

Mait Suursaar

**AKTSIATE ESMAEMISSIOONIDE
JÄRGNE TOOTLUS JA NEID
ISELOOMUSTAVAD
KARAKTERISTIKUD BALTI
BÖRSIL PERIOODIL 2011–2021**

LÕPUTÖÖ

Teenusmajanduse instituut

Ärijuhtimise õppekava

Juhendaja: Ave Nukka

Mõdriku 2023

Mina, Mait Suursaar, tõendan, et lõputöö on minu kirjutatud. Töö koostamisel kasutatud teiste autorite, sh juhendaja teoste on viidatud õiguspäraselt.

Kõik isiklikud ja varalised autoriõigused käesoleva lõputöö osas kuuluvad autorile ainuisikuliselt ning need on kaitstud autoriõiguse seadusega.

Juhendaja Ave Nukka

Lõputöö on kaitsmisele lubatud Tallinna Tehnikakõrgkooli Teenusmajanduse instituudi direktori korraldusega nr 1-14/1, kuupäev 04.01.2023.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Mait Suursaar,

sünnikuupäev: 08.05.2000 annan Tallinna Tehnikakõrgkoolile (edaspidi kõrgkool) tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

„Aktsiate esmaemissioonide järgne tootlus ja neid iseloomustavad karakteristikud balti börsil perioodil 2011–2021“.

- 1) reprodutseerimiseks paberkandjal kõrgkooli raamatukogus avaldamise ja säilitamise eesmärgil;
- 2) elektroonseks avaldamiseks kõrgkooli repositooriumi kaudu;
- 3) kui lõputöö avaldamisele on instituudi direktori korraldusega kehtestatud tähtajaline piirang, lõputöö avaldada pärast piirangu lõppemist.

Olen teadlik, et nimetatud õigused jäävad alles ka autorile ja kinnitan, et:

- 1) lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid ega muid õigusi;
- 2) PDF-failina esitatud töö vastab täielikult kirjalikult esitatud tööle.

Mõrdiku, 05.01.2023 /allkirjastatud digitaalselt/

SISUKORD

SISSEJUHATUS.....	4
1 AKTSIATE ESMAEMISSIONIDE JÄRGNE TOOTLUS	6
1.1 Väärtpaberid ja börs.....	6
1.2 Aktsiate esmane avalik pakkumine	8
1.2.1 Peamiste turuosaliste eesmärgid.....	9
1.2.2 Avaliku pakkumise protsess.....	12
1.3 Aktsiate esmaemissioonide hindamine.....	14
1.3.1 Pakkumist mõjutavad tegurid.....	15
1.3.2 Ettevõtte fundamentaalanalüüs	24
1.4 Aktsiate esmaemissioonide järgsete tootluste võimalikud seosed	28
2 EMPIIRILISE UURINGU METOODIKA.....	33
3 AKTSIATE ESMAEMISSIONIDE JÄRGNE TOOTLUS JA NEID ISELOOMUSTAVAD KARAKTERISTIKUD BALTI BÖRSIL PERIOODIL 2011–2021	37
3.1 Uuringuperioodil toimunud IPO-de ülevaade	37
3.2 Investeerimisotsused IPO ajastuse ja prospektis esitatud info alusel	41
3.3 Tähelepanuväärsed asjaolud märkimisperioodil ja järelturul	49
3.4 IPO-s osaleva ettevõtte finantsnäitajate ja esimese börsiaasta tootluse seos.....	65
3.5 Aktsiate esmaemissioonide järgsete tootluste võimalikud seosed	71
KOKKUVÕTE.....	73
SUMMARY	75
VIIDATUD ALLIKAD.....	77
LISAD	83
Lisa 1. Balti börsi põhi- ja lisanimekirja ning alternatiivturu nõuete võrdlus.....	84
Lisa 2. Lihtsustatud kasumiaruande skeem.....	85
Lisa 3. Lihtsustatud bilansiskeem	86
Lisa 4. Dokumendite vaatlusplaan	87
Lisa 5. Balti börsi põhinimekirjas 2011–2021 toimunud IPO-de kokkuvõte	88
Lisa 6. Uuritavate IPO-de esimese kauplemissaasta graafikud	89

SISSEJUHATUS

Üha kiiresti arenevas majanduskeskkonnas on nii investoritele, kes soovivad investeringutest tulu teenida, kui ka ettevõtjatele, kes soovivad leida optimaalset rahastust suurtele projektidele, aina paremad võimalused siseneda aktsiaturgudele. Seda tõestab viimasel ajal suuresti kasvanud aktsiate avalike pakkumiste arv. Vähem kui kvartaalse kauplemisajalooga ettevõtted Enefit Green ja Hepsor lisati Balti börsiindeksisse, mis mõõdab Nasdaq Balti börsil noteeritud suurimate ja enim kaubeldavate väärtpaperite tootlust (Indeksi OMX Baltic Benchmark uus koosseis, 2021).

Rekordtasemeni jõudnud investeeritud raha hulk börsidel ja investorite arvu kiire kasv iseloomustavad investeerimisaktiivsuse tõusu, mida tõestab viimase viie aastaga kahekordistunud Tallinna Börsi aktsiatesse investeeritud kapital (Tõnisson, 2021). Investeerimine nõuab aina enam alustaval investoril ettevõtluse ja väärtpaperituru algteadmisi, mida paraku alustaval jaeinvestoril ei tarvitse piisavalt olla ning ta võtab seetõttu suurema riski esimesi investeringuid tehes.

Investorid leiavad sageli enda esimese tee investeerimiseni just läbi väärtpaperite emissioonide, mis on lihtne tänu suhteliselt kergesti kättesaadavatele andmetele ning on võimendatud läbi meedia. Kuid keskmisel investoril on vähe asjakohast kogemust ja teadmisi, milliseid otsuseid tuleks võtta vastu investeerides aktsia esmasemissioonidel. Eestis on üldiselt teada, et investeerimine ei ole laialt levinud ning suurele tarbijaskonnale pigem riskantne - ligikaudu 73% leibkondadest on Eesti Panga 2017. aasta küsitluses vastanud, et ei ole valmis mingit finantsriski võtma (Meriküll & Rõõm, 2021).

2021. aastal kogusid esmased avalikud pakkumised ehk IPO-d (*Initial Public Offering*) rohkem kapitali kui kunagi varem ajaloos (286 miljardit dollarit ehk 85% kasv 2020. aastaga võrreldes), mis on tingitud idufirmade ja varajaste investorite nõudlusest realiseerida investeringuid börsilt. (Driebusch & Santilli, 2021) Nasdaq'i majandusuuringute andmetel on viimastel aastatel turule tulevate ettevõtete ehk IPO-de arv ning esimese kauplemispäeva tootlus kasvavas trendis (Mackintosh, 2021).

Varasemad uuringud näitavad, et enamik aktsia esmasemissioonide ehk IPO-de tootlusi muutub siiski pikemas perspektiivis negatiivseks. Valdavalt enamus emitente on hilisemalt langenud alla IPO järgse väärtuse (Bary, 2021). Olukord võib olla tingitud sellest, et IPO-dega kaasneb tihti palju ebakindlust, kuna suurem osa ettevõtetest on väikese ajalooga ning enamus tulude kasvust on hinnanguline (Mackintosh, 2021). Ebakindlust võib turul tekitada näiteks volatiilsus, mis turuosaliste poolt luuakse pidevalt suureneva IPO-de arvu ja ühiskonna suureneva investeerimishuvi tõttu.

Arvestades turuolukorra muutusi, puuduvad piisavad kvantitatiivsed uuringud viimastel aastatel toimunud IPO-de esialgsete tootluste ja peamiste karakteristikiliste seoste vahel.

Lõputöö eesmärk on selgitada välja aktsia esmaemissiooni järgset tootlust iseloomustavad tunnusjooned ning nende mõjusuund, et teha järeldusi tulusate investeeringute valikuks Balti börsil perioodil 2011–2021 toimunud IPO-de põhjal.

Lõputöö eesmärgi saavutamiseks on püstitatud järgmised ülesanded:

- anda teoreetiline ülevaade aktsia esmaemissiooni olemusest ja selle järgsest tootlusest;
- koostada empiirilise uuringu metoodika;
- kaardistada ja analüüsida Balti börsil toimunud IPO-de järgne aastatootlus ja seda iseloomustavaid tunnusjooni;
- teha järeldused tulusate investeeringute valikuks Balti börsil perioodil 2011–2021 toimunud IPO-de põhjal.

Teoreetilise osa raames tuuakse välja nii investori kui ka ettevõtte seisukohast peamised eesmärgid avalikul pakkumisel, selgitatakse avaliku pakkumise protsessi ning olulisemaid Balti börsi noteerimisnõudeid. Lisaks eeltoodule tuvastatakse teaduskirjanduses enim käsitletud aktsiahinna liikumiste tunnusjooned ehk karakteristikud ning antakse ülevaade kõige tsiteeritavamatest varasematest empiirilistest uurimustest IPO-de kohta erinevate riikide ja valdkondade lõikes.

Töö empiirilise osa täitmiseks peab eelkõige koguma vajalikke andmeid ning seletama lahti kasutatavat metoodikat. Käesoleva lõputöö teema käsitlemiseks tuleb tutvuda IPO-de emissiooniprosppektide ning börsiteadetega. Prospektidest saab leida aktsiate allokatsiooni reegleid ja perioodi pikkust esimese märkimispäeva ja esimese kauplemispäeva vahel. Börsi kodulehelt otsitakse aktsiate kauplemisajalugu ja muud informatsiooni, mida on vaja vastava analüüsi läbiviimiseks. Kõiki eelmainitud andmeid hakatakse koguma selleks, et lõputöö raames läbiviidavas empiirilises uuringus analüüsida aktsiate esmaemissioonide kauplemisajalugu erinevatel ajaperioodidel toimunud IPO-de näitel.

Uuringu tulemustest võivad olla huvitatud alustavad jaeinvestorid, kes on esialgse investeerimiseks mõeldud kapitali omandanud läbi II pensionisamba refomi. Töö võib anda investoritele sisendi kujundamaks efektiivset ja kasumlikku investeerimisstrateegiat läbi kapitali kasvutulu teenimise IPO-des. Lisaks on uuring kasulik kõigile ettevõtjatele andmaks väljundi asuda kaasama lisakapitali läbi reguleeritud börsi. Olemasoleva kokkuleppe kohaselt avaldatakse uuringutulemusi kokkuvõttev artikkel Äripäeva poolt välja antavas investor Toomase ajakirjas „Investor“.

1 AKTSIATE ESMAEMISSIONIDE JÄRGNE TOOTLUS

Investeeringute edukus nõuab investorilt ettevõtluse ja väärtpaberituru algteadmiste mõistmist, järjekindlust ja kannatlikkust. Kindlustamaks täieliku ülevaate aktsiabörsist, tuleks esmalt defineerida peamised terminid, mis on aktsia, börs, kes on turuosaliselised ning millised on väärtpaberituru peamised aktiivsuse näitajad.

1.1 Väärtpaberid ja börs

Väärtpaberit võib pidada üheks kõige enim kasutatavaks terminiks seoses investeerimisega, millest peamised on aktsia, võlakiri, optioon, futuur või mõni teine finantsvara. Lõputöös lähtutakse peamiselt aktsia teoreetilisest käsitlusest.

Äriseadustiku (ÄS) kohaselt on aktsia väärtpaber, mis annab aktsionärile õiguse osaleda aktsionäride üldkoosolekul ning kasumi ja aktsiaseltsi lõpetamisel allesjäänud vara jaotamisel (Äriseadustik § 226). Erialane kirjandus käsitleb aktsia tähendust sarnaselt - aktsia on tähtajatu väärtpaber ehk dokument, mis tõendab selle omaniku õigust osaleda ettevõtte juhtimises läbi aktsionäride koosoleku, samuti ka õigust osale ettevõtte varast (likvideerimisel) ja kasumist läbi dividendide (Roosaare, 2016). Lõputöös keskendutakse aktsiatele.

Börs on kauplemissüsteem, mille abil viiakse kokku raha paigutavad investorid, börsiliikmed ja täiendavat kapitali kaasata soovivad ettevõtted. Börs on väärtpaberite väljalaskele ehk esmaturujärgne järelturg (*secondary market*). (Viks, 2008) Finantsturge saab jagada neljaks: aktsiaturg, võlakirjaturg, kaubaturg ja tuletisinstrumentide turg (Darškuviené, 2010). Lõputöö fookuses on aktsiaturud.

Finantsturge liigitatakse mitme eri tunnuse abil, millest kõige olulisemaks lõputöö objektist lähtudes on esmane- ja järelturg. Esmasel ehk eelturul müüakse uusi väärtpabereid, mis emissiooni käigus noteeritakse börsil. Järelturgu on võimalik eristada esmasest seetõttu, et kaubeldakse varasemalt emiteeritud väärtpaberitega ehk viiakse kokku omavahel investorite müügi- ja ostusoovid. (Roos, Sander, Nurmet, & Ivanova, 2014) Kapitali struktuuri mõistes tähendab esmasel turul investeerimine ettevõttesse, kuid järelturul kaubeldakse olemasolevate aktsiatega, millest ettevõtte ei saa otsest kasu. Koostatud töö keskendub eelturu spetsifikatsioonidele ning järelturu esialgsele tootlusele.

Finantsturu osaliselised jagunevad nelja gruppi: investorid ehk raha paigutajad, emitendid ehk raha hankijad, vahendajad ehk maaklerid ning infrastruktuuri- ja järeelvalveasutused (Zirnask, 2007).

Emitent on väärtpaberituru seaduse (VPTS) tähenduses juriidiline isik, kes on võtnud kohustuse või on emiteerinud väärtpabereid (Väärtpaberituru seadus § 5). Investoreid saab liigitada institutsionaalseks (fondid ja seltsid), ning üksik ehk -jaeinvestoriks. Lõputöö on suunatud raha paigutavale jaeinvestorile.

Aktsiaturu kohta annab tervikliku pildi indeks, mida koostab tavapäraselt kohalik börs. Antud hindamisalusega väljendatakse finantsmaailma sektorites toimuvaid muutusi ehk arengusuundi. Aktsiaturu indeks, mis sisaldab mitmete erinevate edukate börsiettevõtete aktsiahinna liikumisi, võimaldab turu trendi arengut hõlpsalt jälgida, sest indeks iseloomustab aktsiate kursi muutumist mõne eelneva ajalõiguga võrreldes ning lisaks võimaldab üksikute ettevõtete aktsiahinna liikumistega võrrelda. (Indeksitest, s.a.) Lõputöös võetakse aktsia esmaemissioonide esialgse tootluse võrdluseks OMX Baltic Benchmarki aktsiaturu indeks.

Kui finantsturge liigitakse nii eel- kui ka järelturuks, siis jaotatakse ettevõtted ehk emitendid eri nimekirjadesse, mille aluseks võib olla ettevõtte suurus, väärtpaberite likviidsus, tegevusala jms. Balti börsil jagunevad aktsiad Balti põhinimekirja, Balti lisanimekirja ning Balti alternatiivturule First North. (Viks, 2008).

Seoses järjest enam karmistuvate väärtpaberite turureeglitega on tekkinud mitmeid alternatiivturge, mis on vähem reguleeritud nagu näiteks FundWise, Funderbeam, EstateGuru ja paljud teised pakkudes investoritele vähem kaitset ning likviidsust turul. Nasdaq Baltic väärtpaberibörsiettevõtted jagunevad kolme segmenti: põhi- ja lisanimekiri ning alternatiivturg ehk First North, millel kõigil on eritingimused. Moodustamise aluseks võib olla ettevõtte tegevusala ja suurus, väärtpaberite likviidsus ning nendega seotud riskid (Viks, 2008). Balti põhinimekirjas noteerimiseks (vt Lisa 1) peab näiteks ettevõtte turuväärtus olema vähemalt 4,0 miljonit eurot, ettevõttel olema vähemalt kolm aastat tegutsemisajalugu. Põhinimekirjas noteeritud ettevõtted on kasvu poolest stabiilsemad ning vähem riskantsemad, kuid ka konservatiivsemad investeerimistulususe poolest. Lisaks eeltoodule peab ettevõtte aktsiatest vähemalt 25% või 10,0 miljoni euro väärtuses olema avalikult kaubeldavad, mida kutsutakse ka vabaturu aktsiateks (*free float* või *public float*) (Free float, s.a.). Lisanimekirja ning alternatiivturu tingimused on oluliselt vähem reguleeritud, kuid samas ka riskantsemad kuna tegemist on agresiivsemas kasvufaasis olevate vähetuntud ettevõtetega.

Võrreldes börsiväliste alternatiivsete investeerimisplatvormidega, kehtib börsiettevõtetel aruande esitamiskohustus nelja kuu jooksul peale aruandeaasta lõppemist, range vahearuannete esitamiskohustus ning kõrged info avalikustamise nõuded, mille rikkumisel võib kaasneda rahaline

trahv. Börsiettevõtte ehk emitent on kohustatud avalikustama põhjused, millest on tingitud eelnevalt prognoositud majandustulemuste üle 10% ulatuses mittesaavutamine või ületamine. (Turureeglid, 2022)

Kokkuvõtvalt kasutatakse terminit väärtpaber erinevate finantsvarade nt aktsia, võlakirja või optsiooni kirjeldamiseks. Finantsturge liigitatakse eel- ja järelturuks. Börs on järelturg, kus kaubeldakse ettevõtete väärtpaberitega. Peamised turuosalised on investorid, börsiettevõtted, vahendajad ehk maaklerid ning infrastruktuuriasutused. Investoreid saab liigitada jae- ning institutsionaalseteks investoriteks. Ettevõtte liigitumine teatud börsi kauplemisnimekirja on tingitud emitendi suuruse, turuväärtuse ja emitendi väärtpaberite likviidsusest.

1.2 Aktsiate esmane avalik pakkumine

Väärtpaberite avaliku pakkumisega kaasneb sageli (eelkõige vähese kogemustega investorite seas) teatud infoküllusest loodud mõjuväli, mis võib tuleneda suuremahulistest dokumentidest ja tundmatutest terminidest, millega tõenäoliselt peab investor kokku puutuma. Seetõttu investering nõuab aktsia esmaemissiooni investeerivalt investorilt põhjalikku pakkumisega tutvumist ning eelkõige terve protsessi ja kõigi osapoolte eesmärkidest arusaamist, mille tulemusel moodustub iseseisev kaalutletud investeerimisotsus.

Väärtpaberituru seadus (VPTS) käsitleb väärtpaberite avaliku pakkumisena Euroopa Parlamendi ja nõukogu määruse 2017/1129 artikli 2 punktis d määratletud pakkumist. Teisisõnu on avalik pakkumine teade, milles esitatakse piisavalt teavet pakutavate väärtpaberite ja pakkumistingimuste kohta, et investoril oleks võimalus objektiivselt otsustada väärtpaberite ostmise või märkimise üle (Euroopa Parlamendi ja nõukogu määrus 2017/ 1129). Erialane kirjandus tõlgendab avalikku pakkumist kui protsessi, mille käigus pakutakse ettevõtte väärtpabereid kõigile soovijatele ehk avalikkusele. Ajalooliselt on aktsia kõige enam levinud väärtpaber, mida läbi avalike pakkumiste on pakutud, et saada ettevõtte investeringuteks täiendavat raha. (Zirnask, 2007) Aktsiate esmane avalik pakkumine ehk IPO annab võimaluse laiahaardeliselt avalikkusel osta esimest korda ettevõtte aktsiaid, mille käigus kujuneb ettevõtte aktsiale turuhind. (Dietrich, 2012) Aktsiad peale märkimisperioodi lõppemist tavaliselt noteeritakse kohalikul börsil. Esmased avalikud pakkumised jagunevad kaheks - suunatud intsitutsionaalsetele ja/või jaeinvestoritele. Käesolevas töös uuritakse, milline näeb välja avaliku pakkumise protsess ning fookuseks on avalikud aktsiapakkumised, mis on suunatud jaeinvestoritele ja/või institutsionaalsetele investoritele (kombineeritud).

Samuti on võimalik noteerida ettevõtte aktsiaid börsil ilma avalikku pakkumist teostamata, mida on teostanud näiteks rahvusvahelist rahaülekande teenust pakkuv ettevõtte Wise Londoni börsil (Tõnisson & Lõhmus, 2022). Otse noteerimise (*direct listing*) ja IPO peamine erinevus seisneb selles, et otse noteerimisel müüakse olemasolevaid aktsiaid avalikusele, kuid IPO korral müüb ettevõtte osa ettevõttest ja/või emiteerib uusi aktsiaid (Gibsonn Dunn, 2021). Samuti on otse noteerimisel eelis likviiduse osas olemasolevatel aktsionäridel ning protsessi kulud ehk maksumus on tunduvalt madalam kui IPO puhul. Siiski varasem kirjandus toob välja, et otse noteerimisel on algne volatiilsus tihti suurem ning aktsia hind sõltub peamiselt turunõudlusest. Wise'i kõrval on otse börsile jõudnud heli voogesituse ja meediateenust pakkuv ettevõtte Spotify ja sõnumiside rakendust omav ettevõtte Slack.

Lisaks on ettevõtetel võimalik valida noteerimine mitmel börsil, mis on globaalsel tasandil väga levinud meetod, kuidas kergemini võimaldada kõigil investoritel üle kogu maailma osaleda IPO-des ning teha lihtsamaks erinevates ajavööndites aktsiatega kauplemine. Sellist võimalust kasutab näiteks hulгимүүgi portaali omav ettevõtte Alibaba, kelle aktsiad on noteeritud nii kohalikul Hong Kongi (SEHK) kui ka New Yorgi (NYSE) börsil, või laevandusettevõtte Tallink, mis on noteeritud nii Tallinna (OMXT) kui ka Helsinki (OMXH) börsil.

Lõputöös ei kohaldata ülal toodud motiivide erisusi ettevõtte noteerimisel börsil või mitmel börsil korraga, kuid olenevalt IPO teostamise põhjusest mõjutab see tulevasi protsesse ning potentsiaalset investorite märgitud huvi ettevõtte aktsiate vastu, millest detailsemalt on juttu järgnevates alapeatükkides.

1.2.1 Peamiste turuosaliste eesmärgid

Finantsturu osalised jagunevad nelja gruppi: emitendid, investorid, vahendajad ning infrastruktuuri- ja järelvalveasutused (Zirnask, 2007), millest esimese kahe mõistet on täpsemalt kirjeldatud peatükis 1.1. Börsile minek on ettevõtte kui emitendi kindel strateegiline otsus, mida võib nimetada üheks oluliseks börsi eksisteerimise komponendiks. Turuosalised tegutsevad oma eesmärkide nimel, millest ühed soovivad kapitali kaasata, teised kapitali paigutada, kolmandad vahendada tehinguid ning selle kõige tegevuse regulaator jälgib nõuetest ja kohustustest kinnipidamist.

Ettevõtte emiteerib aktsiaid börsil peamiselt kahel põhjusel:

- ettevõtte olemasolevad omanikud müüvad avaliku pakkumise teel aktsiaid, mille käigus esialgsed investorid realiseerivad oma investeeringu rahaks ning otsene kasu ettevõttele protsessist puudub;

- ettevõtte müüb avaliku pakkumise teel investoritele uusi aktsiaid saades investoritelt kapitali, millega finantseerida tulevasi äritegevusi (investeeringud, laenukoormuse vähendamine) (Roosaare, 2016).

Investorid on tõenäoliselt ettevaatlikumad erakapitalil põhineva ettevõtte IPO puhul, kus esmaemissiooni eesmärk on müüa avaliku pakkumise teel olemasolevate omanike aktsiaid maksimeerides väljumishinda (Espinasse, 2014). See näitab, et olemasolevate omanike huvid ei ole pärast noteerimist enam kooskõlas uute investorite huvidega ning võib seetõttu avaldada negatiivset mõju IPO järgsele tootlusele.

Ettevõtted, kes aktsia esmaemissiooni käigus kaasavad raha uute investeeringute ning tulevaste äritegevuste finantseerimiseks, võivad paista investorite seisukohast lähtudes atraktiivsema investeerimisvõimalusena ning olla positiivsema mõjuga IPO järgsele tootlusele. See tähendab, et pakkumine on suudetud teha ahvatlevaks ning ettevõtte visioon on kasvatada käivet ning muuta äritegevus veelgi kasumlikumaks. Mõnel juhul on uute aktsiate väljalaskmine ja börsile viimine läbi IPO praktiline viis vähendada ettevõttele aastate jooksul kogunenud võõrkapitali. Asjaolu muutub levinumaks kui majanduses on tekkinud laenukriis ehk ettevõtetel on raske saada pangalt rahastust. Pakkumise käigus avalduvaid võimalikke makromajanduslikke mõjutegureid on käsitletud peatükis 1.3.1.

Laenu refinantseerimine kasutades omakapitali võib avaldada negatiivset mõju IPO järgsele tootlusele. Samas börsile tulekuga kasvab ka tõenäosus, et ettevõtte võetakse kellegi kolmanda osapoolle poolt üle atraktiivse hinnaga (Brau & Fawcett, 2006). Sarnane olukord on juhtunud Tallinna börsi näitel autode turvasüsteemide komponentide tootmisettevõtte Norma ja telekommunikatsiooniettevõtte Eesti Telekomiga.

Varasem kirjandus toob lisaks välja ka teisejärgulised börsile mineku põhjused – esiteks, ettevõtted soovivad saavutada börsiettevõtte staatusega kaasnevat prestiiži ja tuntust avalikkuselt, mille tulemusel võib ettevõtte profiil tõusta ning saavutada paremaid müügitulemusi (Pedaja, 2007). Pikas perspektiivis võib see avaldada investeeringu tootlusele positiivset mõju. Teiseks soovivad ettevõtted luua aktsiatele optimaalset likviidsust, et võimaldada lihtsam kauplemine, mis omakorda annab ettevõttele võimaluse luua tulevikus aktsiaoptsiooni programm töötajate motiveerimiseks. See loob konkurentsivõimelised tingimused töötajate värbamisel ning säilitamisel. Samuti võimaldab likviidne turg varasemat positsiooni omavatel aktsionäridel enda osalust vähendada. Kuid siiski tuleb täheldada, et paljud ettevõtted ei soovi börsi kaudu raha kaasata, peamiseks põhjuseks on omanike

soov kontrollida ja juhtida ettevõtet iseseisvalt, ilma välisinvestorite mõjudeta (Langlet & Lilliehöök, 2017).

Investorite eesmärk on ettevõtte kui emitendi omale vastanduv ehk soovitakse soetada aktsiaid alla nende õiglase väärtuse, millelt teenida potentsiaalset kõrget tootlust emissiooni järgsest hinnatõusust. Esimestel kauplemispäevadel on ettevõtte aktsiad näidanud emissioonist osavõtnud investoritele võimalust teenida kiiret kasumit. (Roosaare, 2016) See tähendab, et esimestel kauplemispäevadel on turg volatiilne ning investoril puudub kindlus, milliseks võib kujuneda normatiivne aktsia turuhind. Olenevalt investori eesmärkidest ja strateegilistest plaanidest soovib pikaajalise perspektiiviga investor saavutada siiski stabiilset aktsiahinna tõusu ning hajutada investeringutes riske, mistõttu osaletakse tihti IPO-des.

Kuna kahe peamise aktsia esmaemissiooni osalise eesmärgid on omavahel pöördvõrdelised, siis võib turuosaliste hinnasuhet pakkumisele pidada üheks oluliseks võtmeteguriks hinna kujunemisel järelturul. Kui märkimishind pakkumisperioodil seatakse oluliselt madalamaks kui õiglane väärtus, võib aktsia turuhind järelturu esimestel kauplemispäevadel kasvada märgatavalt ning tekitada volatiilse turuseisu, mida täpsemalt on käsitletud peatükis 1.3.1. Samas tuleb mainida, et börsidel on tavaliselt kasutusel aktsiapõhised automaatsed volatiilsuslimiidid, mille aktiveerudes aktsiaga kauplemine investori huvide kaitseks ajutiselt peatatakse. Volatiilsuslimiit on hinnamuutuste tehniline piirang, mille tulemusel kauplemine peatatakse, kui turuhind tõuseb või langeb liiga järsku (Viks, 2008). Balti börsil on kasutusel nii dünaamiline kui staatiline volatiilsuslimiit, millest viimane kaitseb investorit üle 15% järskude korrapärase hinnaliikumiste eest ning lubab sisestatud tellimushinnal erineda võrdlushinnast kuni 15%.

Ülejäänud turuosaliselised (vahendajad, infrastruktuuri- ja järelvalveasutused) on börsi jätkusuutlikkuse tagajad. Maaklerid (pangad, investermis- ja pensionifondid jt) vahendavad väärtipaberite liikumisi ühe tehingupoole käest teisele. Infrastruktuurasutused (Tallinna Börs, Eesti Väärtipaberikeskus) pakuvad väärtipaberite arveldamise, kauplemise ning hoidmise teenust. Järelvalveasutus (Finantsinspektsioon) tagab stabiilsuse ja usaldusväärsuse finantssektoris laiemalt hinnates ettevõtete tegevuse vastavust kapitalistandarditele ja teenuseosutamise nõuetele (Järelvalve, s.a.).

Kokkuvõtvalt on turuosaliste eesmärgid omavahel ühendatud - ettevõtte kaasab raha äritegevuste finantseerimiseks (laenude refinantseerimine, investeringute teostamine). Investorid teenivad läbi aktsia hinna kasvu tulu investeerides alahinnatud ettevõtte aktsiatesse läbi IPO, vahendajad ehk

maaklerid ühendavad ostja ning müüja. Infrastruktuuri- ja järelvalveasutused on loodud jätkusuutlikku börsi toimimise kontrollimiseks, et kõik toimuks seadustele ja reeglitele vastavalt.

1.2.2 Avaliku pakkumise protsess

Ettevõtte aktsiate esmane avalik pakkumine eeldab põhjalikku eeltööd ehk planeerimist ja ellu viimist, et täita peamiste osaliste eesmärgi. Avalikus pakkumises osalevad peamiselt emitendi juhtkond, kindlustusandja (*underwriter*) ehk peakorraldaja ning lisaks ka erinevad nõustajad, audiitorid ja teised avalikku pakkumisse kaasatud spetsialistid, kellega tuleb teha koostööd, et ettevõtte jõuaks edukalt börsile (Allison jt, 2016). Oluline on noteerival ettevõttel olla valmis kuni aastaseks IPO ettevalmistuseks ja võimeline püsivalt täiendada noteerimisest tulenevaid kohustusi (aruandluse korraldus börsi nõuete kohaselt, järgima head ühingujuhtimise tava) (Zirnask, s.a.).

Avaliku pakkumise protsess jaotub sündmuste ahelas ettevalmistus- ja läbiviimisperioodiks. Ettevalmistus algab pakkumise peakorraldaja kinnitamisega ja lõppeb märkimisperioodi algusega. Läbiviimisperiood ehk investorite kaasamine läbi avaliku pakkumise algab pakkumise avalikustamisega ja märkimisperioodi algusega ning lõpeb stabiliseerimisperioodi lõppedes ehk umbkaudu 30 päeva pärast kauplemise algust. (Pedaja, 2007) Samas toob erialane kirjandus teisest küljest välja kolm perioodi: eeltaotlusperiood, ooteaeg ning jõustumise järgne periood (Allison jt, 2016).

Ettevalmistusfaasis analüüsitakse pakkumise peakorraldaja poolt ettevõtte ehk emitendi strateegiat ja äriplaani, mille eesmärgiks on turul positsioneerimine ning jõuda potentsiaalsete investoriteni selge plaaniga, miks peaks investor just selle ettevõtte aktsiat ostma. (Pedaja, 2007) Seejärel korraldatakse auditid juriidilises, finants- ja ärivaldkonnas tagamaks emiteeritud väärtpaberite asjakohasus õigusaktides, börsi reglemendis ja börsil kauplemise sobivuses (Viks, 2008). Tuginedes auditi materjalidele ning juhtkonna vestlustele, koostatakse avaliku pakkumise prospekt, mis registreeritakse Finantsinspeksioonis. Prospekt on pakkumise põhidokument, mis kirjeldab ettevõtet, IPO tingimusi ning sisaldab muud teavet, mis võib aidata investorit otsuse tegemisel (Investing in an IPO, 2013). Eesti puhul on prospekti nõuded esitatud rahandusministri määruses „Nõuded väärtpaberite pakkumise teabedokumendile“. Järelevalveasutus veendub, et finantsarvestus on standardiseeritud, kuid ei vastuta prospekti sisu õigsuse ja täielikkuse ning täpsuse eest (Registreeritud prospektid, 2021). Ettevalmistusperioodil otsustatakse ka ära, kes võivad aktsiaid märkida (suunatud või avalik pakkumine) - see tuleb prospektis välja tuua. Näiteks Coop Panga puhul oli jaepakkumine suunatud kõigile Balti riikidele (Eesti, Läti ja Leedu) ning institutsionaalne

pakkumine Eesti ning teatud valitud Euroopa Majanduspiirkonna riikide kutselistele investoritele. See tähendab, et välismaistel jaeinvestoritel puudus õigus märkida aktsiaid Coop Panga IPO-l, mis üldises kontekstis võib mõjutada IPO järgset tootlust negatiivselt. Lisaks eeltoodule peab prospektis olema kirjeldatud ka ülejaotusoptioon (*overallotment option*), mis võimaldab kokkuleppeliselt jaotada pakkumise käigus rohkem aktsiaid kui planeeritud pakkumise maht (ajalooliselt ca 10-15%) (Allison jt, 2016).

Zirnask toob välja aktsiate pakkumisprospekti olulisema sisu:

- äritegevuse analüüs, konkurentsieelised ja strateegia;
- organisatsiooni ja aktsionäride struktuur;
- dividendipoliitika, finantsnäitajad;
- ettevõtte ja väärtpaberite pakkumisega seotud riskitegurid (Zirnask, s.a.).

Ettevalmistuse etapis toimub ettevõtte aktsia esialgne hinnastamine läbi diskonteeritud rahavoogude analüüsi ja sarnase tegevusalaga ettevõtte suhtarvude võrdluse, mida on täpsemalt käsitletud peatükis 1.3.2. Aktsia hinnavahemik täpsustub potentsiaalse huvi väljaselgitamisel kutseliste institutsionaalsete investorite hulgas, mille käigus tuvastatakse võimalikud probleemid seoses emitendi aktsia positsioneerimise ja investorite arvamustest eeldatavast aktsia pakkumishinnast. (Allison jt, 2016) Avaliku pakkumise registreerimiseks koostatakse Finantsinspeksiooniga vajalik ajakava börsile. Ettevalmistusfaasis valmistatakse ette emitendi profiil ja eesmärgid turunduskampaaniaks (*road show*), mille eesmärk on jõuda lühikese aja jooksul kõikide võimalike investoriteni jagades ainult prospekti kaudu juba avalikustatud teavet (A Guide to Going Public, 2015).

Avaliku pakkumise käigus on võimalik, et ettevõtte ettevalmistusfaasis tehtavate auditite tulemusel selguvad asjaolud, mis takistavad ettevõtte avalikuks minemist. Selline olukord leidis aset First North nimekirja börsiettevõtteks pürgiva OA Coffee AS-iga, kelle puhul Tallinna börsi noteerimis- ja järelvalvekomisjon keeldus aktsiate kauplemisele võtmisest. Põhjuseks toodi mittepiisav kindlustunne aruandluse ja läbipaistvuse nõuete täitmise osas.

