, kad kainos prisitaiko palaipsniui. Tokie reiškiniai kaip uždelsta reakcija rodo, kad investuotojai ne iš karto pilnai įvertina informaciją, o pernelyg stipri reakcija gali lemti laikinas kainų nukrypimo nuo fundamentalių verčių situacijas.

Reakcijos pobūdį taip pat veikia informacijos interpretavimo sudėtingumas. Sudėtingesnė, daugiasluoksnė informacija, pavyzdžiui, išsamios finansinės ataskaitos, gali reikalauti daugiau laiko analizei, todėl kainų prisitaikymas gali būti lėtesnis. Be to, investuotojų heterogeniškumas – skirtingas patirties lygis, analitiniai gebėjimai ir informacijos apdorojimo greitis – lemia nevienodą reakciją į tą pačią informaciją (Schmitz, 2007). Ne mažiau svarbus yra ir rinkos kontekstas. Likvidesnėse ir labiau išsivysčiusiose rinkose reakcija į informaciją paprastai būna greitesnė ir tikslesnė, nes jose veikia daugiau profesionalių investuotojų ir analitikų. Tuo tarpu mažesnėse rinkose kainų reakcija gali būti lėtesnė ir labiau išskaidyta laike dėl riboto informacijos sklaidos greičio ir mažesnio dalyvių aktyvumo (Lakhal, 2008).

Apibendrinant galima teigti, kad akcijų kainų reakcijos samprata apima ne tik pačius kainų pokyčius, bet ir jų priežastis, intensyvumą bei laiko dinamiką. Tai kompleksinis procesas, atspindintis tiek informacijos turinį, tiek investuotojų elgseną bei rinkos struktūrą.

1.4.2. Finansinių ataskaitų paskelbimo poveikis akcijų kainoms

Finansinių ataskaitų paskelbimas suteikia investuotojams struktūruotą ir standartizuotą informaciją apie įmonės finansinę būklę, veiklos rezultatus ir pinigų srautus, todėl jos yra pagrindinis

informacijos šaltinis vertinant įmonės vertę. Pagrindinis finansinių ataskaitų poveikio mechanizmas yra susijęs su investuotojų lūkesčių peržiūra. Paskelbus naujus duomenis apie pajamas, pelną, sąnaudas ar kitus rodiklius, investuotojai iš naujo įvertina įmonės perspektyvas ir atitinkamai koreguoja savo investicinius sprendimus. Jei paskelbti rezultatai yra geresni nei tikėtasi, akcijų kaina paprastai kyla, o jei prastesni – krenta (Gunawan, Lina, 2015). Empiriniai tyrimai rodo, kad finansinių ataskaitų paskelbimo laikotarpiais dažnai stebimas padidėjęs akcijų kainų kintamumas ir prekybos apimtys. Tai rodo, kad investuotojai aktyviai reaguoja į naują informaciją ir siekia kuo greičiau ją įtraukti į kainas. Tačiau reakcijos intensyvumas gali skirtis priklausomai nuo informacijos turinio ir jos netikėtumo.

Svarbus veiksnys yra ir informacijos kokybė. Aukštos kokybės finansinės ataskaitos, pasižyminčios tikslumu, skaidrumu ir išsamumu, leidžia investuotojams geriau suprasti įmonės situaciją ir priimti labiau pagrįstus sprendimus. Tuo tarpu neaiški ar prieštaringa informacija gali didinti neapibrėžtumą ir lemti didesnius kainų svyravimus (Tarmidi, Murwaningsari ir Ahnan, 2021). Taip pat reikšmingas yra informacijos pateikimo laikas. Finansinės ataskaitos paprastai skelbiamos periodiškai, todėl dalis informacijos gali būti jau įkainota per kitus informacijos kanalus, pavyzdžiui, vadovybės komentarus ar analitikų prognozes. Dėl to rinkos reakcija į oficialų ataskaitų paskelbimą gali būti mažesnė, jei didžioji dalis informacijos jau buvo numatyta (Chaudhry, Sam, 2018). Kita vertus, jei finansinėse ataskaitose pateikiama netikėta arba nauja informacija, kuri anksčiau nebuvo žinoma rinkai, reakcija gali būti stipri ir momentinė. Tai ypač aktualu tais atvejais, kai įmonė paskelbia reikšmingus pelno augimus, netikėtus nuostolius ar kitus svarbius finansinius įvykius.

Finansinių ataskaitų poveikis akcijų kainoms taip pat priklauso nuo rinkos išsivystymo lygio. Išsivysčiusiose rinkose, kuriose informacijos sklaida yra greita ir efektyvi, kainų reakcija dažniausiai yra greita ir koncentruota. Tuo tarpu mažesnėse ir mažiau likvidžiose rinkose reakcija gali būti lėtesnė, o kainų korekcijos - išsitęsios laike (Gondhalekar ir kt., 2012). Be to, svarbų vaidmenį atlieka investuotojų struktūra. Instituciniai investuotojai, turintys daugiau analitinių resursų, gali greičiau įvertinti informaciją ir inicijuoti kainų pokyčius, tuo tarpu smulkieji investuotojai dažnai reaguoja vėliau, o tai gali lemti antrinius kainų svyravimus (Hotchkiss, Strickland, 2003).

Apibendrinant galima teigti, kad finansinių ataskaitų paskelbimas daro reikšmingą poveikį akcijų kainoms, nes suteikia investuotojams naujos ir aktualios informacijos apie įmonę. Šio poveikio stiprumas ir pobūdis priklauso nuo informacijos netikėtumo, kokybės, pateikimo laiko bei rinkos ir

investuotojų charakteristikų. Tokiu būdu finansinių ataskaitų paskelbimas tampa vienu iš pagrindinių veiksnių, lemiančių trumpalaikius akcijų kainų pokyčius kapitalo rinkose.

1.4.3. Audituotų ir neaudituočių ataskaitų paskelbimo poveikio palyginimas

Audituočių finansinių ataskaitų turinys gali būti suvokiamas investuotojų kaip patikimesnis. Teoriškai tai reiškia, kad rinkos reakcija gali būti: stipresnė, nes investuotojai labiau pasitiki signalu ir priima drąstiškesnius finansinius sprendimus, greitesnė - mažiau laukiama patvirtinimo, mažiau išsibarstanti laike. Šią logiką sustiprina audito kokybės ir informacijos patikimumo argumentai, plačiai aptariami audito ir apskaitos literatūroje. Auditas laikomas patikimumo signalu, mažinančiu informacijos asimetriją tarp įmonės vadovybės ir investuotojų bei didinančiu finansinių ataskaitų patikimumą kapitalo rinkose, nes auditoriai turi reputacinių ir teisinių paskatų užtikrinti pateikiamos informacijos tikrumą (DeAngelo, 1981). Tokiu būdu audituotos ataskaitos ne tik perteikia finansinius rezultatus, bet ir suteikia papildomą kokybinį signalą apie šių rezultatų patikimumą.

Vis dėlto svarbu pažymėti, kad net ir neaudituos tarpinės finansinės ataskaitos turi reikšmingą informacinę vertę jų naudotojams. Jų paskelbimas sukelia akcijų kainų reakciją ir padidina prekybos aktyvumą, nes investuotojai gauna naujos informacijos apie įmonės veiklos eigą dar iki metinių rezultatų patvirtinimo. Tačiau rinkos į tokią informaciją paprastai reaguoja atsargiau – reakcija dažniausiai būna silpnesnė, o kainų prisitaikymas gali būti labiau išskaidytas laike. Tai siejama su didesniu neapibrėžtumu dėl informacijos tikslumo ir galimu vėlesniu jos koregavimu. Šiuos argumentus patvirtina empiriniai tyrimai, atlikti įvairiose kapitalo rinkose, pavyzdžiui, Portugalijos akcijų rinkoje listinguojamų įmonių analizė parodė, kad neaudituočių pirmo, antro ir trečio ketvirčių finansinių ataskaitų paskelbimas sukelia reikšmingą akcijų kainų reakciją, tačiau jos stiprumas skiriasi priklausomai nuo laikotarpio. Nustatyta, kad didžiausią poveikį turėjo trečio ketvirčio ataskaitos, nes jos investuotojams suteikia daugiausiai sukauptos informacijos apie įmonės metinius rezultatus ir leidžia tiksliau prognozuoti metų pabaigos rodiklius (Alves, Teixeira Dos Santos, 2008). Tai rodo, kad informacijos kiekis ir jos artumas galutiniams rezultatams gali kompensuoti mažesnę patikimumo lygį. Kai kuriais atvejais tarpinės finansinės ataskaitos investuotojams gali būti net informatyvesnės nei metinės finansinės ataskaitos. Ypač svarbūs yra balanso ir nuosavo kapitalo rodikliai, kurie tarpinėse ataskaitose gali turėti stipresnę įtaką akcijų rinkos vertei nei tarpiniai pelno rodikliai. Tyrimų rezultatai pabrėžia tarpinės informacijos savalaikiškumo svarbą – ankstyvesnis informacijos pateikimas leidžia investuotojams greičiau

reaguoti į pokyčius ir efektyviau priimti sprendimus, taip prisidedant prie bendro rinkos efektyvumo didinimo (Oberholster ir kt., 2017). Be to, svarbu atsižvelgti į informacijos paskelbimo seką. Dažnai neaudituos ataskaitos yra paskelbiamos anksčiau nei audituotos, todėl jos suteikia pirminį signalą apie įmonės veiklos rezultatus. Rinka gali iš dalies įkainoti šią informaciją dar prieš audituotų ataskaitų paskelbimą. Vėliau, paskelbus audituotas ataskaitas, gali būti stebima papildoma kainų reakcija, kuri atspindi informacijos patikslinimą arba patvirtinimą. Jei audituoti rezultatai reikšmingai nesiskiria nuo neaudituočių, reakcija gali būti nedidelė, tačiau esant skirtumams – gali pasireikšti papildomi kainų koregavimai. Ši dinamika leidžia daryti prielaidą, kad audituotos ir neaudituotos informacijos poveikis akcijų kainoms gali skirtis ne tik reakcijos stiprumu, bet ir jos pasireiškimo laiku. Neaudituota informacija dažniau sukelia ankstyvą, bet atsargesnę reakciją, o audituota – vėlesnę, tačiau labiau koncentruotą ir patikimumu pagrįstą reakciją.

Dar vienas svarbus aspektas, lemiantis rinkos reakciją, yra suvokiama audito kokybė. Empiriniai tyrimai rodo, kad investuotojų reakcija į pelno naujienas priklauso nuo auditoriaus reputacijos ir kokybės. Lee (2013) nustatė, kad įmonių, kurias audituoja didžiosios audito bendrovės, pelno netikėtumų įkainojimas yra reikšmingai didesnis. Tai interpretuojama kaip didesnis investuotojų pasitikėjimas finansine informacija, kai ją patvirtina aukštos reputacijos auditorius. Tokiu atveju auditas veikia ne tik kaip patikimumo užtikrinimo mechanizmas, bet ir kaip signalas apie informacijos kokybę.

Apibendrinant galima teigti, kad audituotų ir neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimo poveikis akcijų kainoms skiriasi dėl informacijos patikimumo, savalaikiškumo ir investuotojų pasitikėjimo lygio. Audituotos ataskaitos dažniausiai sukelia stipresnę ir labiau koncentruotą reakciją, tuo tarpu neaudituotos – ankstesnę, tačiau atsargesnę rinkos reakciją. Šie skirtumai yra ypač svarbūs analizuojant kapitalo rinkų veikimą ir vertinant, kaip skirtingo patikimumo informacija yra įkainojama akcijų kainose.

1.5. Finansinės informacijos reikšmė mažose ir besivystančiose rinkose

1.5.1. Mažų ir besivystančių kapitalo rinkų charakteristikos

Mažesnėse ir mažiau likvidžiose kapitalo rinkose informacijos asimetrija dažnai yra ryškesnė nei didelėse, išvystytose rinkose. Tai lemia keli struktūriniai veiksniai. Pirma, tokiose rinkose paprastai veikia mažesnis finansų analitikų ir specializuotos verslo žiniasklaidos skaičius,

todėl viešai prieinamos informacijos interpretacija ir antrinė analizė yra ribota. Antra, siauresnė investuotojų bazė ir mažesnė prekybos apimtis mažina informuotų arbitražuotojų aktyvumą, kuris efektyviose rinkose prisideda prie greito ir tikslaus informacijos įkainojimo. Trečia, dėl šių aplinkybių gali susidaryti didesnis atotrūkis tarp „vidinės“ (vadovybės, pagrindinių savininkų turimos) ir „išorinės“ (rinkos dalyviams prieinamos) informacijos, sustiprinantis neapibrėžtumą investuotojams (Grossman & Stiglitz, 1980).

Tokioje informacinėje aplinkoje informacijos patikimumo signalai įgyja didesnę ekonominę reikšmę. Audituotos finansinės ataskaitos, auditoriaus reputacija ar kiti išoriniai patikros mechanizmai veikia kaip priemonės, mažinančios informacijos asimetriją ir padedančios investuotojams įvertinti pateikiamų duomenų patikimumą. Todėl mažose rinkose galima tikėtis vadinamosios „patikimumo premijos“ – situacijos, kai rinka stipriau reaguoja į informaciją, kurią lydi patikimumą didinantys signalai, nei analogiškose, bet labiau išvystytose rinkose, kur auditas ir aukštos atskleidimų kokybės reikalavimai yra savaime suprantami (DeAngelo, 1981; CEE Legal Matters, 2023). Healy ir Palepu pabrėžia, kad atskleidimų paklausa kyla būtent iš informacijos asimetrijos, o informacijos kredibilumą didina institucijos (regulatoriai, auditoriai ir pan.). Mažoje rinkoje tai gali reikšti, kad audituotos informacijos paskelbimas turi didesnę „tikėjimo“ efektą, todėl rinkos reakcija gali būti labiau priklausoma nuo to, ar ataskaita audituota.

Auditas veikia kaip esminis informacijos patikimumo mechanizmas, mažinantis informacijos asimetriją tarp įmonės vadovybės ir investuotojų bei didinantis pasitikėjimą skelbiamais finansiniais duomenimis. Mažesnėse ir mažiau likvidžiose rinkose, kur „išorinės“ informacijos šaltiniai (analitikų aprėptis, žiniasklaidos analizė, institucinių investuotojų stebėseną) yra labiau riboti, auditoriaus patvirtinimas gali turėti didesnę signalinę reikšmę nei didelėse išvystytose rinkose. Šią logiką pagrindžia audito kokybės teorija, pagal kurią audito kokybė apibūdinama tikimybe aptikti ir pranešti apie reikšmingus iškraipymus finansinėse ataskaitose - būtent ši savybė sudaro fundamentalią informacijos patikimumo prielaidą kapitalo rinkų dalyviams (DeAngelo, 1981).

Empirinė rinkos reakcijos literatūra taip pat rodo, kad investuotojų reakcija į finansinių rezultatų paskelbimą priklauso nuo suvokiamos informacijos patikimumo, kuris gali būti paveiktas auditoriaus reputacijos, audito kokybės ir audito buvimo fakto. Tai reiškia, kad ta pati finansinė informacija gali sukelti skirtingą kainos reakciją priklausomai nuo to, ar ji yra patvirtinta auditu, ir kokį patikimumo signalą siunčia rinkai. Remiantis šiuo argumentu, galima teoriškai pagrįsti hipotezę, jog Nasdaq Baltic kontekste audituotų finansinių ataskaitų paskelbimas gali sukelti stipresnę ar

greitesnę akcijų kainos reakciją nei neauditutos informacijos paskelbimas, ypač aplinkoje, kurioje informacijos asimetrija yra didesnė.

Teoriškai mažos rinkos dažnai turi dvilypį efektą kainų reakcijai: stipresnė reakcija gali atsirasti dėl to, kad vienas informacinis įvykis (finansinės ataskaitos) sudaro didesnę informacinio srauto dalį, todėl naujiena labiau „matoma“, o lėtesnė reakcija gali atsirasti dėl informacijos apdorojimo kaštų ir ribotos arbitražo galios: Grossman ir Stiglitz (1980) pabrėžia, kad „tobulai informaciškai efektyvios“ rinkos yra neįmanomos, nes informacijos rinkimas yra kaštų reikalaujantis, todėl kainos gali atspindėti informaciją tik iš dalies. Jei reakcija „išsitempia“ per kelias dienas po paskelbimo, tai nebūtinai paneigia informacijos reikšmingumą, tai gali rodyti lėtesnį įkainojimą mažoje ir mažiau likvidžioje rinkoje.

