

**RĪGAS TEHNISKĀ UNIVERSITĀTE**

Inženierekonomikas un vadības fakultāte

Ražošanas un uzņēmējdarbības institūts

Finanšu katedra

**Jūlija BISTROVA**

(Doktoranta apliecības Nr. 021RIV046)

**AKCIONĀRU KAPITĀLA VĒRTĪBAS ILGTSPĒJĪBAS SASNIEGŠANAS  
NOSACĪJUMI CENTRĀLEIROPAS UN AUSTRUMEIROPAS AKCIJU  
TIRGŪ**

**Promocijas darba kopsavilkums**

Nozare: Vadībzinātne

Apakšnozare: Uzņēmējdarbības vadība

Darba zinātniskā vadītāja

Profesore, Dr. oec., **Natalja LĀCE**

RTU Izdevniecība

**Rīga 2014**

UDK 336.763.2(4)(043.2)

Bi 902 a

Bistrova, J. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības sasniegšanas nosacījumi Centrāleiropas un Austrumeiropas akciju tirgū. – Rīga: RTU Izdevniecība, 2014. – 57 lpp.

Iespiests saskaņā ar Inženierekonomikas un vadības fakultātes Finanšu katedras sēdes 2014.gada 31. janvāra lēmumu, protokols Nr. 22113-2/1.



Šis darbs izstrādāts ar Eiropas Sociālā fonda atbalstu projektā „Atbalsts RTU doktora studiju īstenošanai”.

**ISBN 978-9934-10-558-6**

## PROMOCIJAS DARBS

### IZVIRZĪTS EKONOMIKAS ZINĀTŅU DOKTORA GRĀDA IEGŪŠANAI RĪGAS TEHNISKAJĀ UNIVERSITĀTĒ

Promocijas darbs izstrādāts RTU Inženierekonomikas un vadības fakultātes Ražošanas un uzņēmējdarbības institūtā. Promocijas darbs ekonomikas zinātņu doktora grāda iegūšanai tiek publiski aizstāvēts 2014. gada 27. maijā RTU promocijas padomē „RTU P-09”, Rīgas Tehniskās universitātes Inženierekonomikas un vadības fakultātē, Kalnciema ielā 6, 309. auditorijā, plkst. 14.00.

#### OFICĀLIE RECENZENTI

Kārlis Ketners, profesors, Dr.oec.  
Rīgas Tehniskā universitāte (Latvija)

Ingrīda Jakušonoka, profesore, Dr.oec.  
Latvijas Lauksaimniecības universitāte (Latvija)

Rima Tamošiūnienė, asoc. profesore, Dr.Soc.Sc.(oec.)  
Viļņas Gedimina Tehniskā universitāte (Lietuva)

#### APSTIPRINĀJUMS

Apstiprinu, ka esmu izstrādājusi doto promocijas darbu, kas ir iesniegts izskatīšanai Rīgas Tehniskajā universitātē ekonomikas doktora grāda iegūšanai. Promocijas darbs nav iesniegts nevienā citā universitātē zinātniskā grāda iegūšanai.

Jūlija Bistrova .....

2014. gada.....

Promocijas darbs ir uzrakstīts angļu valodā un satur ievadu, 5 daļas, secinājumus un priekšlikumus, kā arī bibliogrāfisko sarakstu ar 253 literatūras avotiem. Darbā ir ievietoti 77 attēli, 56 tabulas un 23 formulas. Darba apjoms ir 203 lappuses, neskaitot 20 pielikumus.

Ar promocijas darbu un tā kopsavilkumu var iepazīties Rīgas Tehniskās universitātes Zinātniskajā bibliotēkā Ķīpsalas ielā 10.

Atsauksmes par promocijas darbu sūtīt: Promocijas padomes RTU P-09 sekretāram, profesoram Dr. oec. Kārlim Ketneram, Rīgas Tehniskā universitāte, Kalnciema ielā 6, Rīga, LV-1029, Latvija

E-pasts: Karlis.Ketners@rtu.lv, Fax: +37167089490, Tel.: +37167089324.