Kui avalik pakkumine on konstruktiivselt üles ehitatud, registreeritakse avalik pakkumine Finantsinspeksioonis ning kuulub kohaliku börsi poolt avalikustamisele. Sellega algab tavaliselt kahenädalane märkimisperiood, mille käigus on võimalus investoritel märkida soovitud kogus aktsiaid. Sellega algab ettevalmistusfaasis kavandatud müügikampaania, mille käigus on juhtkonnal võimalik meedia vahendusel selgitada ettevõtte strateegilisi plaane, konkurentsieeliseid. (Pedaja,

2007) Tegemist on kriitilise etapiga, mille käigus tuleb maksimeerida investorite usaldus, et tagada esmaemissiooni edu. Seetõttu on meediakajastustes näha emitendi märkimisperioodi ajal avaldatud analüütikute hinnanguid, ülevaateid. Sageli toimuvad ka pressikonverentsid ning intervjuud juhtkonnaga, et leida investoreid, kes oleks nõus ostma avaliku pakkumise tingimustel emitendi aktsiaid. Mida rohkem, eelkõige positiivseid sõnumeid suudab emitent endast läbi turunduse ja meediakajastuste jätta, seda parem mulje ning huvi investorites suudetakse äratada. Tegemist võib olla olulise tunnusjoone ehk mõjuteguriga, mida on täpsemalt käsitletud peatükis 1.3.1.

Märkimisperioodi lõpus kogutakse kokku kõik aktsiate ostusoovid ehk orderid ning selgitatakse välja investorite nõudlus. Olenevalt nõudluse kogumahust, otsustatakse ülejaotusotsiooni kasutamine, juhul kui esialgne pakkumise maht üle märgitakse. Peale otsuse langetamist sõlmitakse tehingu tagamise leping (*underwriting agreement*), millega tekib peakorraldajal kohustus tagada raha laekumine väärtpaberite eest juhul, kui investor peaks taganema eelnevalt kinnitatud ostusoovist (Pedaja, 2007). Noteerimisotsuse teeb noteerimis- ja järelevalvekomisjon, kes määrab väärtpaberite esimese kauplemispäeva ning lisab väärtpaberid kauplemissüsteemi (Viks, 2008). Väärtpaberite esimese kauplemispäeva puhul on traditsiooniks emitendi juhatusel ja/või nõukogul helistada börsi kontoris börsikella tähistamiseks esimese kauplemispäeva algust.

Kokkuvõtvalt on avaliku pakkumise protsess ettevõtte seisukohast väga ressursirohke ning nõuab kõigi osapoolte (ettevõtte, peakorraldaja, börsi, järelevalve) põhjalikku eeltööd enne edukat turule jõudmist. Avaliku pakkumise kohta saab investor infot läbi peakorraldaja poolt koostatud ning Finantsinspeksioonilt heakskiidu saanud prospektist. Protsessi käigus on oluline arvestada nii emitendi kui ka investori huve, et pakkumine oleks atraktiivne ning nõuetele vastav.

1.3 Aktsiate esmaemissioonide hindamine

Edukas IPO kujutab endas tasakaalu kõigi turuosaliste vahel ehk kõik mõistavad eesmäärke sarnaselt ning on valmis selle nimel pingutama ja panustama. IPO edu sõltub suuresti tarbijate nõudlusest ettevõtte aktsiate järele ning lisaks nõudlusele määravad IPO hinnangut mitmed muud tegurid sealhulgas ettevõtte ajalugu, kasvuväljavaated ja tegevusvaldkonna võrreldavad näitajad.

IPO õnnestumise või ebaõnnestumise määrab olulisel määral õige aktsiate hinnakujundus, mida peetakse komplekseks ja kuni märkimisperioodi alguseni väga oluliseks, kuna kaalul on erinevad huvid. Aktsiate väärtuse leidmiseks alustatakse ettevõtte ehk emitendi väärtuse leidmisega, hiljem jagatakse summa kogu aktsiate arvuga ning leitakse firmaväärtus (*goodwill*) ühe aktsia kohta ehk aktsia õiglane väärtus.

Õiglase IPO väärtuse vahemik tekib peakorraldaja poolt koostatud põhjalikust emitendi hindamisest kasutades kahte erinevat hindamismeetodit:

- sissetulekute põhine lähenemine- hinnatakse, mida suudetakse luua oma aktsionäridele;
- turupõhine lähenemine- hinnatakse, mida turg on nõus selle eest maksma. (Guide to going public, 2018)

Hindamise puhul kasutatakse kahte meetodit kombineeritult - diskonteeritud rahavoogude ja dividendide analüüs sissetulekute põhjal ning sarnase tegevusalaga börsiettevõtete või IPO-de analüüs turuajaloo põhjal. (Guide to going public, 2018) Sissetulekute põhjal kasutatakse sageli sarnaste ettevõtete suhtarvude võrdlust.

Aksia hinnavahevahemik Balti börsil täpsustatakse tavaliselt potentsiaalse huvi väljaselgitamisel kutseliste ja institutsionaalsete investorite seas, mida nimetatakse *bookbuilding*'uks, mille kohaselt kujuneb hind investorite indikatsioonide alusel (Pedaja, 2007). See tähendab, et hind kujuneb nõudluse alusel, kui suure koguse ja mis hinnaga on kutseline investor valmis soetama ettevõtte aktsiaid.

Näiteks Hong Kongi massitransiidiraudteesüsteemi haldava ettevõtte MRT Corporation'i väärtust hinnati 2000. aastal osade kaupa ehk kasutati erinevaid meetodikaid. Kuna ettevõtte tegeles mitme tegevusvaldkonnaga, siis raudtee tegevuse väärtus leiti läbi diskonteeritud rahavoogude analüüsi. Ettevõtte omas suures osas linna raudteejaamade kohal asuvaid kontori-, äri- ja elamukinnisvarasid, mida hinnati eraldi netovara meetodil, mis põhineb kinnisvara sektori avaldatud turu hindamisaruannetel. (Espinasse, 2014) Ettevõtte väärtuse leidmiseks tuleb läheneda vastavalt emitendile, mis peegeldaks võimalikult õiglast väärtust arvestades hetkelist turu olukorda.

Kokkuvõtvalt on ettevõtte väärtust võimalik hinnata erinevatel meetoditel, kuid eelkõige määrab selle väärtuse IPO nõudlus ehk investorite hinnang ja huvi. Aksia pakkumishind moodustatakse eelkõige raamatupidamisandmete (müügitulu, rahavood, kasum ehk dividendid) ning turu ajaloolise analüütika põhjal.

1.3.1 Pakkumist mõjutavad tegurid

Avalikul pakkumisel osaledes peab investor arvestama erinevate mõjuteguritega, mis võivad märkimisperioodil ja sellele järgneval järelturu teatud kauplemissperioodil realiseeruda ning mõjutada investeeringu tootlust. Pakkumist mõjutavad karakteristikud täpsemalt sõltuvad konkreetsest ettevõttest, majandusharust, konkureerivatest pakkumistest ja turuolukorrast. Pakkumises osalemist

mõjutab ka tegevusala, IPO suurus ehk raha kaasamise hulk ja pakkumise ajal kehtiv turutava (Espinasse, 2014).

Varasemad uuringud näitavad, et ligi 37% aktsia hinnaliikumisest on otseselt mõjutatud aktsiarühma üldisest olukorrast. Lisaks 12% on mõjutatud kogu sektori tegevusest. See tähendab, et pea pool aktsia hinnast on karakteriseeritud vastavast tegevusvaldkonnast ning kuna erinevad rühmad asuvad turul erinevates tsüklites, tuleb vaadelda enne investeerimisotsust ettevõtte tööstusharu. (O'neil, 2020)

Kapitaliturgude efektiivsust ja aktiivsust määravad paljud tegurid nagu näiteks õigus-, majandus- ja maksukeskkond, teabe kättesaadavus ja usaldusväärsus, turul osalejate käitumine ja teadmised, konkurents teiste turgudega ning globaliseerumine.

Riigi poliitiline keskkond mängib olulist rolli investeerimisel. Kui maksumäära kavatsetakse tõsta, siis investorid ei taha müüa oma aktsiaid, mille tõttu riik teenib vähem maksutulu ning investoritele jääb vähem raha investeerimiseks (O'neil, 2020). Seega valitsustel on suur vastutus eelkõige õigus- ja maksukeskkonna muudatuste tegemise puhul. Samuti võivad mõju avaldada geopoliitilised pinged ja muudest majanduslikest murdest tingitud turušokid nagu näiteks Ukraina-Venemaa sõjaline konflikt. Makromajanduslikus mõttes tekitavad olukorrad ahelreaktsioone näiteks toorme- ja energiahindade tõus ning ettevõtted peavad sellest lähtuvalt korrigeerima eelarvelisi plaane, mille käigus aktsiaturud reageerivad hinna korrigeerimisega.

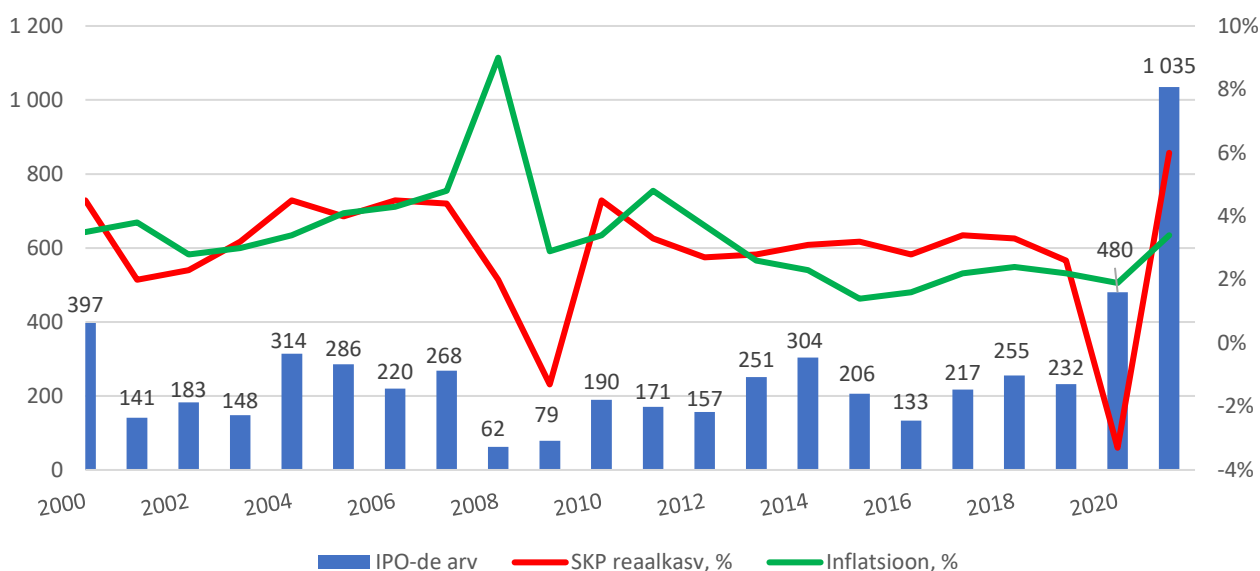
Sageli kui inflatsioon on kõrge, tõstavad keskpangad majandustegevuse jahutamiseks baasintressimäära, mille tulemusel tarbijate ja ettevõtete jaoks laenu võtmine ja raha kulutamine on kulukam. Seetõttu võib turu sentiment muutuda murelikuks, kui majandust aeglustatakse liiga palju, mistõttu võib majanduses tekkida lühiajaline langusfaas. Majanduslangus aktsiaturgudel on tavaliselt negatiivse mõjuga, mis võib edasi kanduda töötuse määra kasvule, tarbijad kulutavad vähem raha ning ettevõtete kasum väheneb (Mitra, 2022). Asjaolu mõjub tõenäoliselt IPO järgsele tootlusele negatiivselt ning võib kaasa tuua IPO tühistamise.

Varasemad uuringud näitavad tugevat korrelatsiooni kõrgete intressimäärade ja IPO mahtude vahel. Langlet ja Lilliehöök (2017) on uurinud makromajanduslike muutujate mõjusid IPO-de mahtudele ning koondanud varasemate uuringute Amer (2012), Jensen ja Johnson (1993) ning Tran ja Jeon (2011) järeldused, mille kohaselt kõrgema intressimäära tulemuseks on madalam ettevõtte väärtus kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit, mis avaldub väiksemates IPO mahtudes (Langlet & Lilliehöök, 2017). Intressimäärad mõjutavad ettevõtte laenukuluseid ning õõnestavad rahavoogude eeldusi, mis viib nii investorid kui ka ettevõtted leidma alternatiivseid investeerimisvõimalusi.

Kokkuvõtvalt tähendab intressimäärade tõus aktsiaturu aktiivsuse langust, sest väheneb nõudlus riskantsemate ja potentsiaalselt kõrge tootlusega varade järele ning mõjub IPO järgsele tootlusele negatiivselt. Nulli lähedal olevad intressimäärad kasvatavad huvi investeerimise vastu, sest raha säästmine hoiusena ei too suurt kasu ning võib mõjuda positiivselt IPO järgsele tootlusele.

Sarnaselt intressimääradele mõjutab tööjõulukord ehk tööhõive määr kaudselt IPO-sid. Suurem töötajate arv ettevõttes toob kaasa efektiivsema äritsükli, mille tulemusel on ettevõttel paremad krediidingimused, suurem võimalus laieneda erinevatele potentsiaalsetele geograafilistele ning toote või teenuse põhiste turgudele. Selle tulemusel on ettevõttel võimalik tulevastele investoritele paremini tõestada stabiilsust, kasvupotentsiaali, mis võib mõjutada IPO järgset tootlust positiivselt. Varasemad uuringud näitavad, et peale IPO-t on ettevõtted suutnud esimese aasta jooksul kasvatada töötajate arvu kasutades avalikkuselt kaasatud kapitali. Ettevõtte motiive kaasta raha avalikkuselt on täpsemalt käsitletud peatükis 1.2.1.

Vaadates laiemalt iga-aastast IPO-de arvu ning võrreldes seda peamiste majandusindikaatoritega (SKP aastane kasv, inflatsioon), annab joonisel 1 välja toodud graafik ülevaate IPO-de turu olukorrast, mida erialases kirjanduses nimetatakse kuumaks IPO turuks, mis viitab olulisele nõudlusele esmastel avalikel pakkumistel.



Joonis 1. IPO-de arv globaalselt 2000-2021 (Autori koostatud; World Bank ja Stock Analysis andmete põhjal)

IPO-de kasv globaalselt on kasvutrendis ning SKP reaalkasv on üldiselt korrelatsioonis IPO-de kasvuga v.a 2020. aastal, mis on põhjendatav SKP mõistes ülemaailmse viiruse levikuga. See tähendab, et mida suurem on SKP kasv, seda suurem on tõenäosus IPO-de toimumisele, sest ettevõtted soovivad ajastada raha kaasamist majanduse kasvufaasis. Olukord võib mõjutada IPO järgsele tootlusele positiivselt. Samuti on näha, et SKP kasvu aeglustav inflatsioonimäär on mitmel aastal, kus IPO-sid on toimunud vähem võrreldes eelneva aastaga, kõrgem kui SKP aastane kasv.

IPO buumid on leidnud aset 1960. aastate ja 1983. aasta alguses ja 1999. aasta lõpus ja 2000. aasta alguses, millele on peaaegu alati järgnenud karuturu periood. (O'neil, 2020) Varasema erialase kirjanduse kohaselt toimuvad IPO buumid (*IPO pop*) ajalooliselt iga 20 aasta järel ning arvestades hetkelist turuolukorda (aastal 2021) on kätte saabunud IPO-buumi iseloomustav periood, mida kutsutakse tänapäeval ka IPO-droomiks.

Seoses ülaltooduga võib öelda, et hetkeline turuolukord, mille all peetakse silmas üldist investorite ja emitentide meeleolu ning toimunud emissioonide (nii esma kui ka lisaemissiooni) arvu, määrab ära üldise IPO-de ajastuse ning aktiivsuse. Samuti on Mburugu (2021) oma uuringus toonud investorite turutunnetuse ehk ratsionaalse käitumise oluliseks IPO-de tulemuslikkuse teguriks pidades silmas tulevaste rahavoogude kindlust ning potentsiaalseid investeerimisriske. (Mburugu, 2021).

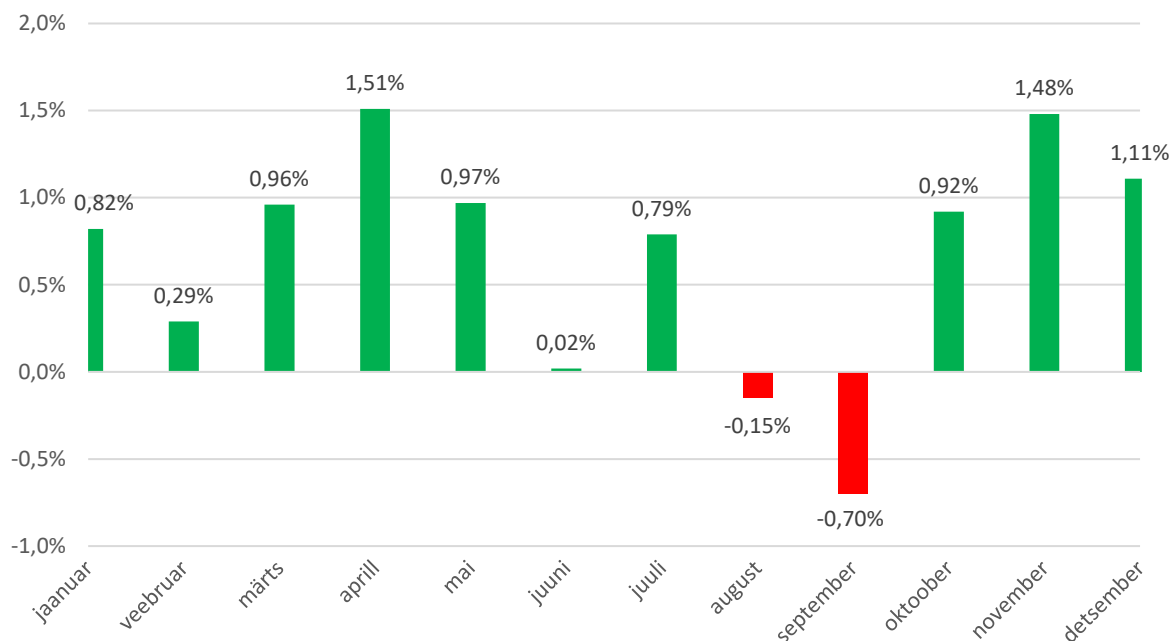
Varasem kirjandus peab väärtpaberiturul olulisteks aktiivsuse näitajateks turu likviidsust, sügavust ja volatiilsust. Likviidsus (*liquidity*) tähendab vara muudetavust ehk võimalust osta ja müüa väärtpabereid kiires korras ja hulganisti ilma olulist hinda mõjutamata. (Roos, Sander, Nurmet, & Ivanova, 2014) Teisisõnu, kõrgem likviidsus vähendab ebaõnnestumist ning madalat hinnariski. Turusügavus (*market depth*) tähendab tellimuste küllust ehk mida sügavam on turg, seda väiksem hinnaliikumine. Turu volatiilsus (*volatility*) on hindade kõikumise sagedus ja ulatus, mis turusügavuse ja likviidsuse kasvades langeb. (Roos, Sander, Nurmet, & Ivanova, 2014) Kõrge volatiilsus vähendab tõenäoliselt aktsiaturu aktiivsust ning IPO-de arvu ning mõjutab negatiivselt IPO järgsele tootlusele. Komponendid on IPO seisukohast väga olulise mõjuga, et järelturul tekiks likviidne ning aktiivne kauplemine.

Väärtpaberiturgudel toimuvad aktsiate hinnamuutused ja avalikud pakkumised ei pruugi alati omada teoreetilist või turueripäradest tulenevat selgitust. Sellist ebaratsionaalse käitumise ilmingut kutsutakse turuanomaaliaks (*market anomaly*). (Latif, Arshad, Fatima, & Farooq, 2011) Majandusteadlased on tähele pannud, et väärtpaberite hinnaaegridades korduvad katkematult

perioodid, kus aktsiate rentaablus on süstemaatiliselt suurem kui mõnel muul ajal. Sellist anomaaliat kutsutakse kalendriefektiks (*calendar anomaly*), kus aktsia hinnad tõusevad tavaliselt:

- keskmisest enam reedel ning langevad keskmisest enam esmaspäeval (nädala efekt);
- jaanuaris ja detsembris märgatavalt kiiremini kui teistel kuudel (alates Tallinna Börsi käivitamisest, ei ole aastalõpuefekt kunagi ära jäänud) (Zirnask, s.a.).

Kui aktsia esmaemissiooni ajal on turud ebasoodsad ning esimene kauplemispäev toimub esmaspäeval, on suurem tõenäosus, et aktsia hind võib langeda ning seetõttu avaldada negatiivset mõju IPO järgsele tootlusele. Kõige parem kuu pakumisperioodi teostamiseks ning aktsiate kauplemisele võtmiseks on aasta lõpp või algus, mida tõestab S&P 500 indeksi keskmine igakuine tootlus, mis on kujutatud joonisel 2. S&P 500 ehk *Standard and Poor's* on enim jälgitavaid aktsiaturu indekseid, mis moodustub 500 suurima USA börsiettevõtte aktsia hinnaliikumisest.



Joonis 2. S&P 500 indeksi keskmine igakuine tootlus protsentides perioodil 1980. – 2018. (Autori koostatud; Stock Analysis andmete põhjal)

Ligi 40 aastase S&P 500 indeksi kauplemisajaloo andmete põhjal on näha, et kõige tulusamad kuud on aasta alguses ja lõpus (aprill, november ja detsember). Kõige halvema tootlusega on kolmas kvartal. See tähendab, et IPO järgset tootlust võib mõjutada pakumisperioodi aeg. Kui IPO toimub näiteks augustis võib see negatiivselt mõjutada IPO järgset tootlust.

Sarnaselt kalendripäevadega leiab anomaaliaid ka fundamentaalnäitajate ja turuhinna ning tehnilise analüüsi osas. See tähendab, et iga aktsia hinnaliikumine ei pruugi omada loogilist hetkelist seost turuolukorraga.

Investorid, kellel puudub teatud teave börsile pürgiva emitendi kohta, märgivad tõenäolisemalt uusi aktsiaid õiglasest väärtusest kõrgema hinnaga ehk teisisõnu võtavad teadmatuses suurema riski. Informatsiooni asümmeetriaks peetakse olukorda, kus müüjal on parem info kui ostjal (Kõomägi, 2004). Teooria kohaselt ei toimi turg sellises olukorras efektiivselt, sest turuhinnad ei kajasta nende õiglast väärtust. Sarnane olukord on IPO-de ajaloos juhtunud näiteks Leedu reisikorraldaja Novatours-iga, kus IPO toimumisaega jäi vaidlus Eesti haru tegevjuhiga, kelle sõnul firma majanduslik seis oli tegelikkuses kehvem ning ettevõtte võis olla pankrotiohus.

Kapitalituru teabe asümmeetria mudeli uuringud näitavad, et teabe olulisus määrab kindlaks ettevõtete rahastamispiirangute taseme. Teabe asümmeetria vähendamine suurendab ettevõtete suutlikkust rahastust kaasata ning aitab kaasa jätkusuutlikule majanduskasvule. (Li, Liu, Liu, & Tsai, 2018) Olukord, kui ettevõttes on infot rohkem kui investoritele jagatud, võib IPO järgset tootlust mõjutada negatiivselt.

Pakkumis- või märkimishinda võib pidada üheks olulisemaks kriteeriumiks IPO õnnestumisel, millest tulenevalt tekib järelturul investorite jaoks atraktiivse hinna puhul likviidne turg. Pakkumishinda kujundatav metoodika on välja toodud peatüki 1.3 alguses.

Kui märkimishind pakkumisperioodil seatakse oluliselt madalamaks õiglasest väärtusest, võib see avaldada IPO järgsele tootlusele positiivset mõju, sest aktsia turuhind järelturu esimestel kauplemspäevadel võib kasvada märgatavalt ning tekitada volatiilse turuseisu, mille käigus investorid soovivad kasumit realiseerides väljuda positsioonist. Sellist nähtust nimetatakse IPO alahinnastamiseks, kus aktsia esmaemissiooni järgne esimese kauplemspäeva tootlus on tänu intentsiivsele kauplemisele ja volatiilsusele väga kõrge. (Dietrich, 2012) Juhul kui pakkumishind on määratud liigselt kõrgele, võib selle tulemusel avalduda negatiivne mõju IPO järgsele tootlusele, sest aktsia hind järelturul tõenäoliselt langeb ning võib lisaks tuua kahju emitendi võimele kaasata hiljem lisakapitali turult (Pedaja, 2007). Kui turul kauplemist alustava aktsia esimese päeva sulgemishind on märgatavalt kõrgem kui väljalaskehind, viitab see IPO alahinnastamisele, millest võivad kasu saada IPO-sse investeerinud investorid.

Varasem kirjandus toob välja, et paljud IPO-d on sihilikult alahinnatud ning seetõttu tõuseb nende aktsia hind kohe esimesel kauplemspäeval, kuid mitmed nende seast võivad olla ka ülehinnatud ning

nende turuhind langeb esimestel kauplemispäevadel. Seepärast leiab William O'neil, et kõige ohutum ostukoht IPO-deks on väljamurdel peale esimest hinna korrigeerimise baasil. (O'neil, 2020) See tähendab, et hiljuti lansseerinud ettevõtete aktsiaid on kõige turvalisem osta peale suuremat volatiilsemat turuhetke ehk turukorrigeerimist. See võib võimaldada olenevalt aktsia kauplemisajaloost osta aktsiaid alla nende IPO märkimishinna. Samuti toob erialane kirjandus välja, et üks suuremaid ebakindlusi potentsiaalsetel jaeinvestoritel on ettevõtte tulevase kasumlikkuse ja tulemuslikkuse suhtes, mistõttu investoreid julgustatakse osalema IPO-des määrates emitendile madalam pakumishind kui aktsia õiglane väärtus (Li, Liu, Liu, & Tsai, 2018). Investor peab pakumishinda analüüsides võrdlema nii kohalikul kui ka lähiriigi börsil kauplevate sarnase profiiliga ettevõtete aktsiate hinnatasemega.

Esmasel avalikul pakumisel olevate aktsiate jaotus omab olulist rolli aktsiahinnale järelturul (vt ka joonist 2, lk 19). Valikuline aktsiate jaotus toimub olukorras, kus märkmisperioodi lõpus kogutud aktsiate ostuorderid ehk nõudlus pakutavate aktsiate vastu ületab pakumismahtu. Tegemist on ülemärkimisega, mille käigus on emitendil õigus suurendada kuni 15% pakumise mahtu (ülejaotusoptsoon) (Pedaja, 2007). See aga ei pruugi rahuldada märkmisperioodil märgitud aktsiate mahtu endiselt ning võib tekitada aktsia järelturul esimestel kauplemispäevadel suurema nõudluse, mis võib avaldada positiivset mõju IPO järgsele tootlusele. Sellest tulenevalt tuleb emitendil koos peakorraldajaga koostada valikuline jaotusprintsip, mille alusel jaotatakse aktsiad soovijate vahel võimalikult õiglaselt. Olenevalt avaliku pakumise eesmärgist ja investoritüübist jagunevad printsipid institutsionaal- ja jaeinvestoriteks. Jaotuse eesmärk on luua likviidne järelturunõudlus, mis võib tekitada positiivse mõju IPO järgsele tootlusele.

Institutsionaalsetele investoritele suunatud pakumise eesmärk on jaotada võimalikult vähe aktsiaid spekulatiivsetele investoritele ehk eelistatakse investoreid, kes näitavad huvi pikaajalise investeerimise vastu. Jaeinvestorile suunatud pakumise raames kasutatakse astmelist või proportsionaalset jaotust, mille eesmärk on jaotada aktsiad võimalikult laiaulatuslikult. (Zirnask, s.a.)

Ettevõtte atraktiivsus investeerimise mõistes tähendab eelkõige võimalust teenida investeeringult tulu, mistõttu IPO peaks peegeldama mõjuvaid põhjuseid, miks investeerida. Selleks võib olla tugev turupositsioon, selged konkurentsieelised, hea finantspositsioon, mis annaksid sisendi edasisele väärtuse kasvule (Pedaja, 2007). Aktsia esmaemissiooni investeeriva investori seisukohast on oluline leida hinnanguid ettevõtte tulevasele käekäigule ning investor peaks viima ennast kurssi ettevõtte majandusharu hetkeseisu ja tuleviku väljavaadetega. Ettevõttega tuleks detailselt tutvuda ning teha endale selgeks peamised investeerimisargumendid. Mburugu (2021) uuringus tuuakse välja

determineerivateks teguriteks ka ettevõtte suurus ning vanus (Mburugu, 2021). Kui IPO käigus on raha kaasamas tugeva turu- ja finantspositsiooniga ettevõtte, võib see tõsta investeeringu atraktiivsust ning tuua kaasa positiivse mõju IPO järgsele tootlusele. Samas kui investoritele jääb prospekti käigus töödeldud info põhjal segadus näiteks müügitulu kasvu potentsiaali või ettevõtte struktuuri osas, võib see mõjutada märkimismahu täitumist negatiivselt, mille tulemusel IPO järgne tootlus võib osutuda madalaks.

Tänapäeva finantsturgudel on meediaroll järjest enam jõudmas investorkonna tähelepanu keskpunkti, kui igapäevaselt avaldatakse sisu digitaalsel kujul, mis võimaldab info kõigile kättesaadavaks teha mõne hetkega. Selle tulemusel on tekkinud üldine konsensus ühiskonnas, et meedia poolt avaldatud sisu võib avaldada turgudele ulatuslikku mõju. Varasemad uuringud näitavad pöördvõrdelisi järeldusi ning arusaamu meediakajastuse ja IPO hinnasuhte kohta (Chen, Goyal, Veeraraghavan, & Zolotoy, 2020). See tähendab, et ühest küljest võib kõrgem IPO-eelne meediakajastus tulla kasuks aktsia pakkumishinna alahinnastamisele (*IPO pop/IPO underpricing*), kuid teisalt ka vähendada turule tulekul atraktiivsust, mille lõpptulemuseks on madalam esialgne tootlus.

Aktsia madal nõudlus nii märkimisperioodil kui ka esimestel kauplemispäevadel võib olla põhjustatud erinevatest aspektidest, mis muudavad osaliselt investori ebakindlaks ning võivad meedia kajastatud infosurvel loobuda investeeringust. Seega kui meediaväljaanne avaldab uudise või arvamuse IPO märkimisest loobumise kohta, võib see mõjutada IPO järgset tootlust negatiivselt. Olukord kehtib eriti juhtudel, kus investormaaastikul on palju vähese kogemuse ja teadmistega jaeinvestoreid, kes järgivad investeeringuid tehes teatud põhimõtteid. Chen, Goyal, Veeraraghavan ja Zolotoy ühisuuringus on lisaks välja toodud kontrollorganite (näiteks Finantsinspektsioon, audiitorkogu, börsi järelevalve) ehk teisisõnu investorkaitse osaline puudulikkus, mis annab meedial võimaluse teatud mehhanisme kasutades luua kallutatud informatiivse uudise. Samas meedia kaudu on võimalik ettevõtte kohta levitada infot mastaapselt, mille tulemusel teave jaotub ühtlaselt laiali erineva tagataustaga investorite vahel ning vähendab seeläbi teabelõhe ohtu. (Chen, Goyal, Veeraraghavan, & Zolotoy, 2020) Samas võib meedia kajastus avaldada ka positiivset mõju IPO järgsele tootlusele, kui meedia kaudu levib infot väga paljude inimesteni, suurendades sellega märkimismahu täitmise tõenäosust.

Varasemad uuringud tõendavad, et IPO-de toimumine ajalises mõistes varieerub, mis võib tuleneda järgmistest põhjustest: ettevõtte juhtkond püüab tõusva aktsia hindade tendentsiga turust tabada atraktiivsemat aktsia väljalaskehinda (kõrgemat kapitalihinda); IPO-de ajastus sõltub hetke IPO turust

ehk ettevõtete börsileminek paneb teised ettevõtted otsustama börsile minna. Kolmandaks on ettevõtte kasvutsükli jõudmine teatud punkti, mis nõuab edasi arenemiseks võõrkapitali. (Brau & Fawcett, 2006) Asjaolusid kinnitab ka Ping He kirjutatud artikkel IPO lainete teooriast, kes varasema kirjanduse alusel leiab, et IPO-de puhul eksisteerivad „kuumad turud“ ja „külmad turud“ ehk investoritele tuntud kõnekeeles „pulli- ja karuturg“. Kuuma turgu iseloomustab ebatavaline suur pakkumiste maht ning esineb rohkem alahinnastamist, seevastu külm turg on vastupidine ehk väiksemad emissioonid ning väiksem alahinnastamine. (He, 2007) Samas 2018. aastal avalikustatud Hiina aktsiaturgude uuringu tulemused viitavad, et IPO-d on kriisijärgsel perioodil oluliselt vähem alahinnatud (Li, Liu, Liu, & Tsai, 2018). Seega avaliku pakkumise eelduseks võib pidada aktsiaturgude üldist positiivset meelestatust, mis tekitab kuumenevaid ja jahenevaid turge. Põhjused viitavad asjaolule, et IPO-de lansseerimine on tihedalt seotud majanduse tsüklilisusega.

Kristjan Liivamägi toob välja 2021. aastal avaldatud raamatus „Rahaedu põhimõtted“ majandustsükli kasvufaasi seose investeeringutega, mille kohaselt tarbijate kindlustunne suurendab turul toodete ja teenuste nõudlust, mis annab ettevõtetele signaali pakkuda tarbijaskonnale rohkem teenuseid ja tooteid. Seetõttu kasvab ettevõtetel majandustsükli kasvufaasis tegevusmaht, mis nõuab selle tagamiseks suuremaid investeeringuid tegevuse laiendamisse. (Liivamägi, Talpsepp, & Vaarmets, 2020) Makromajanduslikud tegurid, mida on detailsemalt kirjeldatud lehekülgedel 16-18, mõjutavad IPO järgset tootlust. Kui majandus on kasvufaasis ning näitajad on head, võib see luua positiivse ning ostumeelse turu sentimendi, mis IPO seisukohast võib IPO järgset tootlust mõjutada positiivselt.