1.5.2. Nasdaq Baltic rinkos specifiška teoriniame kontekste

Nasdaq Baltic birža yra integruota Baltijos šalių vertybinių popierių rinka, vienijanti Lietuvos, Latvijos ir Estijos biržas į bendrą prekybos infrastruktūrą. Baltijos kapitalo rinkų integracija pradėta 2004 metais. Šiuo metu Nasdaq Baltic akcijų rinkoje kotiruojama 70 bendrovių. Nepaisant nuoseklaus augimo, Nasdaq Baltic išlieka santykinai maža ir mažesniu likvidumu pasižyminti kapitalo rinka, palyginti su didžiosiomis Europos biržomis, tai turi tiesioginę reikšmę akcijų kainos reakcijos tyrimams: informacijos įkainojimo greitis, reakcijos intensyvumas ir net informacijos patikimumo „svoris“ gali skirtis dėl rinkos struktūros bei informacijos tarpininkų gausos.

Nasdaq Baltic infrastruktūra apima tiek reguliuojamą rinką (angl. *regulated market*), tiek alternatyvią rinką - Nasdaq First North, veikiančią kaip daugiašalė prekybos sistema (MTF – *multilateral trading facility*). Reguliuojamoje rinkoje Baltijos šalyse taikomas skirstymas į Baltic

Main List ir Baltic Secondary List, taip pat atskiri sąrašai obligacijoms, fondams ir kitiems finansiniams instrumentams, šiems segmentams taikomi Europos Sąjungos reguliuojamų rinkų reikalavimai, įskaitant griežtesnius finansinės atskaitomybės, nuolatinio informacijos atskleidimo ir emitentų brandos kriterijus. Nasdaq Baltic reguliavimo logika akcentuoja, kad bet kokia informacija, galinti reikšmingai paveikti vertybinių popierių vertinimą, turi būti paskelbta taip, kad ji vienu metu pasiektų visus rinkos dalyvius. Tai tiesiogiai siejasi su pusiau stiprios EMH testavimo logika, nes įvykio analizės metodas remiasi prielaida, kad informacija tampa vieša aiškiai identifikuojamu momentu.

Įvykio analizės tyrimuose kritiškai svarbu tiksliai apibrėžti „įvykio momentą“ (paskelbimo laiką), ypač kai rinka turi aiškias prekybos fazes. Nasdaq Baltic viešai apibrėžta prekybos dienos struktūra: prieš atidarymą vyksta priešatidarymo fazė (*Pre-Open*), tuomet - atidarymo aukcionas (*Opening Call Auction*), po jo - nepertraukiama prekyba (*Continuous Trading*), vėliau - priešuždarymo fazė (*Pre-Close*) ir galiausiai - uždarymo aukcionas (*Closing Call Auction*). Tai praktikoje reiškia, kad jei pranešimas paskelbiamas iki atidarymo, dalis reakcijos gali „susikaupti“ ir pasireikšti per atidarymo aukciono kainą. Jei pranešimas paskelbiamas prekybos metu, reakcija gali pasireikšti intradieniniame intervale, o jei paskelbimas vyksta arti uždarymo, dalis reakcijos gali „persikelti“ į kitą prekybos dieną.

Nasdaq Baltic akcijų sąrašai yra santykinai nedideli, lyginant su didžiosiomis biržomis. Pavyzdžiui, Nasdaq Baltic statistikos puslapyje pateikiami reguliuojamos rinkos sąrašai (Main List, Secondary List) ir First North segmentai, nurodant konkretų įmonių skaičių ir nuolat atnaujinamus prekybos rodiklius. Mažesnis rinkos mastas ir likvidumas teoriškai gali lemti kelis svarbius akcijų kainų reakcijos ypatumus. Pirma, didesnę kainų reakcijos dispersiją, nes mažiau likvidžiose rinkose dažnai stebimi platesni pirkimo-pardavimo (bid–ask) skirtumai, mažesnis pavedimų gylis ir didesnis kainų jautrumas pavieniams sandoriams, kas didina trumpalaikį kainų kintamumą aplink informacinius įvykius (Amihud, 2002). Antra, lėtesnį informacijos įkainojimą, kadangi mažose rinkose paprastai veikia mažesnis informuotų arbitražuotojų ir finansų analitikų skaičius, todėl nauja informacija į kainas gali būti inkorporuojama ne iš karto, o palaipsniui (Hong ir Stein, 1999; Muendler, 2007). Trečia, tokioje aplinkoje padidėja informacijos patikimumo signalų reikšmė. Kai rinka pasižymi ribota analitikų aprėptimi ir silpnesniais antriniais informacijos patikros mechanizmais, išoriniai patikimumo signalai, tokie kaip audituotos finansinės ataskaitos ar auditoriaus reputacija, tampa ypač svarbūs investuotojų sprendimams, nes jie padeda sumažinti

informacijos asimetriją ir neapibrėžtumą dėl pateikiamų finansinių duomenų kokybės (DeAngelo, 1981; CEE Legal Matters, 2023).

Apibendrinant, finansinės ataskaitos kapitalo rinkose pateikia reikšmingos informacijos, kuri padeda investuotojams vertinti įmonės finansinę būklę ir perspektyvas, tačiau jų įkainojimas priklauso nuo informacijos kokybės ir patikimumo savybių. Informacijos asimetrija tarp vadovybės ir investuotojų kuria paklausą patikimumą didinantiems mechanizms, o auditas veikia kaip institucinė priemonė, suteikianti pagrįstą užtikrinimą ir mažinanti pasitikėjimo deficitą. Efektyvios rinkos hipotezė suponuoja greitą viešos informacijos įkainojimą, tačiau informacijos kaštai ir ribotas arbitražas (taip pat elgseniniai šališkumai) leidžia tikėtis, kad reakcija gali būti netobula ar išsitempti laike. Šių teorinių prielaidų empirinis testavimas atliekamas įvykių analizės metodu, kuris matuoja abnormalias grąžas aplink ataskaitų paskelbimo momentą. Nasdaq Baltic, būdama integruota, bet mažesnė ir mažiau likvidi rinka su aiškia prekybos dienos struktūra sudaro tinkamas sąlygas vertinti, ar audituotos ataskaitos sukelia stipresnę ar greitesnę kainų reakciją nei neauditutos.

2. AKCIJŲ KAINŲ REAKCIJOS Į AUDITUOTŲ IR NEAUDITUOTŲ FINANSINIŲ ATASKAITŲ PASKELBIMĄ NASDAQ BALTIC BIRŽOJE TYRIMO METODIKA

2.1. Tyrimo dizainas ir metodologinis pagrindimas

Šio magistrinio darbo tikslas – empiriškai įvertinti, kaip Nasdaq Baltic biržoje prekiaujamų bendrovių akcijų kainos reaguoja į finansinių ataskaitų paskelbimą, atskirai palyginant audituotų metinių finansinių ataskaitų ir neaudituočių tarpinių finansinių ataskaitų (3, 6, 9 ir 12 mėn.) paskelbimo poveikį bei atsižvelgiant į teigiamas ir neigiamas naujienas skelbiamas atitinkamose finansinėse ataskaitose. Tyrimas atliekamas taikant įvykio tyrimo metodologiją, kuri kapitalo rinkų tyrimuose naudojama konkretaus informacinio įvykio ekonominiam poveikiui įvertinti, analizuojant viršnormines grąžas (angl. abnormal returns, toliau AR) aplink įvykio data.

Metodologijos logika remiasi prielaida, kad (pusiau) efektyvioje rinkoje nauja vieša informacija greitai inkorporuojama į vertybinių popierių kainas, todėl jos poveikis gali būti identifikuojamas trumpame laikotarpyje aplink paskelbimo datą. Trumpų įvykio langų taikymas sumažina kitų, su tyrimu nesusijusių įvykių įtaką ir didina rezultatų patikimumą. Tyrimo metodas ir kintamieji buvo pasirinkti remiantis kitų autorių moksliniais tyrimais, atliktais vertinant akcijų kainų pokyčius atsitikus tam tikram įvykiui (finansinių ataskaitų išleidimas, dividendų išmokėjimo paskelbimas ar kt.). Apibendrinti moksliniuose darbuose naudoti tyrimo metodai pateikiami 1 lentelėje.

1 lentelė

Moksliniuose tyrimuose naudotų modelių santrauka.

Autorius ir pavadinimas	Publikavimo metai	Tyrimo rinka / imtis	Tiriamasis įvykis	Tyrimo metodas	Pagrindiniai priklausomi kintamieji
Ball ir Brown <i>An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers</i>	1968	JAV	Pelno paskelbimas	Įvykio tyrimas	AR, CAR, pelno netikėtumas
Ball ir Kothari <i>Security returns around earnings announcements</i>	1991	JAV	Pelno paskelbimas	Įvykio tyrimas	AR, CAR, EPS pokyčiai

Higson <i>The information content of financial reporting and share price behaviour.</i>	2003	JK	Finansinės ataskaitos paskelbimas	Įvykio tyrimas	Akcijų reakcija
Kothari, Lewellen ir Warner <i>Stock returns, aggregate earnings surprises, and behavioral finance</i>	2006	JAV	Pelno paskelbimas (agreguotas)	Įvykio tyrimas	AR, rinkos grąža
Higgs, Skantz ir kt. <i>Audit and Nonaudit Fees and the Market's Reaction to Earnings Announcements</i>	2006	JAV rinka	Pelno paskelbimas audituotose ir neaudituose finansinėse ataskaitose	Empirinis kiekybinis tyrimas, regresinė analizė (ERC modeliai)	Rinkos reakcija, akcijų grąža
Cready ir Gurn <i>Aggregate market reaction to earnings announcements</i>	2010	JAV	Agreguotas pelnas	Įvykio tyrimas, regresinė analizė	AR, diskonto normų signalai
Legenzova ir kt. <i>The analysis of dividend announcement impact on stock prices of Baltic companies</i>	2017	Nasdaq OMX Baltic	Dividendų paskelbimas	Įvykio tyrimas, regresinė analizė	AAR, CAAR
Helenurm <i>Dividend announcement impact on stock prices of Nasdaq OMX Baltic listed companies</i>	2020	Nasdaq OMX Baltic	Dividendų paskelbimas	Įvykio tyrimas, regresinė analizė	AR, CAR, likvidumas
Anggita Langgeng Wijaya <i>Profitability, Audit Quality, and Firm Value: Case on Indonesian Manufacturing Companies</i>	2020	Indonezijos kapitalo rinka	Pelno paskelbimas	Kiekybinis tyrimas, regresinė analizė	Įmonės vertė
El Badlaoui ir kt. <i>Market Reaction to Modified Audit Opinions: A Systematic Literature Review in Both Developed and Developing Countries</i>	2023	Išsivysčiusios ir besivystančios rinkos	Modifikuotos audito išvados paskelbimas	Įvykio tyrimas	AR, CAR, audito nuomonė

Andrea Safina Wibowo, Sari Andayani <i>The Impact of Financial Performance and Audit Opinion on the Stock Price of Technology Companies</i>	2024	Indonezijos technologijų sektoriaus įmonės	Finansinių rodiklių ir audito nuomonės paskelbimas	Kiekybinis tyrimas, dviguba linijinė regresija	Akcijų kaina
--	------	---	--	--	--------------

Šaltinis: parengta autorės remiantis atlikta mokslinės literatūros analize

Pastebėtina, kad daugumoje mokslinių tiriamųjų darbų buvo nagrinėta JAV akcijų rinkų pokyčiai, o Nasdaq Baltic tirėjų dar nėra išsamiai išanalizuota. Remiantis 1 lentelėje apibendrintais tyrimais ir kita peržiūrėta mokslinė literatūra, minima šio rašto darbo teorinės dalies skyriuje buvo pasirinkti tinkamiausi nepriklausomi ir priklausomi kintamieji tyrimui atlikti.

2.2. Tyrimo laikotarpis, rinka ir imties sudarymas

2.2.1. Laikotarpis ir tiriama rinka

Tyrimas apima 2005–2025 m. laikotarpį. Tiriama Nasdaq Baltic rinka (Nasdaq Vilnius, Nasdaq Riga ir Nasdaq Tallinn), kurioje emitentai viešina periodines finansines ataskaitas centralizuotai per Nasdaq informacijos sistemą. Įvykių duomenys (ataskaitų paskelbimo datos, ataskaitos tipas, audito statusas) renkami iš Nasdaq Baltic internet svetainės skilčių: „Investuotojo kalendorius“ ir emitentų „Ataskaitos“. Rinkos duomenys (akcijų kainos) renkami iš Nasdaq Baltic istoriškai skelbiamų kainų. Tyrime pasirenka nagrinėti įmones iš Nasdaq Baltic pirminio listinguojamų įmonių sąrašo, eliminuojant finansų sektoriaus įmones, bei įmones kurios neturėjo pakankamai stebėtinų įvykių tyrimui atlikti. Kaip rinkos gražos rodiklis naudojamas OMX Baltic Benchmark indeksas.

2.2.2. Svarbiausi tyrimo elementai

Įvykis ($t = 0$) apibrėžiamas kaip finansinės ataskaitos paskelbimo data Nasdaq Baltic sistemoje (diena, kai ataskaita tampa viešai prieinama rinkos dalyviams), atitinkamai $t < 0$ - dienos prieš įvykį, o $t > 0$ – dienos po įvykio. Tyrime skiriamos dvi pagrindinės įvykių grupės:

- Audituotos metinės finansinės ataskaitos;
- Neaudituotos tarpinės finansinės ataskaitos: 3 mėn., 6 mėn., 9 mėn. ir 12 mėn. ataskaitos. Svarbu paminėti, kad 12 mėn. ataskaita šiame darbe traktuojama kaip periodinė (metinių rezultatų) ataskaita,

paskelbta be audito išvados ir įprastai šiek tiek anksčiau nei audituotos metinės finansinės ataskaitos. Į imtį įtraukiami įvykiai, kai emitento akcijos buvo prekiaujamos Nasdaq Baltic biržoje tyrimo laikotarpiu, galima tiksliai nustatyti ataskaitos paskelbimo datą, ir yra pakankamai kainų stebėjimų „įvertinimo lange“ (estimation window) ir „įvykio lange“ (event window).

Laiko langų pasirinkimas yra vienas iš svarbiausių įvykių analizės tyrimų elementų. Šiame darbe įvertinimo langas bus pasirenkamas nuo 120 iki 10 dienų prieš įvykį. Toks pasirinkimas leidžia užtikrinti pakankamą stebėjimų skaičių patikimam modelio parametru įvertinimui, tuo pačiu eliminuojant galimą informacijos nutekėjimo poveikį prieš įvykio datą. Finansinių ataskaitų informacija gali būti iš dalies įskaičiuota į kainas dar prieš oficialų paskelbimą dėl analitikų prognozių, viešų signalų ar neformalaus informacijos pasiskirstymo. Todėl paskutinės 10 dienų prieš įvykį neįtraukiamos į modelio parametru skaičiavimą.

Įvykių langas apibrėžia laikotarpį, kuriame vertinama akcijų kainų reakcija į finansinių ataskaitų paskelbimą. Šiame intervale apskaičiuojamos nenormalios grąžos (AR), kurios atspindi skirtumą tarp faktinės ir modeliu prognozuotos grąžos. Tyrime bus naudojamas įvykio lango intervalas $[-5; +5]$, kuris leis užfiksuoti ankstyvą reakciją prieš įvykį, kuri gali atsirasti dėl informacijos nutekėjimo, įvertinti tiesioginę rinkos reakciją į paskelbimo dieną bei nustatyti uždelstą reakciją po paskelbimo, kuri gali atsirasti dėl lėtesnio informacijos įsisavinimo mažiau likvidžiose rinkose kaip Nasdaq Baltic. Siekiant patikrinti rezultatų stabilumą ir įvertinti reakcijos intensyvumą skirtinguose laiko horizontuose bus papildomai analizuojami ir trumpesni įvykių langai: momentinei rinkos reakcijai nustatyti $[-1; +1]$, trumpalaikiam informacijos įsisavinimui įvertinti $[-3; +3]$. Laiko langai buvo pasirinkti pagal standartinę įvykio analizės metodologiją, aprašomą kitų autorių darbuose ir pritaikytą mažiau likvidžioms rinkoms.

2.2.3. Duomenų paruošimas ir įvykio tyrimo procedūra

Tyrimas bus pradedamas nuo akcijų grąžų paskaičiavimo naudojant logaritminę grąžą. Grąžos skaičiuojamos tiek individualioms įmonėms, tiek rinkos indeksui, siekiant įvertinti santykinę akcijų kainų judėjimą.