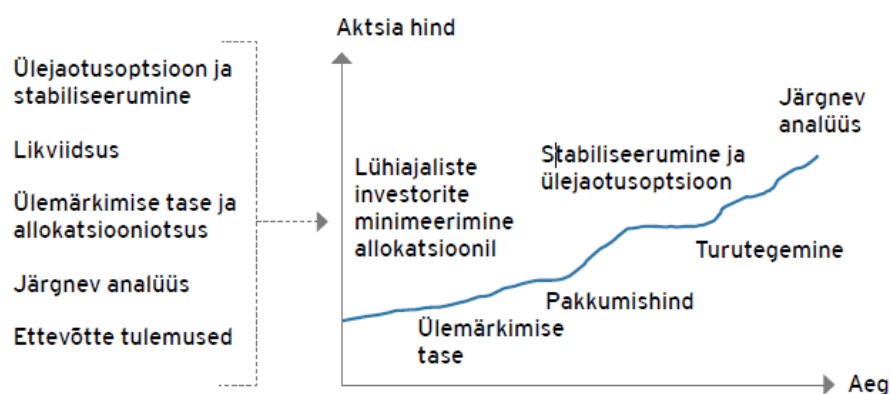
Juhtkond, kes suhtleb tõhusalt, tekitab investorites usaldust ja tahet alandada investeeringut tajutavat riski investeerides emitendi IPO-sse, suurendab aktsia tulevast väärtust (Guide to going public, 2018). Muutused juhtimises või juhtkonna liikmete seas toob endaga kaasa aktsiahinna reageerimise sündmusele.

Avaliku pakkumise käigus ettevõtte juhtkonnale rakendatakse kauplemiskeeld tavaliselt kuni 180 päevaks, millele lisandub vastavalt turureeglitele lühikeseks müümise keeld (*selling short*) (Allison jt, 2016). See võib investoritele anda rohkem kindlustunnet ning mõjutada positiivselt IPO järgset tootlust. Lühikeseks müümine kujutab endast alusvara laenamist, seejärel selle müümist ning hiljem odavamalt hinnaga tagasi ostmist laenajale tagastamiseks (Bian, 2019).

Zhihao toob 2017. aasta uuringus välja, et juhatusel on asendamatu roll aktsia hinnastamise menetluses ning täidab IPO protseduuris kahte peamist ülesannet: investorite omavaheliste suhete juhtimist ning ettevõtte teabe avaldamist, mis on samuti sätestatud börsi turureeglites. Seetõttu on

tähtis, et börsiettevõtte tegevus hõlmaks endast standardiseeritud juhtimist, koosolekute korraldamist ja sündmuste avalikustamist. (Lin, 2017) Seega emidendi juhatusel on oluline roll IPO protsessis, kuna informatsiooni asümeetria sõltub eelkõige juhatuselt. Varasemate uuringute tulemused näitavad, et informatsiooni liikumine sisekeskkonnast väliskeskkonda sõltub paljugi juhtkonnast. Kui juhtkond suudab IPO märkimisperioodil hästi veenda investoreid märkima nende ettevõtte aktsiaid, võib see tuua kaasa positiivse mõju IPO järgsele tootlusele.

Kokkuvõtvalt on karakteristikuid, mis mõjutavad börsile pürgiva ettevõtte pakkumisperioodi ja järelturu esialgset tootlust, väga erinevaid, seega tuleb lähtuda igat IPO-t analüüsides individuaalsusest ning erispetsiifikast. Varasemast kirjandusest peamised tunnusjooned ehk karakteristikud, mis mõjutavad ettevõtte IPO-t ning järelturu hinda, on välja toodud joonisel 3.



Joonis 3. Järelturu aktsia hinda mõjutavad karakteristikud (Pedaja, 2007)

Jooniselt on näha, et järelturu aktsia hinda kujundavad IPO märkimistulemusi mõjutavad tegurid nagu näiteks märkimishind, mis omakorda fikseerib suures osas aktsiate nõudlustaseme. Sellest tulenevalt mõjutab hinda ülemärkimise ulatus, mille mõju avaldub läbi ülejaotusotsuse. Joonise alusel oleks IPO tulemuslikkusele tagasihoidlikum mõju ülemärkimistasemel ning lühiajaliste investorite minimeerimine allokatsioonil. Lühiajalist tootlikkust otsivaid investoreid ei eelistata aktsiate allokatsioonil kuna ettevõtted soovivad endale saada pikaajalisi investoreid, keda eelistada tuleviku lisaemissioonide käigus.

1.3.2 Ettevõtte fundamentaalanalüüs

Fundamentaalne analüüs on üks peamisi investori analüüsimeetodeid, mille raames pööratakse tähelepanu ettevõtte majandusaruannete, turusituatsiooni, juhtkonna ja tulevase potentsiaali uurimisele ja prognoosimisele. Analüüsi eesmärk on leida alahinnatud või ootustest kiiremini

kasvavaid ettevõtteid. Fundamentaalanalüüs sobib eelkõige pikaajaliste investeerimisotsuste tegemiseks.

Fundamentaalanalüüs algab **finantsaruannete analüüsist**, millest olulisemad aruanded, kui ühed peamised infoallikad on bilanss, kasumiaruanne ja alates keskmise suurusega ettevõtte puhul ka rahavoogude aruanne. Oluline on mainida, et majandusaasta aruande tegevusaruandest on võimalik samuti leida palju lisainformatsiooni ettevõtte tegevusest ning aruande kuupäeva järgsetest sündmustest. Lisaks tuleb analüüsi teostades tähele panna, et kasumiaruanne on tekkepõhine ning bilanss ja rahavoogude aruanne kassapõhine, mis tähendab, et kasumiaruandes toodud arvud ei pruugi näidata raha tegelikku seisust. Lõputöös käsitletakse peamiselt kasumiaruande ja bilansi muutusi.

Kasumiaruande puhul (Lisa 2) on oluline jälgida, kui palju on müügitulu eelmise aastaga võrreldes kasvanud või kahanenud (protsentuaalselt). Olenemata kasumiaruande skeemist ja kulude jaotusest tuleb analüüsida kulude osakaalu kasvu müügitulust, mis annab indikatsioone efektiivsusest kuluarvestusest. Jagades ärikasumi (EBIT- *earnings before interest and tax*) müügituluga, saadakse üks oluline marginaalinäitaja, mis näitab ettevõtte tegevuse kasumlikkust protsentuaalselt peale otseste kulude mahaarvamist (Kert, 2007). Marginaalinäitaja on IPO-sse investeeriva investori seisukohast oluline eelkõige kasvava trendi suhtes, mis loob head eeldused IPO järgse tootluse osas.

Vaadates lihtsustatud bilansiskeemi (Lisa 3) tuleks võrrelda sarnaselt kasumiaruandega eelnevaid perioode ning jälgida näitajate muutuseid. Kuna finantssuhtarvud baseeruvad eelkõige kasumiaruande ja bilansi näitajatel, on oluline jälgida ettevõtte aruannete kirjete osakaale (kasumiaruandes nt müügitulu vs müüdud toodangu kulu ning bilansis võõr- ja omakapitali osakaal). Aktiva poole peal tuleks tähelepanu pöörata käibevaradele ehk kõige likviidsematele varadele, kus ohumärkideks on suurenevad varud ja nõuded, mis võivad viidata ebaefektiivsele müügi- ja nõudepoliitikale (Kert, 2007). Ebaefektiivne müük mõjutab lõppkokkuvõttes tulevasi aruandeperioode. Passiva poolel tuleks leida võõrkapitali (lüh- ja pikaajalised kohustised) ja omakapitali vaheline suhe, mis annab aimu ettevõtte üldisest rahastamisest.

Üheks levinumaks ettevõtte aktsia õiglase väärtuse leidmise meetodiks on **diskonteeritud rahavoogude meetod** (DCF- *discounted cash flow method*), mida peetakse peamiseks meetodiks börsil mittenoteeritud ehk IPO ettevõtete väärtuse ehk aktsiahinna leidmiseks. Rahavoogude diskonteerimine ehk tulevaste perioodide tulu toomine tänasesse päeva tugineb järgmistel põhimõtetel:

- rahavoogusid prognoositakse 3-5 aastaks;

- raha ajaväärtuse diskonteerimisteguriks on kapitali kaalutud keskmine hind (WACC- *Weighted average cost of capital*);
- arvutamiseks leitakse puhtad rahavood (FCFF- *free cash flow to firm*);
- diskonteeritud puhtad rahavood kokku liita ning jagada kogu aktsiate arvuga (Juhkam & Kann, 2010).

Diskonteeritud rahavoogude meetodi eelisena võib esile tuua varade fundamentaalse keskendumise st meetod aitab mõista kuidas ettevõtte loob väärust. Samuti võtab meetod arvesse tegevuse jätkuvuse. Puudustena võib välja tuua prognooside määramatuse, sest tegemist on tulevikku suunatud hinnangutega, ning vajaduse suure hulga sisendite järele.

Teiseks tuntud õiglase väärtuse meetodiks on **suhtarvude analüüs**. Suhtarvudest informatsiooni välja lugemine on üks olulisi samme aktsiatesse investeerimisel. Läbi aegade on teoreetikud avastanud erinevaid bilansi ja kasumiaruande kirjetega seotud kombinatsioone, mis olenevalt kontekstist määravad ära ettevõtte üldise finantsseisu ning võivad viidata kasvupotentsiaalile. Ettevõtete finantsnäitajad saab jagada nelja kategooriasse: likviidsus- ja efektiivsusnäitajad ning rentaablus- ja finantseerimissuhtarvud (Financial Ratios, s.a.). Oluline on mõista, et suhtarvude analüüsi on võimalik teostada nii ajalooliste kui ka prognoositavate näitajate järgi, millest viimane omab oluliselt rohkem informatsiooni ning indikatsiooni tulevase aktsia väärtuse osas.

ROE (*Return on Equity*) ehk omakapitali tootlikkus on lihtne mõõdik ettevõtte tulude hindamiseks, mis näitab kui palju ettevõttesse paigutatud raha on kasumit teeninud. Võrreldes ettevõtte ROE-d tegevusvaldkonna keskmisega on võimalik täheldada konkurentsieelist või selle puudumist (Financial Ratios, s.a.).

$$\text{ROE (\%)} = \left(\frac{\text{Puhaskasum}}{\text{Keskmine omakapital}} \right) * 100 \quad (1)$$

Suhtarv on investorile oluline mõjutades investeringu atraktiivsust ning samal ajal näidates varade tõhusust, kasumlikkust ja finantsvõimenduse tulemust. Varasem kirjandus peab üle 10% omakapitali tootlusega ettevõtet hästi juhtituks. Oluline on jälgida, et kui aktsiakapital suureneb IPO käigus (emiteeritakse uusi aktsiaid), väheneb seetõttu suhtarv, eeldusel, et puhaskasum jääb sarnasele tasemele. Kuigi ROE võib IPO järgselt langeda, ei pruugi see tähendada, et ettevõtte äritegevus oleks oluliselt kahjumlikumaks muutunud.

ROA (*Return on Assets*) ehk varade rentaablus näitab, kui tõhusalt ettevõtte kasutab endale kuuluvaid varasid puhaskasumi teenimiseks (Birken, 2021).

$$ROA (\%) = \left(\frac{\text{Puhaskasum}}{\text{Keskmine koguvara}} \right) * 100 \quad (2)$$

Puhaskasum, mis on leitav kasumiaruandest (vt Lisa 2), jagatakse keskmise koguvaraga bilansist (vt Lisa 3). Varade rentaablust arvutades on võimalik arvestada ka asjaoluga, et ettevõtte varade väärtus ajas muutub. ROA on tihedalt seotud teiste ettevõtte edu mõõtmiseks kasutatavate meetmetega, nagu näiteks ROE. ROA kasvutrendi aruandeperioodide lõikes näitab head investeerimisoskust põhivaradesse. Varasem kirjandus peab heaks ROA näitajaks 5% või paremat ning 20% rentaablust suurepäraseks. Samas tuleb ROA-d vaadelda samas tööstusharus ja sektoris tegutsevate ettevõtete kontekstis kuna tegemist ei ole kõige sobilikuma suhtarvuga väga erinevate ettevõtete võrdlemiseks. Sarnaselt ROE-ga tuleb ka ROA puhul meeles pidada, et kui IPO käigus suureneb aktsiakapital, mille tulemusel suureneb ka bilansimaht ehk kogu varade maht, väheneb seetõttu suhtarv, eeldusel, et puhaskasum jääb sarnasele tasemele. Kuigi ROA võib IPO järgselt langeda, ei pruugi see tähendada, et ettevõtte äritegevus oleks oluliselt kahjumlikumaks muutunud.

Võlakordaja (*Debt Ratio*) näitab, kui suure osa ettevõtte koguvarast moodustab laenu ehk võõrkapital (Financial Ratios, s.a.).

$$\text{Võlakordaja} = \left(\frac{\text{Kohustised}}{\text{Varad kokku}} \right) \quad (3)$$

Bilansi andmetel põhineva struktuurisuhtarvu leidmiseks tuleb ettevõtte koguvõlg ehk kohustised (lühi- ja pikaajalised kohustised) jagada koguvaradega. Varasem kirjandus peab nominaalväärtust suhteliseks, kuna see varieerub suuresti tegevusalast. Kõrge väärtus viitab, et ettevõtte täiendavad laenukapitali kaasamise võimalused on minimaalsed ning investori seisukohast võib see tekitada ettevaatlikkust ning vähendada IPO märkimismahtu ehk aktsiate ostuhuvi. Seetõttu ei pruugi aktsiahind peale IPO-t väga palju tõusta, sest tegemist on suurte võlgadega tegutseva ettevõttega. Kõrget võlakordajat on võimalik seostada ettevõtte motiiviga tulla IPO käigus börsile, mida täpsemalt on käsitletud peatükis 1.2.1. Kui aktsiakapital suureneb läbi IPO, suureneb ka varade maht, mille tulemusel langeb suhtarv, kuna võõrkapitali osakaal langeb läbi omakapitali suurenemise.

Äriseadustiku (ÄS) kohaselt on dividend osanikule makstav osa kasumist (Äriseadustik § 157 lg 2). Aktsia (vt mõistet peatükis 1.1) ehk osalus ettevõttes annab investorile õiguse dividendide saamiseks, mis otsustatakse ja makstatakse välja mis tahes lõppenud majandusaastale järgneval finantsperioodil. Börsiettevõtete puhul on oluline jälgida dividendikuupäeva (*ex-dividend date*), mis määratakse dividendide väljakuulutamisel ehk enne antud kuupäeva ostetud aktsia on dividendiõiguslik (*cum-dividend*) (Roos, Sander, Nurmet, & Ivanova, 2014). Investori seisukohast lähtudes võib dividendide

maksmist pidada üheks selgemaks sõnumiks tulevikuväljavaadete ja tulemuste kohta, mis loogiliselt võttes tõstab investeeringu atraktiivsust ning seetõttu võib mõjutada nii IPO märkimist kui ka IPO järgset tootlust. **Dividenditootlus** (*dividend yield*) on hea hindamiskriteerium hilisemates arengutsükli faasides asuvate ettevõtete jaoks ehk sobilik suuremate ettevõtete hindamiseks, kes soovivad noteerida ettevõtte aktsiaid näiteks põhinimekirjas (Kert, 2007).

$$\text{Dividenditootlus (\%)} = \left(\frac{\text{Dividend aktsia kohta}}{\text{Aktsia turuhind}} \right) * 100 \quad (4)$$

Dividendistrateegiad on sageli kajastatud ettevõtete tegevusaruannetes või kodulehtedel. IPO puhul tuleb info avalikustada pakkumise prospektis, millest oli täpsemalt kirjutatud peatükis 1.2.2. Dividendide väljamaksed on reeglina kord aastas või välisturgudel tavaks saanud kvartaalselt. Dividenditootlust on võimalik arvutada jagades dividendi aktsia kohta aktsia turuhinnaga (vt allpool näidet).

Ettevõtte õiglast hinda ning selle tulevikku indikeerivaid trende on võimalik tuvastada läbi fundamentaalanalüüsi hoidudes suurtest üldistustest ning pidades meeles tegevusvaldkonna ja ettevõtte spetsiifilisi tegureid. Peamise info analüüsi teostamiseks on võimalik omandada läbi ettevõtte finantsaruannete (bilanss ja kasumiaruanne). Peamised fundamentaalanalüüsi instrumendid on rahavoogude meetod, suhtarvude analüüs (ROA, ROE ja võlakordaja), mis on tihedalt seotud võrreldavate ettevõtete meetodiga, kuna suhtarvude nominaalsus võib varieeruda tegevusvaldkonniti.

1.4 Aktsiate esmaemissioonide järgsete tootluste võimalikud seosed

IPO edukust saab hinnata peale ettevõtte noteerimist börsil ehk aktsia järelturul. Peamised mõõdupuud IPO puhul on kaasatud/kogutud kapital ehk pakkumise täitumismaht (ülemärkimine või alamärkimine) ja aktsia hinna tõus/langus järelturul.

Edukaks avalikuks pakkumiseks ei peeta IPO-t kui:

- järelturul aktsiahind märkimisväärselt langeb - ei saavutata investorite eesmärgi (stabiilne hinnatõus);
- järelturul aktsiahind tõuseb üle 20% - ei saavutata müüvate aktsionäride eesmärgi, soodustatakse aktsiahinna volatiilsust (Zirnask, s.a.).

Samas tuleb tõdeda, et paljud IPO-d seatakse sihilikult alla nende turuväärtuse, et tekitada aktsia esmaemissioonis atraktiivsust nii institutsionaalsetes- kui jaeinvestorites (O'neil, 2020).

Tootluse arvutamisel lähtutakse alltoodud valemist (Slettebø & Mørland, 2016):

$$\text{Aktsiahinna tootlus (\%)} = \left(\frac{P_1}{P_0} - 1 \right) * 100, \text{ kus} \quad (5)$$

P_1 - aktsia kuue kuu perioodi viimase kauplemispäeva sulgemishind

P_0 - aktsia pakkumishind.

Investeeringutest tulenevate riskide hajutamise üks peamisi tehnikaid on investeerida erinevatesse ettevõtetesse, mis tegutsevad erinevates sektorites, geograafilistes piirkondades või on seotud riigiomandiga. See tähendab maailma majanduse kontekstis, et ühe sektori või geograafilise piirkonna tootlus võib olla parem kui mõne teise. Sektori valikul võib määravaks pidada eelkõige potentsiaalset kasvuvõimalust (nt IT, tervishoid, energeetika). Geograafiliselt eelistatakse eelkõige koduturgu, sest tuntakse ettevõtete käekäiku ning tihti tarbitakse nende teenuseid. Riskijuhtimise seisukohalt aitab see luua mitmekesist ja tasakaalustatud portfelli, mis on paremini kindlustatud muutuvate turutingimuste eest.

Sarnaselt Balti börsile on ka Põhjamaade börsidel (Helsingi, Kopenhaagen, Oslo ja Stockholm) toimunud viimastel aastatel palju aktsiate avalikke pakkumisi nagu näiteks Genova Property Group AB (GPG) IPO, kelle peamine tegevusvaldkond on kinnisvaraarendus. Tugevalt ülemärgitud Genova alustas kauplemist 30. juunil 2020. aastal Stockholmi börsil, andes aktsiaid märkinud investoritele esimese kauplemispäeva tootluseks 17% (märkimishind 65 Rootsi krooni). IPO edukuse taga on Rikatiilsammans (2020) ärilehe sõnul mitmed faktorid- valdkonna börsiettevõtete ülehinnatus, hea meedia kajastus IPO-st ja Genova madal märkimishind, mis tekitas huvi ka institutsionaalsetel investoritel. Sarnaselt teiste turutegijatega oli IPO ajaks Genoval näidata viimase kuue aasta tugev jätkusuutlik müügitulu kasv, mille peamiseks teguriks oli lihtne äriplaan - osta kinnisvara odavalt ja teostada detailplaneeringuid ise. Selle tulemusel oli IPO ajaks neil ette näidata 3 miljardi Rootsi krooni suurune kinnisvaraportfell. Tugev finantspositsioon ning investorite üldine sentiment investeerida kinnisvarasse on mõjutanud ettevõtte IPO-t väga positiivselt.

IPO-t soodustasid ka madalad intressimäärad ehk tugev ostujõud kinnisvaraturul, tugevad institutsioonilised investorid nagu näiteks Skandia ja Lancelot. Genova IPO-t on mõjutanud makromajanduslikud tegurid positiivselt. Lisaks ettevõtte asutaja ning tegevjuht, kes on enamusomanikud, rakendasid Swedbank'i nõustamisel endale kaheaastase kauplemiskeeldu, mis vähendas IPO ajal investoritel teatud riske ning andis uutele investoritele selge signaali ettevõtte väljavaadetest. (Bolmeson, 2020)

Hiina Rahvavabariigis kaua kestnud energeetikatööstuse monopolipõhine juhtimine on peale elektritootmissüsteemi reformi muutunud järk-järgult konkurentsitihedaks turuks, kus üks uuemaid trende on roheenergeetika. 2021. aastal tuli börsile riigile kuuluv China Three Gorges Renewables (Group) Co.,Ltd, kes tegeleb taastuvenergia tootmisettevõtete juhtimisega tootes elektrit tuule-, hüdro- ja päikeseenergiast. Riigiettevõtte on suurosanik mitmetes energeetikaettevõtetes nagu näiteks Jangtse Power Co., Ltd, kellele kuulub Hiina üks suurimaid hüdroelektrijaamu (Gezhouba). Rahvusvahelise äriajakirja The Diplomat (2021) allikatel kogus ettevõtte Shanghai börsidebüüdi käigus ligi 4 miljardit dollarit, millega kavatakse rajada seitse uut meretuuleparki Hiina ranniku lähedale. IPO väljalaskehinnaks oli määratud 2,65 jüaani aktsia kohta, mis esimese kauplemispäeva lõpuks tõusis 3,82 jüaanini moodustades ligi 44% tootluse ja turuväärtuseks 109 miljardit jüaani. Aktsia kõrgeim hind (24.12.2021) on olnud 7,77 jüaani (193% tootlus). IPO märkimismahtu ja esialgset tootlust võib mõjutada asjaolu, milleks ettevõtte börsilt ehk avalikuseks saadud raha kasutab. Antud näite põhjal kasutas ettevõtte kaasatud kapitali uuteks arendusteks, mis on mõjutanud IPO järgset tootlust positiivselt. Põhjuseid, miks ettevõtted soovivad kaasata avalikuseks raha oli detailsemalt kirjeldatud peatükis 1.2.1.

IPO edukus on olulises osas tingitud valitsuse suurosalusest ettevõttes, mis on loonud teatud konkurentsieelised mastaabi kulude, seadmete ja tehnoloogia ning juhtimise osas. (Spilka, 2021) Võrreldes China Three Gorges Renewables ettevõtet teiste sarnaste rahvusvaheliste IPO-dega, on mitmed energeetika börsiettevõtted kaasanud avalikuseks raha seoses laenude tagasimaksmisega. Majanduspoliitilised tegurid on tugevalt mõjutanud ettevõtte tegevuseesmärke ja sellest tulenevalt ka IPO järgset tootlust positiivselt. Oluline on mainida, et ettevõtte usaldusväärsust võis suurendada ka riigipoolne enamusosalus ettevõttes.

2021. aasta lõpus tuli New York aktsiabörsile Brasiilia päritoluga Nubank (NU), keda peetakse Lõuna-Ameerika ja teatud väljaannete põhjal maailma suurimaks finantstehnoloogiliseks (*Fintech*) digipangaks. NuBank pakub oma kasutajatele eralaenu-, kindlustus- ning investeerimisvõimalusi. Märkimishinnaks oli 9,00 \$ tõustes 8. detsembril 2021. aastal, esimesel kauplemispäeval, 10,33\$ aktsia kohta (15% tootlus).

Eduka IPO karakteristikuid on mitmeid - ettevõttel oli IPO ajaks ligi 48 miljonit klienti üle Brasiilia, Kolumbia ja Mehhiko, mida CNBC (2021) andmetel suutis NU suurendada keskmiselt 40 tuhat klienti päevas. Klientide ülevõtmine konkurentidest oli peamiselt saavutatud läbi tasuta digitaalse pangakonto ning teenustasudeta krediitkaardi kampaania, mis on sundinud muutma korporatiivsete pankade ärimudeleid. (León, 2021)

Oluline on mainida, et enne IPO lansseerimist kaasas NuBank kapitali investormaaailmas tuntud Warren Buffet'i ettevõttelt Berkshire Hathaway ligi 500 miljonit dollarit. Asjaolu võib pidada oluliseks IPO teguriks arvestades Warren Buffet'i ja tema meeskonna hästi hinnatud investeerimistulemusi, mis NuBank'i puhul võis aidata tugevdada jaeinvestorite usaldust aktsiate vastu. See tähendab, et võtmeisikute figureerimine läbi meedia on mõjutanud IPO järgset tootlust positiivselt. Samuti on ettevõtte enda aktsiate atraktiivsust kasvatanud lubades hakata tulevikus pakkuma aktiivsetele klientidele tasuta aktsiad, mis meelitab panga platvormile rohkem kasutajaid ning võib investearingu atraktiivsust tõsta tulevaste lisaemissioonide jaoks.

Võrdluseks NuBank'ile tuli otsenoteerimisega samal aastal börsile ka finantsettevõtte Wise (endise nimega TransferWise), kelle aktsia hind on langenud alates esimesest kauplemispäevast ligi 60%. Otsenoteerimisega seotud teoreetilisi lähtekohti oli täpsemalt käsitletud peatükis 1.2.2.

Põhjalikud uuringud on leidnud seose rahvusvaheliselt tegutseva ettevõtte ning kõrgema IPO järgse tootluse vahel. Rahvusvahelistel turgudel tegutsevatel ettevõtetel on väiksem tõenäosus alahinnastamisel võrreldes kodumaiste ettevõtetega, kuna välisinvestorid on nõus ettevõtte aktsiaid ostma kõrgema hinnaga vähendades samaaegselt IPO järgset volatiilsust (Wahid, 2015). Rahvusvahelised ettevõtted suudavad kaasatud raha kiiresti ja efektiivselt investeerida, mis avaldab IPO järgsele tootlusele positiivset mõju.

Varasemad uuringud näitavad tugevat seost IPO järgsetel tootlustel Hiinas toimunud IPO-de ja riigiomandis olevate ettevõtete osalise erastamine vahel. Mida väiksem on valitsuse omandi osakaal, seda suurem on selle erastamise ulatus, mis näitab turu usaldamatust valitsuse seotuse suhtes äritegevuses ja näitab usaldust riigiettevõtete erastamise vastu (Gu, 2003). Sarnaselt on ka Dewenter ja Malatesta (1997), kes on teostanud uuringu peamiselt Euroopa turgudel, järeldanud, et IPO järgne tootlus on oluliselt kõrgem valitsuse osalusega ettevõttes kui erakapitalil põhineval sama tegevusalaga ettevõttel. Erakapitalil põhinevad IPO-d on sageli suhteliselt uutes tööstusharudes ning noored ettevõtted, kuid IPO-de käigus erastatavad riigiettevõtted on tavaliselt vanad, suured ning tuntud (Dewenter & Malatesta, 1997).

Uuringud ettevõtte suuruse ja IPO järgse tootluse vahel varieeruvad paljugi. Ühed leiavad, et seos puudub, kuna väiksemate ettevõtete seos kõrge IPO järgse tootlusega ei ole seotud ettevõtte suuruse tõttu, vaid IPO mahu poolest. Teised, nagu näiteks Anthony Y. Gu leiab Hiina IPO-de analüüsist, et ettevõtte suurusel on oluline positiivne mõju IPO järgsele tootlusele. Positiivne seos tootluse ja ettevõtte suuruse vahel näitab, et investorid usuvad, et suured ettevõtted on vähem riskantsed ja

seetõttu on neil suurem nõudlus nende aktsiate järele (Gu, 2003). Võimalik IPO järgne mõju võib tõenäoliselt varieeruda ettevõtte suuruse ning börsi nimekirjade klassifitseerimisest.

Mitmed globaalselt tuntust saanud aktsia esmaemissioonid omavad erinevaid karakteristikuid ning tootlusvõimalusi, mistõttu on oluline silmas pidada ülaltoodud peatükkides välja toodud mõjutegureid ning nende kombinatsioone, et luua seoseid IPO esialgse tootlusega.

2 EMPIIRILISE UURINGU METOODIKA

Balti börsil on aina enam toimumas IPO-sid. LHV nooremanalüütiku Raido Tõnissoni (2021) sõnul oli 2021. aasta börsidel IPO-de arvu ja kaastatud kapitali poolest rekordiline ning 2022. aasta ei tööta tulla oluliselt kehvem aasta IPO-de jaoks (Tõnisson, 2021). Enefit Green IPO näitab samuti, et investeerimine on kasvutrendis, sest börsile suunduva ettevõtte aktsiaid märkis ligi 5% kogu riigi rahvastikust, mida peetakse läbi aegade edukaimaks IPO-ks Baltimaades. Kogu maailma IPO ajaloos ei ole palju näiteid võimalik tuua, kus nii suur osa rahvastikust osaleb aktsia avalikus pakkimises (Suimets, 2021).

Balti börsi käive on viimase kolme aastaga kasvanud umbes 236% (2019- 267 mln €, 2021- 897 mln €), mis kooskõlas suureneva tehingute arvuga näitab samasuguse trendi jätkumist lähiaastatel. Esimese viie kauplemiskuuga on 2022. aastal suudetud tehinguid teha rohkem kui 2020. aastal, mis näitab selgelt, et investeerimine on tõusmas ning lisab Balti börsile märkimisväärset likviidsust. Suurenenud IPO-de turg tekitab turul volatiilsust, mis tekitab omakorda hirmu ja ebakindlust. Zirnask (2011) on välja toonud, et investeerides aktsiatesse, riskib investor võimalusega kaotada kogu raha (Zirnask, 2011). Teisisõnu võib vale investeerimisotsus viia raha kaotuseni.

Lisaks näitavad pankade statistikad, et investeerimine on jaeinvestorite seas populaarseks muutumas. Tehinguid tegevate LHV klientide arv kasvas 2020. aastal eelneva aastaga ligi 150% (Lepik, 2020). Sarnaselt LHV-le kasvas 2021. aastal Swedbanki väärtpaberite kontode arv ligi 20%. Kuigi investeerimisvõimalused ja –huvi on suurenenud, ei pruugi kõik investeerijad tajuda raha kaotamise ohtu. Eriti keeruline on otsustada raha paigutamise üle uutesse börsile tulevate ettevõtete aktsiatesse. Investorid peavad hindama, kas ja millises mahus IPO-s osaleda, et tagada soovitud tootlus.

Empiirilise uuringu eesmärk on selgitada välja aktsia esmaemissiooni järgset tootlust iseloomustavad tunnusjooned ning nende mõjusuund, et teha järeldusi tulusate investeeringute valikuks Balti börsil perioodil 2011–2021 toimunud IPO-de põhjal.

Empiirilise uuringu eesmärgi saavutamiseks on püstitatud järgmised ülesanded:

- kaardistada ja analüüsida Balti börsil toimunud IPO-de järgset aastatootlust ja seda iseloomustavaid tunnusjooni;
- teha järeldused tulusate investeeringute valikuks Balti börsil perioodil 2011–2021 toimunud IPO-de põhjal.

Baltikumis tegutsev väärtpaberibörs Nasdaq Baltic hõlmab Nasdaq Tallinna, Riia ning Vilniuse börsi, mille üldnimetus on NASDAQ OMX Baltic. Börs sai alguse 2000. aasta alguses, kui kaupleva hakati 13 Baltimaade avaliku ettevõttega. 2022. aasta esimese kvartali seisuga on Balti börsil noteeritud põhinimekirjas 34 ettevõtte aktsiad, lisanimekirjas 22 ning First North alternatiivturul 15 aktsiat. Nasdaq Balti börs kuulub börsikontsernile Nasdaq, Inc, mida võib pidada üheks maailma suurimaks börsikontserniks, kus on esindatud üle 4 000 noteeritud ettevõtte turuväärtusega ligi 14 triljonit dollarit (Meist, s.a.).

Lõputöö uuringu aluseks koostati teoreetiline ülevaade, milles tugineti peamiselt varasema kirjanduse teoreetilistele käsitlustele ning turgudel toimunud IPO-dele, mis annavad sisendi võrrelda Balti börsil toimunud IPO-sid ja teha nende põhjal järeldusi tulusate investeeringute valikuks.

Empiiriline uuring lähtub deduktiivsest käsitlusviisist. Deduktiivne lähenemine tähendab, et liigutakse üldisemalt spetsiifilisemale (Õunapuu, 2014). Deduktiivse lähenemise põhimõttest lähtuvalt tugineb empiiriline uuring eelnevalt koostatud teooriale, mille käigus analüüsitakse Balti börsil toimunud IPO-de tootluse võimalikke seoseid eelnevalt teoorias tuvastatud iseloomulike tunnusjoonte abil. Uuringu üldine lähenemine on kombineeritud (kvantitatiivne ja kvalitatiivne). Apuke (2017) sõnul kvantitatiivne lähenemine on uurimismeetod, mis hõlmab arvandmete kasutamist ja analüüsi kasutades statistilisi meetodeid. Laheranna (2008) sõnul kujutab kvalitatiivne uurimisviis endast materjali tõlgendamist läbi praktiliste viiside. Lähenemine avaldub üldiselt läbi arvandmete võrdluse ja mõjutegurite analüüsi.

Andmeid kogutakse dokumendivaatluse teel. Dokumendivaatlus on süstemaatiline protseduur nii trükitud kui ka elektrooniliste materjalide ülevaatamiseks või hindamiseks (Bowen, 2009). Dokumendivaatlus võimaldab saada vahetut ja otsest teavet ning terviklikku empiirilist andmestikku (Laherand, 2008). Uuringu käigus vaadeldakse IPO prospekte, emitentide majandusaasta aruandeid, börsi teateid ning Nasdaq Baltic kodulehte emitentide kauplemisajaloo tuvastamiseks. Dokumentide vaatlusobjektid on välja toodud dokumentide vaatlusplaanis (vt Lisa 4). Kasutamise eesmärk on tuvastada IPO-de hindamise empiiriline alus (pakkumisperiood, -hind, bilansi ja kasumiaruande andmed, pakkumistulemused, IPO järgne kauplemisajalugu). Varasem kirjandus soovib vaatlust kasutada uuritava nähtuse tunnuste süstemaatiliseks jälgimiseks ja tulemuste registreerimiseks (Õunapuu, 2014, lk 160). Vaatluse eeliseks on leida tõeseid andmeid tegevuste kohta ning peamiseks puuduseks meetodi puhul on suure hulga detailide väljaselgitamine, mille tõttu võib olla raske luua terviklikku pilti (Virkus, 2016).

Uurimisobjektiks on perioodil 2011–2021 Balti börsi põhinimekirjas toimunud IPO-d, mille üldkogum on 9 ning uuringu tarbeks kasutatakse kõikset valimit:

- Coop Pank (CPA1T);
- DelfinGroup (DGR1R);
- EFTEN Real Estate Fund III (EFT1T);
- Enefit Green (EGR1T);
- Hepsor (HPR1T);
- Ignitis grupė (IGN1L);
- LHV Group (LHV1T);
- Novaturas (NTU1L);
- Tallinna Sadam (TSM1T).

Empiirilises osas kasutatakse ülalpool välja toodud kauplemistähiseid – esimesed kolm tähte kirjeldavad ettevõtte nime, sellele järgnev number konkreetset turgu (nr 1 tähendab põhinimekirja) ning viimane täht tähistab börsi (täht T tähendab Tallinna, R tähendab Riia ning L tähendab Leedu börsi). Kõikses valimis uuritakse ja mõõdetakse populatsiooni moodustava koosluse kõiki objekte (Õunapuu, 2012). Fokuseeritakse põhinimekirjale, sest tegemist on Balti börsi kõige reguleerituma turuga, mis omab vähem riske võrreldes alternatiivturuga. Valimis olevate emitentide efektiivsuse mõõtmiseks kasutatakse sekundaarsete andmetena ettevõtete majandusaasta aruandeid, mille abil leitakse teooria peatükis 1.3.2 välja toodud suhtarvud ning nende muutus peale IPO-t. Tootluse määramiseks võetakse ajahorisondiks emitendi esimese aasta kauplemisperiood, mida varasemad uuringud on käsitlenud kui lühiajalist tootlust, mille jooksul aktsia hind stabiliseerub aktsia esmaemissioonist. Slettebø ja Mørlandi (2016) empiirilises uuringus teostati 6, 12 ja 36 kuu tootluse analüüs Põhjamaade börsidel (Stockholm, Kopenhaagen, Helsingi ja Oslo) toimunud IPO-de kohta. Kogutud andmete põhjal selgitatakse välja aktsia märkimishinna ja turuhinna muutus esimesel kauplemispäeval ning aastane tootlus. Lisaks selgitatakse välja muutustest tuleneva tootluse tunnused ja mõjusuunad, et teha järeldusi tulusa investeringu valikuks Balti börsil toimunud IPO-de põhjal. Tootluse arvutamisel lähtutakse eespool välja toodud valemist (nr 5, lk 29) ning selle võrreldava pildi loomiseks kasutatakse OMX Baltic Benchmarki aktsiaturu indeksi vastavalt aktsiate esimese kauplemisaasta ajaloole. IPO-de tootluste ning nendele iseloomulike tunnuste seostamiseks kasutatakse Pearsoni korrelatsioonikordajat. Korrelatsioonikordajaga uuritakse seost kahe arvulise järjestustunnuse vahel, mis võimaldab iseloomustada nii seose tugevust kui ka suunda (Rootalu, 2014). Korrelatsioonikordaja väärtused leiduvad vahemikus -1,0 ja 1,0, mille kohaselt sotsiaalteadustes peetakse tugevaks positiivseks kasvavaks korrelatsiooniseoseks üle 0,5.

Andmete analüüs toimub kombineeritult võrdlusanalüüsi ja statistilise analüüsi toel. Võrdlusanalüüs (*benchmarking*) on tegevuste võrdlus samal tegevusalal, mille abil on võimalik täiustada tegevusi (Kelessidis, 2000). Meetod võimaldab võrrelda ja seostada erinevaid tekstiosi, et leida erinevate teoorias käsitletud tunnusjoonte vahel seoseid. Uuringus kasutatakse meetodeid selleks, et luua IPO järgse tootluse ning võimalike tunnusjoonte vahel seoseid ning neid võrrelda teooriaga, mida on käsitletud peatükkides 1.3.1 ja 1.4, et teha järeldusi tulusate investeeringute valikuks toimunud IPO-de põhjal. Statistiline analüüs põhineb loendamise või mõõtmise teel saadud andmete analüüsil (Smith, 2021). Uurimuse käigus arvutatakse majandusaasta aruannete raamatupidamisandmete põhjal suhtarvud, mis on välja toodud peatükis 1.3.2, et leida emitendi IPO eelsele majandustegevusele rentaablus, mille abil tuvastada seoseid IPO järgse tootlusega.

Teoorias esitatut võrreldakse IPO järgse tootluse tunnusjoonte välja selgitamiseks ning kirjeldatakse IPO edukust jaeinvestori seisukohast lähtuvalt. Kuid välja tuuakse ka olulisi võtmetegureid tulevaste potentsiaalsete börsiettevõtete positsioonist lähtuvalt. Uurimistulemusena kaardistatakse Balti börsil toimunud IPO-de peamised tunnusjooned, mis võivad tõenäoliselt tuua kaasa tulusama aktsia esmaemissiooni tehtava investeeringu.

Uurimuse põhilised tulemused väljenduvad tekstina, visualiseerimiseks koostatakse jooniseid ja tabeleid kasutades IPO-dega ja makromajandusega seotud arvandmeid. Tulemused ja karakteristikud on eriti olulised alustavatele jaeinvestoritele, kes võivad alustada investeerimist läbi II pensionisamba reformi omandatava kapitali.

Empiirilisest uuringust saadud järeldusi on võimalik implementeerida tulevaste IPO-de puhul selgitamaks välja, millises mahus ja millise hinnaga on mõistlik märkima asuda.

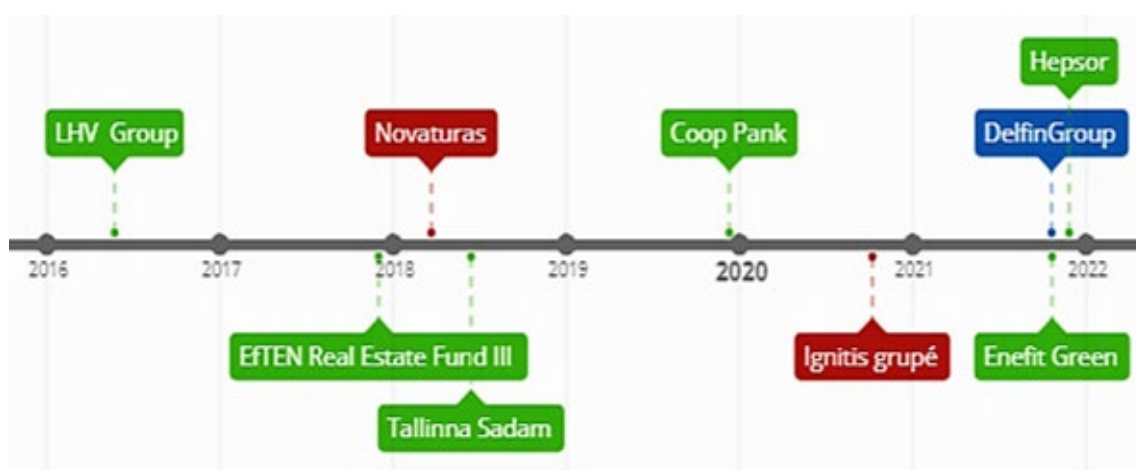
Olemasoleva kokkuleppe kohaselt avaldatakse uuringutulemusi kokkuvõttev artikkel Äripäeva poolt välja antavas investor Toomase ajakirjas „Investor“.

3 AKTSIATE ESMAEMISSIONIDE JÄRGNE TOOTLUS JA NEID ISELOOMUSTAVAD KARAKTERISTIKUD BALTI BÖRSIL PERIOODIL 2011–2021

Empiirilise uuringu läbiviimisel kaardistati esmalt perioodil 2011–2021 Balti börsi põhinimekirjas toimunud aktsiate avalikud esmaemissioonid kasutades avalikult kättesaadavat infot Nasdaq Baltic kodulehelt. Seejärel omandati valimi nimekirja põhiselt IPO prospektid, IPO eelsed majandusaasta aruanded, emitentide esimese aasta kauplemisajalugu koos OMX Baltic Benchmark GI turu indeksiga saamaks ülevaadet aktsia turuhinnast koos turuolukorraga. Saadud informatsioon kirjeldab ettevõtete õiglast väärtust ning pikaajalist investeerimisvõimekust. Vastavalt uuringu käigus omandatud informatsioonile toimunud IPO-de kohta ning teoorias käsitletud lähtekohtadele, selgusid peamised tunnusjooned ning nende mõjusuund, mille alusel teha järeldusi tulusate investeringute valikuks Balti börsil toimunud IPO-de põhjal.

3.1 Uuringuperioodil toimunud IPO-de ülevaade

Leidmaks toimunud IPO-de esimese kauplemissaasta tootlust, tuleb eelnevalt tutvuda kõigi ettevõtete tagataustaga. Perioodil 2011–2021 toimus Balti börsi põhinimekirjas 9 IPO-t (vt joonis 4). Regiooniti toimus perioodil kõige enim IPO-sid Tallinna börsil (6 ettevõtet, joonisel rohelisega), millele järgnes Vilniuse börs (2 ettevõtet, joonisel punasega) ning Riia börs (1 ettevõte, joonisel sinisega). Üheksast ettevõttest kolm olid riigiettevõtted, kaks neist Eesti Vabariigi ja üks Leedu Vabariigi omandis.



Joonis 4. Balti börsi põhinimekirjas ajavahemikul 2011–2021 toimunud IPO-d

Jooniselt on näha, et kõige enam toimus IPO-sid 2021. aastal (3 tk)- DGR1R, EGR1T, HPR1T. Lisaks toimus 2021.a. ka Balti börsi alternatiivturul First Northil väga mitu avalikku aktsia esmaemissiooni–

5 IPO-t, mis kaasasid kokku ligi 7,0 miljonit eurot. Teisisõnu oli 2021. a rekordiline IPO-de poolest, mistõttu võib öelda, et teistel turgudel toimuvad IPO-d andsid üksteisele sisendi kaasata kapitali. Kõige vähem toimus IPO-sid (üks aasta kohta) aastatel 2017, 2019 ja 2020. Kõige paremaid IPO järgseid esimese kauplemissaasta tootlusi leidis selgelt Tallinna börsil (vt Lisa 5) – aasta tootlused jäid vahemikku -20% kuni 41%, millest ainult üks oli negatiivse tootlusega (HPR1T). Teine börs IPO järgsete tootluste võrdluses oli Riia börsi ühe IPO-ga (-5%, DGR1R), Vilniuse börsil toimunud IPO-de järgsed tootlused jäid vahemikku -21% kuni -8%.

Balti ühine börs sai alguse 2008. aastal, kui Balti- ja Põhjamaade börsikontsern OMX AB liitus NASDAQ Stock Market'iga, mille tulemusel tekkis üks maailma suurimaid börsiettevõtteid. Ühise Balti börsi nimekirja tekke eelduseks oli nii ühiskonna kui ka seadusandluse järele jõudmine börsimaailmale. Tänu “Hea ühingujuhtimise tava” väljatöötamisele, mis võimaldas koostada käitumisjuhendid ning eeskirjad börsiettevõtetele eri konfliktide juhtimiseks ning finantsinstrumentide turgude direktiivi kasutusele võtmisega oli võimalik eri riikide börse ühtlustada. Nasdaq Balti börs (Tallinn, Riga ning Vilnius) on ainus reguleeritud väärtpaberite ühis järelturg Baltikumis. Ühisbörsi üle peab järelvalvet Tallinnas börsi puhul Eesti Finantsinspeksioon, Riias Läti finants- ja kapitalituru komisjon ning Vilniuses Leedu Keskpank. Järgnevalt antakse lühiülevaade valimisse kaasatud ettevõtetest.

Coop Pank (ametlik nimi Coop Pank AS) on Eesti kapitalil põhinev pank, kus töötab 15 kontoris üle 230 inimese teenindades igapäevaselt üle 58 300 kliendi. Coop Pank olulisemad tütarettevõtted on Coop Pank AS, Coop Finants AS, Coop Liising AS, CP Varad AS, Coop Kindlustusmaakler AS. Coop Pank eristub Eestis tegutsevatest konkurentidest asjaoluga, et klienditele on võimaldatud võtta raha välja ja/või hoiustada ligi 330 gruppi kuuluvas kaupluses üle Eesti. IPO toimus perioodil 18. november kuni 29. november 2019. märkimishinnavahega 1,15 € – 1,30 € aktsia kohta. Coop Pank Aktsiatega alustati kauplemist Tallinna börsil 10.12.2019. CPA1T tähise all.

DelfinGroup (ametlik nimi AS Delfin Group) on tehnoloogiapõhine finantsteenuste pakkuja Lätis, kes tegutseb kaubamärkide Banknote ja VIZIA all pakkudes erinevaid laenukoode ning müües kasutatud kaupa läbi internetikeskkonna ja ligi 90 Läti esinduses. Ettevõttes töötab üle 270 töötaja teenindades 400 000 klienti andes välja igakuiselt keskmiselt 35 tuhat laenu (portfelli suurus ca 43,0 miljonit eurot). Ettevõtte aktsiate IPO toimus perioodil 28. september kuni 11. oktoober 2021. märkimishinnaga 1,52 € aktsia kohta. Aktsiatega alustati kauplemist Riia börsil 20.10.2021. DGR1R tähise all. DelfinGroup on olnud alates 2014. aastast Balti Börsi liige emiteerides võlakirju ning ka hiljem 2022. a. Ettevõtte on alates 2010. aastast olnud igal aastal kasumis.

EfTEN Real Estate Fund III (ametlik nimi EfTEN Real Estate Fund III AS) on investeerimisfond, mis tegeleb ärikinnisvara investeringutega Balti riikides omades kinnisvarainvesteeringuid läbi kaheksateistkümne tütarettevõtte. Ettevõtte investeerib Balti riikides asuvasse äri- ja/või segaotstarbelisse kinnisvarasse või sama tüüpi kinnisvara omava Balti riigis asuva ettevõtte väärtpaberitesse. IPO toimus perioodil 30. oktoober kuni 10. november 2017. märkimishinnaga 14,00 eurot aktsia kohta. Aktsiatega alustati kauplemist Tallinna börsil 01.12.2017. EFT1T tähise all. Fondivalitsejaks on EfTEN Capital, keda peetakse suurimaks kinnisvarafondide valitsejaks Balti riikides juhtides seitset kinnisvarafondi, milles töötab kokku üle 50 inimese.

Enefit Green (ametlik nimi Enefit Green AS) on Baltimaade juhtiv taastuvenergia tootja, mis kuulub Eesti riigiomandis olevasse Eesti Eneriga kontserni tütarettevõtjana. Ettevõtte loodi eesmärgiga koondada kõik kontserni taastuvenergia tootmisüksused ühte ettevõttesse. Ettevõtte tegutseb Eestis, Lätis, Leedus ja Poolas omades kokku 38 päikeseelektrijaama, 4 koostootmisjaama, 22 tuuleparki, pelletitehas ja hüdroelektrijaam. Ettevõttel on 27 tütarettevõtet, kelle abil toodetakse ning müüakse taastuvenergiat kolmandatele osapooltele nagu nt elektrikbörsile Nord Pool. Enefit Green aktsiate IPO toimus perioodil 5. kuni 14. oktoober 2021. märkimishinnavahe vahemikuga 2,45 € – 3,14 € aktsia kohta. Aktsiatega alustati kauplemist 21.10.2021. Tallinna börsil EGR1T tähise all. IPO järgselt on ettevõtte aktsionärideks 77% osalusega Eesti Vabariik ning 23% osalusega jaeinvestorid, pensioni- ja investeerimisfondid.

Hepsor (ametlik nimi Hepsor AS) on üks suuremaid kinnisvaraarendusettevõtteid, mis tegutseb nii Lätis kui ka Eestis, arendades nii elukondlikku kui ka ärikinnisvara. 10-aastase ajalooga ettevõtte on loonud kokku 1 400 uut kodu, 23 000 m² äripinda ja 40 arendusprojekti. Ettevõtte IPO toimus 10. kuni 19. november 2021. märkimishinnaga 11,70 € aktsia kohta. Aktsiatega alustati kauplemist 26.11.2021. Tallinna börsil HPR1T tähise all.

Ignitis Groupė (ametlik nimi AB Ignitis Groupė) on rahvusvaheline ja üks suurimaid energiakontserne Baltikumis, mille põhitegevuseks on elektri ja soojuse toomine ja tarnimine, elektrisüsteemide hooldus ja arendus ning elektri ja maagaasi kauplemine ja jaotamine (ligikaudu 1,6 miljonile äri- ja eracliendile). Kontsernis töötab ligi 3 800 töötajat ning ettevõtte tegutseb Leedus, Lätis, Eestis, Poolas ja Soomes. Grupi innovatsioonifond investeerib Prantsusmaa, Rootsi, Norra, Ühendkuningriigi ja Iisraeli energeetika idufirmadesse. Samuti on ettevõtte varasemalt emiteerinud võlakirju ligikaudu ühe miljardi euro väärtuses, mille abil vähendatakse kasvuhoonegaaside heitkoguseid igal aastal 700 000 tonni võrra. Ignitis Groupė omab viit tuuleparki (neli Leedus, üks Eestis), kahte koostootmisjaama ning kahte hüdroelektrijaama. Ettevõtte IPO toimus 21. september

kuni 1. oktoober 2020. märkimishinnavahemikuga 22,50 € – 28,00 € aktsia kohta. Aktsiatega alustati kauplemist 07.10.2020. Leedu börsil IGN1L tähise all. IPO järgselt on ettevõtte aktsionärideks 75% osalusega Leedu Vabariik ning 25% osalusega jaeinvestorid, pensioni- ja investeerimisfondid.

LHV Group (ametlik nimi AS LHV Group) on suurim eestimaine finantsgrupp, mis hoiab ligikaudu viie miljardi euro väärtuses eestlaste finantsvarasid. LHV on suuruselt kolmas pank Eesti hoiuste mahult ning pangalaenude mahult neljas. LHV-s töötab üle 800 inimese, kes teenindavad üle 530 000 inimese suurust kliendibaasi. LHV esindused asuvad Tallinnas, Pärnus ja Tartus, lisaks ka filiaal Ühendkuningriigis. Ettevõtte on mitmel korral emiteerinud Balti börsil võlakirju. Ettevõtte IPO toimus 2. kuni 16. mai 2016. märkimishinnaga 6,95 € aktsia kohta. Aktsiatega alustati kauplemist 23.05.2016. Tallinna börsil LHV1T tähise all.

Novaturas (ametlik nimi AB Novaturas) on Baltikumi suurim reisikorraldaja, millel on alates 1999. aastast kujunenud välja tugev turupositsioon. Novaturas omab üle 40% organiseeritud tsarterlendude turuosa Baltikumis. Ettevõtte tooteportfelliks on organiseeritud suve- ja talve paketteiseid ning eksursioonid bussi ja lennukiga enam kui 30 sihtkohta üle maailma. Lisaks tegeleb ettevõtte lennupiletite ja hotellimajutuste müügiga. Novaturase tooteid müüakse üle 400 välise reisibüroo, Baltikumi suurimate linnade müügiesindustes ning e-kaubanduse kanali kaudu. Ettevõtte IPO toimus 27. veebruar kuni 7. märts 2018. märkimishinnaga 10,50 € aktsia kohta. Aktsiatega alustati kauplemist 21.03.2018. Leedu börsil NTU1L tähise all.

Tallinna Sadam (ametlik nimi AS Tallinna Sadam) on Eesti riigiettevõtte, mis omab üht suurimat Läänemere kauba- ja reisisadamate kompleksi, mida läbib aastas üle 20 miljoni tonni kaupa ja üle 10 miljoni reisija. Tegemist on Eesti suurima kauba- ja reisisadamate kompleksiga, millel on oluline mõju Eesti transpordisüsteemis ja majanduses. Lisaks reisijate kaubavedude teenindamisele korraldab Tallinna Sadam läbi tütarettevõtete parvlaevaühendust Eesti mandri ja suursaarte vahel ning osutab teenuseid jäämurdjaga „Botnica“. Ettevõttel on kaks reisisadamat, kaks kaubasadamat, viis parvlaeva (teenindades ca 2 miljonit reisijat ja 1 miljonit sõidukit aastas), üks jäämurdja ja ligi 136 hektari suurusel kinnivara (tööstus- ja logistikapargid, vaba maad kinnisvaraarenduseks). Ettevõtte IPO toimus 25. maist kuni 6. juunini 2018. märkimishinnavahemikuga 1,40 € – 1,80 € aktsia kohta. Aktsiatega alustati kauplemist 13.06.2018. Tallinna börsil TSM1T tähise all. IPO järgselt on ettevõtte aktsionärideks 63% osalusega Eesti Vabariik ning 33% osalusega jaeinvestorid, pensioni- ja investeerimisfondid.

Kuigi enamus ettevõtted on teenusettevõtted, olid uuritavatest IPO-dest enim finantssektoris tegelevaid ettevõtteid (CPA1T, DGR1R ja LHV1T). Kinnisvarasektoris tegelevaid ettevõtteid oli kaks (EFT1T ja HPR1T) ning energeetikasektoris samuti kaks (EGR1T ja IGN1L). Peamiselt olid ettevõtted erakapitalil põhinevad (6 ettevõtet), kuid esines ka kolm riigiettevõtte IPO-t (EGR1T, IGN1L ja TSM1T). Kõige enam toimus IPO-sid 2021. aastal (DGR1R, EGR1T ja HPR1T). Kõige vähem toimus IPO-sid aastatel 2017, 2019 ja 2020. Kõrgeim pakkumishind oli IGN1L (22,50 eurot) ja madalaim CPA1T (1,15 eurot). IPO peamisi näitajaid on välja toodud kokkuvõttes koondtabelis lisas 5.

3.2 Investeerimisotsused IPO ajastuse ja prospektis esitatud info alusel

Uuritaval perioodil toimunud IPO-d olid suunatud nii jae- kui ka institutsionaalsetele investoritele. Jaainvestoritele pakuti aktsiaid kõigi IPO-de raames avalikult ning peamiselt Eestis, Lätis ja Leedus. Esines geograafiliselt mitme IPO puhul erisuguseid piiranguid nagu näiteks EFT1T, LHV1T ja TSM1T puhul pakuti jaainvestoritele aktsiaid vaid Eestis, mis tähendab, et ühegi teise riigi jaainvestoril ei olnud võimalust osaleda IPO-s. Sarnaselt toimus ka NTU1L IPO, mille käigus toimus pakkumine vaid Poolas, Leedus ja Eestis. Kutselistele ehk institutsionaalsetele investoritele pakuti IPO-de käigus aktsiaid peamiselt mitteavalikult Eestis ja teatud valitud Euroopa Majanduspiirkonna liikmesriikides ning ka muudele valitud investoritele, millest suurema rahvusvahelise haardega IPO-dest võiks välja tuua IGN1L, EGR1T ja TSM1T. Siinkohal on oluline mainida, et kõigi IPO-de kaasatud kapital oli üle 140,0 miljoni euro (vt tabel 7, lk 50), mis võimaldab luua seoseid emissiooni mahu ja laiaulatusliku investorbaasi omandamise vahel. Mida suuremat kapitali kaasab emitent, seda laiaulatuslikumat investorbaasi luuakse.

IPO puhul on võimalik pakkuda nii olemasolevaid aktsiaid kui ka uusi emiteeritud aktsiaid. Tavaliselt kasutatakse kombineeritud lähenemist, et säilitada enamusosalust varasemate aktsionäride seas. Alljärgnevalt (vt Tabel 1) on välja toodud prospektide info põhjal IPO-des pakutavate aktsiate jaotus.

Tabel 1. Uuritavate IPO-de emissioonimahtude jaotused

Emitent	HPR1T	EFT1T	EGR1T	LHV1T	NTU1L	TSM1T	IGN1L	CPA1T	DGR1R
Uued aktsiad, mln tk	0,8	0,3	40,8	2,0	0,0	75,4	20,9	32,2	7,3
Olemasolevad aktsiad, mln tk	0,0	0,0	6,1	0,0	2,1	11,3	0,0	8,1	0,0

IPO-de raames kaasati peamiselt kapitali pakkudes ainult uusi aktsiaid (üheksast IPO-st viis). Uusi aktsiaid pakkus kõige enim IGN1L (20,9 mln aktsiat) ning kõige vähem EFT1T (0,3 mln aktsiat).

Kuna EFT1T ei olnud tavapärane ettevõtte avalik aktsiate pakkumine, vaid ettevõtte kui fondiosakute pakkumine, siis 337 272 aktsiast 87 272 aktsiat omandas eelisjärjekorras fondivalitseja, mis tähendab, et avalikkusele pakuti 250 000 aktsiat. Ühe IPO puhul pakuti vaid olemasolevaid aktsiaid (NTU1L), kusjuures pakutavate aktsiate osakaal oli uuringu perioodi IPO-de seast üks suurimaid (50% aktsiakapitalist). Asjaolu, mida oli varasemalt kirjeldatud teooriapeatükis 1.2.1, võib mõjutada IPO järgset tootlust negatiivselt. Kolm IPO-t teostasid kombineeritud pakkumise pakkudes nii uusi kui ka olemasolevaid aktsiaid, millest kaks olid riigi omandis olevat ettevõtet (EGR1T, TSM1T). Uuringu käigus selgus asjaolu, et kõige stabiilsemat esimese kauplemissaasta tootlust suutsid pakkuda ettevõtte aktsiad, kes IPO käigus pakkusid nii olemasolevaid kui ka uusi emiteeritavaid aktsiaid – tootlused jäid vahemikku 0% kuni 41% (vt Lisa 5). Sellele järgnes grupp IPO-sid, kes pakkusid IPO käigus uusi emiteeritavaid aktsiaid, kelle esimese kauplemissaasta tootlused jäid vahemikku -20% kuni 36% (vt Lisa 5).

Kõige levinumaks IPO korraldajaks, teisisõnu stabilistatsiooni korraldajaks, osutus LHV olles vähemalt 5 avaliku aktsia pakkumise peakorraldaja. Teine populaarne peakorraldaja oli Swedbank (3 korda). Mitme suurema raha kaasamise puhul kasutati mitme erineva maakleri/panga ühiskoostööd (inglisekeeles *joint bookrunners*) nagu näiteks Nordea Bank, Citigroup Global Market Europe, J.P. Morgan, Morgan Stanley, UBS Investment Bank ja Trigon Dom Makreski. Ühiskoostööd IPO-des olid eelkõige seotud geograafiliselt laiaulatusliku ja suure emissiooni mahu kaasamisega. Enamus IPO-des oli üks kindel korraldaja, kuid IGN1L, TSM1T, NTU1L ja EGR1T puhul oli tegemist ülalmainitud ühiskoostööl põhineva IPO-de korraldamisega. Emitendid kaasasid kapitali eri geograafilistel aladel ja/või emiteerisid aktsiaid mitmel börsil korraga tõstes aktsiate populaarsust, mille tulemusel kasvab ka aktsiate likviidsus.

Kuigi peamiselt emitendid noteerisid aktsiaid konkreetsel börsil (Tallinn, Riia või Vilnius), siis esines ka olukordi, kus noteeriti aktsiad mitmel börsil korraga. Üheks juhtumiks oli NTU1L, mille IPO toimus Eestis, Leedus ja Poolas pakudes olemasolevaid aktsiaid noteerida nii Vilniuse kui ka Warszawi börsil. Kuna ettevõtte kaudne enamusosanik (enne IPO-t 71% osalusega) oli Poola päritoluga riskikapitalifond (*Polish Enterprise Fund VT*), on tõenäoline, et kahel börsil aktsiate noteerimine otsustati tekitada just seetõttu ka Warszawi. Olukord muutis olemasolevate aktsiate müümise ja ostmise atraktiivsemaks. Sarnaselt toimis ka eelnevalt täielikult riigiomandis olev energeetikaettevõtte IGN1L IPO, kelle aktsiad noteeriti nii Vilniuse kui ka Londoni börsil, kelle topelt noteerimise (*dual-listing*) eesmärk oli peamiselt erinevatele kutselistele investoritele tekitada atraktiivsem kauplemine tuntud börsil (*London Stock Exchange*).

Emitentide IPO prospektidest kulmineerusid suhteliselt sarnased põhjused, miks soovitakse ettevõtte aktsiaid emiteerida börsil. Alljärgnevalt (vt joonis 5) on leitud peamised kapitali kaasamispõhjused märksõnadena, mida on kujutletud sõnapilvena.



Joonis 5. Uuritavate IPO-de peamised kapitali kaasamispõhjused

Teooriapeatükis 1.2.1 käsitletud üldisi noteerimispõhjusi esines ka uuringu perioodi IPO-de prospektides - investorbaasi laiendamine, aktsia likviidsuse ja ettevõtte lähipaistvuse tõstmine, kapitalistruktuuri tugevdamine ja ettevõtte maine suurendamine. Samuti olid ka enamus prospektide kaasatud kapitali kasutamise eesmärgid sarnased ja üldistavad nagu näiteks tegevusmahu ja turuosade kasvatamine (teisisõnu konkurentsipositsiooni tugevdamine). Samas teatud IPO-de prospektid eristusid teistest konkreetsete mõõdetavate eesmärkidega - EFT1T soovis raha kasutada kaubanduspargi Tähesaju City kinnistute omandamiseks ja aianduskeskuse Hortese rajamiseks. Sarnaselt mõõdetav eesmärk leidis EGR1T prospektis, kus kirjeldati kaasatud kapitali kasutamist tuule- ja päikeseparkide projektide arendamiseks. Siinkohal on oluline mainida, et mõlemad energeetika valdkonnas tegelevad ettevõtted EGR1T ja IGN1L rõhutasid raha kasutamist roheenergia arendamiseks, mida võib tänapäeva kontekstis pidada väga tugevaks globaalseks investeerimisargumendiks. Lisaks leidis DGR1R prospektis plaan kaastatud kapitali abil vähendada kontserni finantskohustusi, mida varasemalt käsitletud teooria kohaselt võib pidada negatiivselt mõjutatavaks teguriks IPO järgsele tootlusele.

Uuritavate IPO-de osas oli enamusel prospektis välja toodud emitendi dividendipoliitika. Peamiselt oli lubatud dividendi maksta vähemalt 25% ulatuses kasumist. Kõige kõrgema protsentuaalse dividendimääraga emitent oli NTU1L, kelle prospektist oli võimalik välja lugeda 70 kuni 80 protsendilist osa kasumist, mida dividendidena välja makstakse kui kasumi jaotuse otsuse 2/3 häälest heaks kiidab. Kõige nõrgema dividendipoliitikaga emitent oli prospekti kohaselt HPR1T, kellel ei olnud fikseeritud dividendipoliitikat ega väljamaksete osakaalu aasta kasumist ning plaanitakse kasumit peamiselt kasutada tulevaste perioodide äritegevuse finantseerimiseks. Prospektidest eraldi

võiks välja tuua silmapaistvamad dividendi eesmärgid nagu näiteks IGN1L, kelle prospektis on eesmärk maksta dividendi minimaalselt 85,0 miljonit eurot ning seda kasvatada 3% aastas. Sarnaselt on ka TSM1T dividendipoliitika üles ehitatud, mille kohaselt on eesmärgiks maksta vähemalt 70% kasumist või vähemalt 30,0 miljonit eurot aastas. Samuti on oluline välja tuua DGR1T dividendi eesmärk, milleks on maksta kuni 50% kasumist kvartaalselt. Balti börsi ajaloos ei ole väga palju sellist praktikat välja tuua, kes maksaks dividendi kvartaalselt. Dividenditootlus ning sellest tulenevat korrigeeritud esimese kauplemissaasta investeeringu tootlus on leitavad peatükis 3.5.

Peamiseks välisaudiitoriks, kes auditeeris IPO-le eelnevat majandusperioodi, kujunes prospektide kohaselt PricewaterhouseCoopers (4 korda), seejärel Deloitte (3 korda) ning ühe korra (BDO, Grant Thornton ja Ernst & Young). Kõigi emitentide majandusaasta aruanded olid koostatud ning auditeeritud kooskõlas rahvusvahelise finantsaruandlusstandardiga (IFRS), mis on üks eeltingimustest noteerides aktsiad Balti börsi põhinimekirjas. Õigusnõustajana esines kõige enam Ellex Raidla Advokaadibüroo (3 korda), seejärel ühe korra erinevad õigusbürood nagu näiteks Eversheds Sutherland, Advokaadibüroo Primus, Advokaadibüroo Cobalt ja Advokaadibüroo Sorainen.

IPO-de keskmine pakkumisperiood oli 12 päeva. Kõige lühema märkimisperioodiga IPO oli EGR1T, mis kestis 8 kalendripäeva (5.-14.10.2021). Kõige pikema märkimisperioodiga IPO-d olid LHV1T ja DGR1R, mille kestvus oli mõlemal 15 kalendripäeva (vastavalt 2.-16.05.2016 ja 28.09-11.10.2021). Märkimisperioodi lõpu ja esimese kauplemisspäeva vahel oli kõige suurem ooteaeg EFT1T (21 kalendripäeva) ja kõige lühem ooteaeg oli IGN1L (6 kalendripäeva). IPO-de keskmine ooteperiood oli 10 kalendripäeva. Arvestades uuritava perioodi IPO-de kõige sagedasemat ooteaega, milleks kujunes 7 kalendripäeva, ei ole võimalik leida konkreetset seost esimese kauplemisspäeva tootluse ja märkimisperioodi lõpu ja esimese kauplemisspäeva vahele jäävate kalendripäevade vahel.

Üheksa IPO keskmine protsessi kogukulude maksumus oli prospektide põhjal 2,3 miljonit eurot, mis oli põhjustatud väga erinevate emissiooni mahtude ja aktsiakapitalide tõttu. Kõige väiksemate kuludega teostas IPO-t EFT1T (hinnanguliselt 2% emissiooni mahust ehk ca 0,1 miljonit eurot) ning LHV1T (hinnanguliselt 0,2 miljonit eurot). Selle põhjuseks võib välja tuua väikse osa ja ainult uute aktsiate turule paiskamise (EFT1T puhul 11% ja LHV1T puhul 9%). Võrreldes uuringu perioodi kahe pangandussektoris tegeleva ettevõtte (CPA1T ja LHV1T) IPO hinnangulisi kulusid 0,9 miljonit eurot ja 0,2 miljonit eurot, võib erinevus tuleneda asjaolust, et LHV1T puhul oli emitent ise IPO peakorraldaja, CPA1T puhul oli peakorraldaja LHV. Samas tuleb ka täheldada, et CPA1T aktsiate väljalase oli ca 37% ehk ligi 4 korda suurem LHV1T omast.

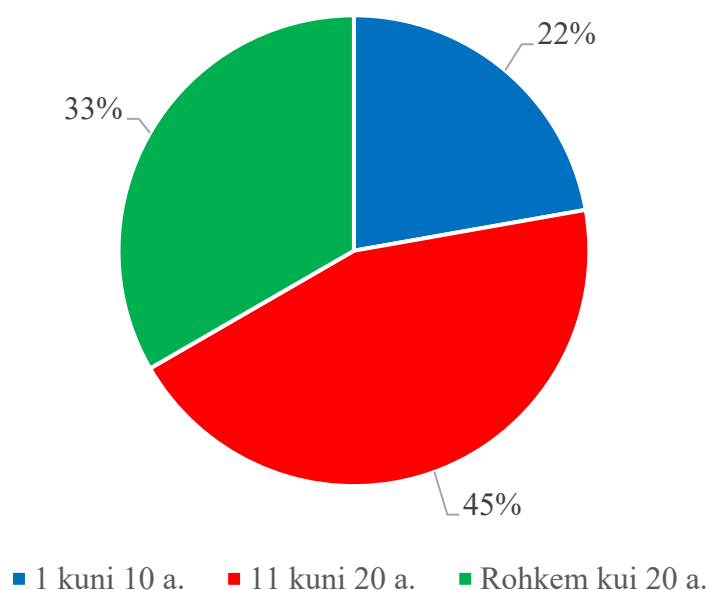
Investorite osalemine IPO-s sõltub suuresti aktsia märkimishinnast ehk ettevõtte õiglasest väärtusest. Uuritavate IPO-de keskmine märkimishind oli 8,10 eurot. Alljärgnevalt (vt Tabel 2) on välja toodud IPO-de lõplikud märkimishinnad (suurimast väiksemani).