Įmonių akcijų grąžos skaičiuojamos pagal formulę:

$$R_{nt} = \ln \left(\frac{P_{nt}}{P_{n(t-1)}} \right)$$

Kur:

R_{nt} – n-osios įmonės akcijos logaritminė grąža dieną t ;

P_{nt} – n-osios įmonės akcijos uždarymo dienos kaina dieną t ;

$P_{n(t-1)}$ – n-osios įmonės akcijos uždarymo kainą ankstesnę prekybos dieną $t-1$;

Rinkos grąža skaičiuojama pagal formulę:

$$R_t = \ln \left(\frac{I_t}{I_{(t-1)}} \right)$$

Kur:

R_t – rinkos grąža dieną t ;

P_{nt} – rinkos indekso reikšmė dieną t ;

$P_{n(t-1)}$ – rinkos indekso reikšmė ankstesnę prekybos dieną $t-1$;

Sekančiame tyrimo etape siekiant įvertinti, kokia akcijos grąža būtų susiformavusi įprastomis rinkos sąlygomis bus vertinamas ryšys tarp individualios įmonės akcijos grąžos ir bendros rinkos grąžos:

$$R_{nt} = \beta + \beta_n R_t + \varepsilon_{nt}$$

Kur:

R_{nt} - n-osios įmonės akcijos logaritminė grąža dieną t ;

R_t – rinkos grąža dieną t ;

β – pastovioji modelio dalis;

β_n – rinkos jautrumo koeficientas, parodantis, kaip stipriai n-tosios įmonės akcijos reaguoja į bendrus rinkos pokyčius;

ε_{nt} – atsitiktinė paklaida, kuri apima visus kitus veiksnius, kurie nėra paaiškinami rinkos modeliu

Rinkos modelio pagalba akcijos grąža gali būti išskirta į dvi dalis: sistematinę, kuri priklauso nuo bendros rinkos ir nesistematinę, kuri yra specifiška individualiai įmonei.

Modelio parametrai β ir β_n yra įvertinami naudojant mažiausių kvadratų metodą per įvertinimo langą nuo -120 iki -10.

Apskaičiuota tikėtina (normalioji) grąža vėliau yra naudojama nenormaliosios grąžos paskaičiavimui, kuri gaunama kaip skirtumas tarp faktinės ir modeliu prognozuojamos grąžos.

$$AR_{nt} = R_{nt} - (\beta + \beta_n R_t)$$

Nenormali grąža atspindi specifinį kiekvienos įmonės informacijos efektą jos akcijos kainai, kuris nėra paaiškinamas bendrais rinkos svyravimais. Jei AR_{nt} gaunama teigiama, vadinasi, kad rinka reaguoja teigiamai į naujos informacijos paskelbimą. Neigiamas AR_{nt} reikštų, kad rinkos reakcija buvo neigiama. Nenormalios grąžos bus skaičiuojamos kiekvienai įmonei pasirinktose įvykio lango dienose.

Toliau atliekamas duomenų agregavimas siekiant įvertinti bendrą rinkos reakciją į finansinių ataskaitų paskelbimą. Duomenų agregavimui skaičiuojamos vidutinės nenormaliosios grąžos:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{nt}$$

AAR_t – vidutinė nenormali grąža dieną t visoje imtyje;

AR_{nt} – n -tosios įmonės nenormali grąža dieną t ;

N – įvykių skaičius imtyje.

Kadangi rinka gali reaguoti ne vieną dieną, o per kelias dienas, skaičiuojama kaupiamoji nenormali grąža (CAR) ir vidutinė kaupiamoji nenormali grąža (CAAR):

$$CAR_n(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{nt}$$

$$CAAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_n(t_1, t_2)$$

Nenormalių grąžų agregavimas leis pereiti nuo individualių dienos reakcijų prie bendro rinkos efekto analizės. AAR parodo momentinę reakciją, CAR - įvykio poveikį per laiką, o CAAR - vidutinį visos imties atsaką į finansinių ataskaitų paskelbimą. Gavus rezultatus atliekami statistinio reikšmingumo testai ir iškeltų hipotezių testavimas.

2.2.4. Statistinis reikšmingumas

Siekiant įvertinti, ar nustatytos nenormalios grąžos (AR), jų vidurkiai (AAR) ir kaupiamosios reikšmės (CAR, CAAR) yra statistiškai reikšmingos, šiame tyrime taikomi parametriniai statistiniai testai. Pagrindinis tikslas - nustatyti, ar stebimi akcijų kainų pokyčiai yra atsitiktiniai, ar susiję su finansinių ataskaitų paskelbimu Nasdaq Baltic rinkoje.

Siekiant nustatyti, ar finansinių ataskaitų paskelbimas turi statistiškai reikšmingą poveikį įmonių akcijų kainoms bus naudojamos šios hipotezės:

H_0 : Finansinių ataskaitų paskelbimas neturi statistiškai reikšmingos įtakos akcijų grąžoms

$CAR = 0$

H_1 : Finansinių ataskaitų paskelbimas turi statistiškai reikšmingą poveikį akcijų grąžoms,
 $CAR \neq 0$

O norint nustatyti, ar yra skirtumas tarp audituotų ir neaudituočių ataskaitų paskelbimo įtakos įmonių akcijų kainai:

$$H_0 = CAAR_A = CAAR_{NA}$$

$$H_1 = CAAR_A \neq CAAR_{NA}$$

Nenormaliųjų grąžų reikšmingumai vertinami naudojant t-statistiką:

$$t = \frac{X}{\sqrt{Var(X)}}$$

Kur:

X – CAR arba CAAR, aprašytos anksčiau.

AAR dispersija (Var) apskaičiuojama remiantis likučiais iš rinkos modelio:

$$Var(AAR_t) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sigma_{\varepsilon_n}^2$$

Kur:

$\sigma_{\varepsilon_n}^2$ – regresijos likučių dispersija;

N – įvykių skaičius

O skirtumų reikšmingumas tarp dviejų grupių vertinamas naudojant dviejų imčių t-testą:

$$t = \frac{CAAR_A - CAAR_{NA}}{\sqrt{\frac{Var_A}{N_A} + \frac{Var_{NA}}{N_{NA}}}}$$

Kur:

$CAAR_A$ – audituotų ataskaitų vidutinė kaupiamoji grąža;

$CAAR_{NA}$ – neaudituočių ataskaitų vidutinė kaupiamoji grąža;

Var_A , Var_{NA} – atitinkamų grupių dispersijos;

N_A , N_{NA} – stebėjimų skaičius.

Jeigu modelio vertinimo metu kils įtarimų, kad modelis gali būti netinkamas ar nepatikimas, modelis bus tobulinamas šalinant kai kuriuos kintamuosius ar įtraukiant naujus.

3. AKCIJŲ KAINŲ REAKCIJOS Į AUDITUOTŲ IR NEAUDITUOTŲ FINANSINIŲ ATASKAITŲ PASKELBIMĄ NASDAQ BALTIC BIRŽOJE

Surinkus 27 akcinių bendrovių kotiruojamų Nasdaq Baltic akcijų biržoje 2005 – 2025 metų audituotas ir neauditutas finansines ataskaitas buvo apskaičiuoti įmonių pelningumo ir likvidumo rodikliai. Naudojant įmonių kiekvienos dienos uždarymo kainas viešai skelbiamas Nasdaq Baltic biržoje paskaičiuotos akcijų kainų grąžos bei rinkos koeficiento grąža. Remiantis biržoje skelbiama akcijų pardavimo apyvartų informacija įvertinti kiekvienos įmonės akcijos tyrimo dienos apyvartų svyravimai. Siekiant įvertinti ryšį tarp įmonės akcijų kainos ir finansinių audituotų ir neaudituotų ataskaitų paskelbimo buvo atliktas tyrimas, kuriame remtasi įvykio analizės metodologija aprašyta antrajame šio darbo skyriuje.

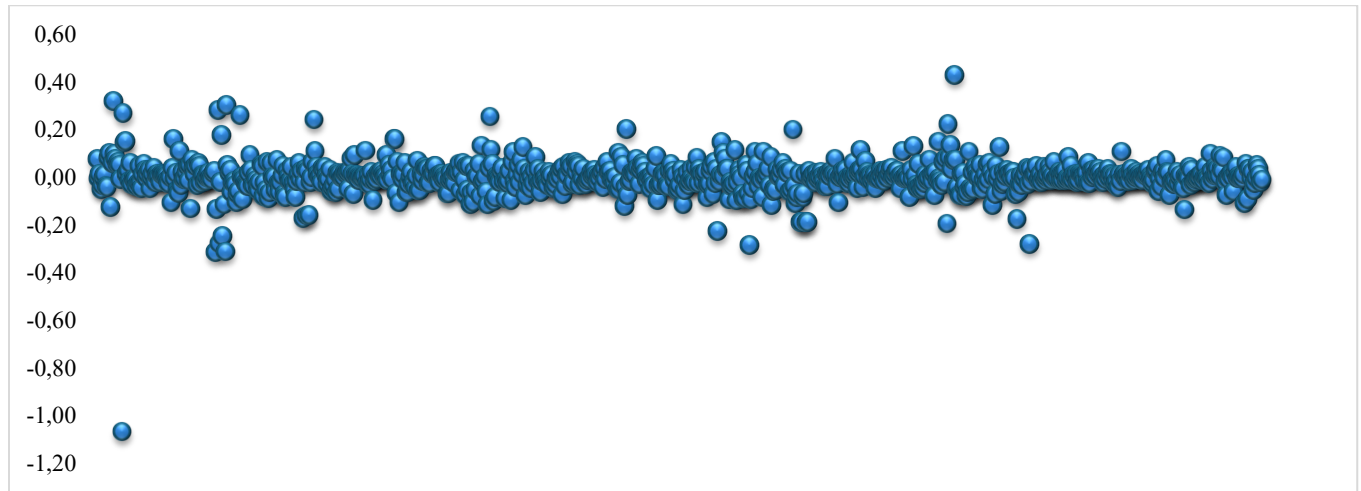
3.1 Kaupiamųjų nenormaliųjų grąžų pasiskirstymas tiriamo įvykio lygiu

Pradiniai įvykio tyrimo analizės rezultatai rodo, kad finansinių ataskaitų paskelbimo dienomis stebimi įmonių kaupiamųjų grąžų svyravimai. Analizuojamos CAR reikšmės įvykio lygiu visiems tyrimo imties įvykiams, kai įvykio langas apima: vienuolika dienų - 5 dienas iki finansinių ataskaitų paskelbimo ir 5 dienas po jo (1 a paveikslas), septynias dienas - 3 dienas iki finansinių ataskaitų paskelbimo ir 3 dienas po jo (1 b paveikslas) ir tris dienas - 1 dieną prieš finansinių ataskaitų paskelbimą ir vieną dieną po jo (1 c paveikslas).

Visuose trijuose grafikuose dauguma CAR reikšmių telkiasi intervale nuo -0,2 iki 0,2, o tankiausias taškų susitelkimas pastebimas ties nuliu, kas rodo, kad daugelio įvykių atveju finansinių ataskaitų paskelbimas nesukėlė ryškios nenormalios grąžos. Išimtinių atvejų analizė atskleidžia vieną ypač ryškų neigiamą įvykį, kurio CAR reikšmė siekia apie -1,1 ir kelis teigiamus išskirtinius atvejus, viršijančius 0,4.

1 a paveikslas

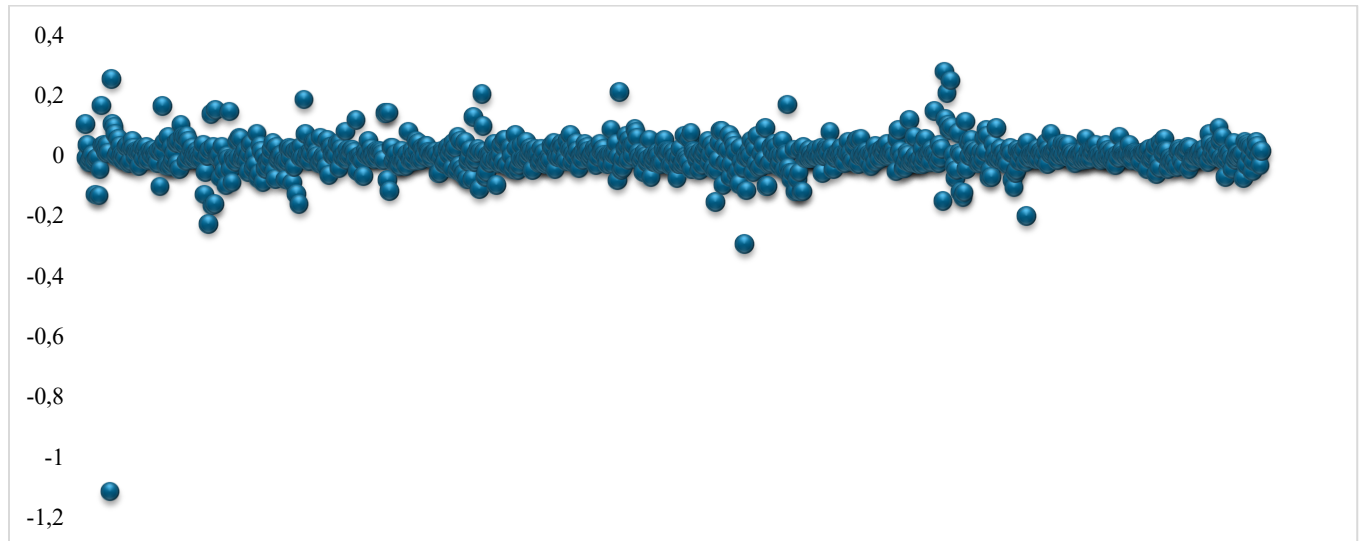
Nenormaliųjų grąžų pasiskirstymas įvykio lygiu $[-5;5]$ įvykio lange



Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

1 b paveikslas

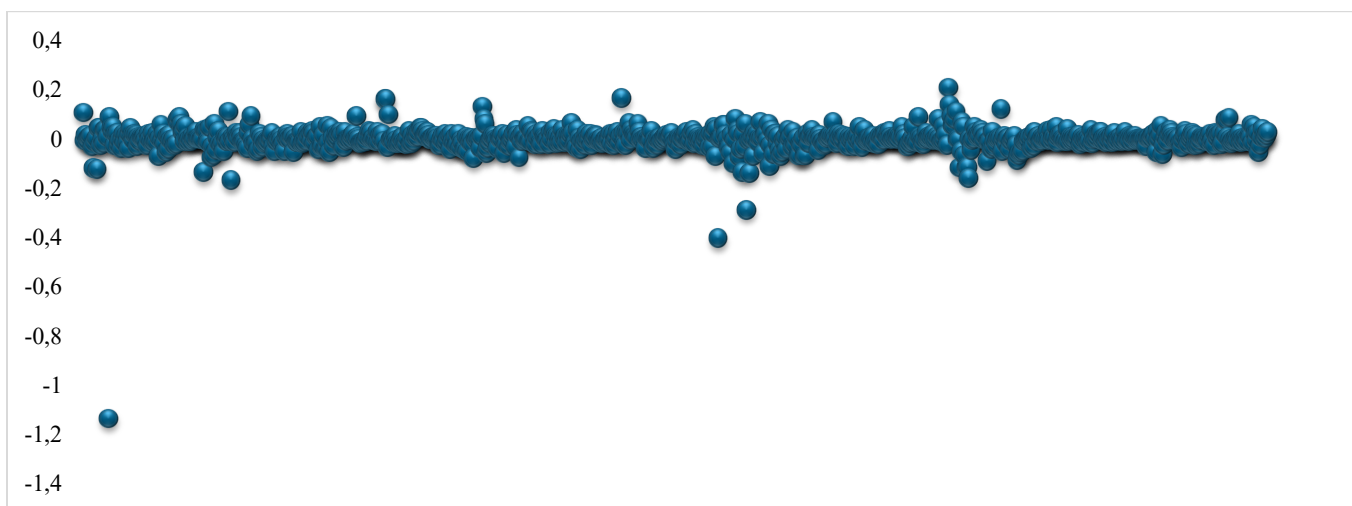
Nenormaliųjų grąžų pasiskirstymas įvykio lygiu $[-3;3]$ įvykio lange



Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

1 c paveikslas

Nenormaliųjų grąžų pasiskirstymas įvykio lygiu $[-1;1]$ įvykio lange



Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

Lyginamoji trijų įvykio lango analizė atskleidžia nuoseklų dėsningumą: mažėjant įvykio lango ilgiui CAR reikšmių dispersija mažėja, o pasiskirstymas koncentruojasi apie nulį. Tai parodo, kad dalis kainų judesių fiksuojamų ilgesniame įvykio lango laikotarpyje yra susijusi su veiksniais, nesusietais su finansinių ataskaitų informaciniu turiniu. Tai taip pat galėtų reikšti, kad investuotojams reikia daugiau laiko, kad įvertintų skelbiamą informaciją prieš imantis investicinių sprendimų. Visgi išskirtinių atvejų išlikimas visuose trijuose languose patvirtina, kad Nasdaq Baltic biržoje egzistuoja įvykių pogrupis, kuriam būdinga reikšmingai stipresnė rinkos reakcija, nepriklausanti nuo stebėjimo lango pasirinkimo.