Tabel 2. Uuritavate IPO-de märkimishinnad, eurodes

Emitent	IGN1L	EFT1T	HPR1T	NTU1L	LHV1T	EGR1T	TSM1T	DGR1R	CPA1T
Märkimishind	22,50	14,00	11,70	10,50	6,95	2,90	1,70	1,52	1,15

Madalaim pakkumishind oli CPA1T (1,15 eurot), kõrgeim IGN1L (22,50 eurot). Oluline täheldada, et üheksast IPO-st 4 kasutas märkimisperioodil aktsia hinnavahekku, mis tähendab, et emitendid ei olnud veel otsustanud konkreetset hinda ning lähtusid aktsia märkimishinna fikseerimisel pakkumisperioodil kujunenud nõudlusest. Nendeks olid CPA1T (1,15-1,30 eurot), EGR1T (2,45-3,15 eurot), IGN1L (22,50-28,00 eurot), TSM1T (1,40-1,80 eurot). Samas enamus IPO-sid ehk viis IPO-t sellist lähenemist ei kasutanud. Hinnavahekku puhul märgiti aktsia ostusooovid võttes aluseks hinnavahekku ülemise piiri. Hinnavahekku kasutanud IPO-de lõpliku fikseeritud märkimishinna puhul tekkis kaks eri praktikat- kahel IPO-l langes aktsia märkimishind hinnavahekku alumisele piirile (CPA1T- 1,15 eurole ja IGN1L 22,50 eurole) ning kahel teisel IPO-l tõusis aktsia märkimishind hinnavahekku ülemise piiri poole (EGR1T 2,90 eurole ja TSM1T 1,70 eurole). Asjaolu võib olla tingitud märgitud emissiooni mahust ehk investorite huvist, mida tõestavad kõik neli IPO-t – CPA1T ja IGN1L puhul ei märgitud emissiooni mahtu täielikult täis ning EGR1T ja TSM1T puhul märgiti emissiooni maht täis või toimus ülemärkimine. Lisaks korrigeeris NTU1L emissioonimahtu seoses kehvale märkimistulemusele. Tabelist on näha selget märkimishinna grupeerimist – aktsiad, mille märkimishind oli kuni 10,00 €, ning aktsiad, mille märkimishind oli üle 10 euro. Märkimishindade jaotamisel selgus, et positiivsed IPO järgsed esimese kauplemisaasta tootlused toimuvad peamiselt aktsiatega, mille märkimishind on kuni 10,00 € (vt Lisa 5). Mainitud aktsiate esimese kauplemisaasta tootlused kujunesid vahemikku -5% kuni 41%, millest ainult üks (DGR1R) oli negatiivse aasta tootlusega. Üle 10,00 € märkimishinnaga aktsiate esimese kauplemisaasta tootlused jäid vahemikku -21% kuni 14%, millest üks (EFT1T) oli positiivse aasta tootlusega.

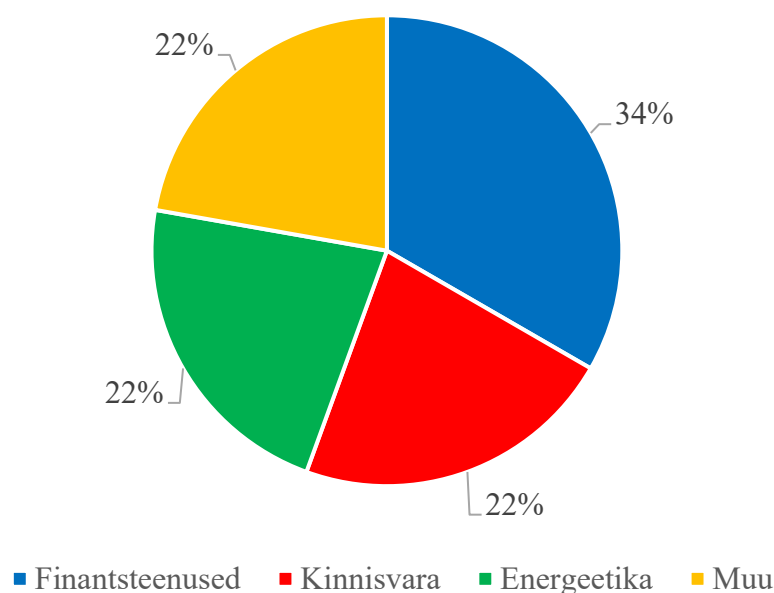
Balti börsi põhinimekirjas uuritaval perioodil toimunud IPO-de emitentide aritmeetiline keskmine vanus oli 17 aastat, millest noorima tegevusajalooga, ligikaudu poolteist aastat (EFT1T) ja vanim 27 aastat (CPA1T). Alljärgnevalt esitatud joonisel (vt Joonis 6, lk 46) on välja toodud ettevõtete vanused kolmes vahemikus.



Joonis 6. Uuritavate ettevõtete vanuseline jaotus

Peamiselt on näha, et põhinimekirjas toimuvate IPO-de emitendid olid IPO-le eelnevalt suhteliselt märkimisväärse tegevusajalooga ehk tegutsenud vähemalt 11 kuni 20 aastat, mis tavaliselt tähendab ka head kogemust ärivaldkonnas. Asjaolu, miks keskmine ettevõtte vanus on pigem kõrge, on seotud põhinimekirja noteerimistingimusega, mille kohaselt peab olema ettevõtte varasemalt tegutsenud vähemalt kolm aastat. Seetõttu on näha, et EFT1T puhul ei ole tingimust otseselt täidetud, kuid siinkohal tuleb lähtuda fondi eripärast ning vaadata fondivalitseja (EFTEN Capital AS) tegevusajalugu, mis sai alguse 2008. aastast. Kõige stabiilsemat investeeringu tootlust esimese kauplemissaasta jooksul pakuvad vanimasse vanusegruppi kuuluvate emitentide aktsiad. Lisaks leiti nõrk negatiivne korrelatsioon (-0,4) võrreldes aktsiate esimese kauplemisspäeva tootlust ettevõtte asutamisaastaga. See tähendab, et mida noorem on ettevõtte, seda kõrgem võib olla esimese kauplemisspäeva tootlus. Asjaolu võib selgitada sellega, et investorid näevad noores ettevõttes suuremat kasvupotentsiaali, mis investori seisukohast tähendaks kiiremat ja kõrgemat investeeringu tootlust. Antud uuringu põhjal võib öelda, et rohkem kui 20 aastat tegutsenud ettevõtted suudavad stabiilse ja aeglasema äritegevuskasvuga saavutada turvalisema investeerimise. Lisaks on suurem tõenäosus, et makstakse ka dividendi suuremas koguses.

Investorile võib IPO-s osalemisel oluliseks osutuda ettevõtte tegevusvaldkond. Jaotades uuritavad IPO-d tegevusvaldkondade lõikes laiali kasutades Morningstar tegevusvaldkondade klassifikaatorit, mis on leitav Nasdaq Baltic kodulehel olevate emitentide infolehel, leidis kolm peamist valdkonda (vt Joonis 7, lk 47).



Joonis 7. Uuritavate ettevõtete tegevusvaldkonna jaotus

Jooniselt on näha, et uuritavatest IPO-dest kolm ettevõtet tegutsesid finantssektoris (CPA1T, DGR1R ja LHV1T), kaks kinnisvarasektoris (EFT1T ja HPR1T) ja kaks energeetikasektoris (EGR1T ja IGN1L). Muu all kajastatakse ettevõtteid (NTU1L ja TSM1), millel puhul ei leitud ühist tegevusvaldkonda. Kõige kõrgemat keskmist ja stabiilsemat investeringu tootlust pakub energeetikasektor, mis võib olla tingitud asjaolust, et mõlemas ettevõttes on suur riigi osalus. Samuti näitas finantssektor sarnaseid tulemusi (keskmiselt 11% tootlus). Alljärgnevalt on IPO-d jaotatud erakapitalil ja riigikapitalil põhinevateks aktsiarühmadeks.

Vastavalt peatükis 1.4 käsitletud teooria kohaselt on riigiettevõtete taustaga ettevõtete IPO järgsed tootlused kõrgemad. Sellest tulenevalt on alljärgnevalt (vt Tabel 3) välja toodud uuritud IPO-de esimese kauplemissaasta tootluste vahemikud vastavalt ettevõtte tagataustale.

Tabel 3. Uuritavate IPO-de esimese kauplemissaasta tootluste vahemikud tagatausta alusel

Ettevõtte tagataust	Maksimum	Miinum
Riigiettevõtted	41%	-8%
Eraetevõtted	36%	-39%

Tabelist on näha, et riigi osalust omavate ettevõtete aktsiate keskmine tootlus on positiivne ning võrreldes erakapitalil põhinevate ettevõtete aktsiate keskmise tootlusega tunduvalt kõrgem. Lisaks on riigikapitalil põhinevate aktsiate tootlus stabiilsem. Siit võib järeldada, et mida rohkem on märgitav aktsia seotud riigiga, seda kõrgem investeringu tootlus võib tekkida.

Võttes aluseks peatükis 1.3.1 välja toodud teooria, mille kohaselt tõusevad aktsia hinnad tavaliselt keskmisest enam reedel ning langevad keskmisest enam esmaspäeval, on alljärgnevalt (vt Tabel 4) tuvastatud IPO-de esimene kauplemispäev nädalapäevade lõikes.

Tabel 4. Uuritavate IPO-de esimese kauplemispäeva nädalapäev

Nädalapäev	Esmaspäev	Teisipäev	Kolmapäev	Neljapäev	Reede
Emitent	LHV1T	CPA1T	DGR1R, IGN1L, NTU1L, TSM1T	EGR1T	EFT1T, HPR1T

IPO-de sagedaseim esimene kauplemispäev oli kolmapäev (4), teisel kohal oli reede (2). Nädalapäevadest kõige parim IPO toimus reedel ning sellele järgnes neljapäev. Võttes aluseks nädalapäevade lõikes IPO-de esimese kauplemispäeva toolikkused, kus kolmapäeval toimus enim (4) ja neljapäeval, esmaspäeval ning teisipäeval kõige vähem (1), siis kõige parima esimese kauplemispäeva tootlikkusega nädalapäevaks osutus reede (Hepsor). Kuid võrreldes kõigi IPO-de esimest kauplemisaastat teoorias käsitletud nädalaefektiga, mille kohaselt aktsia hinnad tõusevad tavaliselt keskmisest enam reedel ja langevad esmaspäeval, siis antud olukorraga seost ei leitud.

Sarnaselt eelnevalt võrreldud nädalaefektiga teostati kalendrikuudega sarnane võrdlus (vt Tabel 5), mille aluseks võeti peatükis 1.3.1 välja toodud S&P 500 indeksi keskmine igakuine tootlus (1980. – 2018.), mille põhjal toimuvad IPO-d kõige sagedasemalt aasta alguses ja aasta lõpus.

Tabel 5. Uuritavate IPO-de esimese kauplemispäeva asetumine kvartalite lõikes

Kvartal	I kvartal	II kvartal	IV kvartal
Emitent	NTU1L	LHV1T, TSM1T	DGR1T, EGR1T, IGN1L, HPR1T, CPA1T, EFT1T

Sagedaseim kauplemise alguse kuu oli oktoober (3), teisel kohal detsember (2). Selle põhjal võib öelda, et teooria vastab olulises osas uuringutulemustele, et kauplemisega üritatakse alustada võimalikult parimal ajal. Nagu ka teooria ütles, et kõige parem aeg on aasta alguses ja/või lõpus ehk I ja IV kvartal, siis see leidis ka uuringus kinnitust. IPO tootlikkuse osas kõige parem tootlus saavutati oktoobris (Enefit), kõige madalam märtris (Novaturas). Võttes aluseks kuude lõikes keskmise IPO-de esimese kauplemispäeva toolikkuse, kus oktoobris toimus enim (3) ja novembris, mais, märtsis ja juunis kõige vähem (1), siis kõige parimaks kuuks osutus november (HPR1T). Varasemalt käsitletud

teooria, mida täpsemalt on kirjeldatud peatükis 1.3.1, vastab valitud IPO-de osas tõele, sest emitendid korraldasid IPO-sid peamiselt IV kvartalis saavutades kõige suuremaid nõudlusi aktsiate vastu (3 ülemärkimist ning 3 alamärkimist täites vähemalt 73% emissiooni mahtu). Samas oluline on märkida, et kõige paremate esimese kauplemissaasta tootlustega IPO-d toimusid II kvartalis – aasta tootlused jäid vahemikku 18% kuni 36%. IV kvartali puhul jäid tootlused vahemikku -20% kuni 41% (vt Lisa 5).

Uuritavad IPO-d olid suunatud nii jae kui ka kutselistele investoritele ning toimusid peamiselt Eestis, Lätis ja Leedus. Pakuti peamiselt uusi emiteeritavaid aktsiad, kasutati mitme IPO raames ka uute ja olemasolevate aktsiate kombinatsiooni. IPO levinum korraldaja oli LHV ning peamiselt noteeriti aktsiaid ühel konkreetset börsil. Börsile tuleku põhimõtted olid suhteliselt sarnased, mõnel korral oli konkreetselt välja toodud ka raha kasutamise plaan, sama kehtis ka dividendipoliitika puhul. Keskmise IPO märkimisperiood oli 12 kalendripäeva ning protsessi kulude maksumus prospektide põhjal ligikaudu 2,3 miljonit eurot. Peamiselt toimusid IPO-d IV kvartalis ning nende esimene kauplemisspäev oli kolmapäev. Keskmise märkimishind oli 8,10 €, vahemik 1,15 € kuni 22,5 €. Kusjuures mitmel korral kasutati märkimisperioodil pigem aktsia hinnavahevahemikku. Peamine emitentide vanus oli üle 11 aasta ning kapital kuulus erasektorile. Peamised tegevusvaldkonnad emitentide hulgas oli finants, kinnisvara ja energeetika.

3.3 Tähelepanuväärsed asjaolud märkimisperioodil ja järelturul

Varasemas teooriapeatükis 1.3.1 kirjeldatud IPO edukust mõjutavad karakteristikud on alljärgnevalt implementeeritud perioodil 2011–2021 Balti börsi põhinimekirjas toimunud IPO-dele. Esimese aasta IPO-de tootlusi on analüüsitud peatüki lõpus seostades nii eelnevas kui ka antud peatükis käsitletud mõjuteguritega.

Ettevõtte ehk emitendi seisukohast on IPO edukas, kui IPO prospektis välja toodud pakutav emissioonimaht saab pakkumisperioodi järgselt kogutud märkimisorderite põhjal täidetud. See viitab asjaolule, et emitent on arvestades erinevaid aspekte suutnud efetiivselt IPO-t planeerida ning kaasata planeeritud kapitali. Veelgi edukam on IPO, kui pakutavate aktsiate vastu on suur nõudlus, mille tulemusel nõudlus ületab pakkumist ning tekib ülemärkimine. Olukord annab emitendile võimaluse vastvalt IPO prospektis välja toodud reeglitele kasutada ülejaotusoptiooni. Alljärgnevalt (vt Tabel 6, lk 50) on välja toodud uuritud IPO-de tulemused emissioonimahu täidetavuse järgi (suurimast väiksemani). Tabel on koostatud toimunud IPO-de emissiooniprospettide ning nende pakkumisperioodi järgselt avalikustatud Nasdaq Baltic börsiteadete põhjal.

Tabel 6. Uuritavate IPO-de planeeritavad ja tegelikud kaasatud kapitalid

Emitent	HPR1T	EFT1T	EGR1T	LHV1T	NTU1L	TSM1T	IGN1L	CPA1T	DGR1R
Pakutavad aktsiad kokku, mln tk	0,8	0,3	46,9	2,0	2,1	86,7	20,9	40,3	7,3
Märgitud aktsiate kogus, mln tk	6,8	1,5	187,8	6,6	2,1	86,7	20,0	32,9	5,3
Emissiooni-mahu täidetavus	868%	446%	400%	330%	100%	100%	96%	82%	73%

Esitatud tabelist selgub, et kõige suurem ülemärkimine toimus HPR1T puhul (8,7-kordne) ja kõige väiksem ülemärkimine toimus LHV1T IPO käigus (3,3-kordne). Kaks ettevõtet neljast, mille IPO emissioonimahul toimus ülemärkimine, kasutasid ülejaotusoptiooni. Tavaliseks ülejaotus optiooni kasutuseks oli 10%. Asjaolu võis tekitada pakutavate aktsiate osakaalust tervest aktsiakapitalist. Kõige ebaõnnestunud IPO oli NTU1L märkides vaid ligi pool (54%) esialgsest pakutavast emissiooni mahust. Kehvade märkimistulemuste tõttu vähendati emissioonimahtu vastavalt märgitud mahule (3,9 mln aktsialt 2,1 mln aktsiale), mistõttu tundub tabeli järgi, et emissioonimaht märgiti täis. Siin kohal tuleb täheldada, et NTU1L IPO käigus pakuti ainukesena terve uuritava perioodi IPO-de seast olemasolevaid aktsiad (teistel kas kombineeritud või ainult uued aktsiad), mis võib viidata asjaolule, et olemasolevate aktsionäride huvidest lähtuv IPO võib tuua kaasa IPO alamärkimise ja selle tulemusel ka negatiivse IPO järgse tootluse.

Emissioonimahu täidetavuse kõrval vaadatakse tihti ka kaasatud kapitali rahalises vääringus, millega selgitatakse IPO mastaapsus. Kui vaadata IPO-sid kaasatud kapitali järgi (vt tabel 7), on näha suurt varieeruvust IPO-de seas. Uuritaval perioodil toimunud IPO-de keskmine kaasatud kapital ehk brutotulu (tulu, millest on maha arvestatud otsesed IPO protsessi kulud) oli 95,8 miljonit eurot.

Tabel 7. Uuritavate IPO-de kaasatud kapitalid

Emitent	IGN1L	EGR1T	TSM1T	CPA1T	NTU1L	LHV1T	HPR1T	DGR1R	EFT1T
Kaasatud kapital, mln eurot	450,0	175,0	147,4	31,3	22,1	13,9	10,0	8,1	4,7

Tabelist on näha, et IPO-de seast kaasas kõige rohkem IGN1L (450 mln eurot) ja kõige vähem EFT1T (4,7 mln eurot). Sellega seoses on võimalik tuua välja paralleel – mida suuremat kapitali kaasatakse, seda suuremad IPO protsessi kulud tekivad. Piltlikult tähendab see, et aina suurima emissioonimahuga kasvab pakutavate ehk oma-aktsiate „loovutamine“ IPO kulude katteks. Lisaks on oluline välja tuua, et IGN1L ja EGR1T puhul on tegemist Balti börsi läbiaegade suurimate kaasatud

kapitalidega (IGN1L kapitali poolest ja EGR1T IPO-s osalenud investorite arvu poolest). Kaasatud kapitalide ning IPO-de esimese kauplemisaasta tootluste vahel ei leitud tugevat korrelatsiooni, mis tähendab, et tulevaste IPO-de puhul ei ole määravaks teguriks emissioonimaht.

Kuigi prospekt annab üldise ülevaate IPO-st ning kellele on aktsiate avalik pakkumine suunatud, siis tegelikult selgub aktsiate tegelik jaotus (teisisõnu allokatsioon) peale pakkumisperioodi, mille tavaliselt avalikustab börsiteatena kohalik börs enda kodulehel. Selgus asjaolu, et kuigi IPO-d olid peamiselt suunatud nii jae- kui ka kutselistele investoritele (vt Tabel 8), siis avalikustatud lõplikud tulemused viitavad olenevalt olukorrast kumbagi investorrühma domineerimist aktsiate allokatsioonis.

Tabel 8. Uuritavate IPO-de märkimistulemuste osakaalud

Emitent	DGR1R	CPA1T	HPR1T	EGR1T	TSM1T	IGN1L	NTU1L
Jaeinvestorid	98%	83%	77%	55%	21%	9%	6%
Institutsionaal investorid	2%	17%	23%	45%	79%	91%	94%

Esitatud tabelist selgub, et üheksast IPO-st nelja puhul on selge domineeriv osakaal antud jaeinvestoritele ning kolmel IPO puhul vastupidi kutselistele investoritele. Kõige suurema jaeinvestori osakaaluga oli DGR1R (98%) ja väikseima EGR1T (55%). Oluline on märkida, et kõigi IPO-de puhul ei olnud võimalik välja selgitada aktsiate allokatsiooni investorrühma lõikes, sest emitendi avalikustavad osa infot erinevalt börsiteadetest. Siinkohal on võimalik luua seoseid IPO emissioonimahu ning investorrühma eelistuse vahel. Mida suuremat emissioonimahtu planeeritakse, seda rohkem aktsiaid on emitent nõus jaotama institutsionaalsetele investoritele, kellel on olemas piisav kapital nende omandamiseks suures koguses. Samuti on näha ka Eesti riigi omandis olevate ettevõtete IPO-des struktuurseid muutusi - EGR1T puhul oli jaeinvestorite osakaal tõusnud 34%, mis võib indikeerida riigi usaldusväarsust jaeinvestorites. Samas võib asjaolu viidata, et Baltikumis on jaeinvestorite seas investeerimine kasvavas trendis ning riigiettevõtte usaldab väikeaktsionäre aina enam. Asjaolu võib mõjutada IPO järgset tootlust positiivselt, mida on Hiina Rahvavabariigi energeetikaettevõtte näitel käsitletud peatükis 1.4. Täiendavalt leiti IPO-de esimese kauplemispäeva tootluse ja jaeinvestoritele jaotatud aktsiate osakaalu vahel, nõrk kuid positiivne korrelatsioon 0,3.

Eelnevale lisaks on antud alljärgnevas tabelis (vt Tabel 9, lk 52) IPO järgselt kinnitatud aktsiakapitali (aktsiate arv) põhjal tehtud rühmitamine, mis oli aluseks IPO-de järgse esimese kauplemisaasta tootluste vahemike (miinimum ja maksimum) leidmisel. Kõige väiksem aktsiakapital oli 3,2 miljonit aktsiat (EFT1T) ja suurim 264,3 miljonit aktsiat (EGR1T). Kõige rohkem suurenes aktsiakapital

aktsiate arvu poolest CPA1T (44%) ja vähem NTU1L (0%), kuna see ettevõtte pakkus IPO käigus vaid olemasolevaid aktsiaid.

Tabel 9. Uuritavate IPO-de esimese kauplemissaasta tootluste vahemikud aktsiakapitali põhjal

Aktsiakapital peale IPO-t	Maksimum	Miinum	Ettevõtete arv
1 kuni 10 mln tk	14%	-21%	3
11 kuni 100 mln tk	36%	-8%	4
Rohkem kui 100 mln tk	41%	18%	2

Lähtudes antud IPO-de aktsiakapitalide mahtudest on kõige kasumlikum investeerida suurematesse ettevõtetesse ning kõige kahjumlikum väiksematesse ettevõtetesse. Suurem aktsiakapitali maht tähendab tõenäoliselt ka suuremat väljalaske (*free float*) osa, mis parandab järelturul likviidsust ning tagab seetõttu ka kõrgema ja stabiilsema aktsia hinna tõusu. Lisaks leidis tugev positiivne korrelatsioon (0,6) aktsiakapitali (aktsiate arvu poolest) ja esimese kauplemissaasta tootluse vahel. See on peamiselt tingitud asjaolust, et kapitali kaastati enamjaolt emiteerides uusi aktsiaid, mille tulemusel suurenes olulisel määral aktsiakapital.

IPO tulemustest lähtuvat atraktiivsust (turupositsioon, konkurentsieelised, finantspositsioon, investeerimisargumendid) on kirjeldatud alljärgnevas peatükis 3.4, kus on uuritaval perioodil toimunud IPO-dest valitud tsiteerivamad ning võrreldud teooria lähtekohtade ning välisturgude praktikaga. Samuti kirjeldatakse välja valitud IPO-de puhul nende ajastust (turuolukord IPO ajal, jms).

Uuritavate IPO-de emissioonimahtude ja uuritava perioodi baasintressimäärade vahel korrelatsiooni leidmine ei andnud korrapäraseid tulemusi. Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*) oli antud perioodil suhteliselt minimaalne ja alates 2015. a. negatiivne, mistõttu ei ole antud lõputöös käsitletud põhjalikumalt antud teguri otseseid mõjusid IPO järgsele tootlusele. Küll aga tuleb mainida, et Euribor-il on kindlasti väga efektiivne mõju majandusele, mis kõrge intressimäära puhul võib vähendada tulevaste IPO-de emissioonimahtu või lõppeda aktsiate avaliku pakkumise edasi lükkumisega. Sarnaselt ei leitud tugevaid seoseid Balti riikide majandusolukordade ning toimunud IPO-de vahel. Kui vaadata üldist majandusolukorda uuritaval perioodil, siis IPO-d toimusid peale majandustsükli põhja läbimist ehk majanduse kasvufaasis, mida iseloomustab ka aina sagedasem IPO-de esinemine uuritava perioodil lõpus. Samuti võib pidada Balti riikide majandusi suhteliselt stabiilseks ning kasvupotentsiaalseteks tänu Euroala ja OECD liikmelisusele, mis on võimaldanud luua tihedaid kaubandus- ja finantssidemeid lähiriikidega. Samuti soodustab investeerimist läbi investeerimiskonto üksikisiku tulumaksu tasumise edasilükkumine.

Kuigi Balti börs on kogenud investoritele tuntud kui mitte kõige likviidsemate turgude poolest, siis võib kahtlemata öelda, et nii investorkonna suurendamise ja IPO-de abil paraneb aktsiate kättesaadavus börsil ajapikku. Siinkohal on just oluline teada saada, kui suur osa aktsiaid IPO käigus antakse avalikkusele kauplemiseks. Selgus, et kahe emitendi puhul ei olnud IPO järgselt kõik noteerimistingimused täidetud (vt Tabel 10).

Tabel 10. Uuritavate IPO-de väljalaske osad, esimese kauplemisaasta ja -päeva tootlused ning tehingute maht

Emitent	IGN1L	EGR1T	TSM1T	CPA1T	NTU1L	LHV1T	HPR1T	DGR1R	EFT1T
Kaasatud kapital, mln eurot	450,0	175,0	147,4	31,3	22,1	13,9	10,0	8,1	4,7
Väljalaske osa	27%	23%	33%	37%	27%	9%	22%	12%	10%
Esimese kauplemis-aasta tootlus	-8%	41%	18%	0%	-21%	36%	-20%	-5%	14%
Esimese kauplemis-päeva tootlus	-1%	20%	13%	-5%	10%	1%	38%	0%	13%
Tehingute arv, tuh tk	78,3	234,9	12,9	34,5	2,2	6,9	26,8	18,3	1,3
Aktsiate kogus, mln tk	7,2	41,2	29,1	14,5	0,4	1,6	0,7	1,9	0,2

Uuritava perioodil toimunud IPO-dest kõige suurema aktsiate emiteerimise tegi TSM1T (ca 33%) ning väiksema LHV1T (9%). Nagu ka varasemalt välja toodult, kaasas kapitali kõige rohkem IGN1L (450,0 mln eurot) ning kõige vähem EFT1T (4,7 mln eurot). Korrelatsioon kauplemisaasta tootluse ja väljalaske osakaalu vahel oli negatiivne ja nõrk (-0,3). Leidus ka positiivne keskmise tugevusega korrelatsioon (0,5) kui võrrelda aastase perioodil tehtud tehingute arvu ja esimese kauplemisaasta tootlustega. Samuti oli sarnane korrelatsioon tehingute käigus kaubeldud aktsiate koguste ja esimese kauplemisaasta tootluste vahel (0,5). See näitab, et IPO tootlus suureneb tänu aktsia suuremale kauplemisaktiivsusele, mida võib ka käsitleda likviidsusena. Mida rohkem aktsiatega kaubeldakse, seda kõrgemaks võib IPO järgne tootlus kujuneda, kuna likviidsem turg võimaldab stabiilsemat kasvu aktsia hinnale.

Arvestades teoorias analüüsitud Balti börsi põhinimekirja noteerimistingimusi, ei täitnud IPO käigus DGR1R ja EFT1T (vt Tabel 10) *free float* tingimust (25% aktsiatest või 10,0 mln euro väärtuses aktsiaid avalikkusele kättesaadav). Aktsiate noteerimistingimusi on detailsemalt käsitletud peatükis 1.1, mida visualiseerib kokkuvõttev koondtabel lisas 1. Seetõttu teostasid mõlemad emitendid esimesel või esimestel kauplemisaastatel täiendava aktsiate avaliku pakkumise ehk lisaemissiooni, mille peamine eesmärk oligi täita Balti börsi põhinimekirja noteerimistingimust. DGR1R korraldas

IPO juba esimese kauplemissaasta jooksul pakkudes kuni 5,4 miljonit aktsiat hinnaga 1,44 eurot aktsia kohta. Tulemuseks oli 741 528 aktsia märkimine, mille järgselt *free float* kasvas ligikaudu 9,2 miljoni euroni, mis viitab jällegi tingimuse mitte täitmisele. Juhatus on omalt poolt lubanud aktsiate likviidsust lähiajal tõsta ning täita ka noteerimistingimust. Sarnaselt on EFT1T korraldanud kaks avalikku lisaemissiooni, mille käigus juba esimese täiendava kapitali kaasamisega täideti noteerimistingimust. 2019. aastal toimunud lisaemissiooni käigus pakuti kuni miljon aktsiat hinnaga 16,00 eurot aktsia kohta, mille tulemuseks toimus 3,1-kordne ülemärkimine. Samuti toimus 3,6-kordne ülemärkimine 2021. aastal toimud lisaemissiooni korraldamisel, mille käigus pakuti kuni 850 tuhat aktsiat hinnaga 17,80 eurot aktsia kohta. Lisaks on ka LHV1T kaasanud täiendavat kapitali 2019. (2 mln aktsiat hinnaga 11,50 eurot aktsia kohta) ja 2021. aastal (745 294 aktsiat hinnaga 34,00 eurot aktsia kohta). Uuringu käigus ei ole kohaldatud lisaemissionidest tulenevaid mõjutegureid.

Mida likviidsem on aktsia, seda suurem on aktsia turusügavus, mis tähendab väiksemat riski parema hinna eest. Kuna Balti börs ei ole likviidsuse poolest hea turg, siis võib eriti IPO-de puhul toimuda järelturu esimestel kauplemisspäevadel suuremaid hinnakorrektsioone, mis võivad aktsia hinda mõjutada nii positiivselt kui ka negatiivselt. Seetõttu võib esialgse investeeringuga võrreldes tekkida kasum või kahjum aktsiahinna muutusest. Uuritaval perioodil toimunud IPO-dest kõige suurema aktsia hinnakoridoriga oli HPR1T (vt Tabel 11), mille aktsia madalaimaks hinnaks esimesel kauplemissaastal kujunes 9,09 eurot aktsia kohta (20.07.2022) ning kõrgeimaks hinnaks 16,20 eurot aktsia kohta (26.11.2021). Selle tulemusel oli minimaalse ja maksimaalse hinna vahe 78%. Seda võib pidada äärmiselt suureks hinnamuutuseks ning antud aktsia puhul on vajalik arvestades investori investeermishorisonti pidevalt jälgida aktsia turuhinna muutusi ning vajadusel langetada õigel ajal ka müümise otsus. Kõige väiksem hinna muutus toimus EFT1T aktsiaga - madalaim hind 15,00 eurot aktsia kohta, kõrgeim hind 16,55 eurot aktsia kohta moodustades vaid 10%-lise aktsia hinna kõikumise.

Tabel 11. Balti börsi põhinimekirjas toimunud IPO-de esimese kauplemissaasta aktsia hinnakoridor

Emitent	HPR1T	NTU1L	EGR1T	LHV1T	CPA1T	IGN1L	DGR1R	TSM1T	EFT1T
Märkimis-hind, €	11,70	10,50	2,90	6,95	1,15	22,50	1,52	1,70	14,00
Aktsia min hind, €	9,09	7,90	3,32	7,02	0,93	19,50	1,25	1,93	15,00
Aktsia max hind, €	16,20	12,55	4,86	9,97	1,21	25,35	1,52	2,17	16,55
Aktsia volatiilsus	78%	59%	46%	42%	30%	30%	22%	13%	10%

Tabelist on näha, et kõige rohkem oli aktsia hind kõikunud esimese kauplemisaasta jooksul HPR1T puhul (78%) ning kõige vähem ehk stabiilseim oli EFT1T (10%). Esile tõstmist väärib on asjaolu, et mõlemad ettevõtted tegelevad samas sektoris. HPR1T IPO tootlust mõjutavaid karakteristikuid on täpsemalt käsitletud peatükis 3.5. Üldpilti vaadates on näha, et enamus uuritavate IPO-de esimese kauplemisaasta jooksul on toimunud märkimisväärne aktsia hinna muutus arvestades minimaalse ja maksimaalse hinna protsentuaalset muutust. Keskmise hinnamuutus oli ligi 37%, mis viitab asjaolule, et enamus IPO-sid võivad langeda alla nende märkimishinna, mida iseloomustab ka ülal pool välja toodud tabelis aktsia hinna volatiilsus. Samas võib aktsia hinna järsk muutus perioodil mõjutada ka positiivselt, võttes aluseks esialgse investeringu. Arvestades teoorias käsitletud Willaim O'neil'i seisukohta, mis on detailsemalt kirjeldatud peatükis 1.3.1, võib olla teatud uuritavaid IPO-sid kõige ohutum osta peale suuremaid volatiilsemaid turuhetki nagu näiteks CPA1T (hinnaga 0,93 eurot aktsia kohta) või DGR1R (hinnaga 1,25 eurot aktsia kohta). Kui madalaima aktsia hinnaga mõlemat aktsiat soetada ning müüa maha esimese kauplemisaasta viimasel kauplemispäeval, kujuneks tootluseks CPA1T puhul 24% ja DGR1R puhul 16%. Samuti tuleb mainida, et aktsiate turu põhja ajastada ei pruugi olla lihtne ning tehes valesid otsuseid, võib see tähendada esialgse investeeritud kapitali osalist kaotust.

Aktsiate ülemärkimisel, ülejaotus optsiooni ning jaotuspoliitikal on oluline roll IPO järgsel tootlusel. Uuritud IPO-de aktsiate allokatsioonid olid suhteliselt sarnaste tingimustega, kuid peamised jaotamiskriteeriumid olid järgmised: ajaline eelis, minimaalne ja maksimaalne allokatsioon ning töötajate ja varasemate klientide eelistus. Prospektis aktsia allokatsioonide välja toomine võib tekitada investorites kiiremat otsuse vastuvõtmist, et tagada soovitud ostukogus. CPA1T prospekti kohaselt pakuti olemasoleva arvelduskontoga kliendile kuni 10 000 aktsiat, esimese märkimisnädala märkijatele kuni 5 000 aktsiat ja kõigile investorile kuni 2 500. Kusjuures IPO käigus rakendus vaid üks eelnevalt mainitud põhimõte. Kuna aktsiate emissiooni mahtu ei suudetud täis märkida (vt Tabel 12, lk 56), siis kõigi investorite märkimissoovid täideti täismahus. DGR1R puhul rakendati samuti ajalist eelistus - esimesel nädalal märkinud investoritele pakuti kuni 500, lisaks eeltoodule saavad kõik investorid kuni 1 000 aktsiat. Sarnaselt CPA1T-le ei märgitud ka DGR1R emissiooni mahtu täis ning kõik said märgitud aktsiakogused. Seoses EFT1T väikese emissioonimahu tõttu pakuti kõigile investoritele kuni 75 aktsiat, mille tulemusel toimus 4,4 kordne ülemärkimine. Kusjuures ülejaotus optsiooni võimalust ei kasutatud, mis oli ka prospektis juba enne märkimist välja toodud. EGR1T IPO käigus pakuti jaeinvestoritele kuni 1 000 aktsiat ning töötajatele kuni 2 000. Samuti toimus oluline ülemärkimine (4-kordne) hoolimata suuremast emissioonimahust. Sarnaselt EGR1T IPO-le jaotati ka TSM1T IPO käigus pakutavad aktsiad. Prospektidest esiletõstmist väärib, et LHV1T IPO

ühiks allokatsiooni kriteeriumiks oli Eesti investorite eelistamine, mis võib pikemas perspektiivis tekitada pikaajalisi investoreid ning seetõttu ka soodustab tulevaste lisaemissioonide teket ja edukust.