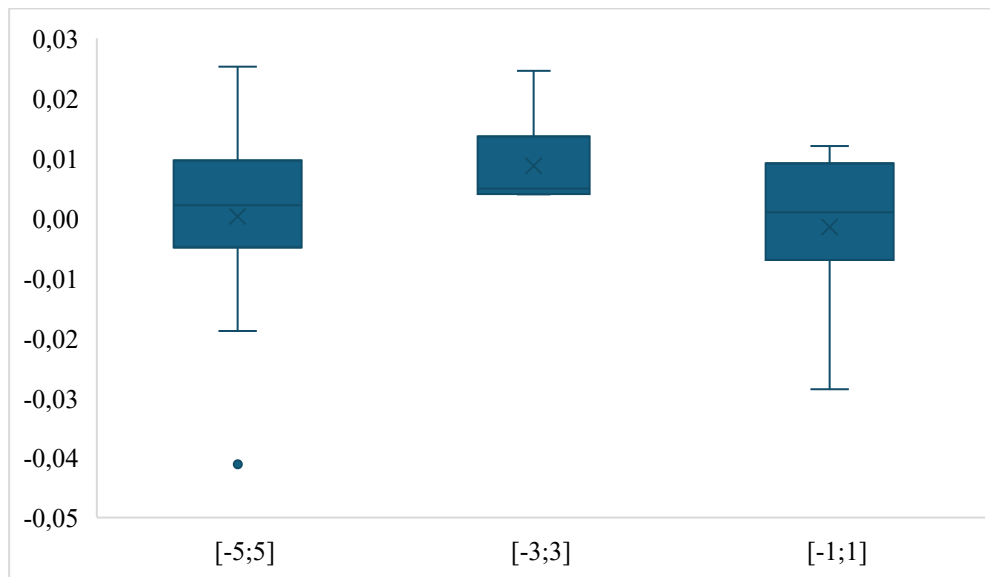
3.2. Įmonių ekstremalių CAAR reikšmių pasiskirstymas pagal įvykio langą

Analizuojant, kaip kaupiamosios vidutinės gražos pasiskirsto tarp skirtingų įvykio lango įmonės lygiu brėžiama stačiakampė diagrama (2 paveikslas). Diagramoje vaizduojamas kiekvienos imties įmonės ekstremalios CAAR reikšmės pasiskirstymai pagal įvykio langą. Grafikas atspindi ne bendrą visų įvykių CAAR pasiskirstymą, o kiekvienos įmonės stipriausią užfiksuotą rinkos reakciją, nepriklausomai nuo to, kuriame lange ji pasireiškė. Visų trijų lango ekstremalių CAAR reikšmių vidurkiai ir medianos išlieka artimi nuliui, tačiau $[-3;3]$ lange vidurkis yra šiek tiek aukštesnis ir stačiakampė išsidėsčiusi aukščiau nulinės ašies. Tai rodo, kad šiame lange įmonių stipriausia reakcija vidutiniškai buvo kiek labiau teigiama nei kituose languose. $[-5;5]$ ir $[-1;1]$ lango ekstremalių reikšmių vidurkiai yra artimi nuliui arba nežymiai neigiami. Kvartilių intervalas yra panašus visuose

trijuose languose. $[-5;5]$ lange pastebimas vienas ryškus neigiamas išskirtinis atvejis, kuris nerodomas kitų langų diagramose. Tai reiškia, kad bent vienos įmonės stipriausia neigiama rinkos reakcija buvo užfiksuota būtent $[-5;5]$ lange ir jos amplitudė gerokai viršijo likusių imties įmonių ekstremalias reikšmes.

2 paveikslas

Įmonių ekstremalių CAAR reikšmių pasiskirstymas pagal įvykio langą (kiekviena įmonė atstovaujama viena didžiausia teigiama arba mažiausia neigiama reikšme)



Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

Nagrinėjant įmonių ekstremalių CAAR reikšmių pasiskirstymą tarp įvykio langų matoma, kad daugiausiai ekstremalių reakcijų buvo užfiksuota būtent $[-5;5]$ lange, o mažiausiai - $[-3;3]$ lange (2 lentelė). Tai parodo, kad didžioji dalis imties įmonių pasiekė savo ekstremalią CAAR reikšmę plačiausiame $[-5;5]$ lange. Tai atitinka loginę prielaidą, kad ilgesnis stebėjimo langas suteikia daugiau galimybių užfiksuoti didesnę kaupiamąją grąžą. Tuo tarpu $[-3;3]$ lange ekstremalią reikšmę pasiekė mažiausias įmonių skaičius. Tai gali reikšti, kad šis langas daugumai įmonių nėra nei pakankamai trumpas, kad užfiksuotų momentinę reakciją, nei pakankamai ilgas, kad sukauptų didžiausią kaupiamąją grąžą.

2 lentelė

Įmonių ekstremalių CAAR reikšmių pasiskirstymas pagal įvykio langą (kiekviena įmonė atstovaujama viena didžiausia teigiama arba mažiausia neigiama reikšme)

Įvykio langas	Įmonių, turėjusių didžiausias akumuliacines grąžas skaičius
[-5;5]	13
[-3;3]	6
[-1;1]	8

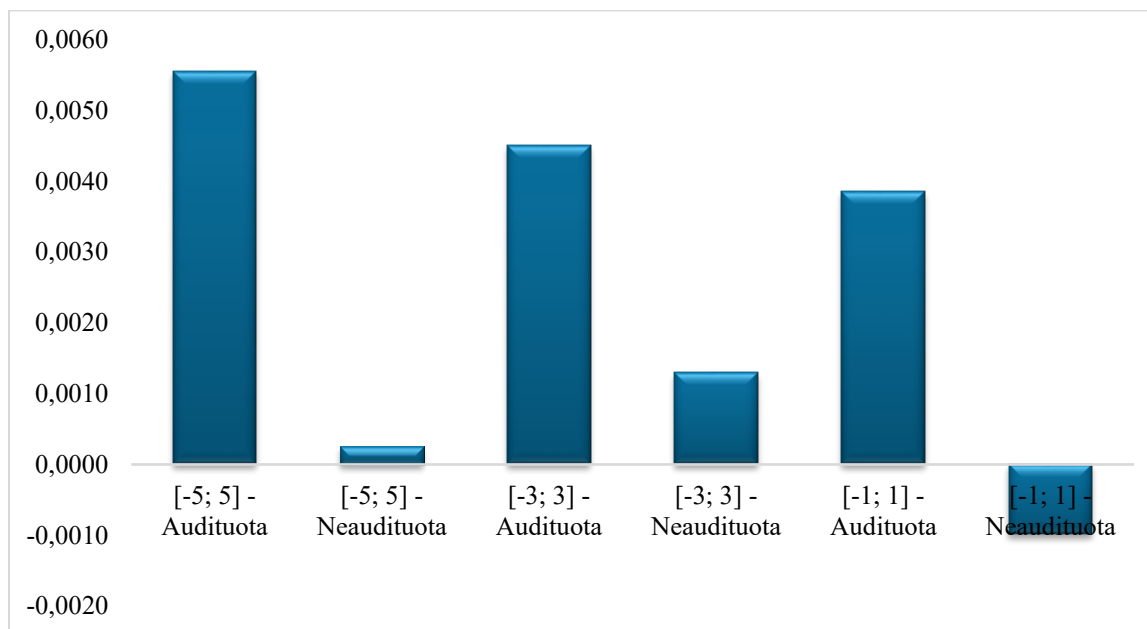
Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

3.3. Audituočių ir neaudituočių ataskaitų paskelbimo įtakos akcijų kainoms palyginimas

Atskirai nagrinėjant audituočių ir neaudituočių ataskaitų paskelbimo įvykius išryškėja skirtumas tarp audituočių ir neaudituočių ataskaitų grupių visuose trijuose languose (3 paveikslas). Audituočių ataskaitų paskelbimas visais atvejais generavo teigiamą kaupiamąją nenormaliąją grąžą. Šis nuoseklus teigiamos CAAR išlikimas visuose languose rodo, kad rinka teigiamai reaguoja į audituočių finansinių ataskaitų paskelbimą, o reakcija yra didžiausia plačiausiame [-5;5] lange ir palaipsniui mažėja trumpėjant stebėjimo langui. Neaudituočių ataskaitų grupės CAAR reikšmės yra žymiai mažesnės ir elgiasi kitaip. [-5;5] ir [-3;3] languose CAAR yra teigiamos, o [-1;1] lange CAAR tampa neigiama. Remiantis grafiku galima teigti, kad audituotos ataskaitos generuoja reikšmingai aukštesnę CAAR nei neaudituotos ataskaitos visuose trijuose languose. Tai rodo, kad audito statusas turi informacinę vertę Nasdaq Baltic biržos investuotojams. Taip pat audituočių ataskaitų CAAR mažėja trumpėjant įvykio langui, o tai parodo, kad dalis teigiamos reakcijos susiformuoja dar prieš oficialų ataskaitos paskelbimą - galimas iki skelbimo informacijos nutekėjimo arba rinkos lūkesčių formavimosi signalas.

3 paveikslas

Kaupiamosios vidutinės nenormaliosios grąžos po audituotų ir neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimo $[-5;5]$, $[-3;3]$, $[-1;1]$ įvykių languose



Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

Visgi svarbu įvertinti CAAR atsižvelgiant į reikšmių statistinio reikšmingumo rodiklius (3 lentelė). Audituočių finansinių ataskaitų CAAR reikšmės buvo statistiškai reikšmingos tik dviejuose iš tirtų įvykių langų su p reikšme mažesne nei 0,05. Nors trečiajame – trumpiausiam - įvykių lange CAAR reikšmė ir yra panaši į CAAR reikšmes paskaičiuotas kituose dviejuose languose, tačiau gaunama įvykių p reikšmė yra 0,18, kas vertinant 5% reikšmingumo ribose nebėra reikšmingas rezultatas. Tai reiškia, kad audituočių ataskaitų paskelbimo poveikis akcijų kainoms yra statistiškai patvirtinamas platesniuose įvykių languose, tačiau koncentruota trumpalaikė reakcija ties paskelbimo diena nėra statistiškai reikšminga. Neaudituočių ataskaitų pogrupyje CAAR reikšmės buvo labai mažos ir statistiškai nereikšmingos visose trijuose įvykių languose. Visų trijų stebėjimų p -reikšmės reikšmingai viršijo 0,05 ribą. Tai rodo, kad negalime atmesti nulinės hipotezės, kad neaudituočių ataskaitų paskelbimas nesukelia nenormalios grąžos. Tad, galime daryti išvadą, kad tik audituočių finansinių ataskaitų paskelbimas daro reikšmingą įtaką įmonės akcijų kainai.

3 lentelė

Kaupiamosios vidutinės nenormaliosios grąžos po audituotų ir neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimo [-5;5], [-3;3], [-1;1] įvykių languose ir jų statistinis reikšmingumas

Įvykis	Langas	CAAR	p-value
Audituočių finansinių ataskaitų paskelbimas	[-5; 5]	0,0056	0,04
Neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimas	[-5; 5]	0,0003	0,18
Audituočių finansinių ataskaitų paskelbimas	[-3; 3]	0,0045	0,05
Neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimas	[-3; 3]	0,0013	0,16
Audituočių finansinių ataskaitų paskelbimas	[-1; 1]	0,0039	0,18
Neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimas	[-1; 1]	-0,0010	0,26

Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

Apibendrinant lentelės duomenys patvirtina grafike matomą dėsningumą ir leidžia daryti statistiškai pagrįstą išvadą, kad audituotų finansinių ataskaitų paskelbimas Nasdaq Baltic biržoje turi statistiškai reikšmingą teigiamą įtaką platesniuose įvykių languose. Tuo tarpu neaudituočių ataskaitų paskelbimo poveikis akcijų kainoms nėra statistiškai reikšmingas nė viename iš tirtų langų. Šie rezultatai leidžia daryti išvadą, kad audito statusas turi informacinę vertę rinkos dalyviui, tačiau reakcija formuojasi palaipsniui, per kelias dienas nuo paskelbimo datos, kadangi prireikia laiko, kol investuotojai įsisavina ir įvertina gautą informaciją.

3.4. Audituočių ir neaudituočių ataskaitų paskelbimo įtakos akcijų kainoms palyginimas tarp Baltijos šalių

Šalių lygio analizės rezultatai rodo, kad nė vienoje Baltijos šalyje finansinių ataskaitų paskelbimas nesukelia statistiškai reikšmingos nenormalios grąžos. Visų grupių p-reikšmės stipriai viršija 0,05 ribą (4 a, b, c lentelės). Tai reiškia, kad šalies lygiu negalima statistiškai patvirtinti, kad finansinių ataskaitų paskelbimas sistemingai veikia akcijų kainas. Lietuvoje audituotų ataskaitų CAAR visuose languose yra teigiama, tačiau itin maža. Neaudituočių ataskaitų CAAR visuose languose yra neigiama. Nuosekliai neigiamos reikšmės visuose languose gali reikšti, kad Lietuvos rinkoje neaudituočių ataskaitų paskelbimas vidutiniškai siejamas su neigiama kainų reakcija, tačiau statistinio reikšmingumo trūkumas neleidžia šios tendencijos patvirtinti. Latvijoje audituotų ataskaitų

CAAR yra teigiama ir nuosekliai didėja ilgėjant įvykio langui. Tai galėtų reikšti, kad rinkos reakcija formuojasi palaipsniui investuotojams vertinant gautą informaciją. Neaudituočių ataskaitų CAAR taip pat teigiama, tačiau reikšmingai mažesnė. Estijoje abiejų tipų ataskaitų CAAR reikšmės yra teigiamos ir itin artimos viena kitai, rodančios, kad Estijos rinkoje audito statusas praktiškai neturi įtakos rinkos reakcijai.

4 a lentelė

Kaupiamosios vidutinės nenormaliosios grąžos po audituotų ir neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimo [-5;5], [-3;3], [-1;1] įvykių languose ir jų statistinis reikšmingumas (Lietuvos įmonės)

Šalis	Įvykio langas	Tipas	CAAR	p- reikšmė
Lietuva	[-1;1]	Audited	0,0031	0,3167
Lietuva	[-1;1]	Unaudited	-0,0048	0,1738
Lietuva	[-3;3]	Audited	0,0048	0,3273
Lietuva	[-3;3]	Unaudited	-0,0050	0,1891
Lietuva	[-5;5]	Audited	0,0006	0,9249
Lietuva	[-5;5]	Unaudited	-0,0052	0,2331

Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

4 b lentelė

Kaupiamosios vidutinės nenormaliosios grąžos po audituotų ir neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimo [-5;5], [-3;3], [-1;1] įvykių languose ir jų statistinis reikšmingumas (Latvijos įmonės)

Šalis	Įvykio langas	Tipas	CAAR	p- reikšmė
Latvija	[-1;1]	Audited	0,0067	0,3671
Latvija	[-1;1]	Unaudited	0,0003	0,9566
Latvija	[-3;3]	Audited	0,0050	0,5968
Latvija	[-3;3]	Unaudited	0,0063	0,3628
Latvija	[-5;5]	Audited	0,0137	0,1607
Latvija	[-5;5]	Unaudited	0,0017	0,8319

Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

4 c lentelė

Kaupiamosios vidutinės nenormaliosios grąžos po audituotų ir neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimo [-5;5], [-3;3], [-1;1] įvykių languose ir jų statistinis reikšmingumas (Estijos įmonės)

Šalis	Įvykio langas	Tipas	CAAR	p- reikšmė
Estija	[-1;1]	Audited	0,0017	0,6812
Estija	[-1;1]	Unaudited	0,0016	0,3757
Estija	[-3;3]	Audited	0,0037	0,3926
Estija	[-3;3]	Unaudited	0,0025	0,3068
Estija	[-5;5]	Audited	0,0024	0,6756
Estija	[-5;5]	Unaudited	0,0043	0,1542

Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

Apibendrinant, statistinio reikšmingumo nebuvimas visose trijose šalyse greičiausiai atspindi nepakankamą imties dydį šalies lygiu, o ne realaus efekto nebuvimą. Tai patvirtina ir palyginimas su visos imties rezultatais. Bendrojoje analizėje audituotų ataskaitų CAAR buvo statistiškai reikšminga [-5;5] ir [-3;3] languose, tačiau ta pati tendencija šalies lygiu statistiškai nėra patvirtinama.

3.5. Rinkos reakcijos amplitudės įvertinimas absoliučiuųjų kaupiamųjų nenormaliųjų grąžų pagrindu

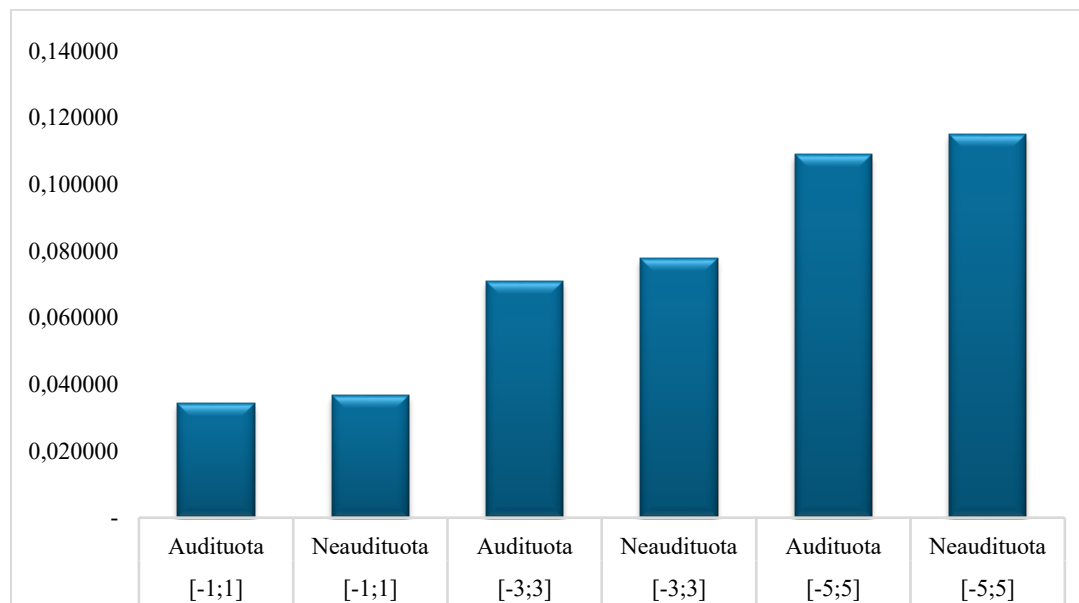
Listinguojamos įmonės, skelbdamos finansinius rezultatus finansinėse ataskaitose gali pateikti skirtingą finansinę situaciją. Vienos ataskaitos gali rodyti pelną, kitos nuostolį, taip pat galimos pajamų augimo ar smukimo naujienos, likvidumo situacijos gerėjimo ar blogėjimo informacija. Dėl įvairios neigiamos ar teigiamos informacijos, skelbiamos finansinėse ataskaitose natūralu, kad rinkos reakcijų kryptys po tokių ataskaitų paskelbimo irgi skiriasi. Kai imtyje egzistuoja tiek įvykiai, atnešantys teigiamų naujienų į rinką, tiek neigiamų – skaičiuojamos CAR reikšmės juda atitinkamai. Matematiškai teigiamos ir neigiamos reikšmės vidurkį artina prie nulio, todėl net ir esant ryškioms individualių įvykių kainų reakcijoms, bendra CAAR gali atrodyti menka arba statistiškai nereikšminga. Bandant įvertinti, ar finansinių ataskaitų paskelbimas apskritai yra informatyvus rinkos

įrankis ir kaip jų paskelbimo įtaka skiriasi priklausomai nuo to, ar ataskaitos buvo audituotos ar ne, įtraukiamas papildomas modelio elementas – kaupiamoji vidutinė nenormalioji grąža skaičiuojama nuo absoliučių kaupiamųjų grąžų (CAAR nuo $|CAR|$). Tokio kintamojo įtraukimas leidžia atsakyti į klausimą: ar rinka apskritai reaguoja į šio tipo informaciją, ir kokio stiprumo yra ši reakcija vidutiniškai.

Absoliučią CAR reikšmių pagrindu apskaičiuota CAAR atskleidžia, kad finansinių ataskaitų paskelbimas Nasdaq Baltic biržoje sukelia realią ir pastebimą reakciją nepriklausomai nuo to, ar ataskaita yra audituota, ar ne (4 paveikslas). Tai svarbus empirinis rezultatas, rodantis, kad ataskaitose paskelbiama informacija yra vertinama investuotojų. Taip pat svarbu pabrėžti reakcijų stiprumo pokyčius vertinant pagal įvykio lango ilgį. Trumpiausiam lange fiksuojama silpniausia reakcija. Tai rodo, kad rinkos reakcija į finansinių ataskaitų paskelbimą nėra momentinė ir koncentruota ties viena diena, o formuojasi palaipsniui per kelias dienas aplink paskelbimo datą. Šis radinys yra ypač svarbus Nasdaq Baltic biržos kontekste, kur mažas rinkos likvidumas gali sulėtinti informacijos įkainojimo procesą — investuotojams reikia daugiau laiko reaguoti į naują informaciją nei likvidesnėse ir efektyvesnėse rinkose.

4 paveikslas

Absoliučiosios kaupiamosios nenormaliosios grąžos $[5;5]$, $[-3;3]$, $[-1;1]$ įvykių languose



Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

Statistinio reikšmingumo rezultatai kaupiamosioms vidutinėms nenormaliosioms grąžoms, skaičiuojamoms nuo absoliučiujų reikšmių yra vienareikšmiški - visų šešių grupių p-reikšmės gerokai žemesnės už 0,05 ribą (5 lentelė), todėl nulinė hipotezė, kad finansinių ataskaitų paskelbimas nesukelia nenormalios grąžos, atmetama visais atvejais su itin aukštu patikimumo lygiu.

5 lentelė

Absoliučiosios kaupiamosios nenormaliosios grąžos [5;5], [-3;3], [-1;1] įvykių languose ir jų statistinis reikšmingumas

Įvykio langas	Ataskaitų tipas	CAAR(CAR)	p- reikšmė
[-1;1]	Auditauta	0,034138	3,32E-34
[-1;1]	Neauditauta	0,036611	1,12E-61
[-3;3]	Auditauta	0,071011	7,22E-44
[-3;3]	Neauditauta	0,077763	3,56E-109
[-5;5]	Auditauta	0,108868	5,34E-47
[-5;5]	Neauditauta	0,114974	2,76E-133

Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

Svarbu pažymėti, kad neauditautų ataskaitų p-reikšmės yra mažesnės nei auditautų visuose trijuose įvykio languose. Tai galima paaiškinti didesniu neauditautų ataskaitų imties dydžiu, kuris statistiniuose testuose natūraliai generuoja mažesnes p-reikšmes. Todėl grupių statistinio reikšmingumo lyginimas tiesiogiai nėra prasmingas - svarbiau tai, kad abiejų grupių rezultatai yra statistiškai reikšmingi, ir tai leidžia daryti patikimą išvadą apie finansinių ataskaitų paskelbimo informacinį poveikį Nasdaq Baltic biržos investuotojams.

Papildomai atlikta šalių lygio analizė atskleidžia, kad finansinių ataskaitų paskelbimas sukelia statistiškai reikšmingą rinkos reakciją visose trijose Baltijos šalyse - visų grupių p-reikšmės gerokai žemesnės už 0,05 ribą, todėl nulinė hipotezė atmetama visais atvejais (6 a, b, c lentelės). Tai patvirtina, kad informacinis ataskaitų paskelbimo poveikis yra universalus Nasdaq Baltic biržos kontekste ir nepriklauso nuo konkrečios šalies rinkos.

6 a lentelė

Absoliučiosios kaupiamosios nenormaliosios grąžos [5;5], [-3;3], [-1;1] įvykių languose ir jų statistinis reikšmingumas (Estijos įmonės)

Šalis	Įvykio langas	Tipas	CAAR(CAR)	p- reikšmė
Estija	[-1;1]	Audituoja	0,03077	3,12E-12
Estija	[-1;1]	Neaudituoja	0,02894	2,68E-48
Estija	[-3;3]	Audituoja	0,06362	1,32E-15
Estija	[-3;3]	Neaudituoja	0,06577	7,36E-55
Estija	[-5;5]	Audituoja	0,09615	6,19E-18
Estija	[-5;5]	Neaudituoja	0,09630	4,60E-64

Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

6 b lentelė

Absoliučiosios kaupiamosios nenormaliosios grąžos [5;5], [-3;3], [-1;1] įvykių languose ir jų statistinis reikšmingumas (Latvijos įmonės)

Šalis	Įvykio langas	Tipas	CAAR(CAR)	p- reikšmė
Latvija	[-1;1]	Audituoja	0,04212	4,20E-04
Latvija	[-1;1]	Neaudituoja	0,04630	8,57E-14
Latvija	[-3;3]	Audituoja	0,08051	4,08E-05
Latvija	[-3;3]	Neaudituoja	0,09590	1,61E-16
Latvija	[-5;5]	Audituoja	0,12722	1,55E-05
Latvija	[-5;5]	Neaudituoja	0,14306	2,11E-19

Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

6 c lentelė

Absoliučiosios kaupiamosios nenormaliosios grąžos [5;5], [-3;3], [-1;1] įvykių languose ir jų statistinis reikšmingumas (Lietuvos įmonės)

Šalis	Įvykio langas	Tipas	CAAR(CAR)	p- reikšmė
Lietuva	[-1;1]	Audituoja	0,03431	1,03E-24
Lietuva	[-1;1]	Neaudituoja	0,03968	4,47E-26

Lietuva	[-3;3]	Audituota	0,07347	1,42E-28
Lietuva	[-3;3]	Neaudituota	0,08185	2,82E-51
Lietuva	[-5;5]	Audituota	0,11257	2,71E-29
Lietuva	[-5;5]	Neaudituota	0,12138	3,39E-64

Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

Latvijos įmonių pogrupyje užfiksuota didžiausia CAAR visose grupėse ir visuose language. Plačiausiame [-5;5] lange Latvijos audituotų ataskaitų CAAR siekia 0,1272, o neaudituočių - 0,1431, kas yra reikšmingai aukščiau nei analogiškos Estijos (atitinkamai 0,0962 ir 0,0963) ir Lietuvos (0,1126 ir 0,1214) reikšmės. Tai gali būti susiję su mažesniu Latvijos rinkos likvidumu ir mažesniu analitikų padengimo lygiu, dėl kurių finansinių ataskaitų paskelbimas neša didesnę informacinę naujieną investuotojams, o kainų koregavimo procesas yra ryškesnis. Estija visose grupėse ir language demonstruoja mažiausią reakcijos amplitudę. Tai gali reikšti, kad Estijos rinka yra santykinai efektyvesnė informacijos įkainojimo požiūriu - investuotojai iš dalies nuspėja ataskaitų turinį dar prieš oficialų paskelbimą, todėl paties paskelbimo sukeltas papildomas kainų judėjimas yra mažesnis. Lietuva pagal reakcijos amplitudę užima tarpinę poziciją tarp Estijos ir Latvijos visuose language ir abiejose ataskaitų grupėse.

Audituočių ir neaudituočių ataskaitų reakcijos amplitudės palyginimas šalių lygiu atskleidžia skirtingus dėsningumus. Estijoje audituotų ataskaitų CAAR [-5;5] lange beveik identiška neaudituočių ataskaitų CAAR, kas rodo, kad Estijos rinkoje audito statusas neturi įtakos bendrai reakcijos amplitudei. Latvijoje ir Lietuvoje neaudituočių ataskaitų CAAR visuose įvykio language yra aukštesnė nei audituotų, o skirtumas Latvijoje yra didžiausias - 12% [-5;5] įvykio lange. Tai galima būtų interpretuoti kaip didesnę informacinę neapibrėžtumą, susijusį su neaudituotomis ataskaitomis.

Apibendrinant, šalių lygio analizė parodo, kad nors finansinių ataskaitų paskelbimo informacinis poveikis yra statistiškai reikšmingas visose trijose Baltijos šalyse, reakcijos stiprumas skiriasi - Latvijoje jis didžiausias, Estijoje mažiausias, o Lietuvoje užima tarpinę poziciją. Šie skirtumai atspindi struktūrinius Baltijos šalių rinkų ypatumus - likvidumo lygį, investuotojų bazę ir informacijos sklaidos efektyvumą.

3.6. Audituotų ir neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimo poveikis prekybos aktyvumui

Kaupiamosios vidutinės nenormalios apyvartos (angl. Cumulative average abnormal volume, toliau CAAV) analizė atskleidžia, kad finansinių ataskaitų paskelbimas Nasdaq Baltic biržoje sukelia statistiškai reikšmingą prekybos aktyvumo augimą nepriklausomai nuo audito statuso. Visų šešių grupių p-reikšmės yra žemesnės už 0,05 ribą (7 lentelė). Įdomios tendencijos išryškėja lyginant CAAV tarp audituotų ir neaudituočių ataskaitų paskelbimų. Neaudituočių ataskaitų paskelbimas visuose trijuose languose sukelia didesnę prekybos aktyvumo augimą nei audituotų. Plačiausiame $[-5;5]$ lange neaudituočių ataskaitų CAAV yra net 33% didesnė nei audituotų ataskaitų. Labai panašūs skirtumai stebimi ir kituose įvykių languose. Tai galima interpretuoti kaip didesnio informacinio neapibrėžtumo, susijusio su neaudituotomis ataskaitomis, išraišką - investuotojai aktyviau keičia pozicijas, kai gaunamą informaciją sunkiau įvertinti ir patikrinti.

7 lentelė

Kaupiamosios vidutinės nenormalios akcijų apyvartos ir jų statistinis reikšmingumas

Įvykis	Įvykio langas	CAAV	p-reikšmė
Audituočių finansinių ataskaitų paskelbimas	$[-5; 5]$	3,889	4,18E-03
Neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimas	$[-5; 5]$	5,179	1,29E-02
Audituočių finansinių ataskaitų paskelbimas	$[-3; 3]$	2,074	5,74E-03
Neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimas	$[-3; 3]$	2,799	5,00E-07
Audituočių finansinių ataskaitų paskelbimas	$[-1; 1]$	1,051	1,40E-03
Neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimas	$[-1; 1]$	1,574	1,18E-12

Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

Vertinant langų dinamiką, CAAV nuosekliai mažėja trumpėjant įvykio langui abiejose audituotų ir neaudituočių ataskaitų paskelbimo grupėse. Tai atitinka loginę prielaidą, kad ilgesnis langas kaupia daugiau su ataskaitos skelbimu susijusio prekybos aktyvumo. Tačiau svarbu pažymėti, kad net trumpiausiam $[-1;1]$ lange abiejų grupių CAAV išlieka statistiškai reikšminga, o tai

patvirtina, kad prekybos aktyvumo reakcija yra koncentruota būtent aplink paskelbimo datą, o ne išsibarsčiusi platesniame laikotarpyje.