Tabel 12. Balti börsil ajavahemikul 2011–2021 toimunud IPO-de emissiooni mahu täidetavus koos tootlustega

Emitent	HPR1T	EFT1T	EGR1T	LHV1T	NTU1L	TSM1T	IGN1L	CPA1T	DGR1R
Emissiooni mahu täidetavus	868%	446%	400%	330%	100%	100%	96%	82%	73%
Esimese kauplemispäeva tootlus	38%	13%	20%	1%	10%	13%	-1%	-5%	0%
Esimese kauplemisaasta tootlus	-20%	14%	41%	36%	-21%	18%	-8%	0%	-5%

Esitatud tabelist selgub selge ning tugev positiivne korrelatsioon (0,9) emissioonimahu täidetavuse ja esimese kauplemispäeva tootluse vahel, mis näitab, et ülemärkimise korral võib aktsia hind esimestel kauplemispäevadel tõusta märgatavalt positiivsemalt kui seda alamärkimise korral. See kinnitab teoorias käsitletud asjaolu, et ülemärkimise korral on esimestel kauplemispäevadel aktsia vastu nõudlus suur, mis on tingitud investorite märkimismahtude mitte täitmisest. Seetõttu on tugev esimese kauplemispäeva aktsia hinnatõus mõjutanud positiivselt ka enamusi emitentide esimest kauplemisaasta tootlust.

Aktsia hinda järelturul mõjutavad kõige rohkem korporatiivsed sündmused, mis jõuavad investorini läbi erinevate meediakanalite ning mille peale reageerivad investorid vastavalt uudisele kas positiivselt (ostes aktsiaid juurde) või negatiivselt (müües aktsiaid). Peamiselt on võimalik kõige kiiremini olla ettevõtte oluliste sündmustega kursis läbi börsi kodulehe, kus avalikustatakse emitentide börsiteated, või läbi peamiste uudismeedia väljaannete nagu näiteks Äripäev, Delfi või Postimees. Alljärgnevalt (vt Tabel 13, lk 57) on leitud uuritava perioodil toimunud IPO-de meedia kajastatus nende märkimisperioodil ja sellele eelneval kahe kuul vastavalt IPO-de toimumisajale. Peamisteks meediaväljaanneteks olid Äripäev ning Delfi ärileht, kuid arvesse on võetud ka ettevõtete kodulehtede postitused, Nasdaq Baltic börsiteated, Leedu ja Läti meediaväljaannete artiklid, mis on leitud Google otsingumootori abil.

Tabel 13. Balti börsi põhinimekirjas toimunud IPO-de esimese kauplemissaasta tootluste vahemikud meedia kajastatuste põhjal

Meedia kajastatus (artiklite arv)	Maksimum	Miinum	Ettevõtete arv
1 kuni 20	14%	-21%	3
21 kuni 40	36%	-20%	3
Üle 41	41%	-8%	3

IPO-d, mille meedia kajastatus on kõige kõrgem, on esimese kauplemissaasta jooksul pakkunud investoritele kõige kõrgemat ning stabiilsemat tootlust. Mida väiksemaks muutub IPO-de kajastus meedias, seda väiksemaks muutub IPO-de tootlus. Lisaks leiti täiendavalt tugev positiivne korrelatsioon meedia kajastuste ja esimese kauplemissaasta tootluste vahel (0,6). Seda on võimalik tõlgendada järgmiselt – mida rohkem meedia kajastust toimub IPO ajal ja sellele eelnevalt, seda kõrgemaks võib IPO järgne tootlus kujuneda. Samuti vaadates meediakajastuste arvu ja IPO-de tootlusi emitendite lõikes on selgelt näha, et riigiasalusega ettevõtetel on tunduvalt suurem meedia ulatus – EGR1T, IGN1L ja TSM1T kuuluvad gruppi „Üle 41“. Olukord on seotud asjaoluga, et antud riigiettevõtted kaasasid tunduvalt suuremat kapitali kui teised emitendid (vähemalt üle 145,0 mln euro). Arvesse võtmata riigiettevõtete kaasatud kapitali, kujuneks kaasatud kapitalide keskmine ca 15,0 miljonit eurot, mis on ligi 10 korda väiksem kui riigiettevõtete kaasatud kapitalid. Mida suurem on emissioonimaht, seda suuremat turundust, mille abil püütakse laiemale avalikkusele sõnumit levitada, on vaja selle eesmärgi täitmiseks. Lisaks kõigele eeltoodule leiti keskmise tugevusega positiivne korrelatsioon (0,5) kaasatud kapitali ja meediaväljaannete kajastatuse vahel. Seega võib öelda, et meedia on oluline komponent IPO edukuses ning sellele järgnevas investearingut tootluses järelturul. Eraldi võib välja tuua, et riigiettevõtetele järgnesid pangandustegevusega IPO-d (LHV1T ja CPA1T mõlemal 37 artiklit). Nende järel oli kohe HPR1T 36-e IPO-ga seotud meedia kajastusega, mis võib olla ka üheks IPO esimese kauplemissaasta kõrge tootluse mõjuteguriks.

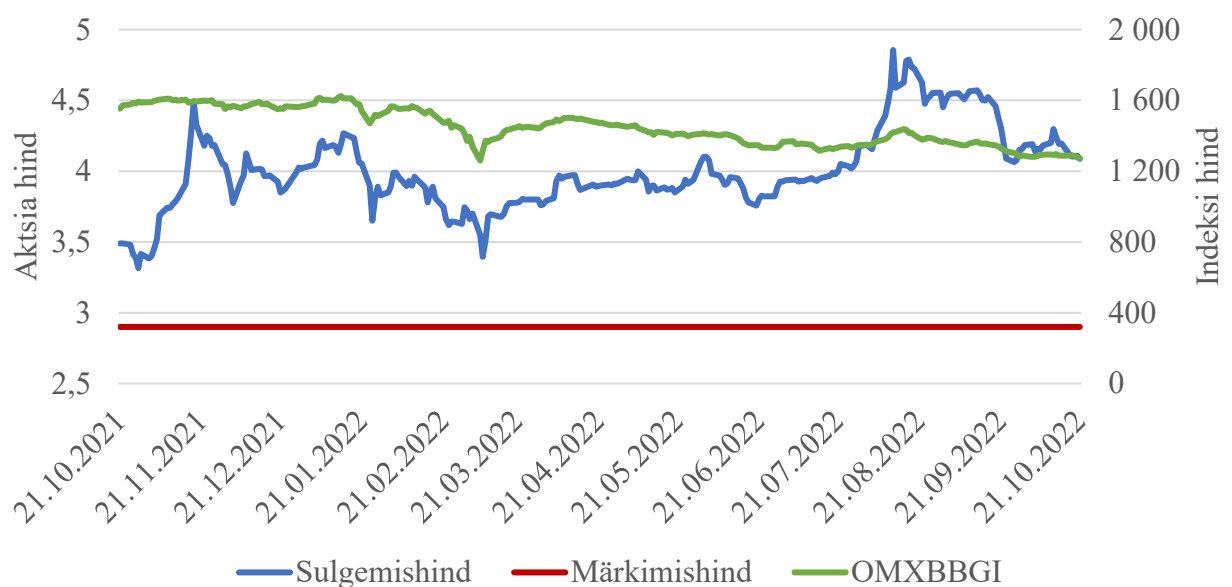
Uuritavate ettevõtete juhtkondade (juhatused ja nõukogud) tegevust IPO käigus ja sellele eelneval perioodil ei täheldatud midagi esiletõstmist vääritat. Keskmine juhatuse liikmete arv oli 3 ning nõukogu liikmete arv 5. Kõigi IPO-de juhtkonnad osalesid aktiivselt pakumisperioodidel toimunud üritustel – korraldati IPO-t tutvustav veebinaar, osaleti intervjuudel jne. Võttes aluseks juhatuste liikmete arvu emitendite lõikes ning nende võrdluse esimese kauplemissaasta tootlusega, leiti tugev negatiivne korrelatsioon (-0,7). See tähendaks, et mida vähem juhatuse liikmeid on ettevõttes, seda parem tootlus võiks kujuneda esimese kauplemissaasta jooksul. Kuid antud korrelatsiooni puhul ei ole võimalik konkreetset järeldust teha, kuna antud lõputöö fookus ei ole juhatuste efektiivsust mõõta, kuid annab sisendi võtta üheks investearingut hindamiskriteeriumiks juhtkonna liikmete varasem kompetents, mis on lühidalt kirjeldatud igas IPO prospektis.

Võttes aluseks eelpool käsitletud peamised IPO mõõdupuud (pakkumise täitumismaht ja aktsia hind järelturul) suutsid viis IPO-t täita enda planeeritud emissioonimahu (vt Tabel 2, lk 45), mis emitentide seisukohast tähendab edukat IPO-t, sest kaasatud kapitali on võimalik kasutada vajalike äritegevuste finantseerimiseks/investeeringuteks. Viiest IPO-st neli märgiti mitmekordselt investorite poolt üle, mis näitab suurt huvi emitendi aktsiate vastu ning suurt potentsiaali tulevaste lisaemissioonide teostamiseks. Samuti annab IPO-de ülemärkimine üldist aimu, et esimestel kauplemispäevadel võib aktsia hind olla volatiilne (nii positiivse kui ka negatiivse mõjuga). Vaadates tabel 6 (lk 50), kus on analüüsitud uuritavate IPO-de esialgsete tootluste ja emissioonimahu täidetavuse seost, leiti tugev positiivne (0,85) seos emissioonimahtude täidetavuste ja aktsiate esimese kauplemispäeva tootluste vahel. See tähendab, et tugev ülemärkimine mõjutab suures osas esimeste kauplemispäevade tootlust.

Teise kriteeriumi kohaselt, mida (üle 20% aktsiahinna tõus järelturul või märkimisväärne langus) täitis positiivselt EGR1T ja HPR1T vastavalt 20% ja 38%, ei olnud emitendi seisukohast kõige efektiivsema IPO-ga. Antud IPO-de puhul võib teooriast lähtudes öelda, et aktsia märkimishind oli alahinnatud, mis võimaldas investoritelt esimese kauplemispäevaga teenida märkimisväärt tulu. Samuti näitab, et aktsia märkimishind IPO perioodil oli fikseeritud liiga madalaks, mis tähendab, et emitent oleks võinud teenida suuremat tulu aktsiate börsil noteerimisest.

Uuritavatest IPO-dest parim esimese kauplemisaasta tootlus kujunes EGR1T (Enefit Green) aktsial, mille märkimishind oli pakkumisperioodil 2,45-3,15 €. Samuti oli tegemist ka parima riigiosalust omava ettevõtte IPO-ga. Märkimistulemuste järgselt fikseeriti märkimishinnaks 2,90 €, millele järgnes esimese kauplemispäeval (21.10.2021) aktsia sulgemishind 3,59 € pakkudes investoritele ligikaudu 20% tootlust (vt joonis 8, lk 59). IPO edu võis sarnaselt HPR1T IPO-ga tuleneda näiteks tugevast ülemärkimisest – ligi neljakordne ülemärkimine, mille tulemusel jaotusid aktsiad 55% jaeinvestoritele ning 45% institutsionaalsetele investoritele. Oluliseks mõjuteguriks oli kindlasti asjaolu, et tegemist oli 100% riigiettevõttega. Võttes aluseks eelnevas peatükis, kus leiti, et analüüsitud riigiettevõtete IPO-de tootlused on märgatavalt stabiilsemad ning aritmeetilist keskmist jälgides kõrgema tootlusega, võib väita, et asjaolu võis koos teiste mõjuteguritega olla üks olulisemaid. Lisaks toimus IPO kuumal IPO turul (samal aastal toimus kolm IPO-t põhimekirjas + viis IPO-t alternatiivturul). Samuti tugevad finantsnäitajad, mis olid antud perioodil üle globaalse energeetika sektori keskmise ja dividendipoliitika (50% puhaskasumist) positiivne mõju IPO tootlusele. Lisaks on ettevõtte esimese kauplemisaasta jooksul tasunud dividendi, mida on arvesse võetud korrigeeritud esimese kauplemisaasta tootluse analüüsis (vt Tabel 21, lk 70). Võrreldes teiste riigiosalust omavate ettevõtete IPO-dega, (TSM1T ja IGN1L) oli EGR1T puhul kõrgeim

jaeinvestorite osakaal, sest TSM1T jaotas jaeinvestoritele ca 21% ja IGN1L vaid 9%. Antud asjaolu võis olla üheks põhjuseks, miks IPO-d olid esimese kauplemisaasta tootluse poolest kehvemad (vastavalt ca 18% ja -8%). Samas olid kõik kolm IPO-t osaliselt rahvusvahelised ehk aktsiaid oli võimalik märkida nt Ameerika Ühendriigi, Austraalia, Kanada jt kutselistel investoritel. Võttes aluseks teoorias käsitletud China Three Gorges Renewables IPO, siis leidub mitmeid ühiseid karakteristikuid – kaasatud kapitali planeeriti kasutada roheinvesteeringuteks (tuuleparkide arenguks); head finantstulemused ning tugevad kasvueesmärgid; tugev turguvalitsev positsioon riigis. Antud karakteristikud võisid olla mõlema IPO puhul positiivselt mõjutatud tegurid, kuna mõlema aktsia tootluseks kujunes vähemalt 40%. Esimese kauplemisaasta viimase kauplemispäeva sulgemishinnaks kujunes 4,09 €, mis tähendab ligikaudu 41% tootlust. Aktsia hinna muutusi järelturul on antud investeeringu puhul käsitletud joonisel 8.

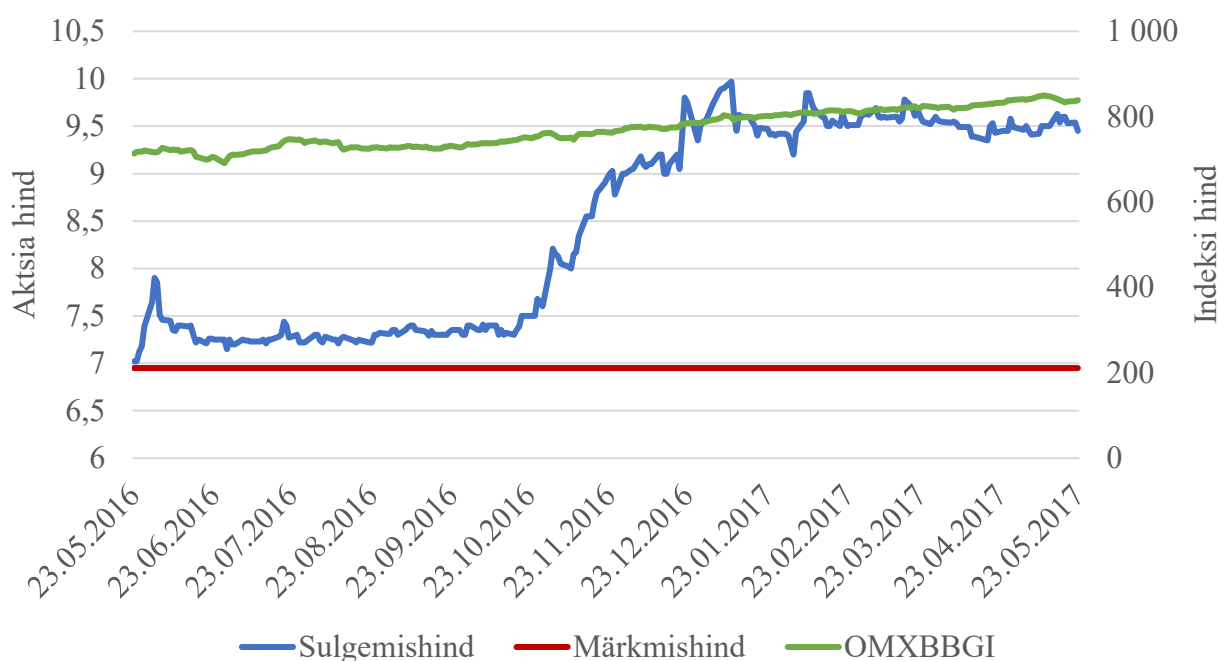


Joonis 8. EGR1T esimene kauplemisaasta

Jooniselt on selgelt näha, et EGR1T aktsia hind esimese kauplemisaasta jooksul on olnud peamiselt tõusutrendis ning terve uuritava perioodi olnud üle märkimishinna. Kui võtta arvesse esimese kauplemisaasta sulgemishind (4,09 €), siis aktsia hind on tõusnud alates esimesest kauplemispäevast ligi 17%. Aktsia stabiilset positiivset hinnatõusu on soodustanud asjaolu, et tegemist oli uuritud IPO-de seas enim kaubeldud aktsiaga (234,9 tuhat tehingut 41,2 mln aktsiaga). Võrreldes aktsia hinna tõusutrendi OMXBBGI-ga on aktsia hinna liikumine peamiselt tingitud emitendi sisestest teguritest. See tähendab, et antud ajaperioodi Balti börsi üldine turuolukord ei olnud sarnane aktsia esimese kauplemisaasta ajalooga, mistõttu oli mõlema omavaheline korrelatsioon -0,3 (nõrk ja negatiivne). Teatud aktsiahinna tõusu saab seostada emitendist endast tulenevaga, nt augustist septembrini aktsia

hinna tõus oli seotud sarnaselt LHV1T-ga III kvartali heade finantstulemuste avalikustamisega. Head finantstulemused olid soodustanud antud majandusolukorrast (kõrge elektri börsihind jms). IPO käigus omandatud aktsiaid oleks olnud kõige kasumlikum müüa maha 11.08.2022 hinnaga 4,86 €, mis oleks teinud investeeringu tootluseks ca 67% ning erineks esimese kauplemissaasta lõplikust tootlusest ligi 26%.

Uuritavatest IPO-dest kõige levinuma tegevusvaldkonnaga oli finantssektor, millest parima esimese kauplemissaasta tootlusega oli LHV1T (LHV Group) aktsia, mille märkimishind oli pakkumisperioodil 6,95 €. Esimesel kauplemisspäeval (23.05.2016) sulgus aktsia hind 7,02 €, mis tähendab antud investeeringu puhul ligikaudu 1% tootlust (vt joonis 9). IPO peamisteks karakteristikuteks olid näiteks 3,30-kordne ülemärkimine ning tugevad finantsnäitajad: 40% müügitulu, 36% bilansimahu ja 53% puhaskasumi kasv. Seetõttu oli investoritele ette näidata ka häid finantsuhtarve nagu näiteks ROE 18%. Täheldada tuleb, et jaeinvestorite lõikes pakuti aktsiaid ainult eestlastele ning pakkumismaht oli vaid kaks miljonit aktsiat (9% aktsiakapitalist). Võrreldes teiste samas sektoris uuritud IPO-dega (CPA1T ja DGR1R) oli LHV1T ainukene positiivse tootlusega IPO nii esimese kauplemisspäeva kui ka esimese kauplemissaasta lõikes. Samas tuleb välja tuua, et CPA1T kaasas peaaegu kolm korda suuremat kapitali. Teooriapeatükis 1.4 esitatud NuBank IPO-ga ühiseid tunnusjooni ei saa välja tuua, kuna pankade puhul määravaid asjaolusid on mitmeid. Esimese kauplemissaasta viimase kauplemisspäeva sulgemishinnaks kujunes 9,45 €, mis tähendab ligikaudu 36% tootlust. Aktsia hinna muutusi järelturul on antud investeeringu puhul kuvatud joonisel 9.

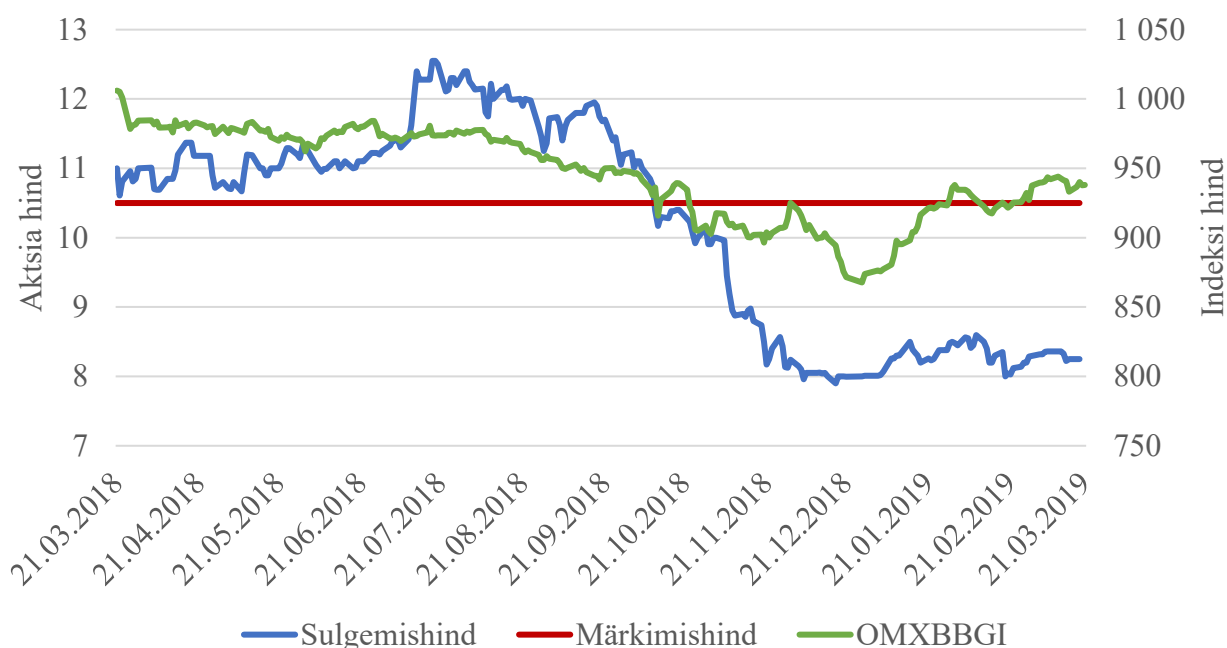


Joonis 9. LHV1T esimene kauplemissaasta

Jooniselt on näha, et LHV1T aktsia hind esimese kauplemisaasta jooksul on olnud peamiselt tõusutrendis ning terve uuritava perioodi olnud üle märkimishinna. Kui võtta arvesse esimese kauplemisaasta sulgemishinda (9,45 €), siis aktsia hind on tõusnud alates esimesest kauplemispäevast ligi 35%. Võrreldes hinnaliikumist OMXBBGI-ga on aktsia hinna liikumine kooskõlas üldise turuolukorraga, mida iseloomustab tugev positiivne korrelatsioon 0,93. See tähendab, et antud ajaperioodi Balti börsi üldine turuolukord oli sarnane aktsia esimese kauplemisaasta ajalooga. Teatud aktsiahinna liikumisi saab seostada emitendist endast tulenevaga nt alates oktoobrist tekkinud aktsia hinna tõus oli seotud III kvartali heade finantstulemuste avalikustamisega. IPO käigus omandatud aktsiaid oleks olnud kõige kasumlikum müüa maha 09.01.2017 hinnaga 9,97 €, mis oleks teinud investeringu tootluseks ca 43% ning erineks esimese kauplemisaasta lõplikust tootlusest ligi 7%. Kõige odavam hetk aktsiat omandada oli märkides IPO käigus või esimesel kauplemispäeval 23.05.2016 (sulgemishinnaga 7,02 €).

Kõige halvim esimese kauplemisaasta tootlus kujunes NTU1L (Novaturas) aktsial, mille märkimishind oli esialgselt planeeritud 13,50 €, mis kehva märkimistulemuste (alamärkimine) järgselt korregeeriti 10,50 eurole. Tegemist oli harukordse juhusega, mida IPO-de ajaloos väga tihti ei esine. Emissioonimahu vähendamist alamärkimise puhul peetakse tavaliseks, küll aga mitte märkimishinna ning jaeinvestorite märkimismahtude vähendamist. Kuid siiski esimesel kauplemispäeval (21.03.2018) oli aktsia sulgemishind 11,60 €, mille tulemusel kujunes esialgseks tootluseks ligikaudu 10% (vt joonis 10, lk 62). Kui pakkumishinda ei oleks korregeeritud oleks esimese kauplemispäeva tootluseks kujunenud -14%. IPO ebaõnnestumist võib seostada peamiselt piiratud pakkumise (Eestis, Leedus ja Poolas) ja ainult olemasolevate aktsiate müügiga. Kusjuures tegemist on ainsa uuritava IPO-ga, kes pakkus IPO käigus ainult olemasolevaid aktsiaid. Siit on võimalik selgelt välja lugeda, et tegemist oli olemasolevate aktsionäride positsioonidest väljumisega, millest otsest kasu ettevõttele ei ole. Lisaks, nagu eelnevalt mainitud, olid IPO märkimistulemused suhtelised halvad, toimus alamärkimine ning planeeritavast emissioonimahust täideti vaid 54%, millest 94% jaotus kutselistele investoritele, mis ei loo head eeldust suuremale nõudlusele aktsiate järele ka IPO järgselt. Alamärkimist võis põhjustada IPO toimumisajal avalikuks saanud ettevõttesisene vaidlus Eesti haru tegevjuhiga, kelle sõnul firma majanduslik seis oli tegelikkuses kehvem ning ettevõtte oli pankrotiohus. Esialgselt oli tegemist ühe suurima planeeritud aktsiate väljalaskemääraga IPO-ga (50% aktsiakapitalist) ning ettevõtte finantsnäitajad olid ühed parimad – müügitulu kasvas 39% ja puhaskasum 83%; ROE ca 42% ja ROA ca 17%. Kehva märkimistulemuse tõttu vähendati emissioonimahtu 3,9 mln aktsialt 2,1 mln aktsiale, mis tähendab ligikaudu 46% emissioonimahu

vähendust. Esimese kauplemissaasta viimase kauplemisspäeva sulgemishinnaks kujunes 8,25 €, mis tähendab ca -21% tootlust (vt joonis 10).

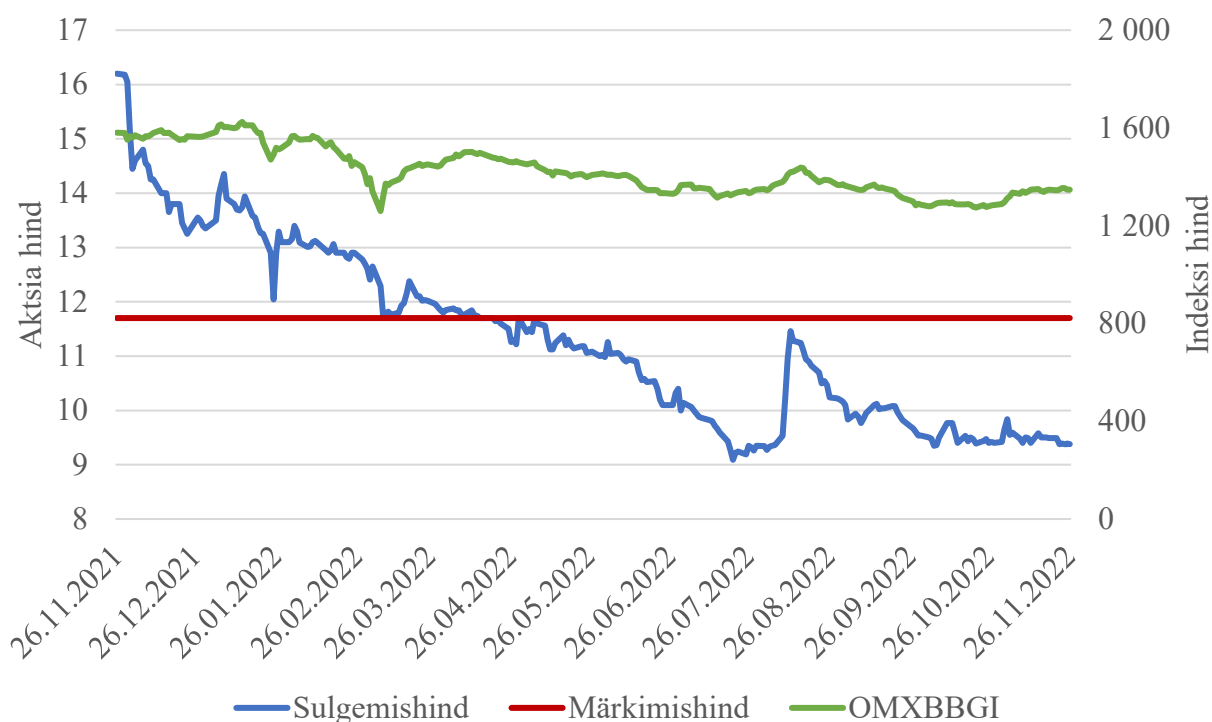


Joonis 10. NTUL esimene kauplemissaasta

Jooniselt on selgelt näha, et NTU1L aktsia hind esimese kauplemissaasta jooksul on olnud esimene pool kauplemissaastat üle märkimishinna ning hiljem alla märkimishinna. Kui võtta arvesse esimese kauplemissaasta sulgemishinda (8,25 €), siis aktsia hind on langenud esimese kauplemisspäevaga võrreldes ligi 29%. Aktsia hinna langust on võimalik seostada ka vähese kauplemissaastajooksul – NTU1L oli teine halvim aktsia, millega kaubeldi kõige vähem (2,2 tuhat tehingut 0,4 mln aktsiaga). Võrreldes hinna liikumist OMXBBGI-ga on aktsia hinna liikumine peamiselt tingitud üldisest turuolukorrast, mida tõestab tugev positiivne korrelatsioon 0,8. See tähendab, et antud ajaperioodi Balti börsi üldine turuolukord oli sarnane aktsia esimese kauplemissaasta ajalooga. Teatud aktsiahinna liikumisi saab seostada emitendist endast tulenevaga nt oktoobris tekkinud aktsia hinna langus oli seotud dividendi maksmisega, millele eelneb dividendi õiguslike investorite nimekirja fikseerimine (dividendi ex-päev 11.10.2018). Selle tõttu ajalooliselt aktsia hind võib kuupäevajärgselt märgatavalt langeda. Aktsia hinnalangust võib seostada antud emitendi äritegevusest tuleneva tugeva sessoonsusega ehk hooajalisusega, mis võib finantstulemusi mõjutada märgatavalt olenevalt perioodist. Samuti antud äritegevus nõuab majandusolukorralt stabiilsust ning äritegevuseks soodsat kliimat. Kui peamisel müügiturul ehk Balti riikides on kõrge temperatuuriga suvi, siis võib olla NTU1L müük tunduvalt madalam kui see oleks kehva suvega. Antud IPO käigus omandatud aktsiaid oleks olnud kõige kasumlikum müüa maha 23.07.2018 hinnaga

12,55 €, mis oleks investeringu tootluseks teinud ca 20%, mis erineb esimese kauplemisaasta lõplikust tootlusest ligi 41%.

Võttes aluseks kokkuvõtva tabeli peamistest IPO edukuse indikaatoritest (vt Lisa 5), siis esimese kauplemispäeva kõrgeimat tootlust pakkus HPR1T (Hepsor), mille märkimishinnaks oli 11,70 € ja esimese kauplemispäeva (26.11.2021) sulgemishinnaks 16,18 €. See tähendab 4,48 € kasumit aktsia kohta ehk 38% tootlust (vt joonis 11, lk 64). HPR1T IPO edukust võis tekitada näiteks erakordselt suur ülemärkimine (8,7). Ülemärkimine näitab suurt nõudlust aktsiate vastu ning tavaliselt väljendub see ka esimestel kauplemispäevadel. Samuti toetab asjaolu varasemas peatükis leitud tugev positiivne korrelatsioon (0,9) uuritud IPO-de märkimismahtude ja esimeste kauplemispäevade tootluste vahel. Lisaks on ülemärkimisel oluline seos aktsiate allokatsiooniga – HPR1T IPO puhul oli peamine jaotusreegel anda kõigile märkijatele 100%-liselt kuni 20 aktsiat, mis võrreldes prospekti kohaselt (kuni 100 aktsiat) on viis korda väiksem kogus. Täiendavalt võeti arvesse uusi aktsiaid jaotades ka ajalist tegurit ning jaotati eelisjärjekorras ettevõtte töötajatele aktsiaid. Kõigele eelnevalt peab lisaks mainima, et tegemist oli võrreldes antud uuritud IPO-de keskmist kaasatud kapitali (ca 100,0 mln eurot) arvesse võttes madala emissioonimahuga (10,0 mln eurot), millest sisuliselt 77% jaotati jaeinvestoritele. Seetõttu võib öelda, et antud tegurid tekitasid head eeldused aktsia hinna tõusule esimestel kauplemispäevadel, sest tavaliselt jaeinvestorid kauplevad ehk teevad rohkem tehinguid turul väiksemates kogustes kui kutselised investorid. Samuti ülemärkimine kuumal IPO turul ning vähema aktsiate arvuga leppimine aktsiate jaotumisel tekitab investorites vajaduse aktsiaid juurde soetada järelturult. Sarnaselt teooria peatükis 1.4 käsitletud GPG (Genova Property Group) IPO-ga oli ka HPR1T ette näidata head finantstulemused – kolmekordne kasumi ja kahekordne omakapitali kasv viimase kahe aasta võrdluses. Samuti tõusis mõlema emitendi aktsia hind esimestel kauplemispäevadel üle 15%, mille põhjuseks oli tugev ülemärkimine. Sarnast käekäiku näitas samas sektoris (kinnisvaraarendus) ka enne HPR1T IPO toimumist EFT1T, mille aktsia hind samuti tõusis esimese kauplemispäeva lõpuks ca 13%, mille üheks põhjuseks oli jällegi 4,46-kordne ülemärkimine. See võib olla seotud ka asjaoluga, et investorid on positiivselt meelestatud kinnisvaraga seotud ettevõtete käekäigust. Esimese kauplemisaasta viimase kauplemispäeva sulgemishinnaks kujunes 9,38 €, mis tähendab -20% tootlust (vt joonis 11, lk 64).



Joonis 11. HPR1T esimene kauplemissaasta

Jooniselt selgub, et HPR1T aktsia hind esimese kauplemissaasta jooksul on olnud langustrendis ning on langenud alla märkimishinna alates 14.04.2022. Kui võtta arvesse esimese kauplemissaasta sulgemishinda (9,38 €), siis aktsia hind on langenud alates esimesest kauplemisspäevast ligi 42%. Võrreldes aktsia hinna langustrendi Balti börsi põhiindeksi OMX Baltic Benchmark GI-ga (edaspidi OMXBBGI) on aktsia hinna langus tingitud peamiselt üldisest turuolukorrast. Seda tõestab tugev positiivne korrelatsioon aktsia hinna ja turuindeksi vahel (0,9). Samas teatud aktsiahinna liikumisi saab seostada emitendi nt augutis toimund aktsia hinna tõusuga, mida võib seostada suurema tehingute arvu või korporatiivse sündmusega (6 kuu vahearuande tulemuste avalikustamine). IPO käigus omandatud aktsiaid oleks olnud kõige kasumlikum müüa maha esimestel kauplemisspäevadel, kui see oleks olnud arvestades turusügavust ja likviidsust võimalik. Teatud juhtudel ei pruugi aga turul olla keegi huvitatud kõrge hinnaga aktsiate ostmisest.

Kuuel uuritud IPO-l õnnestus saada emissioonimaht täidetud või korrigeeritud vastavalt turunõudlusele, neist neljal korral toimus märkimisväärne ülemärkimine. Keskmine kaasatud kapital oli ca 96,0 miljonit eurot vahemikuga 4,7 kuni 450,0 miljonit eurot. Aktsiad jaotati olenevalt emissioonimahust ning turunõudlusest jaeinvestorite vahel, kuigi kolmel korral domineerisid insitutsionaalsed investorid. Keskmine aktsiate väljalase oli vähemalt 22%. Valdavalt olid kõigi IPO-de raames täidetud emitentidele seatud noteerimistingimused. Enamus IPO-de järgse aktsia esimese kauplemissaasta hinna liikumine oli vähemalt 30%. Emissioonide käigus kasutati erinevaid

aktsiate allokatsiooni reegleid – ajaline, töötajate ja klientide eelis jne. Leiti tugev positiivne korrelatsioon emissiooni mahut täidetavuse ja esimese kauplemispäeva tootluse vahel, samuti meedia kajastuse ja esimese kauplemisaasta tootluse vahel. Üheksast toimunud IPO-st kolme IPO järgne tootlus langes järelturul alla märkimishinna ning kuue IPO puhul tõusis üle pakkumishinna. Parimaks IPO-ks kujunes EGR1T ja halvimaks NTU1L.

3.4 IPO-s osaleva ettevõtte finantsnäitajate ja esimese börsiaasta tootluse seos

IPO-dega kaasneb peale kirjeldava teksti (pakkumistingimused, ettevõtte eesmärgid jms) ka oluline finantsandmete ülevaatus ehk fundamentaalanalüüs. Alljärgnevalt on teostatud toimunud IPO-de emitendite kohta lühianalüüs, kus on võrreldud aruandeperioodide finantsandmeid enne ja peale IPO-t. Oluliste finantsnäitajate väljatoomise aluseks oli teooria peatükis 1.3.2 käsitletud fundamentaalanalüüsi põhimõtted ning neist tugevamate seosed tootlusega.

Müügitulu muutus ettevõtte majandustulemustes näitab selgelt, kui palju on ettevõtte suutnud aruande perioodi jooksul kasvada ning hõlmata turuosa. Uuritud ettevõtetest kõige enam kasvas müügitulu EFT1T (vt Tabel 14), mille põhjuseks võib tuua asjaolu, et tegemist oli kasvufaasis ja kõige nooremate tegevusajalugu (1,5 aastat) omava ettevõttega. Võttes aluseks prospekti kohase kaasatud kapitali kasutuspõhjuse, milleks oli lõpetada suuremad kinnisvaraobjektid, võis osaliselt tekkida müügitulu kasvuks sisend tänu kaasatud kapitalile ning lõppenud kinnisvaraobjektidele, millest oli võimalik suuremat üüritulu kasvatada. Juhtus ka olukord, kus HPR1T müügitulu peale esimest kauplemisaastat langes üle 60% ning sellest tulenevalt muutus kauplemisaasta tootlus negatiivseks (vt Lisa 5). Ettevõtte juhtkond toob peamiseks müügitulu languse põhjuseks tegevusvaldkonna tsüklilisuse, mistõttu võib igal aruandeperioodil olla eri arv lõppenud projekte, mis müügitulu kokkuvõttes mõjutavad.

Tabel 14. Uuritavate ettevõtete müügitulu enne ja pärast IPO-t

Emitent	EFT1T	EGR1T	LHV1T	NTU1L	CPA1T	IGN1L	DGR1R	TSM1T	HPR1T
Müügitulu enne IPO-t, mln eurot	5,3	113,9	44,4	141,2	19,1	1 099,3	23,7	121,3	38,8
Müügitulu pärast IPO-t, mln eurot	7,3	153,0	58,5	182,0	23,1	1 223,1	25,5	130,6	14,9
Müügitulu muutus, %	37%	34%	32%	29%	21%	11%	8%	8%	-61%

Tabelist on näha, et üheksast emitendist kaheksal kasvas müügitulu, mis lõi hea eelduse aktsia hinnatõusule, sest tegemist on investori seisukohast positiivse uudisega, mis võib järelturu aktsia

hinda positiivselt mõjutada (ostuhuvi suureneb, mille tulemusel ka aktsia turuhind). Viiel ettevõttel kasvas müügitulu vähemalt 20%, mida võib pidada väga heaks tulemuseks. Lisaks leiti tugev positiivne korrelatsioon (0,5) müügitulu muutuse ja esimese kauplemissaasta tootluse vahel. See tähendab, et mida rohkem kasvab ettevõtte müügitulemus, seda paremaks võib aktsia esimese kauplemissaasta tootlus kujuneda. Vaadates ettevõtete müügitulu muutusi tegevusvaldkondade lõikes, ei leidu selgeid mõjusuundi, mida võtta aluseks tulevastel IPO-del osalemisel – näiteks kinnisvara puhul on majandustulemused oluliselt seotud äritegevusest tuleneva tsüklilisusega (EFT1T parim, HPR1T halvim). Sama kehtib ka erakapitali ning riigiettevõtte taustaga emitentide puhul – riigiettevõtete puhul oli müügitulu kasv peamiselt tagasihoidlik, mis näitab potentsiaalselt stabiilset iga-aastast kasvu. Erandiks võib tuua EGR1T, mille müügitulemused kasvasid oluliselt seoses riigis toimunud energiakriisiga.

Müügitulule sarnaselt on investorile oluline näha ettevõtte majandustulemuses, kuivõrd kasumlikult on suudetud äritegevust juhtida. Kõige suurema puhaskasumi kasvu (vt Tabel 15) tegi IGN1L (187%), mis on suures osas tingitud roheenergia projektidest nagu näiteks Pommeri tuulepargi ja Vilniuse koostootmisjaama käivitamine. Asjaolu on suuresti seotud ka prospekti kohase kaasatud kapitali kasutamisega, millega sooviti laiendada roheenergia tootmist. Sarnaselt müügitulu langusega, muutus HPR1T puhaskasum negatiivselt 55%.

Tabel 15. Uuritavate ettevõtete puhaskasum enne ja pärast IPO-t

Emitent	IGN1L	EFT1T	LHV1T	EGR1T	CPA1T	DGR1R	TSM1T	NTU1L	HPR1T
Puhaskasum enne IPO-t, mln eurot	58,9	4,4	14,8	67,9	4,8	4,1	26,4	8,3	3,6
Puhaskasum pärast IPO-t, mln eurot	169,3	6,6	19,9	79,7	5,5	4,2	24,4	5,4	1,7
Puhaskasumi muutus, %	187%	51%	35%	17%	16%	3%	-8%	-35%	-55%

Esitatud tabelist selgub, et üheksast ettevõttest viiel kasvas puhaskasum IPO järgsel majandusaastal, mis on osaliselt seotud müügitulu kasvuga. Kuid oluline on välja tuua, et võrreldes tabeliga 14 (lk 65), kus müügitulu kasvas kaheksal ettevõttel, kasvas puhaskasum vaid viiel ettevõttel. See viitab asjaolule, et ettevõtete brutomarginaalid on varieeruvad ning majandusaastal võis mitmel ettevõttel tekkida puhaskasum olulisel määral negatiivselt mõjutanud ühekordsetest kuludest. Võrreldes korrelatsiooni müügitulu ja esimese kauplemissaasta tootluse vahel, ei leitud puhaskasumi ja esimese kauplemissaasta tootluse vahel tugevat seost (0,1). Põhjuseks võib olla, et tegemist on erinevatel tegevusaladel tegutsevate ettevõtetega, mille brutokasumlikkus varieerub oluliselt. Näiteks võib

brutomarginaal finantsettevõtetele tunduvalt kõrgem olla kui energeetikaettevõtetele, sest nende otsesed kululiigid võivad olla erinevad ning mõjutatud mastaabiefektist. Vaadates tegevusvaldkondade lõikes ettevõtete tulemuste muutusi, võib pidada energeetikaettevõtete (IGN1L ja EGR1T) majandustulemuste kasvu heaks mõjusuunaks. Energeetika, eriti roheenergeetika, on arvestades hetkelist turuolukorda ning tulevase regulatsioone ning trende (2021.a.) tugeva kasvupotentsiaaliga tegevusvaldkond, kus nii müügitulemused kui ka puhaskasum võib olla kasvavas trendis.

ROA on nii ettevõtte kui ka investori jaoks oluline suhtarv, mille alusel leida, kui efektiivselt kasutatakse varasid. Mida kõrgem on näitaja, seda paremini toimub ettevõtte juhtimine. Kõigi uuritavate ettevõtete varade rentaablus oli nii IPO eelsel majandusaastal kui ka sellele järgneval majandusaastal positiivne (vt Tabel 16). Osaliselt võib seda seostada asjaoluga, et ettevõtted soovivad IPO-t korraldada ettevõtte parimas äritseis, näidates parimaid majandustulemusi, mis tekitab investorites suuremat huvi ettevõtte aktsiate vastu. Kõige rohkem kasvas varade tootlikkus IGN1L ning kõige rohkem langes HPR1T. ROA arvutamise aluseks on võetud valem nr 1 (lk 27) ning muutus protsentuaalselt.

Tabel 16. Uuritavate ettevõtete varade rentaablus enne ja pärast IPO-t

Emitent	IGN1L	EGR1T	LHV1T	EFT1T	TSM1T	CPA1T	DGR1R	NTU1L	HPR1T
ROA enne IPO-t	2%	9%	2%	7%	4%	1%	10%	18%	11%
ROA pärast IPO-t	5%	10%	2%	8%	4%	1%	9%	11%	4%
ROA muutus	142%	11%	4%	1%	-6%	-10%	-11%	-37%	-65%

Tabelist on näha, et üheksast ettevõttest neljal ROA kasvas ning viiel langes. Vaadates ROA muutusi protsendipunktides, siis enamus ettevõtete majandustulemustes muutusi ei toimunud. Kui võtta aluseks protsenduaalne muutus, on näha, et kõigi ettevõtete suhtarv muutus mingil määral. Tegevusvaldkondade lõikes on näha, et kõige rohkem muutus positiivselt ROA energeetikaettevõtetele (IGN1L ja EGR1T). Kui võrrelda ettevõtete ROE ja ROA tulemusi globaalsel tasandil sama ajaperioodiga, siis energeetikaettevõtete suhtarvud ületavad keskmisi näitajaid (ROE ligi 9% ja ROA 3%). Teisi konkreetseid mõjusuundi ei tuvastatud. Lisaks leiti tugev positiivne korrelatsioonikordaja (0,6) ROA protsendipunktilise muutuse ja esimese kauplemissaasta tootluse vahel, mis tähendab, et suures osas on ROA muutus tingitud IPO-st. See omakorda tähendab, et ainult antud suhtarvule toetudes ei saa siiski head ülevaadet ettevõtte tulemusest ning õiglasest väärtusest.

ROE on hea suhtarv, mille alusel leida, kui efektiivselt kasutatakse omakapitali. Mida kõrgem on ROE, seda paremini suudab ettevõtte oma omakapitali kasutades kasumit teenida. Omakapitali

tootlikkus enne IPO-t uuritavate ettevõtete lõikes varieerus oluliselt (vt Tabel 17). Sarnaselt ROA-ga kasvas enim IGN1L ning kõige rohkem langes HPR1T. ROE arvutamise aluseks on võetud valem nr 2 (lk 27) ning muutus protsentuaalselt.

Tabel 17. Uuritavate ettevõtete omakapitali tootlikkus enne ja pärast IPO-t

Emitent	IGN1L	EGR1T	LHV1T	EFT1T	TSM1T	CPA1T	DGR1R	NTU1L	HPR1T
ROE enne IPO-t	4%	14%	23%	19%	8%	10%	46%	54%	47%
ROE pärast IPO-t	11%	14%	22%	17%	7%	8%	31%	37%	12%
ROE muutus	138%	0%	-2%	-10%	-10%	-21%	-32%	-32%	-74%

Sarnaselt ROA muutustega on tabelist näha, et ROE muutused on suhteliselt sarnased ettevõtete lõikes. Siinkohal on olulisemat rolli mänginud pakutavate aktsiate liik ehk kui suures osas pakuti IPO käigus olemasolevaid ja uusi aktsiaid. Vaadates üldpilti, siis enamus ettevõtete (üheksast seitse) ROE muutus negatiivselt. Lisaks leiti tugev positiivne korrelatsioonikordaja (0,6) ROE protsendipunktilise muutuse ja esimese kauplemissaasta tootluse vahel, mis tähendab, et suures osas on ROE muutus tingitud IPO-st. See omakorda tähendab, et ainult antud suhtarvule toetudes ei saa siiski head ülevaadet ettevõtte tulemusest ning õiglasest väärtusest.

Võlakordaja annab suures osas aimu, millist kapitali on ettevõtte varasemate majandusaastate jooksul kasutanud. IPO-s osalevate ettevõtete võlakordaja on peamiselt kõrge, mis näitab ka osaliselt põhjust, miks kaasatakse avalikkuselt kapitali. Selgelt on näha (vt Tabel 18), et kolme riigiettevõtte (EGR1T, IGN1L ja TSM1T) puhul oli tegemist kõige väiksemate võlakordajate määradega. Riigiettevõtted finantseerivad enda tegevust peamiselt omakapitali kaudu. Võlakordaja arvutamise aluseks on võetud valem nr 3 (lk 27) ning muutus protsentuaalselt.

Tabel 18. Uuritavate ettevõtete võlakordaja enne ja pärast IPO-t

Emitent	EGR1T	DGR1R	EFT1T	TSM1T	IGN1L	HPR1T	CPA1T	LHV1T	NTU1L
Võlakordaja enne IPO-t	0,3	0,8	0,6	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	0,7
Võlakordaja pärast IPO-t	0,2	0,7	0,5	0,4	0,5	0,7	0,9	0,9	0,7
Võlakordaja muutus	-28%	-16%	-14%	-10%	-7%	-5%	-4%	-2%	-1%

Esitatud tabelist selgub, et kõigi ettevõtete võlakordaja langes IPO järgselt, mis on loogiline, kuna kapitali kaasamisel suureneb omakapitali osakaal, kui IPO käigus pakutakse uusi aktsiaid. NTU1L puhul seda ei tehtud, mis tähendab, et -1% muutus on tingitud ettevõtte äritegevusest. Võlakordaja osas on näha, et enamus emitente on enda äritegevust IPO eelselt finantseerinud peamiselt

võõrkapitali toel, mida võib pidada ka üheks põhjuseks kapitali kaasamisel läbi avalikku vähendades võõrkapitali osakaalu. Tugev negatiivne korrelatsioon (-0,5) esimese kauplemissaasta tootluse ning võlakordaja muutuse vahel näitab, et võlakordaja muutub IPO käigus väiksemaks kuna kapitali kaasatakse läbi omakapitali. Kui ettevõtte on IPO käigus emiteerinud uusi aktsiaid ning IPO järgse majandusaasta tulemustel on võlakordaja suurenenud, tähendab see, et emitent on IPO järgselt võtnud lisa võõrkapitali, mis nõuab investori seisukohast täiendavat uurimist võõrkapitali võtmise põhjuse selgitamiseks.

Enamus ettevõtete majandustulemuste muutused näitavad ühist mõjusuunda IPO järgsele tootlusele. Mõningal määral võib öelda, et emitentide majandustulemused paistsid IPO eelsel majandusaastal head, sest kapitali sooviti kaasata avalikult äriotsuse kõrghetkel, kus majandustulemused on kõige paremad. See tekitab investeringus atraktiivsust ning kaasab suuremat investorkonda märkima emitendi aktsiaid.

IPO käigus omandatud aktsiad nagu ka järelturul soetatavad aktsiad annavad selle omanikule õiguse saada dividendi ehk osa välja makstavast kasumist. Dividendi maksmine võib tekitada suuremat huvi aktsia vastu märkmisperioodil ning seetõttu ka positiivset mõju IPO järgsele tootlusele. Alljärgnevalt on välja toodud (vt Tabel 20) uuritaval perioodil toimunud IPO-de emitendid, kes on esimese kauplemissaasta jooksul maksnud dividendi. Dividenditootluse arvutamise aluseks on võetud valem nr 4 (lk 28).

Tabel 20. Uuritavate ettevõtete esimese kauplemissaasta jooksul välja makstud dividendid ning dividenditootlus

Emitent	DGR1R	EFT1T	EGR1T	IGN1L	NTU1L	TSM1T
Välja makstud dividendid aktsia kohta, €	0,10	0,68	0,15	0,58	0,52	0,13
Väljamaksmise kuupäev/-ad	30.09.2022; 15.07.2022; 29.06.2022; 17.05.2022	14.04.2018	31.05.2022	08.04.2021	11.10.2018	27.05.2019
Aktsia sulgemishind või keskmine sulgemishind dividendi väljamaksmise kuupäeval, €	1,43	16,35	4,10	20,65	10,75	2,15
Dividendi-tootlus, %	7%	4%	4%	3%	5%	6%

Tabelist on näha, et kolm emitenti (HPR1T, LHV1T, CPA1T) on välja arvatud kuna ettevõtted ei maksnud esimese kauplemissaasta jooksul dividendi. Kõige sagedasemalt (kvartaalselt) on dividendi

maksnud DGR1R, kelle puhul on välja arvestatud kumulatiivne dividendide välja maksmine ning dividendi tootlust arvutades on võetud aluseks nelja dividendi välja maksmise kuupäeva aktsia sulgemishindade keskmine. Ühtlasi on tegu kõige kõrgemat dividenditootlust omava aktsiaga. Kõige madalam dividenditootlus osutus IGN1L, kes maksis 08.04.2021 välja 0,58 eurot aktsia kohta, mille kohaselt kujunes dividenditootluseks ligikaudu 3%. Täiendava uuringu põhjal on peale esimest kauplemissaastat maksnud IGN1L dividendi iga poole aasta kaupa (25.10.2022; 25.04.2022; 21.10.2021) ning dividendi suurus on samas suurusjärgus. Samuti on peale esimest kauplemissaastat hakanud dividendi regulaarselt (iga aasta) maksuma LHV1T (20.04.2022; 09.04.2021; 31.03.2020; 28.03.2019; 27.04.2018), mille dividendi suurus on jäänud 0,02-0,04 eurot aktsia kohta. Iga aasta on suutnud dividendi maksta ka nt EFT1T ja TSM1T. Lisaks eeltoodule on täiendavalt arvutatud korrigeeritud investeeringu tootlus võttes aluseks välja makstud dividendid (vt Tabel 21).

Tabel 21. Uuritavate ettevõtete esimese kauplemissaasta korrigeeritud tootlus

Emitent	DGR1R	EFT1T	EGR1T	IGN1L	NTU1L	TSM1T
Esialgne investeeringu tootlus	-5%	14%	41%	-8%	-21%	18%
Perioodil makstud dividend aktsia kohta, €	0,10	0,68	0,15	0,58	0,52	0,13
Korrigeeritud investeeringu tootlus	2%	19%	46%	-6%	-16%	25%

Esitatud tabeli põhjal selgub, et mitme emitendi IPO järgne esimese kauplemissaasta tootlus paraneb märgatavalt. Enim suurenes tänu dividendi laekumisele/laekumistele DGR1T ja TSM1T investeeringu tootlus (7%). Eriti oluline on tähele panna, et DGR1T esialgne investeeringutootlus oli ligi -5% ehk märkides DGR1R IPO-s käigus aktsiaid kaotab investeeringu väärtus kapitali. Kuid võttes arvesse nii kvartaalseid kui ka mitterutiinseid dividendi laekumisi emitendi poolt, muutis asjaolu investeeringu tootluse positiivseks. Seega võib öelda, et tugeva dividendipoliitika puhul on võimalik järeldada - mida rohkem ja tihedamalt dividendi puhaskasumist jaotatakse, seda kõrgem on IPO järgne tootlus. Siinkohal on oluline meeles pidada, et dividendi maksmiseks peab ettevõtte äritegevus olema eelneval majandusperioodil piisavalt kasumlik ehk vajalik on pidevalt olla kursis nii ettevõtte majandustulemuste kui ka terve sektori olukorraga.

Emitentide finantsnäitajad IPO järgselt peamiselt kasvasid nagu näiteks müügitulu ning puhaskasum. Suhtarvu ROA põhiselt enamus emitentide puhul ei toimunud olulisi muutusi, suurim positiivne muutus IGN1L ja negatiivse poole pealt HPR1T, sama kehtis ka ROE puhul. Võlakordaja puhul oli sisuliselt kõigil emitentidel negatiivne muutus, mis oli tingitud kapitali kaasamisest, mille tulemusel võõrkapitali osakaal vähenes. Uuritavate ettevõtete seast mitmed maksid esimese kauplemissaasta jooksul dividendi, mis parandas positiivselt IPO järgset esimese kauplemissaasta tootlust.

3.5 Aktsiate esmaemissioonide järgsete tootluste võimalikud seosed

Lõputöö raames uuriti Balti börsi põhinimekirjas ajavahemikul 2011–2021 toimunud IPO-sid, et selgitada välja nende esimese kauplemissaasta tootlused ning peamiste mõjutegurite mõjusuunad, mida võtta arvesse tulevaste IPO-de osalemisostuste tegemisel. Üheksast toimunud IPO-st kolme IPO järgne tootlus langes järelturul alla märkimishinna ning kuue IPO puhul tõusis üle pakkumishinna (vt Lisa 5). Täpsemalt on analüüsitud kahe parima ja kahe halvima IPO järgset esimese kauplemissaasta tootlust peatükis 3.4.

Varasemate käsitletud teoreetiliste lähtekohtade ja uuritud IPO-de käigus omandatud praktika läbi on võimalik öelda, et IPO edukuse määravad väga erinevad mõjutegurid ning igas IPO-s osalemise puhul tuleb lähtuda asjakohasest kontekstist. Olenemata tegurite eri mõjusfääridest, on mõjutegurite puhul võimalik välja tuua peamised mõjusuunad. Võttes aluseks lõputöö käigus uuritavad IPO-d ning nende esimese kauplemissaasta tootlused, tuleks tulevaste IPO-de osalemise otsuse kaalumisel silmas pidada ja eelistada IPO-sid, mille:

- aktsiate kauplemiskohaks on Tallinna börs;
- käigus pakutakse kombineeritud ehk nii uusi kui ka olemasolevad aktsiaid;
- aktsia märkimishind on kuni 10,00 eurot;
- emitendi tegevusajalugu on suurem kui 10.a;
- emitendi tagataust on seotud riigiga.

Uuringutulemustest lähtuvalt selgusid karakteristikud, mille puhul ei leitud konkreetseid seoseid IPO järgse tootluse vahel ning mille puhul on vaja IPO-s osalemise otsust kaaludes võtta arvesse ka teisi asjaolusid. **Tegevusvaldkond** – uuringu tulemuste põhjal ei ole võimalik välja tuua konkreetset tegevusvaldkonda, mille puhul oleks võimalik leida parima tootlusega IPO-t tulevaste kapitali kaasamise löikes. **IPO toimumisaeg** – kuigi enamus IPO-d toimusid IV kvartalis, oli kõige parem II kvartal esimese kauplemissaasta tootluse põhise. See tähendab, et parimad IPO-d ei pruugi toimuda kõige populaarsemas kvartalis. Sama kehtib ka nädalapäevade puhul, kus esimese kauplemissaasta tootluste löikes ei leitud selget tunnusjoont.

Teostatud IPO-de esimese kauplemisspäeva- ja aasta tootluste ning neid iseloomustavate mõjutegurite analüüsi tulemusena saab läbi järgnevate mõjusuundade järeldada, et:

- mida kõrgem on IPO märkimismaht (ülemärkimine), seda tõenäolisemalt tõuseb IPO järgne tootlus. Lisaks võib seetõttu tekkida volatiilsem kauplemine esimestel kauplemisspäevadel;

- mida rohkem meedia kajastust IPO kohta, seda tõenäolisemalt tõuseb IPO järgne tootlus. Lisaks võib seetõttu tekkida volatiilsem kauplemine esimestel kauplemispäevadel;
- mida paremad finantstulemuste positiivsed muutused (müügitulu ja puhaskasum) on ettevõtetel IPO järgselt, seda tõenäolisemalt tõuseb IPO järgne aastatootlus. Positiivsed uudised tekitavad turul suuremat nõudlust aktsiate vastu, mille tulemusel tõuseb ka aktsia hind;
- kui tegemist on riigiettevõtte taustaga emitendi IPO-ga, siis tõenäoliselt tõuseb IPO järgne tootlus. Riigiettevõtted kaasavad kapitali rahvusvaheliselt ning nende äritegevusest on huvitatud ka kutselised investorid, mis avaldab IPO järgsele tootlusele positiivset mõju;
- mida väiksem on kauplemine aktsiatega järelturul, seda tõenäolisemalt langeb IPO järgne tootlus. Lisaks oli enamus uuritavate aktsiate puhul hinnamuutus üle 30% esimese kauplemisaasta jooksul, mis nõuab investorilt pidevalt turu ning ettevõtte olukorraga kursis olemist, et vältida kahjumliku investeeringu tekkimist;
- mida vähem jaeinvestoreid osaleb IPO-s, seda tõenäolisemalt langeb IPO järgne tootlus;
- kui IPO käigus pakutakse ainult olemasolevaid aktsiaid, siis tõenäoliselt langeb IPO järgne tootlus.

Käesolev lõputöö ei ole investeerimisnõuanne või -soovitus omandada tulevaste pakkumiste käigus aktsiaid. Iga potentsiaalse pakkumise osas peab iga investor oma iseseisva analüüsi/ülevaate tulemusel otsustama, kas tulevaste pakkumiste aktsiatesse investeerimine vastab investori rahalistele võimalustele ja investeerimiseesmärkidele. Lühiajaline investeerimine on potentsiaalselt riskantne investeerimisstiil, mis ei pruugi sobida inimestele, kellel on piiratud kapital, piiratud investeerimiskogemus või puudub arusaam vajalikust riskitaluvusest. Vajaduse korral tuleks kaasata professionaalne nõustaja ning välja selgitada, kas investeerimine on kooskõlas kõikide reeglite, nõuete ja piirangutega, mis võivad investorile kohalduda.

KOKKUVÕTE

Käesoleva lõputöö eesmärk oli selgitada välja aktsia esmaemissiooni järgset tootlust iseloomustavad tunnusjooned ning nende mõjusuund, et teha järeldusi tulusate investeringute valikuks Balti börsil perioodil 2011–2021 toimunud IPO-de põhjal.

Eesmärgi täitmiseks anti teoreetiline ülevaade aktsia esmaemissiooni olemusest ja järgsest tootlusest ning sellega seonduvate karakteristikute mõistmiseks ning lahtimõtestamiseks. Lisaks koostati metoodika empiirilise uuringu läbiviimiseks valitud ajavahemikul Balti börsi põhinimekirjas toimunud IPO-des, mille raames anti ülevaade Nasdaq Balti börsist ning andmete kogumise ja analüüsimise protsessidest. Lõputöö kolmandas osas kaardistati Balti börsil toimunud IPO-de järgne aastatootlus ja seda iseloomustavad tunnusjooned. Tuginedes kogutud andmetele, tehti järeldused tulusate investeringute valikuks Balti börsil perioodil 2011–2021 toimunud IPO-de põhjal.

Empiirilise uuringu objektiks valiti Balti börsi põhinimekirjas ajavahemikus 2011–2021 toimunud IPO-d. Fokuseeriti põhinimekirjale, sest tegemist on Balti börsi kõige reguleerituma turuga, mis omab vähem riske võrreldes alternatiiv turuga. Empiirilise uuringu käigus kaardistati dokumendivaatluse abil nii kvantitatiivsed kui ka kvalitatiivsed andmed kasutades emitentide IPO prospekte, majandusaata aruandeid, Nasdaq Baltic kodulehte (börsiteated ning kauplemisajalood), mille abil selgitati välja IPO-de aastatootlus ning peamised mõju avaldavad karakteristikud. Andmed analüüsiti ning seejärel visaliseeriti kasutades programmi MS Excel tabelarvutusvõimalusi, funktsioone ja graafikuid ning statistilist- ja võrdlusanalüüsi ja kvalitatiivset sisuanalüüsi. Uuritaval ajaperioodil toimus Balti börsi põhinimekirjas 9 IPO-t, millest kõige enam 2021. aastal ning Tallinna börsil. Tegevusvaldkondade lõikes tegutsesid emitendid erinevates sektorites – finants-, kinnivara-energeetika-, sadama- ja turismisektoris.

Teooria ning uuringu tulemuste vahel leiti mitmeid ühiseid tunnusjooni – olemasolevate aktsiate pakkumine IPO käigus võib tuua kaasa madalama IPO järgse tootluse. Lisaks leiti tõestust, et meedial on tugev mõju IPO edukuse üle ning sellest tulenevalt võib tugev aktsiate ülemärkimine tuua kaasa parema IPO järgse tootluse. Riigitaustaga ettevõtete IPO-del on paremad IPO järgsed tootlused. Ettevõtted kaasasid avalikkuselt kapitali läbi IPO sarnastel põhjustel teooriaga (investorbaasi laiendamine, ettevõtte maine tõstmine ja tulevaste äritegevuste finantseerimine) pakkudes nii olemasolevaid kui ka uusi emiteeritavaid aktsiaid jae ning kutselistele investoritele. Kapitali kaasanud ettevõtted olid peamiselt pikaaegselt tegusenud (keskmiselt 17 aastat ning enamus vähemalt 11 aastat) ning varasemalt erakapitali tagataustaga. IPO-d peamiselt toimusid IV kvartalis ning kestsid

keskmiselt 12 kalendripäeva. Keskmise aktsiate märkimishind oli 8,10 eurot, mille puhul üheksast IPO-st neli kasutas märkimishinna vahemikku. Enamus IPO-de käigus kaasati kapitali vähemalt üle 10 miljoni euro ning turule kaupleva lasti keskmiselt 22% aktsiatest. Üheksast IPO-st neljal korral toimus tugev ülemärkimine (vähemalt 3,3kordne), mille tulemusel tekkis kõrge esimese kauplemispäeva tootlus. Üheksast toimunud IPO-st kolme IPO järgne tootlus langes järelturul alla märkimishinna ning kuue IPO puhul tõusis üle pakkumishinna. Parimaks IPO järgseks esimese kauplemisaasta tootluseks kujunes EGR1T 41% ja halvimaks NTU1L -21%.

Empiirilise uuringu tulemuste põhjal tehti järeldused, mis annavad sisendi jaeinvestoritele tulevastes IPO-des osaledes tõhusa ja tulusa investeerimisstrateegia kujundamiseks. Uuritud IPO-de ja nende esimese kauplemisaasta tootluste põhjal tuleks tulevastel Balti börsil toimuvatel IPO-del osalemise otsuse kaalumisel arvesse võtta järgmisi omadusi või eelistusi:

- aktsiatega kauplemise kohaks peaks olema Tallinna börs (keskmiselt kuni 15% kõrgem tootlus);
- IPO kaudu pakutakse nii uusi kui ka olemasolevaid aktsiaid (keskmiselt kuni 16% kõrgem tootlus);
- aktsiate märkimishind on kuni 10,00 eurot (keskmiselt kuni 24% kõrgem tootlus);
- emitendi tegevus ajalugu on üle 10 aasta (keskmiselt kuni 6% kõrgem tootlus);
- riigil on osalus ettevõttes (keskmiselt 16% kõrgem tootlus).

Lõputööle järgneb uuringust kokkuvõttev artikkel, mille saadavat kasu on võimalik rakendada vähese kogemuse ja teadmistega jaeinvestoritel, luues efektiivse kaalutletud investeerimisstrateegia, mille abil teha tulevaste IPO-de osas tulusaid investeeringu valikuid Balti börsil toimunud IPO-de põhjal. Lisaks annab artikkel sisendi võimalikele uutele börsiettevõtetele, kes soovivad tulevikus avalikkuselt kapitali kaasata. Olemasoleva kokkuleppe kohaselt avaldatakse uuringutulemusi kokkuvõttev artikkel Äripäeva poolt välja antavas investor Toomase ajakirjas „Investor“.

SUMMARY

The purpose of the research was to find out the features characterizing the return of the stock after the initial public offering and its direction of influence, in order to draw conclusions for future selection of profitable investments based IPOs that took place between 2011–2021 on the Baltic Stock Exchange.

To fulfil the objective, a theoretical framework of the nature of the IPO and its subsequent performance was given, as well as to understand and interpret the related characteristics. In addition, the methodology was prepared for conducting an empirical study on the IPOs that took place on the main list of the Baltic Stock Exchange during the selected period, within which an overview of the Nasdaq Baltic Stock Exchange and the processes of data collection and analysis were provided. The third part of the study mapped the annual return of investigated stocks after their initial issue on the Baltic Stock Exchange and its characteristics. Based on the collected data, conclusions were made for the future selection of profitable investments based IPOs that took place between 2011–2021 on the Baltic Stock Exchange.

The object of the empirical study was IPOs that took place in the main list of the Baltic Stock Exchange between the period of 2011 to 2021. The study focused on the main list because it is the most regulated market of the Baltic Stock Exchange, which has fewer risks compared to the alternative market. In the course of the empirical study, both quantitative and qualitative data were mapped through document observation using the issuers' IPO prospectuses, financial year reports, and Nasdaq Baltic website (stock exchange announcements and trading histories), with the help of which the annual performance of IPOs and the main influencing characteristics were determined. The data was analyzed and then visualized using MS Excel spreadsheet capabilities, functions and graphs, as well as statistical and comparative analysis and qualitative content analysis. In the investigated period, 9 IPOs took place on the main list of the Baltic Stock Exchange, most of them took place in 2021 and on the Tallinn Stock Exchange. In terms of fields of activity, the issuers operated in different sectors – financial, real estate, energy, port and tourism.