3.7. Rinkos reakcija į teigiamas ir neigiamas naujienas audituotose ir neaudituose finansinėse ataskaitose

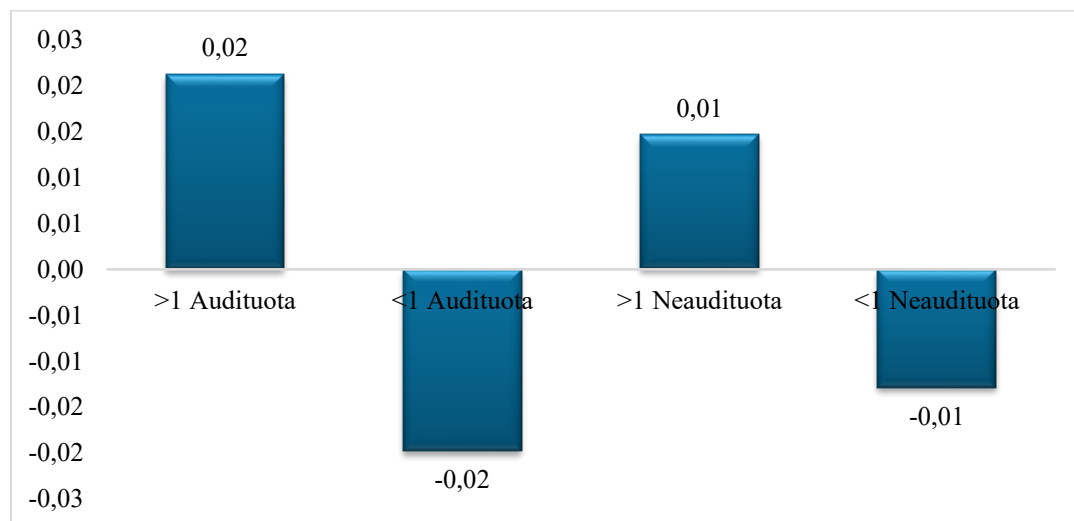
Ankstesnėse analizės dalyse nustatyta, kad finansinių ataskaitų paskelbimas Nasdaq Baltic biržoje sukelia statistiškai reikšmingą rinkos reakciją, o audito statusas daro įtaką reakcijos kryptiai, tačiau ne amplitudei. Siekiant gilesnio supratimo, tolesnėje analizėje tiriama, ar rinkos reakcijos stiprumas ir kryptis priklauso nuo finansinių ataskaitų informacinio turinio. Tam nustatyti buvo pasirinkti 2 pagrindiniai kintamieji skirti balanso ir pelno nuostolių ataskaitos vertinimui: įmonių pelno marža ir likvidumo rodiklis. Pelningumas pasirinktas kaip vienas svarbiausių investuotojų vertinimo kriterijų, tiesiogiai atspindintis įmonės gebėjimą generuoti grąžą akcininkams. Likvidumas įtrauktas kaip papildomas aspektas, atspindintis įmonės trumpalaikį finansinį stabilumą ir gebėjimą vykdyti įsipareigojimus - informacija, kuri gali būti ypač svarbi mažiau likvidžioje Baltijos rinkoje, kur investuotojų rizikos tolerancija gali būti jautresnė finansinės būklės signalams. Tokiu būdu analizė leidžia įvertinti, ar rinka reaguoja ne tik į paties paskelbimo faktą, bet ir į konkrečią ataskaitose perduodamą finansinę informaciją.

3.7.1. Rinkos reakcija į pelningumo naujienas audituotose ir neaudituose ataskaitose

Pelningumo analizės rezultatai atskleidžia ryškų ir nuoseklų ryšį - rinkos reakcijos kryptis tiesiogiai atitinka finansinėse ataskaitose atskleidžiamą pelno maržos ženklą (5 paveikslas). Įmonėms, skelbiančioms teigiamą maržą, CAAR yra teigiama visuose languose ir abiejose ataskaitų grupėse, o įmonėms su neigiama marža - CAAR neigiama. Tai rodo, kad Nasdaq Baltic biržos investuotojai atkreipia dėmesį į įmonių pelningumo informaciją ir į ją reaguoja kryptingai.

5 paveikslas

Kaupiamosios vidutinės nenormaliosios grąžos po pelningų ir nepelningų finansinių rezultatų paskelbimo audituotose ir neaudituose finansinėse ataskaitose [-5;5] įvykio lange



Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

Audituočių ataskaitų grupė demonstruoja statistiškai reikšmingiausius rezultatus (8 lentelė). Teigiamos maržos atveju CAAR [-5;5] lange siekia 0,021 ir yra statistiškai reikšminga su p verte mažesne nei 0,05. Labai panašūs rezultatai matomi ir kituose įvykių languose. Neigiamos maržos atveju CAAR visuose languose yra neigiama ir statistiškai reikšminga 5% lygiu [-5;5] ir [-3;3] languose, o [-1;1] lange reikšmingumas šiek tiek sumažėja $p = 0,059$. Tai reiškia, kad audituočių ataskaitų atveju rinka aiškiai ir statistiškai patikimai diferencijuoja tarp gerų ir blogų pelningumo naujienų ir jos yra greitai įvertinamos akcijų kainose. Neaudituočių ataskaitų grupėje reakcijos kryptis išlieka ta pati, tačiau reakcijos amplitudė yra mažesnė ir statistinis reikšmingumas silpnesnis. Teigiamos maržos CAAR [-5;5] lange siekia 0,015 ($p = 0,063$), o [-1;1] lange vos 0,005 ($p = 0,087$). Neigiamos maržos atveju CAAR nė viename lange nepasiekia 5% reikšmingumo ribos, p reikšmės svyruoja nuo 0,084 iki 0,108. Tai leidžia teigti, kad neaudituočių ataskaitų pelningumo signalas yra silpnesnis ir rinka į jį reaguoja mažiau ryžtingai, nei audituočių ataskaitų atveju. Ypač svarbus šių rezultatų aspektas yra audituočių ataskaitų atveju stebima aiški reakcijos asimetrija tarp teigiamų ir neigiamų naujienų. Lyginant abi grupes, išryškėja svarbi tendencija, kad audito statusas stiprina pelningumo signalo patikimumą. Audituočių ataskaitų pelningumo naujienos visuose languose generuoja didesnę absoliučiąją CAAR nei neaudituočių, o statistinis reikšmingumas yra aukštesnis. Tai galima interpretuoti kaip auditoriaus patvirtinimo vertę - investuotojai labiau pasitiki audituotose

ataskaitose pateikiama pelningumo informacija ir į ją reaguoja ryžtingiau. Neaudituočių ataskaitų grupėje silpnesnis statistinis reikšmingumas, ypač neigiamos maržos atveju, galėtų reikšti, kad rinka vertina neaudituočių ataskaitų pelningumo informaciją atsargiau, tikintis, kad galutiniai audituoti rezultatai gali skirtis.

8 lentelė

Kaupiamosios vidutinės nenormaliosios grąžos po pelningų ir nepelningų finansinių rezultatų paskelbimo audituotose ir neaudituose finansinėse ataskaitose $[-5;5]$, $[-3;3]$ ir $[-1;1]$ įvykių languose, bei jų statistinis reikšmingumas

Įvykis	Ataskaitos tipas	Įvykio langas	CAAR	t kriterijus	p-reikšmė
Įmonės marža teigiama	Auditauta	$[-5;+5]$	0,021	2,11	0,036
Įmonės marža neigiama	Auditauta	$[-5;+5]$	-0,020	-2,04	0,042
Įmonės marža teigiama	Neauditauta	$[-5;+5]$	0,015	1,87	0,063
Įmonės marža neigiama	Neauditauta	$[-5;+5]$	-0,013	-1,73	0,084
Įmonės marža teigiama	Auditauta	$[-3;+3]$	0,018	2,01	0,045
Įmonės marža neigiama	Auditauta	$[-3;+3]$	-0,016	-1,97	0,051
Įmonės marža teigiama	Neauditauta	$[-3;+3]$	0,012	1,79	0,074
Įmonės marža neigiama	Neauditauta	$[-3;+3]$	-0,011	-1,68	0,093
Įmonės marža teigiama	Auditauta	$[-1;+1]$	0,007	1,98	0,049
Įmonės marža neigiama	Auditauta	$[-1;+1]$	-0,006	-1,89	0,059
Įmonės marža teigiama	Neauditauta	$[-1;+1]$	0,005	1,72	0,087
Įmonės marža neigiama	Neauditauta	$[-1;+1]$	-0,004	-1,61	0,108

Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

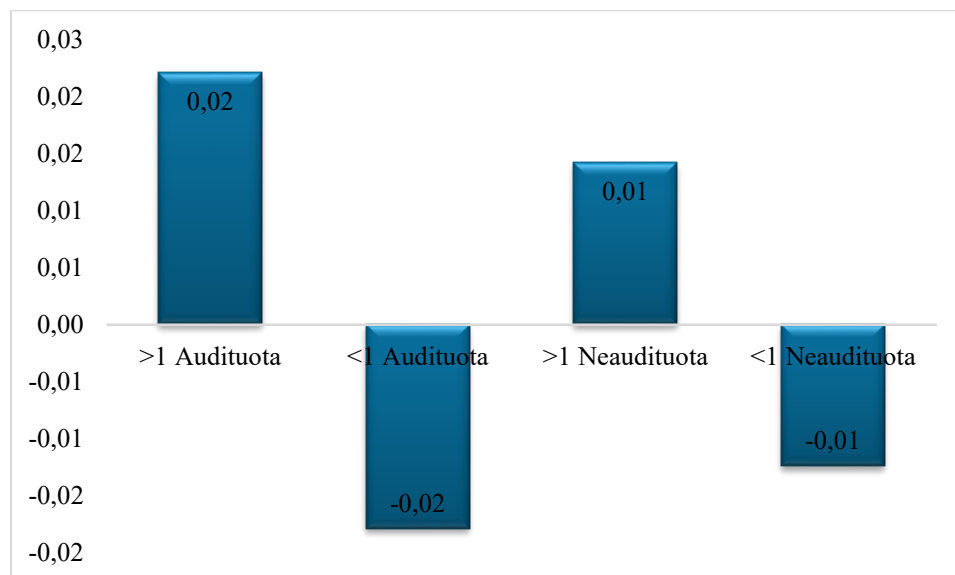
Apibendrinant, pelningumo analizės rezultatai patvirtina, kad finansinėse ataskaitose skelbiami įmonių finansiniai rezultatai yra svarbus veiksnys, lemiantis rinkos reakcijos kryptį ir stiprumą Nasdaq Baltic biržoje. Audito statusas sustiprina šio signalo patikimumą - audituotų ataskaitų pelningumo naujienos generuoja statistiškai reikšmingesnę ir ekonomiškai didesnę rinkos reakciją nei neaudituočių, kas leidžia teigti, kad auditas prideda patikimumo ir informacinės vertės investuotojams.

3.7.2. Rinkos reakcija į likvidumo naujienas audituotose ir neaudituose ataskaitose

Likvidumo analizės rezultatai atskleidžia tendenciją, itin panašią į stebėtą pelningumo analizėje - rinkos reakcijos kryptis atitinka finansinėse ataskaitose atskleidžiamą likvidumo ženklą (6 paveikslas). Įmonėms, kurių likvidumo rodiklis viršija 1, CAAR yra teigiama visuose languose ir abiejose ataskaitų grupėse, o įmonėms, kurių likvidumo rodiklis žemesnis už 1 - neigiama. Tai rodo, kad investuotojai į likvidumo informaciją reaguoja kryptingai, vertindami ją kaip svarbų finansinės būklės signalą.

6 paveikslas

Kaupiamosios vidutinės nenormaliosios grąžos po gerų ir prastų likvidumo rezultatų paskelbimo audituotose ir neaudituose finansinėse ataskaitose [-5;5] įvykio lange



Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

Audituočių ataskaitų grupėje stebimi statistiškai reikšmingiausi rezultatai (9 lentelė). Likvidumo rodikliui viršijant 1, CAAR $[-5;5]$ lange siekia 0,022 ir yra statistiškai reikšminga ($p = 0,022$), $[-3;3]$ lange - 0,017 ($p = 0,043$), žemiausia grąža stebima $[-1;1]$ lange - 0,007 ($p = 0,049$). Žemo likvidumo rodiklio atveju CAAR visuose languose yra neigiama, Tačiau vertinant 5% reikšmingumo lygmeniu, žemo likvidumo rodiklio atveju CAAR yra statistiškai reikšminga tik įvykio lange $[-5;5]$, $[-3;3]$ ir $[-1;1]$ įvykių languose CAAR p reikšmės yra atitinkamai 0,058 iki 0,087. Teigiamos ir neigiamos reakcijos amplitudės yra artimos viena kitai visuose languose, kas rodo, kad audituočių ataskaitų atveju rinka į likvidumo informaciją reaguoja simetriškai - reakcijos stiprumas nepriklauso nuo likvidumo rodiklio. Neaudituočių ataskaitų grupėje reakcijos kryptis išlieka ta pati, tačiau amplitudė yra mažesnė ir statistinis reikšmingumas silpnesnis. Nors neaudituočių ataskaitų generuojama CAAR yra panašiam lygyje kaip ir audituočių finansinių ataskaitų ir gero ir blogesnio likvidumo rodiklių paskelbimo atvejais, tačiau nė viename įvykio lange nėra stebima statistiškai reikšminga CAAR vertė. Tai leidžia teigti, kad neaudituočių ataskaitų likvidumo signalas yra silpnesnis ir rinka į jį reaguoja mažiau ryžtingai. Lyginant likvidumo analizės rezultatus su pelningumo analizės rezultatais, pastebimas glaudi paralelė - abiem atvejais audituočių ataskaitų grupė demonstruoja statistiškai reikšmingesnę reakciją, o neaudituočių - silpnesnę. Tai papildomai patvirtina bendrą tyrimo išvadą ir nagrinėtą mokslinę literatūrą, kad auditas sustiprina finansinėse ataskaitose pateikiamų signalų patikimumą investuotojų akyse - nepriklausomai nuo to, ar kalbama apie pelningumo, ar likvidumo informaciją.

9 lentelė

Kaupiamosios vidutinės nenormaliosios grąžos po gerų ir prastų likvidumo rezultatų paskelbimo audituotose ir neaudituose finansinėse ataskaitose $[-5;5]$, $[-3;3]$ ir $[-1;1]$ įvykių languose, bei jų statistinis reikšmingumas

Įvykis	Ataskaitos tipas	Įvykio langas	CAAR	t kriterijus	p-reikšmė
Įmonės likvidumas >1	Auditauta	$[-5;+5]$	0,022	2,32	0,022
Įmonės likvidumas <1	Auditauta	$[-5;+5]$	-0,018	-2,08	0,038
Įmonės likvidumas >1	Neauditauta	$[-5;+5]$	0,014	1,76	0,080
Įmonės likvidumas <1	Neauditauta	$[-5;+5]$	-0,012	-1,69	0,093

Įmonės likvidumas >1	Audituoja	[-3;+3]	0,017	2,05	0,043
Įmonės likvidumas <1	Audituoja	[-3;+3]	-0,015	-1,91	0,058
Įmonės likvidumas >1	Neaudituoja	[-3;+3]	0,011	1,64	0,103
Įmonės likvidumas <1	Neaudituoja	[-3;+3]	-0,010	-1,58	0,116
Įmonės likvidumas >1	Audituoja	[-1;+1]	0,007	1,98	0,049
Įmonės likvidumas <1	Audituoja	[-1;+1]	-0,006	-1,72	0,087
Įmonės likvidumas >1	Neaudituoja	[-1;+1]	0,005	1,51	0,133
Įmonės likvidumas <1	Neaudituoja	[-1;+1]	-0,004	-1,46	0,147

Šaltinis: parengta autorės, remiantis atliktu tyrimu.

Taigi, likvidumo analizės rezultatai patvirtina, kad įmonės trumpalaikio finansinio stabilumo informacija yra reikšmingas veiksnys, lemiantis rinkos reakcijos kryptį Nasdaq Baltic biržoje. Audito statusas ir šiuo atveju vaidina svarbų vaidmenį - audituotų ataskaitų likvidumo naujienos generuoja statistiškai patikimesnę rinkos reakciją, o tai leidžia teigti, kad auditoriaus patvirtinimas didina finansinių ataskaitų informacinę vertę investuotojams.

Apibendrinant visų testų rezultatus galima daryti išvadą, kad Nasdaq Baltic birža neatitinka pusiau stiprios efektyvios rinkos hipotezės formos, nes finansinių ataskaitų paskelbimas sukelia statistiškai reikšmingą nenormalią grąžą, kuria investuotojai galėtų pasinaudoti. Audituotų ataskaitų paskelbimo atveju matoma teigiama CAAR net keliuose įvykio languose rodo, kad rinka informaciją įvertina ne iš karto, o tik palaipsniui, sudarydama sąlygas aktyviai naujienas sekantiems investuotojams gauti virš rinkos vidurkio grąžą. Tyrimas atskleidė, kad teigiamų pelningumo ir likvidumo naujienų audituotose ataskaitose paskelbimas generuoja statistiškai patikimą teigiamą rinkos reakciją. Tai reiškia, kad investuotojas, stebintis šiuos rodiklius ir orientuodamasis į audituotų įmonės ataskaitų paskelbimo datas, potencialiai galėtų priimti pagrįstesnius ir pelningesnius investicinius sprendimus. Tuo tarpu neaudituočių ataskaitų atveju statistiškai reikšmingos reakcijos nebuvimas rodo, kad preliminarinė finansinė informacija yra mažiau informatyvi ir jos pagrindu priimti investiciniai sprendimai būtų mažiau patikimi. Nasdaq Baltic biržoje egzistuojančių informacinio

neefektyvumo apraiškų pagrindinė priežastis yra mažas likvidumas ir ribotas investuotojų aktyvumas. Nors šios savybės ir riboja rinkos efektyvumą, tačiau tuo pačiu sudaro sąlygas besidomintiems investuotojams sistemingai pasinaudoti audituotose ataskaitose atskleidžiama informacija ir jos duodamais signalais rinkai.