A several common features were found between the theory and the results of the study - offering existing shares through IPO could lead to a lower post-IPO return. In addition, evidence was found that the media has a strong influence on IPO success, and strong oversubscription of shares offered through IPO could lead to better post-IPO return. Companies with a government background have better post-IPO returns. Companies raised capital through IPOs for various reasons similar to the

theory (expanding the investor base, enhancing the company's image and financing future business activities) by offering both existing and newly issued shares to retail and professional investors. The companies that raised capital had mainly been in business for a long time (on average 17 years and the majority at least 11 years) and previously had a private capital background. IPOs mainly took place in the IV quarter and lasted an average of 12 calendar days. The average subscription price of shares was 8.10 euros, in which case four out of nine IPOs used the subscription price range. The majority of IPOs raised at least more than 10.0 million euros and an average of 22% of the entity's shares were released for public trading on the market. Four of the nine IPOs were heavily oversubscribed (at least 3.3 times), resulting in high first-day returns. In three IPOs out of nine, the first annual return fell below the subscription price after their initial issue and in the case of six IPOs, it rose above the offer price. The best performance in the first trading year after the IPO was EGR1T with 41% and the worst was NTU1L with -21%.

Conclusions were made based on the results of the empirical study, which provide input for retail investors to design an effective and profitable investment strategy when participating in future IPOs. Based on the researched IPOs and their first trading year returns the following characteristics or preferences should be considered taking in account when considering the decision to participate in future IPOs happening on the Baltic Stock Exchange:

- the place of trading of shares should be the Tallinn Stock Exchange (up to 15% higher return on average);
- both new and existing shares are offered through the IPO (up to 16% higher return on average);
- the share subscription price is up to 10.00 euros (up to 24% higher return on average);
- the activity history of the issuer is more than 20 years (up to 6% higher return on average);
- a state has participation in the issuer (up to 16% higher return on average).

The study will be summarized with an article about the research results, which could be applied to retail investors with little experience and knowledge, creating an effective considered investment strategy, which could help to make profitable investment choices for future IPOs based on the IPOs that took place on the Baltic Stock Exchange. In addition, the article provides input for potential new companies who are looking to raise capital from the public in the future. According to the agreement, the article will be published in the investor Toomas business magazine published by Äripäev.

VIIDATUD ALLIKAD

- A Guide to Going Public. (2015). Kasutamise kuupäev: 24.04.2022, allikas KPMG:
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2015/06/KPMG-A-Guide-to-Going-Public-Interactive.pdf>
- Allison, S., Bastian, J., DeJong, E., Gibson, N., Hall, C., & McShea, D. (2016). *The Initial Public Offering Handbook: A Guide for Entrepreneurs, Executives, Directors and Private Investors*. Merrill Corporation. Kasutamise kuupäev: 24.04.2022, allikas Perkins Coie:
<https://www.perkinscoie.com/images/content/1/6/v2/163138/Perkins-Coie-LLP-Brochure-IPO-Guide-eBlue.pdf>
- Apuke, O. D. (2017). Quantitative Research Methods : A Synopsis Approach. *Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review*. Kasutamise kuupäev: 11.06.2022, allikas ResearchGate:
https://www.researchgate.net/publication/320346875_Quantitative_Research_Methods_A_Synopsis_Approach#:~:text=It%20involves%20the%20utilization%20and,gathering%20data%20in%20numerical%20form.
- Bary, E. (24.12.2021). *The record-breaking IPO market in 2021 masked some problems under the hood*. Kasutamise kuupäev: 27.12.2021, allikas MarketWatch:
<https://www.marketwatch.com/story/there-were-1-000-ipos-in-2021-for-the-first-time-but->
- Bian, J. (2019). Review of Short-Selling and Private Placement. *American Journal of Industrial and Business Management*. Kasutamise kuupäev: 20.04.2022, allikas Scirp:
<https://www.scirp.org/journal/paperinformation.aspx?paperid=91252>
- Birken, E. G. (06.04.2021). *Understanding Return On Assets (ROA)*. Kasutamise kuupäev: 06.06.2022, allikas Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/articles/understanding-return-on-assets-roa-2021-04-06>
- Bolmeson, J. (27.06.2020). *Tips på spekulation för Lekhinken: teckna Genova Property Group*. Kasutamise kuupäev: 05.06.2022, allikas RikaTillsammans:
<https://rikatillsammans.se/genova/>
- Bowen, G. A. (2009). Document Analysis as a Qualitative Research Method. *Qualitative Research Journal*, 27-40. Kasutamise kuupäev: 11.06.2022, allikas ResearchGate:
https://www.researchgate.net/publication/240807798_Document_Analysis_as_a_Qualitative_Research_Method
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance*, 38. Kasutamise kuupäev: 20.04.2022, allikas JSTOR:
<https://www.jstor.org/stable/3699345?read-now=1&refreqid=excelsior%3A6f374fa93afe1aaf02ff4309931cc876&seq=11>
- Chen, Y., Goyal, A., Veeraraghavan, M., & Zolotoy, L. (2020). Media Coverage and IPO Pricing around. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 1515-1553. Kasutamise kuupäev: 15.03.2022, allikas EBSCOhost:
<https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=144315440&site=ehost-live>

- Darškuvienė, V. (2010). *Financial Markets*. Kasutamise kuupäev: 14.05.2022, allikas Bulgarian Chamber of Commerce and Industry: https://www.bcci.bg/projects/latvia/pdf/7_Financial_markets.pdf
- Dewenter, K. L., & Malatesta, P. H. (1997). Public Offerings of State-Owned and Privately-Owned Enterprises: An International Comparison. *The Journal of Finance*, 1659-1679. Kasutamise kuupäev: 08.06.2022, allikas JSTOR: <https://www.jstor.org/stable/2329451?read-now=1&refreqid=excelsior%3A363ceb430ca3a5fff66953845af5ae13&seq=21>
- Dietrich, J. (2012). *Variables Influencing the Severity of IPO Underpricing: An Empirical Analysis of the German Market*. Kasutamise kuupäev 03.06.2022, allikas Scribd: <https://www.scribd.com/book/352870688/Variables-Influencing-the-Severity-of-IPO-Underpricing-An-Empirical-Analysis-of-the-German-Market>
- Driebusch, C., & Santilli, P. (2021). IPOs Had a Record 2021. Now They Are Selling Off Like Crazy. *The Wall Street Journal*. Kasutamise kuupäev: 01.05.2022, allikas Wall Street Journal: <https://www.wsj.com/articles/ipos-had-a-record-2021-now-they-are-selling-off-like-crazy-11640773806>
- Espinasse, P. (2014). *IPO : A Global Guide, Expanded*. Hong Kong University Press. Kasutamise kuupäev: 26.04.2022, allikas ProQuest: <https://ebookcentral.proquest.com/lib/tktk/reader.action?docID=1785221&query=IPO>
- Euroopa Parlamendi ja Nõukogu määrus (EL) 2017/1129 artikkel 2 punkt d.* (14.06.2017; viimati muudetud 10.11.2021). Kasutamise kuupäev: 05.06.2022, allikas Euroopa Liidu Teataja: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ET/TXT/?uri=CELEX:32017R1129&qid=1654458024369>
- Financial Ratios*. (s.a.). Kasutamise kuupäev: 15.05.2022, allikas Corporate Finance Institute: <https://corporatefinanceinstitute.com/assets/CFI-Financial-Ratios-Cheat-Sheet-eBook.pdf>
- Free float*. (s.a.). Kasutamise kuupäev: 05.06.2022, allikas Deutsche Börse Group: <https://deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company/know-how/glossary/glossary-article/Free-float-244312#:~:text=Free%20floatThe%20number%20of,traded%20by%20the%20general%20public.>
- Gibsonn Dunn. (08.01.2021). *A Current Guide to Direct Listings*. Kasutamise kuupäev: 07.06.2022, allikas Gibso Dunn: <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2021/01/a-current-guide-to-direct-listings-january-2021.pdf>
- Gu, A. Y. (2003). State Ownership, Firm Size, and IPO Performance: Evidence from Chinese "A" Share Issues. *American Business Review*. Kasutamise kuupäev: 08.06.2022, allikas University of New Haven: <https://digitalcommons.newhaven.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1011&context=american-businessreview>
- Guide to going public*. (2018). Kasutamise kuupäev: 26.04.2022, allikas Ernst & Young: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/ey-guide-to-going-public-strategic-considerations-before-during-and-post-ipo.pdf

- He, P. (2007). A Theory of IPO Waves Get access Arrow. *The Review of Financial Studies*, 983-1020. Kasutamise kuupäev: 20.04.2022, allikas Oxford Academic: <https://academic.oup.com/rfs/article-abstract/20/4/983/1616132?redirectedFrom=fulltext>
- Indeksi OMX Baltic Benchmark uus koosseis.* (22.12.2021). Kasutamise kuupäev: 27.12.2021, allikas Börsiteated: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bb92036a3e01a585e1896b3769c4426c3&lang=et>
- Indeksitest.* (s.a.). Kasutamise kuupäev: 14.05.2022, allikas Nasdaq: <https://nasdaqbaltic.com/et/turuinfo/indeksitest/>
- Investing in an IPO.* (25.02.2013). Kasutamise kuupäev: 24.04.2022, allikas U.S. Securities and Exchange Commission: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-17>
- IPO Statistics.* (2022). Kasutamise kuupäev: 14.05.2022, allikas Stock Analysis: <https://stockanalysis.com/ipos/statistics/>
- Juhkam, A., & Kann, L. (07.04.2010). Kuidas hinnatakse ettevõtte väärtust? *Raamatupidaja.ee*. Kasutamise kuupäev: 15.05.2022, allikas Raamatupidaja: <https://www.raamatupidaja.ee/uudised/2010/04/07/kuidas-hinnatakse-ettevotte-vaartust>
- Järevalve.* (s.a.). Kasutamise kuupäev: 14.05.2022, allikas Nasdaq: <https://nasdaqbaltic.com/et/tururegulatsioon/jarelevalve/>
- Kelessidis, V. (2000). *Benchmarking*. Kasutamise kuupäev: 09.06.2022, allikas URENIO: <http://www.urenio.org/tools/en/benchmarking.pdf>
- Kert, E. (2007). Väärtpaberite fundamentaalne analüüs. *Investeermise teejuht* (lk 159-170). Äripäev.
- Kõomägi, M. (2004). *Informatsiooni asümmeetria riskikapitali rahanduses ettevõtja ja riskikapitalisti vahel*. Tartu Ülikooli Pärnu kolledž. Kasutamise kuupäev: 02.05.2022, allikas Mattimar: http://www.mattimar.ee/publikatsioonid/ettevottemajandus/2004/07_K6omagi.pdf
- Laherand, M. -L. (2008). *Kvalitatiivne uurimisviis*. OÜ Infotrükk.
- Langlet, F., & Lilliehöök, F. (2017). *The impact of macroeconomic variables on IPO volume in Europe*. Stockholm: KTH Royal Institute of Technology. Kasutamise kuupäev: 15.05.2022, allikas KTH: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1193663/FULLTEXT01.pdf>
- Latif, M., Arshad, S., Fatima, M., & Farooq, S. (2011). Market Efficiency, Market Anomalies, Causes, Evidences, and Some Behavioral Aspects of Market Anomalies. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3. Kasutamise kuupäev: 05.06.2022, allikas ResearchGate: https://www.researchgate.net/publication/261174543_Market_Efficiency_Market_Anomalies_Causes_Evidences_and_Some_Behavioral_Aspects_of_Market_Anomalies
- León, R. d. (09.12.2021). *Buffett-backed Nubank closes up nearly 15% in trading after blockbuster fintech IPO*. Kasutamise kuupäev: 05.06.2022, allikas CNBC:

- <https://www.cnbc.com/2021/12/09/buffett-backed-nubank-rises-in-trading-on-the-nyse-in-blockbuster-ipo.html>
- Lepik, S. (08.07.2020). *Kriis on eestlastes investeerimishuvi kasvatanud*. Kasutamise kuupäev: 09.06.2022, allikas Pealinn: <https://pealinn.ee/2020/07/08/kriis-on-eestlastes-investeerimishuvi-kasvatanud/>
- Li, R., Liu, W., Liu, Y., & Tsai, S.-B. (10.08.2018). IPO Underpricing After the 2008 Financial Crisis: A Study of the Chinese Stock Markets. *Sustainability*. Kasutamise kuupäev: 02.05.2022, allikas MDPI: <https://www.mdpi.com/2071-1050/10/8/2844>
- Liivamägi, K., Talpsepp, T., & Vaarmets, T. (2020). *Rahaedu põhimõtted*. Argo kirjastus.
- Lin, Z. (2017). *Background Characteristics of Board Secretary and IPO Underpricing*. Guangzhou. Kasutamise kuupäev: 20.04.2022, allikas Scirp: <https://www.scirp.org/journal/paperinformation.aspx?paperid=80552>
- Mackintosh, P. (15..04.2021). *What Happens to IPOs Over the Long Run?* Kasutamise kuupäev: 27.12.2021, allikas Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/articles/what-happens-to-ipos-over-the-long-run-2021-04-15>
- Mburugu, S. K. (2021). An Analysis of the Long-Run Performance IPOs and Effects in the Kenyan Stock Market. *International Letters of Social and Humanistic Sciences*, 12-25. Kasutamise kuupäev: 17.05.2022, allikas ResearchGate: https://www.researchgate.net/publication/351174002_An_Analysis_of_the_Long-Run_Performance_IPOs_and_Effects_in_the_Kenyan_Stock_Market
- Meist. (s.a.). Kasutamise kuupäev: 09.06.2022, allikas Nasdaq Baltic: <https://nasdaqbaltic.com/et/meist/nasdaq-balti-borsid/>
- Meriküll, J., & Rõõm, T. (2021). *Eesti leibkondade finantskäitumise ja tarbimisharjumuste uuring: 2017. aasta küsitluse tulemused*. Kasutamise kuupäev: 27.12.2021, allikas Eesti Pank: <https://www.eestipank.ee/publikatsioonid/teemapaberid/2019/12019-jaanika-merikull-tairi-room-eesti-leibkondade-finantskaitumise-ja-tarbimisharjumuste-uuring>
- Mitra, M. (03.06.2022). *Here's How Inflation Is Actually Affecting the Stock Market*. Kasutamise kuupäev: 08.06.2022, allikas Nasdaq: <https://www.nasdaq.com/articles/heres-how-inflation-is-actually-affecting-the-stock-market>
- O'neil, W. J. (2020). *Kuidas aktsiatega raha teenida: edukas süsteem headeks ja halbadeks aegadeks*. Äripäev.
- Pedaja, T. (2007). Aktsiate esmane avalik pakkumine (IPO). *Investeerimise teejuht* (lk 141-156). Äripäev.
- Registreeritud prospektid*. (20.12.2021). Kasutamise kuupäev: 04.05.2022, allikas Finantsinspektsioon: <https://fi.ee/et/investeerimine/registrid-nimekirjad-ja-vormid/registreeritud-prospektid>
- Roos, A., Sander, P., Nurmet, M., & Ivanova, N. (2014). *Finants ja -intsitutsioonid*. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.

- Roosaare, J. (2016). *Aktsiatega rikkaks saamise õpik*.
- Rootalu, K. (2014). Korrelatsioonikordajad. Kasutamise kuupäev: 06.12.2022, allikas Tartu Ülikool: <https://samm.ut.ee/korrelatsioonikordajad>
- RTJ 2. *Nõuded informatsiooni esitusviisile raamatupidamise*. (01.01.2019). Kasutamise kuupäev: 15.05.2022, allikas Rahandusministeerium: https://www.rahandusministeerium.ee/system/files_force/document_files/rtj_2_nouded_esitusviisile_2011.pdf?download=1
- Slettebø, A. P., & Mørland, S. H. (2016). *An Empirical Study on the Aftermarket Performance of Nordic IPOs*. Copenhagen Business School. Kasutamise kuupäev: 16.05.2022, allikas CBS: https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/60728068/98746_An_empirical_study_on_the_aftermarket_performance_of_Nordic_IPOs.pdf
- Smith, M. J. (2021). *Statistical Analysis Handbook*. Kasutamise kuupäev: 11.06.2022, allikas StatsRef: <https://www.statsref.com/StatsRefSample.pdf>
- Spilka, D. (21.08.2021). *China's Biggest IPO of 2021 May Be a Renewable Energy Firm Listing*. Kasutamise kuupäev: 05.06.2022, allikas The Diplomat: <https://thediplomat.com/2021/08/chinas-biggest-ipo-of-2021-may-be-a-renewable-energy-firm-listing/#:~:text=Three%20Gorges%20Renewables%20has%20enjoyed,owned%20China%20Three%20Gorges%20Corp>
- Suimets, A. (20.10.2021). *Enefit Greeni erakordne aktsiapakkumine*. Kasutamise kuupäev: 09.06.2022, allikas Swedbank: <https://blog.swedbank.ee/investeerimine/enefit-greeni-erakordne-aktsiapakkumine>
- Zirnask, V. (2007). Investeerimise peamised mõisted. *Investeerimise teejuht* (lk 73-74). Äripäev.
- Zirnask, V. (2011). *Finantsaabits*. Kasutamise kuupäev: 09.06.2022, allikas Minuraha: <https://www.minuraha.ee/et/publikatsioonid/finantsaabits>
- Zirnask, V. (s.a.). Finantsjuhtimise teabevara. Äripäeva teabevara. Kasutamise kuupäev: 05.05.2022, allikas Teabevara: <https://teabevara.ee/finantsjuhtimise-teabevara>
- Turureeglid*. (01.04.2022). Kasutamise kuupäev: 03.05.2022, allikas Nasdaq: <https://nasdaqbaltic.com/wp-content/uploads/page/nasdaq-tallinna-borsi-reglement/NE-01-04-2022-est-clean.pdf>
- Tõnisson, R. (11.03.2021). Eesti investorite tormijooks aktsiaturgudele. LHV. Kasutamise kuupäev: 01.05.2022, allikas LHV finantsportaal: <https://fp.lhv.ee/news/newsView?locale=et&newsId=5574642>
- Tõnisson, R. (29.12.2021). *Milliseid IPOsid 2022. aastaks oodata?* Kasutamise kuupäev: 09.06.2022, allikas LHV finantsportaal: <https://fp.lhv.ee/news/newsView?newsId=5612871>
- Tõnisson, R., & Lõhmus, H. (05.06.2022). *Mida kujutab endast otsenoteerimine?* Kasutamise kuupäev: 05.06.2022, allikas LHV finantsportaal: <https://fp.lhv.ee/news/newsView?locale=et&newsId=5589346>

- Wahid, F. (2015). *The Impact of Internationalization on Post-IPO Performance of Firms*. University of Waterloo, Waterloo. Kasutamise kuupäev: 08.06.2022, allikas CORE: <https://core.ac.uk/download/pdf/144148208.pdf>
- Viks, K. (2008). *Väärtpaberite teejuht*. Tallinn: Eesti Päevaleht.
- Virkus, S. (2010). *Infokäitumise, info hankimise ja otsingu ning infopädevuse uurimise meetodid*. Kasutamise kuupäev: 09.06.2022, allikas Tallinna Ülikool: https://www.tlu.ee/~sirvir/Infootsingu%20teooria/Infokaitumise,%20info%20hankimise%20ja%20%20otsingu%20ning%20infopadevuse%20uurimise%20meetodid/induktsioon_ja_deduktsioon.html
- Virkus, S. (2016). *Invervjuu, vaatlus ja sisuanalüüs*. Kasutamise kuupäev: 09.06.2022, allikas Tallinna Ülikool: https://www.tlu.ee/~sirvir/Intervjuu_vaatlus_ja_sisuanals/vaatluse_eelised_ja_puudused.html
- Väärtpaberite noteerimisnõuded*. (01.04.2022). Kasutamise kuupäev: 16.05.2022, allikas Nasdaq: <https://nasdaqbaltic.com/wp-content/uploads/page/nasdaq-tallinna-borsi-reglement/NN-01-04-2022-SPAC-est-clean-Final.pdf>
- Väärtpaberituru seadus*. (17.10.2001; viimati muudetud 08.04.2022). Kasutamise kuupäev: 05.06.2022, allikas Riigi Teataja: <https://www.riigiteataja.ee/akt/124032011005?leiaKehtiv>
- Õunapuu, L. (2012). *Kõikne valim*. Kasutamise kuupäev: 11.06.2022, allikas Tartu Ülikool: https://dspace.ut.ee/bitstream/handle/10062/27764/kikne_valim.html
- Õunapuu, L. (2014). *Kvalitatiivne ja kvantitatiivne uurimisviis sotsiaalteadustes*. Tartu Ülikool. Kasutamise kuupäev: 09.06.2022, allikas Tartu Ülikool: http://dspace.ut.ee/bitstream/handle/10062/36419/ounapuu_kvalitatiivne.pdf
- Äriseadustik*. (15.02.1995; viimati muudetud 15.03.2022). Kasutamise kuupäev: 05.06.2022, allikas Riigi Teataja: <https://www.riigiteataja.ee/akt/112032022012?leiaKehtiv>

LISAD

Lisa 1. Tallinna börsi põhi- ja lisanimekirja ning alternatiivturu nõuete võrdlus

Lisa 2. Lihtsustatud kasumiaruande skeem

Lisa 3. Lihtsustatud bilansiskeem

Lisa 4. Dokumendite vaatlusplaan

Lisa 5. Balti börsi põhinimekirjas 2011–2021 toimunud IPO-de kokkuvõte

Lisa 6. Uuritavate IPO-de esimese kauplemissaasta graafikud

Lisa 1. Balti börsi põhi- ja lisanimekirja ning alternatiivturu nõuete võrdlus

Reguleeritud turg		Reguleerimata turg
Väärtpaberibörs ehk põhinimekiri	Reguleeritud turg ehk lisanimekiri	Alternatiivturg ehk First North
Noteerimine	Kauplemisele võtmine	Kauplemisele võtmine
Täisprospekt	Täisprospekt	Lihtsustatud prospekt/täisprospekt
Omakapital: 4,0 mln EUR (turuväärtus)	Omakapital: 1,0 mln EUR (turuväärtus)	Omakapitalinõue puudub (turuväärtus)
<i>Free float</i> vähemalt 25% või 10,0 mln EUR	<i>Free float</i> peab olema piisav	<i>Free float</i> 'i nõue puudub
Ajalugu vähemalt 3 aastat	Ajalugu võib olla lühem	Ajaloo nõudeid ei ole
Finantstulemused stabiilsed, omakapital positiivne	Finantstulemustel võib esineda kõikumisi	Finantstulemustes võib esineda kõikumisi
Raamatupidamine vastavalt IFRS-ile	Raamatupidamine vastavalt IFRS-ile	Raamatupidamine vastavalt IFRS-ile või kohalikele nõuetele
Kõrged info avalikustamise nõuded	Kõrged info avalikustamise nõuded	Madalad info avalikustamise nõuded

Allikas: (Autori koostatud; Nasdaq Baltic noteerimisnõuete põhjal).

Free float- vabalt kaubeldavate aktsiate osakaal piisava turu toimimiseks.

Lisa 2. Lihtsustatud kasumiaruande skeem

Skeem 1	Skeem 2
Müügitulu	Müügitulu
Muud äritulud	Müüdud toodangu (kaupade, teenuste) kulu
Kaubad, toore, materjal ja teenused	BRUTOKASUM (-KAHJUM)
Mitmesugused tegevuskulud	Turustuskulud
Tööjõukulud	Üldhalduskulud
Põhivara kulum ja väärtuse langus	Muud äritulud
Muud ärikulud	Muud ärikulud
ÄRIKASUM (-KAHJUM)	ÄRIKASUM (-KAHJUM)
...	...
Intressikulud	Intressikulud
Muud finantstulud ja -kulud	Muud finantstulud ja -kulud
KASUM (KAHJUM) ENNE TULUMAKSUSTAMIST	KASUM (KAHJUM) ENNE TULUMAKSUSTAMIST
Tulumaks	Tulumaks
ARUANDEAASTA KASUM (KAHJUM)	ARUANDEAASTA KASUM (KAHJUM)

Allikas: (Autori koostatud; RTJ 2 põhjal).

Lisa 3. Lihtsustatud bilansiskeem

AKTIVA	PASSIVA
Raha	Laenukohustised
Nõuded ja ettemaksed	Võlad ja ettemaksed
Varud	Võlad töövõtjatele
...	...
Käibevarad kokku	Lühiajalised kohustised kokku
...	Laenukohustised
Nõuded ja ettemaksed	Pikaajalised kohustised
...	Aksiakapital nimiväärtuses
Materiaalne põhivara	Kohustuslik reservkapital
Immateriaalne põhivara	Jaotamata kasum
Põhivarad kokku	Omakapital kokku
VARAD KOKKU	KOHUSTISED JA OMAKAPITAL KOKKU

Allikas: (Autori koostatud; RTJ 2 põhjal).

Lisa 4. Dokumendite vaatlusplaani

Dokumendi nimetus	Vaatlusobjekt
Prospekt	Märkimishind või -hinnavahemik, pakkumisperiood, pakkumisel osalemise õigus. Omandi- ja juhtimisstruktuur, põhitegevused ja turud, äritegevuse riskid. Kasumiproгноos, dividendi poliitika.
Börsiteade	Pakkumistulemused, esimese kauplemispäev kuupäev. Korporatiivsed sündmused.
Majandusaasta aruanne	Finantsandmed bilansist ja kasumiaruandest. Tegevusaruandes välja toodud olulised sündmused ja eesmärgid (investeeringud).
Nasdaq Baltic koduleht	Kauplemisajalugu (turuhind ja tehingute arv). OMX Baltic Benchmark GI turuajalugu.

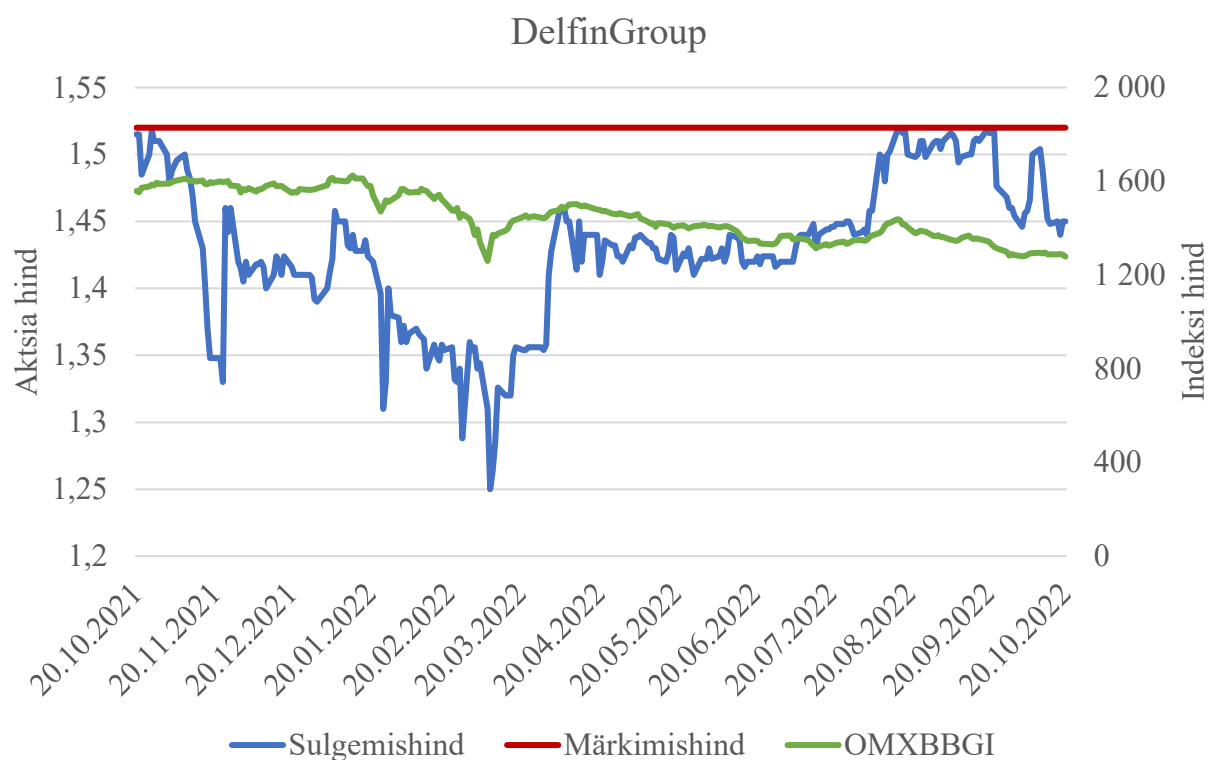
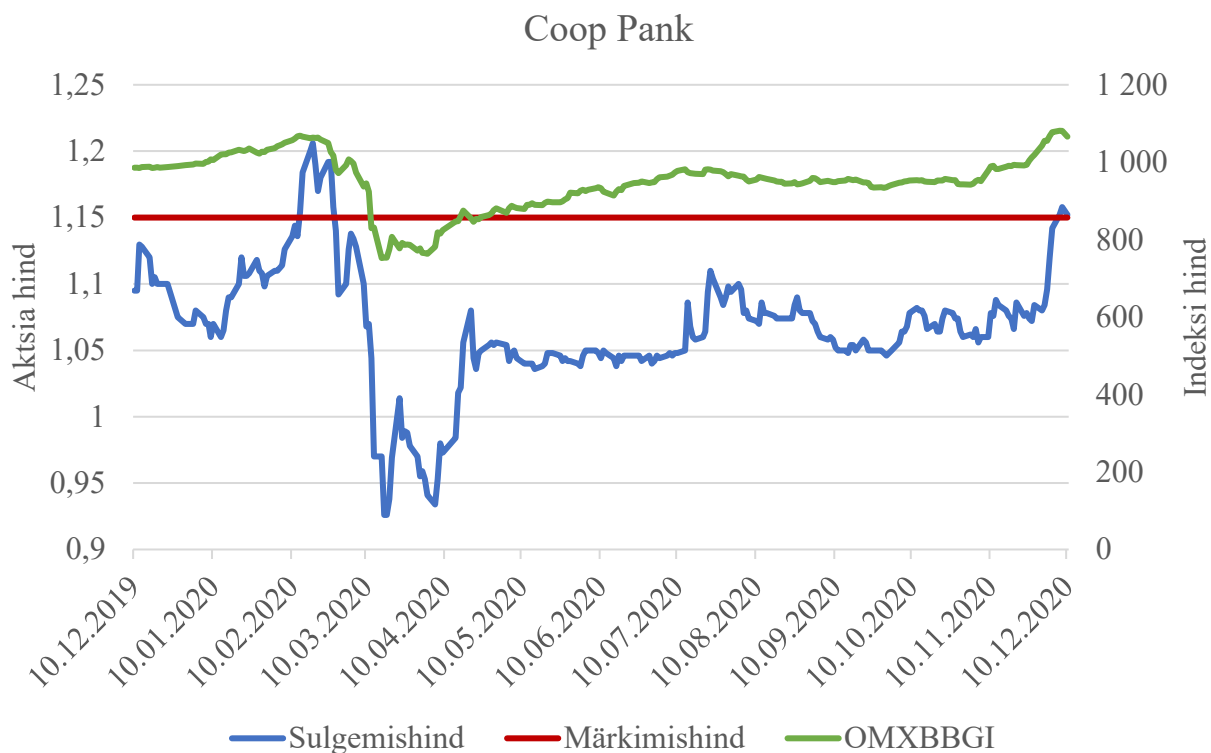
Allikas: (Autori koostatud).

Lisa 5. Balti börsi põhinimekirjas 2011–2021 toimunud IPO-de kokkuvõte

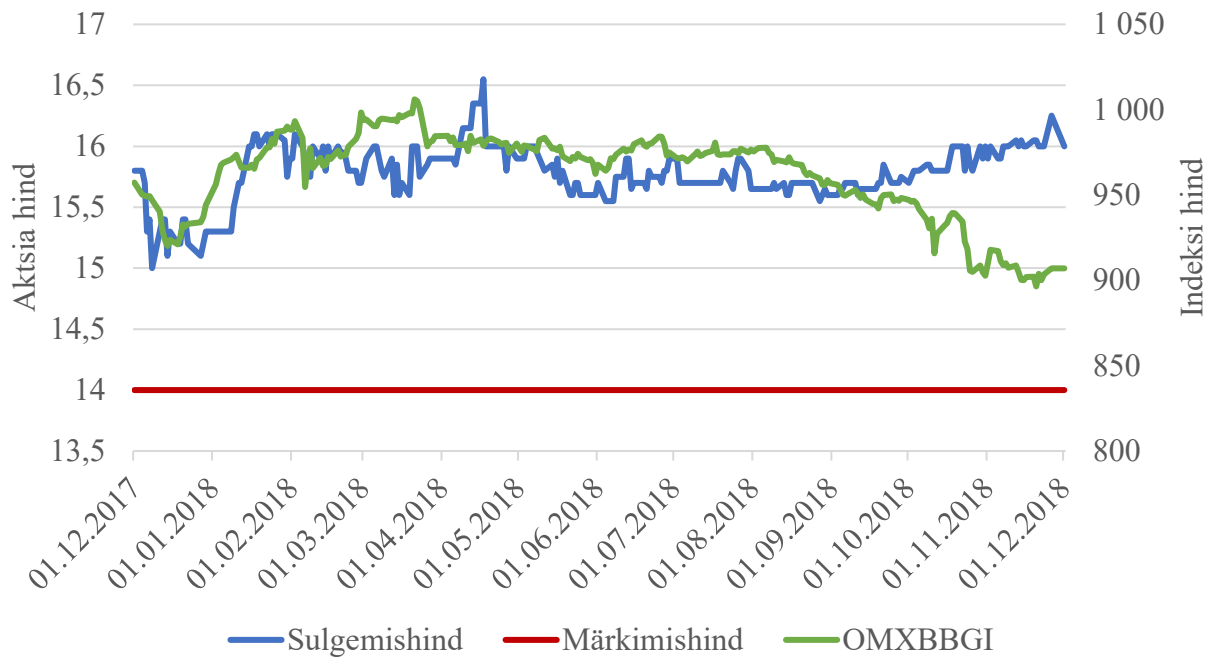
Emitent	CPA1T	DGR1R	EFT1T	EGR1T	HPR1T	IGN1L	LHV1T	NTU1L	TSM1T
Märkimisaasta	2019	2021	2017	2021	2021	2020	2016	2018	2018
IPO toimumine kvartalite lõikes	IV	IV	IV	IV	IV	IV	II	I	II
Märkimishind, €	1,15	1,52	14,00	2,90	11,70	22,50	6,95	10,50	1,70
Pakutavate uute aktsiate arv, mln tk	32,2	7,3	0,3	40,8	0,8	20,9	2,0	0,0	75,4
Pakutavate olemasolevate aktsiate arv, mln tk	8,1	0,0	0,0	6,1	0,0	0,0	0,0	2,1	11,3
Märgitud aktsiate kogus, mln tk	32,9	5,3	1,5	187,8	6,7	20,0	6,6	2,1	86,7
Emissiooni-mahu täidetavus	82%	73%	446%	400%	868%	96%	330%	100%	100%
IPO-s osalenud investorite arv, tuh	10,9	5,9	1,8	60,0	19,6	6,8	5,5	N/A	13,7
Väljalaske osa	37%	12%	10%	23%	22%	27%	9%	27%	33%
Esimese kauplemis-päeva tootlus	-5%	0%	13%	20%	38%	-1%	1%	10%	13%
Esimese kauplemis-aasta tootlus	0%	-5%	14%	41%	-20%	-8%	36%	-21%	18%

Allikas: Nasdaq Baltic (autori koostatud arvutused)

Lisa 6. Uuritavate IPO-de esimese kauplemissaasta graafikud



EfTEN Real Estate Fund III



Ignitis Group