IŠVADOS

1. Atlikta mokslinės literatūros analizė parodė, kad finansinių ataskaitų paskelbimas yra svarbus informacinis įvykis kapitalo rinkose, darantis reikšmingą poveikį įmonių akcijų kainoms. Skelbiama finansinė informacija leidžia investuotojams vertinti įmonių veiklos rezultatus ir perspektyvas. Tad galime teigti, kad rinkos reakcija priklauso nuo informacijos kokybės ir patikimumo. Literatūroje pabrėžiama, kad auditas mažina informacijos asimetriją ir didina pasitikėjimą finansinėmis ataskaitomis, todėl audituota informacija rinkoje dažniausiai vertinama kaip patikimesnė nei neaudituoja. Mokslinėje literatūroje aprašytų tyrimų analizė parodė, kad audituotų ataskaitų paskelbimas dažniausiai sukelia stipresnę rinkos reakciją dėl didesnio informacijos patikimumo ir papildomo užtikrinimo, kurį suteikia auditas.
2. Finansinės informacijos paskelbimo poveikis įmonių akcijų kainoms yra gana plačiai nagrinėjamas mokslinėje literatūroje, tačiau didžioji dalis tyrimų orientuojasi į dideles ir išsivysčiusias kapitalo rinkas, pavyzdžiui, JAV ir Vakarų Europos šalis. Mažesnėms ir mažiau likvidžioms rinkoms, tarp jų ir Nasdaq Baltic, skiriama gerokai mažiau dėmesio. Dėl mažesnio likvidumo, riboto investuotojų aktyvumo ir didesnės informacijos asimetrijos audituotų ir neaudituočių finansinių ataskaitų poveikis akcijų kainoms šioje rinkoje gali skirtis nuo didžiųjų rinkų tendencijų. Be to, mokslinėje literatūroje trūksta tyrimų, tiesiogiai lyginančių audituotų ir neaudituočių finansinių ataskaitų poveikį Baltijos šalių akcijų rinkoje. Todėl šis tyrimas padeda geriau suprasti audito reikšmę mažose kapitalo rinkose ir investuotojų reakciją į skirtingo patikimumo finansinę informaciją.
3. Audituočių ir neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimo įtakos įmonių, listinguojamų Nasdaq Baltic biržoje, akcijų kainos įvertinimui buvo pasirinktas įvykio analizės metodas. Tyrimas atliktas pasirinkus 27 nefinansines Nasdaq Baltic akcijų biržoje kotiruojamas įmones ir jų viešai prieinamas 2005 – 2025 metines ir tarpines finansines ataskaitas bei akcijų kiekvienos dienos uždarymo kainas. O kaip rinkos grąžos rodiklis naudojamas OMX Baltic Benchmark indeksas.
4. Lyginamoji audituočių ir neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimo įvykio analizė atskleidė statistškai reikšmingus skirtumus tarp šių grupių kaupiamųjų nenormaliųjų grąžų (CAAR). Audituočių ataskaitų paskelbimas generavo statistškai reikšmingą teigiamą CAAR $[-5;5]$ ir $[-3;3]$ languose, tačiau trumpiausiam $[-1;1]$ lange rezultatas nebuvo reikšmingas, kas tik

patvirtino kad rinkos reakcija formuojasi palaipsniui. Neaudituočių ataskaitų grupėje CAAR buvo statistiškai nereikšminga visuose languose ir tai leidžia daryti išvadą, kad audito statusas veikia listinguojamų įmonių akcijų kainas ir turi informacinę vertę Nasdaq Baltic biržos investuotojams.

5. Šalių lygio analizė atskleidė, kad akcijų gražos aplink audituotų ir neaudituočių ataskaitų paskebinimą tendencijos tarp šalių skiriasi, o tai leidžia kelti hipotezę, kad Baltijos rinkos į finansinę informaciją gali reaguoti skirtingai. Analizė visgi neatskleidė statistiškai reikšmingos rinkos reakcijos nė vienoje Baltijos valstybėje, tačiau tai greičiausiai lemia nepakankamas imties dydis šalies lygiu, o ne realaus efekto nebuvimas.
6. Pelningumo naujienų skelbimo audituotose ir neaudituose ataskaitose analizės rezultatai patvirtina, kad Nasdaq Baltic biržos investuotojai reaguoja į įmonių skelbiamą pelningumo informaciją kryptingai ir diferencijuotai. Nors ir audituotose, ir neaudituose ataskaitose skelbiama pelningų finansinių metų informacija teigiamai veikė įmonės akcijų kainą, o nuostolingų finansinių metų – neigiamai, tačiau tik audituotų ataskaitų skelbimo įtaka buvo statistiškai reikšminga. Tai parodo, kad audito statusas turi reikšmingą poveikį šio signalo suvokimui: audituotų ataskaitų pelningumo naujienos sukelia statistiškai patikimesnę rinkos reakciją nei neaudituočių, o tai patvirtina, kad išorinis auditas mažina informacijos asimetriją ir didina finansinių ataskaitų patikimumą investuotojų akyse. Neaudituočių ataskaitų atveju stebimas silpnesnis statistinis reikšmingumas leidžia daryti išvadą, kad rinka į preliminarinius finansinius rezultatus reaguoja atsargiau, tikėdamasi galimų pataisymų galutinio audito metu.
7. Likvidumo naujienų skelbimo audituotose ir neaudituose ataskaitose analizės rezultatai patvirtina, kad Nasdaq Baltic biržos investuotojai įmonių trumpalaikį finansinį stabilumą vertina kaip reikšmingą signalą ir į jį reaguoja kryptingai. Audituočių ataskaitų grupėje nustatyta statistiškai patikima ir simetriška rinkos reakcija tiek į gerą, tiek į blogą likvidumo informaciją, o tai rodo, kad rinka šį rodiklį interpretuoja nuosekliai. Neaudituočių ataskaitų grupėje reakcijos kryptis išlieka ta pati, tačiau ji nepasiekia statistinio reikšmingumo nė viename įvykio lange, kas leidžia daryti išvadą, kad be auditoriaus patvirtinimo likvidumo signalas rinkoje suvokiamas kaip mažiau patikimas. Šie rezultatai glaudžiai dera su pelningumo analizėje nustatytomis tendencijomis ir papildomai sustiprina bendrą tyrimo išvadą, kad auditas atlieka svarbią informacinę funkciją kapitalo rinkose - nepriklausomai nuo analizuojamo finansinio rodiklio pobūdžio.

8. Atliktas tyrimas parodė, kad Nasdaq Baltic birža neatitinka pusiau stiprios efektyvios rinkos hipotezės, nes audituotų ataskaitų paskelbimas sukelia statistiškai reikšmingą nenormalią grąžą keliuose įvykio languose, o tai sudaro sąlygas informuotiems investuotojams sistemingai pasinaudoti audituotose ataskaitose atskleidžiama finansine informacija ir gauti grąžą, didesnę nei rinkos vidurkis.
9. Šio tyrimo metu detalesnis įmonių skaidymas į pogrupius buvo negalimas dėl per mažo susidarančio tiriamų įvykių kiekio dalyje pogrupių. Ateities tyrimuose būtų tikslinga praplėsti tyrimo imtį, įtraukiant papildomų Nasdaq Baltic listinguojamų įmonių. Tai leistų gauti daugiau stebėjimų ir atlikti išsamesnę analizę. Platesnė duomenų bazė sudarytų galimybes įmones grupuoti pagal jų veiklos sektorius ar vykdomos veiklos pobūdį, taip išryškinant galimus skirtumus tarp atskirų rinkos segmentų. Imties išplėtimas taip pat leistų atlikti audituotų ir neaudituočių finansinių ataskaitų poveikio įmonių akcijų kainoms palyginamąją analizę skirtingais ekonominiais laikotarpiais. Tad būtų galima įvertinti finansinės informacijos patikimumo reikšmę investuotojų sprendimams bei rinkos reakcijai įvairiomis ekonominėmis sąlygomis.

LITERATŪROS SĄRAŠAS

Abad, D., Sánchez-Ballesta, J. P., & Yagüe, J. (2017). Audit opinions and information asymmetry in the stock market. *Accounting & finance*, 57(2), 565-595. Prieiga internetu: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/acfi.12175>

ACCA. (2023). Understanding financial statements and decision usefulness. Association of Chartered Certified Accountants. <https://www.accaglobal.com>

ACCA. The Conceptual Framework for Financial Reporting. ACCA Global. <https://www.accaglobal.com/gb/en/student/exam-support-resources/professional-exams-study-resources/strategic-business-reporting/technical-articles/conceptual-framework.html>

Acito, A., Amel-Zadeh, A., Anderson, J., Anderson, W. L., Aobdia, D., Brochet, F., ... & Zame, W. R. (2024). Market-based incentives for optimal audit quality. Prieiga internetu: <https://pcaobus.org/resources/information-for-academics/publications-and-workingpapers/working-paper--market-based-audit-quality>

Agudelo Aguirre, R. A., & Agudelo Aguirre, A. A. (2024). Behavioral finance: Evolution from the classical theory and remarks. *Journal of Economic Surveys*, 38(2), 452-475. Prieiga internetu: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/joes.12593?casa_token=iwiJYG4Dr0MAAAAA:78dpPsVieMRdBhycxj0uwjgdxh-6hKVLY7G9yWiqlm7Ndzq2MwP7Fo3PFETm1YVOekUSPWQa3YE-

Akerlof, G. A. (1978). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. In *Uncertainty in economics* (pp. 235-251). Academic Press. Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B978012214850750022X>

Alves, C. F., & Teixeira Dos Santos, F. (2008). Do first and third quarter unaudited financial reports matter? The Portuguese case. *European Accounting Review*, 17(2), 361-392. Prieiga internetu: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/09638180802156399>

Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of financial markets*, 5(1), 31-56. Prieiga internetu: [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)

Ammer, M. A., & Sattarov, A. (2025). Enhancing Investors' Decision-Making through Financial Risk Management: Role of Corporate Governance and Financial Communication Transparency. *Decision Making: Applications in Management and Engineering*, 8(2), 376-394. Prieiga internetu: <https://dmame-journal.org/index.php/dmame/article/view/1527>

Anjani, P. (2023). Enhancing transparency and trust through effective financial statement audits. *Advances in Managerial Auditing Research*, 1(3), 103-113. Prieiga internetu: <http://advancesinresearch.id/index.php/AMAR/article/view/228>

Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. Prieiga internetu: <https://business.uq.edu.au/sites/default/files/events/files/wguay-paper2.pdf>

Ball, R. & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2). Prieiga internetu: http://www.econ.sdu.edu.cn/_local/1/98/B2/33257BDD4DD4A433144B2620682_119BC2A7_22098C.pdf

Ball, R. (1994). The development, accomplishments and limitations of the theory of stock market efficiency. *Managerial Finance*, 20(2), 3-48. Prieiga internetu: <https://www.emerald.com/mf/article/20/2/3/285118>

Ball, R., & Kothari, S. P. (1991). Security returns around earnings announcements. *The Accounting Review*, 66(4), 718–738. Prieiga internetu: <https://www.jstor.org/stable/248152>

Beaver, W. H. (1989). *Financial reporting: An accounting revolution*. Prentice Hall. Prieiga internetu: https://archive.org/details/financialreporti0000beav_b4e9/page/n9/mode/2up

Brockbank, B. G., Do, C., & Lawson, B. P. (2023). Audit market concentration and audit quality: Evidence from analysts' forecasts. *Accounting Horizons*, 37(3), 59-77. Prieiga internetu: <https://publications.aaahq.org/accounting-horizons/article-abstract/37/3/59/302/Audit-Market-Concentration-and-Audit-Quality?redirectedFrom=fulltext>

CEE Legal Matters (2023). Comparative Legal Guide: Capital Markets 2023 – Latvia (Nasdaq Baltic struktūra, Main/Secondary vs First North). Prieiga internetu: https://ceelegalmatters.com/Magazines/Guides/CEELegalMatters_ComparativeGuide_CapitalMarkets2023_Latvia.pdf

Cenesizoglu, T. (2015). The reaction of stock returns to news about fundamentals. *Management Science*, 61(5), 1072-1093. Prieiga internetu: <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.2013.1859>

Chaudhary, A. K. (2013). Impact of behavioral finance in investment decisions and strategies—a fresh approach. *International journal of management research and business strategy*, 2(2), 85-92. Prieiga internetu: <https://www.academia.edu/download/36078903/BF.pdf>

Chaudhry, M. I., & Sam, A. G. (2018). Herding behaviour and the declining value relevance of accounting information: evidence from an emerging stock market. *Applied Economics*, 50(49), 5335-5353. Prieiga internetu: https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00036846.2018.1486989?casa_token=bOWOCv7UJqkAAAAA:-H86xqDSFFBlee6tajSdgfUVLy4zTjOmatBvUjB_d2lTaBEaNRpSPskTIsHBJISfNZYPebncC9Y

Cioca, I. C. (2020). The Importance Of Financial Statements In The Decision-Making Process. *Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica*, 1(22), 73-83. Prieiga internetu: <http://oeconomica.uab.ro/upload/lucrari/2220201/07.pdf>

Claudia-Elena, G. I., & Lucia, M. D. (2020). Short incursion on annual financial reports versus interim financial reports. *Ecoforum Journal*, 9(2). Prieiga internetu: <https://ecoforumjournal.ro/index.php/eco/article/view/1946>

Cready, W. M., & Gurun, U. G. (2010). Aggregate market reaction to earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 48(2), 289–334. Prieiga internetu: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00369.x>

Darmawan, A. (2023). Audit quality and its impact on financial reporting transparency. *Golden Ratio of Auditing Research*, 3(1), 32-45. Prieiga internetu: <https://www.goldenratio.id/index.php/grar/article/view/375>

DeAngelo, L. E. (1981). Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3, 183–199. Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0165410181900021>

Dhifi, K., & Zouari-Hadiji, R. (2024). The relationship between audit quality and firm performance: the mediating effect of integrated reporting. *International Journal of Disclosure and*

Governance, 21(4), 612-622. Prieiga internetu: <https://link.springer.com/article/10.1057/s41310-024-00224-9>

El Badlaoui, A., Cherqaoui, M., & Er-Rami, I. (2023). Market reaction to modified audit opinions: A systematic literature review in both developed and developing countries. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 19(1), 287–317. Prieiga internetu: <https://doi.org/10.21315/aamjaf2023.19.1.10>

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. Prieiga internetu: <https://www.jstor.org/stable/2325486>

Francis, J. R. (2011). A framework for understanding and researching audit quality. *Auditing: A journal of practice & theory*, 30(2), 125-152. Prieiga internetu: <https://publications.aaahq.org/ajpt/article-abstract/30/2/125/5713>

Friedman, H. L., & Zeng, Z. (2024). Retail investor trading and market reactions to earnings announcements. Available at SSRN 3817979. Prieiga internetu: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3817979

Gao, W. (2024). Cash flow duration and market reactions to earnings announcements. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 63(2), 679-714. Prieiga internetu: <https://link.springer.com/article/10.1007/s11156-024-01269-1>

Geiger, M. A., & Kumas, A. (2018). Anticipation and reaction to going-concern modified audit opinions by sophisticated investors. *International Journal of Auditing*, 22(3), 522-535. Prieiga internetu:

https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/ijau.12135?casa_token=5eMtJh1ex3MAAAAA:O4P1BIX6xc1zdDfoxUz57hgXP3STVfER7izgPoaaOCXOADKG17l-y2aCAGlZ5VdqE8ucAX1c8Sw

Gondhalekar, V., Joshi, M., & McKendall, M. (2012). Short-and long-term share price reaction to announcements of financial restatements. Prieiga internetu: <https://www.emerald.com/books/edited-volume/14728/chapter/85795413>

Grossman, S. J. & Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*, 70(3), 393–408. Prieiga internetu: <https://www.jstor.org/stable/1805228>

Gunawan, H., & Lina, E. O. (2015). Mandatory and voluntary disclosure of annual report on investor reaction. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 311-314. Prieiga internetu: <https://dergipark.org.tr/en/pub/ijefi/article/352296>

Gunther, J. W., & Moore, R. R. (2003). Early warning models in real time. *Journal of banking & finance*, 27(10), 1979-2001. Prieiga internetu: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S037842660200314X?casa_token=td3iJ_IQpZAAA:AAAA:mieekNxsQf2icOmJgQvCp8bZ8p7gNbqq3c1IqM7m_vpLcdeazTmtQhmIe8pkpWMYvBirmSSf

Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405–440. Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410101000180>

Helenurm, V. (2020). *Dividend announcement impact on stock prices of Nasdaq OMX Baltic listed companies* (Bachelor's thesis). Tallinn University of Technology. Prieiga internetu: <https://digikogu.taltech.ee/en/Download/9f1923c6-dae1-45a8-8ce3-25ac66c42345>

Higgs, J. L., & Skantz, T. R. (2006). Audit and nonaudit fees and the market's reaction to earnings announcements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 25(1), 1-26. <https://publications.aaahq.org/ajpt/article-abstract/25/1/1/5607>

Higson, C. (2003). The information content of financial reporting and share price behaviour. *Accounting and Business Research*, 33(3), 165–176. Prieiga internetu: <https://doi.org/10.1080/00014788.2003.9729645>

Hotchkiss, E. S., & Strickland, D. (2003). Does shareholder composition matter? Evidence from the market reaction to corporate earnings announcements. *The Journal of Finance*, 58(4), 1469-1498. Prieiga internetu: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1540-6261.00574?casa_token=qag7IKbgvr0AAAAA:9-fKsv8JrxetGnMPPIPoZdsizpY4RQNSugZvdalZB8CfjSn74qNh4q032xTJSQwbwjI3FKGXT95k

IAASB (IFAC) (2015). International Standard on Auditing (ISA) 700 (Revised): Forming an Opinion and Reporting on Financial Statements. <https://www.iaasb.org/publications/international-standard-auditing-isa-700-revised-forming-opinion-and-reporting-financial-statements>

IASB. (2018). Conceptual framework for financial reporting. International Accounting Standards Board. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/conceptual-framework/>

IFRS Foundation. (2018). Conceptual Framework for Financial Reporting – Project Summary (March 2018). <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/conceptual-framework/fact-sheet-project-summary-and-feedback-statement/conceptual-framework-project-summary.pdf>

Ivanitsky, V. P., & Tatyannikov, V. A. (2018). Information asymmetry in financial markets: challenges and threats. *Ekonomika Regiona= Economy of Regions*, (4), 1156. Prieiga internetu: https://search.proquest.com/openview/fba032de5586b4036f38bfd885688e38/1?pq-origsite=gscholar&cbl=5002427&casa_token=DqdfOc-Y-GwAAAAA:1RmDJP277YwKx16_73ddSkvoDnZg1EfXvLuBKkVAXqhDJi27mx7J30kFn-h2GbrxBA-8SUfa

Kajüter, P., Klassmann, F., & Nienhaus, M. (2016). Do reviews by external auditors improve the information content of interim financial statements?. *The International Journal of Accounting*, 51(1), 23-50. Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0020706316000042>

Kausar, A. (2005). Bad news disclosures and market bias: do investors underreact?. <https://dspace.lib.cranfield.ac.uk/items/2536e12d-63ba-48eb-b0ed-0a11ab84e677>

Khairajani, D. (2023). Efficient market hypothesis: A conceptual framework. In *Emerging Trends and Innovations in Industries of the developing world* (pp. 140-145). CRC Press. Prieiga internetu: <https://www.taylorfrancis.com/chapters/edit/10.1201/9781003457602-25/efficient-market-hypothesis-conceptual-framework-dharmendra-khairajani>

Koncevičienė, I., & Nausėdaitė, I. (2013). Informacinio efekto tyrimas išsivysčiusių ir kylančių šalių akcijų rinkose. *Applied Economics: Systematic Research*, 7(1). Prieiga internetu: <https://www.ceeol.com/search/article-detail?id=6044>

Kothari, S. P. & Wasley, C. (2019). Commemorating the Fifty-Year Anniversary of Ball and Brown (1968): The Evolution of Capital Market Research over the Past Fifty Years. Prieiga internetu: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1475-679X.12287>

Kothari, S. P., Lewellen, J., & Warner, J. B. (2006). Stock returns, aggregate earnings surprises, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 537–568. Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X05001182>

Lakhal, F. (2008). Stock market liquidity and information asymmetry around voluntary earnings disclosures: New evidence from France. *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), 60-75. Prieiga internetu: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/17439130810837384/full/pdf>

Lakhani, A. (2016). Imposing Company Ownership Transparency Requirements: Opportunities for Effective Governance of Equity Capital Markets or Constraints on Corporate Performance. *Chi.-Kent J. Int'l & Comp. L.*, 16, 122. Prieiga internetu: https://heinonline.org/hol-cgi-bin/get_pdf.cgi?handle=hein.journals/chkji16§ion=6&casa_token=Fmx06FjKKJoAAAA:WsqEm4YSMBuZxFfWdQyNibvrEKjcUwUmg25nXuptvD-yvdLBTzfMptDWRPpWjT6zodDoAws

Lee, H. L., & Lee, H. (2013). Do Big 4 audit firms improve the value relevance of earnings and equity?. *Managerial Auditing Journal*, 28(7), 628-646. Prieiga internetu: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MAJ-07-2012-0728/full/pdf>

Legenzova, R., Jurakovaitė, O., & Galinskaitė, A. (2017). The analysis of dividend announcement impact on stock prices of Baltic companies. *Central European Business Review*, 6(1), 45–57. Prieiga internetu: <https://cebr.vse.cz/pdfs/cbr/2017/01/05.pdf>

Lo, A. W. (2005). Reconciling efficient markets with behavioral finance: the adaptive markets hypothesis. *Journal of investment consulting*, 7(2), 21-44. Prieiga internetu: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1702447

López, D. M., & Peters, G. F. (2012). The effect of workload compression on audit quality. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 31(4), 139–165. Prieiga internetu: <https://doi.org/10.2308/ajpt-10305>

Marshall, N. T., Schroeder, J. H., & Yohn, T. L. (2019). An incomplete audit at the earnings announcement: Implications for financial reporting quality and the market's response to earnings. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2035-2068. Prieiga internetu: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1911-3846.12472>

- Mat, S. A., Mohamed, N., Muhammad, K., Ghani, E. K., & Ali, M. M. (2021). The influence of auditors' reputation, auditors' fee and auditors' scepticism audit quality in earnings management. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 25(6), 1-11. Prieiga internetu: <https://www.academia.edu/download/105019141/The-influence-Auditors-Reputation-auditors-Fee-and-auditors-Scepticism-audit-Quality-Earnings-Management-1528-2635-25-6-825.pdf>
- Muendler, M. A. (2007). The possibility of informationally efficient markets. *Journal of Economic Theory*, 133(1), 467-483. Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S002205310600007X>
- Nasdaq Baltic (n.d.). Share list / Statistics (Baltic Main, Secondary, First North lists). <https://nasdaqbaltic.com/statistics/en/>
- Nasdaq Baltic. (2026). Reports (issuer reporting page – example). Žiūrėta 2026-05-18. Prieiga internetu: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/en/instrument/EE3100145616/reports>
- Nasdaq Baltic. Trading Day Structure. <https://nasdaqbaltic.com/market-information/trading-day/>
- Naseer, M., & Bin Tariq, D. Y. (2015). The efficient market hypothesis: A critical review of the literature. *The IUP journal of financial risk management*, 12(4), 48-63. Prieiga internetu: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2714844
- Nyakurukwa, K., & Seetharam, Y. (2023). Alternatives to the efficient market hypothesis: an overview. *Journal of Capital Markets Studies*, 7(2), 111-124. Prieiga internetu: <https://www.emerald.com/jcms/article/7/2/111/206796>
- Oberholster, J. G., Zulu, M., & De Klerk, M. (2017). A comparison of the value relevance of interim and annual financial statements. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 20(1), 1-11. <https://journals.co.za/doi/abs/10.4102/sajems.v20i1.1498>
- Pervan, I., Pivac, S., & Škorić, A. (2024). INVESTORS' REACTIONS ON PUBLICATION OF QUARTERLY EARNINGS AT ZAGREB STOCK EXCHANGE: TRENDS AND FIRMS SPECIFIC EXPLANATORY FACTORS. Prieiga internetu: <https://repozitorij.efst.unist.hr/object/efst:6142>
- Prakash, J. (2012). A study of weak, semi-strong and strong forms of market efficiency: review of literature. *Journal of global research & analysis*, 1, 98. Prieiga internetu: <https://geetalawcollege.in/uploads/pdf/December-2012-Issue.pdf#page=101>

Schmitz, P. (2007). Market and individual investors reactions to corporate news in the media. Prieiga internetu: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1004488

Shiller, R. J. (1990). Market volatility and investor behavior. *The American Economic Review*, 80(2), 58-62. Prieiga internetu: https://www.jstor.org/stable/2006543?casa_token=t9QhqJiGXIAAAAAA:PAiMZGWKqxzS6qzHH_eQs7m6Cb1UC6oYpPz8diHatpmZDODS68o7FXYxgbHfd_Ei79dMMe74LRZg4Ejv7Fz8ZEnk0mGzVTCKAAZRu3IPBh_4H_1UQFA

Spence, M. (1978). Job market signaling. In *Uncertainty in economics* (pp. 281-306). Academic Press. Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780122148507500255>

Stoumbos, R. (2023). The growth of information asymmetry between earnings announcements and its implications for reporting frequency. *Management Science*, 69(3), 1901-1928. Prieiga internetu: <https://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.2022.4408>

Sun, P. W., & Wen, Z. (2023). Stock return predictability of the cumulative abnormal returns around the earnings announcement date: Evidence from China. *International Review of Finance*, 23(1), 58-86. Prieiga internetu: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/irfi.12380?casa_token=9C9zi3Ov3O8AAAAA:bCB6gA0Xi_5B_Wt8aXoV1CTXoqW7bP1YhqGfkZ9HCKna2c8w2-bkCHPZf3Cm-kzUCNoXAakOpyIy

Tarmidi, D., Murwaningsari, E., & Ahnan, Z. M. (2021). Earnings quality and audit quality: Analysis of investor reaction. *Humanities and Social Sciences Letters*, 9(3), 250-259. Prieiga internetu: https://www.researchgate.net/profile/Deden-Tarmidi/publication/354143436_Earnings_Quality_and_Audit_Quality_Analysis_of_Investor_Reaction/links/61273ff60360302a005bd972/Earnings-Quality-and-Audit-Quality-Analysis-of-Investor-Reaction.pdf

Teoh, S. H. & Wong, T. J. (1993). Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient. *The Accounting Review*, 68(2), 346–366. Prieiga internetu: <https://www.jstor.org/stable/248405>

Titan, A. G. (2015). The efficient market hypothesis: Review of specialized literature and empirical research. *Procedia Economics and Finance*, 32, 442-449. Prieiga internetu: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115014161>

Ugras, Y. J., & Ritter, M. A. (2025). Market Reaction to Earnings Announcements Under Different Volatility Regimes. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(1), 19. Prieiga internetu: <https://www.mdpi.com/1911-8074/18/1/19>

Visedsun, N., Haekerd, K., Kwanmuang, P., & Aujirapongpan, S. (2025). Does audit quality enhance the value relevance of earnings and book value on the market price of common shares? Evidence from Thailand. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(10), 547. Prieiga internetu: <https://www.mdpi.com/1911-8074/18/10/547>

Wibowo, A. S., & Andayani, S. (2024). The Impact of Financial Performance and Audit Opinion on the Stock Price of Technology Companies. *JASa (Jurnal Akuntansi, Audit dan Sistem Informasi Akuntansi)*, 8(2), 470-483. Prieiga internetu: <https://journalfeb.unla.ac.id/index.php/jasa/article/view/2611>

Wijaya, A. L. (2020). Profitability, audit quality, and firm value: Case on Indonesian manufacturing companies. *Contabilidad y Negocios*, 15(30), 43-61. Prieiga internetu: <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/contabilidadyNegocios/article/view/23140>

AKCIJŲ KAINŲ REAKCIJA Į AUDITUOTŲ IR NEAUDITUOTŲ FINANSINIŲ ATASKAITŲ PASKELBIMĄ NASDAQ BALTIC BIRŽOJE

UGNĖ BUDZEVIČIŪTĖ

Magistro baigiamasis darbas

Apskaita ir finansų valdymas

Vilniaus universitetas, Ekonomikos ir verslo administravimo fakultetas

Vadovas – Dr. Kastytis Senkus

Vilnius, 2026

Santrauka

68 puslapiai, 6 paveikslai, 9 lentelės, 80 literatūros šaltinių.

Finansinių ataskaitų paskelbimas yra vienas svarbiausių informacinių įvykių kapitalo rinkose, todėl pagrindinis darbo tikslas yra išanalizuoti, kaip audituotų ir neaudituočių finansinių ataskaitų paskelbimas veikia akcijų kainų pokyčius Nasdaq Baltic biržoje. Rašto darbą sudaro trys pagrindiniai skyriai: mokslinės literatūros analizė, tyrimo metodologija ir tyrimo rezultatai.

Pirmame skyriuje, remiantis mokslinės literatūros analize, nagrinėjama finansinės informacijos reikšmė kapitalo rinkose, audito vaidmuo kaip finansinės informacijos patikimumo mechanizmas bei akcijų kainų reakcijos į finansinės informacijos paskelbimą teoriniai pagrindai. Taip pat aprašoma efektyvios rinkos hipotezė, informacijos asimetrijos problema ir mažų bei besivystančių kapitalo rinkų, tarp kurių priskiriama ir Nasdaq Baltic birža, specifika. Antrajame skyriuje aprašoma įvykių tyrimo metodologija, tyrimo imties sudarymo principai, įvykio langų pasirinkimo logika bei statistinio reikšmingumo vertinimo kriterijai. Trečiajame skyriuje pateikiami empirinio tyrimo rezultatai ir jų palyginimas su moksline literatūra.

Išvadosi ir pasiūlymai apibendrina teorinės ir empirinės Darbo dalių rezultatus. Nustatyta, kad audituotų finansinių ataskaitų paskelbimas Nasdaq Baltic biržoje sukelia statistiškai reikšmingą teigiamą rinkos reakciją, o neaudituočių ataskaitų paskelbimo poveikis akcijų kainoms statistiškai reikšmingo efekto neturi. Atlikta papildoma šalių lygio analizė atskleidė, kad reakcijos stiprumas skiriasi tarp Estijos, Latvijos ir Lietuvos įmonių, o audito statusas sustiprina finansinėse ataskaitose pateikiamų signalų patikimumą.

STOCK PRICE REACTIONS TO THE RELEASE OF AUDITED AND UNAUDITED FINANCIAL STATEMENTS ON NASDAQ BALTIC EXCHANGE

UGNĖ BUDZEVIČIŪTĖ

Master thesis

Accounting and Financial Management

Vilnius University, Faculty of Economics and Business Administration

Supervisor – Dr. Kastytis Senkus

Vilnius 2026

Summary

68 pages, 6 pictures, 9 tables, 80 references.

The publication of financial statements is one of the most significant informational events in capital markets. Therefore, the main objective of this paper is to analyze how the publication of audited and unaudited financial statements affects stock price changes on the Nasdaq Baltic exchange. The paper consists of three main chapters: a review of the scientific literature, the research methodology, and the research results.

The first chapter based on an analysis of the scientific literature examines the significance of financial information in capital markets, the role of auditing as a mechanism for ensuring the reliability of financial information and the theoretical foundations of stock price reactions to the publication of financial information. It also covers the efficient market hypothesis, the problem of information asymmetry and the specific characteristics of small and developing capital markets, among which the Nasdaq Baltic exchange is included. The second chapter describes the event study methodology, the principles of sample formation, the rationale for the selection of event windows, and the criteria for assessing statistical significance. The third chapter presents the results of the empirical research and its comparison with the scientific literature.

The conclusions and recommendations summarize the results of both the theoretical and empirical parts of the paper. Results of the study show that publication of audited financial statements on the Nasdaq Baltic exchange generates a statistically significant positive market reaction, whereas the publication of unaudited financial statements does not produce a statistically significant effect on

stock prices. An additional country-level analysis revealed that the strength of the market reaction differs among Estonian, Latvian, and Lithuanian companies and that audit status reinforces the credibility of the signals conveyed in financial statements.