## DARBA VISPĀRĒJAIS RAKSTUROJUMS

Akadēmiķi un praktiķi ir secinājuši, ka uzņēmuma darbības galvenajam mērķim vajadzētu būt nevis iesaistīto personu interešu apmierināšana, bet gan vērtības palielināšana akcionāriem (Tomsons (*Thompson*), 2009). Tomēr jāatzīst, ka pēdējā laikā šī dogmatiskā teorija par to, ka uzņēmuma pamatmērķim jābūt akcionāru turības vairošanai, ir saņēmusi īpaši bargu kritiku. Par būtiskāko tiek atzīta aģentu (pārstāvniecības) problēma, kurai raksturīga īstermiņa domāšana un bieži vien arī neētiska rīcība no vadītāju puses, lai sasniegtu maksimālu uzņēmuma tirgus vērtību, aizmirstot par ilgtermiņa mērķiem.

Negatīvo attieksmi pret īstermiņa risinājumiem pirmām kārtām izraisīja korporatīvie skandāli ASV un Eiropā 21. gadsimta pirmajā desmitgadē, kā arī 2008. un 2009. gada finanšu krīze un *Muddy Waters* uzņēmuma atklātie krāpniecības gadījumi Ķīnas uzņēmumos (2011). Acīmredzot tādu faktoru kā prēmiju un augstu finanšu rezultātu dēļ uzņēmumu vadība izmantoja īstermiņa pieeju, lai palielinātu uzņēmuma vērtību, atstājot novārtā nepieciešamību palielināt ilgtermiņa vērtību.

Risks, ka vadība izmantos īstermiņa pieeju, augstāks ir attīstības valstīs, kur informācijas atklāšana ir vājāka, salīdzinot ar attīstītajiem tirgiem. Tāpēc rodas ievērojams informācijas trūkums un investoriem tiek radīts lielāks risks. Turklāt finanšu tirgus kultūra attīstības valstīs vēl arvien ir nepietiekami attīstīta un kotēto uzņēmumu vadība bieži vien neizprot mērķi sadarbībai ar investoriem. Tāpēc vietējās biržas cenšas šajā jautājumā izglīt vietējo mērķauditoriju, piešķirot dažādas balvas, kas stimulē labākas attiecības ar investoriem (piemēram, *Nasdaq OMX Baltic Market Awards*). Tomēr jāatzīst, kaut gan pēdējā laikā šīs attiecības ir ievērojami uzlabojušās, neētiskas rīcības risks un līdz ar to arī ievērojami akciju vērtības zudumi joprojām ir aktuāli.

Šo risku pastiprina stabilas vietējās investoru vides neesamība pietiekama brīvā kapitāla un atbilstošas izglītības trūkuma dēļ. Krīzes laikā šie faktori attīstības valstu uzņēmumus pakļauj lielākai zaudējumu iespējai, jo nozīmīgs ārvalstu investoru īpatsvars kopējā investīciju kapitālā izraisa ievērojamu līdzekļu aizplūdi no attīstības valstu tirgiem. Piemēram, nesenas finanšu krīzes laikā (no 2007. gada septembra līdz 2009. gada martam) attīstīto tirgu biržas indeksi zaudēja apmēram 40–50% (ASV indekss S&P 500 -52.5%, Lielbritānijas indekss FTSE 100 -41.1%, Vācijas indekss DAX 30 -51.5%), kamēr attīstības tirgi atradās „brīvajā kritienā”,

zaudējot 60–70% (Baltijas biržu indekss NASDAQ OMX -75.0%, Krievijas indekss RTS -73.4%, savukārt Ķīnas akciju tirgu indekss SSE Composite -63.4%).

Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības jautājums attīstības tirgu kontekstā pašlaik ir ļoti aktuāls gan ilgtermiņa akcionāriem, gan pašam uzņēmumam (vadībai, darbiniekiem), kuriem ir jādara viss iespējamais, lai veicinātu un radītu maksimālu uzņēmuma vērtību ilgtermiņā. Uzņēmuma akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības problēma ir divdabīga: no vienas puses, akcionāriem ir jābūt pietiekami izglītotiem un viņu rīcībā jābūt pietiekamiem finanšu līdzekļiem un laikiem, lai identificētu uzņēmumus, kas var radīt maksimālu vērtību ilgtermiņā; no otras puses, uzņēmuma vadītājiem, zinot, kādi ir vērtību sekmējošie faktori, jānosaka savas darbības stratēģijas prioritātes saskaņā ar šiem vērtību sekmējošiem faktoriem, lai apmierinātu akcionāru vajadzības pēc ilgtermiņa vērtībām.

Pētot akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību un to ietekmējošos faktoros Centrāleiropas un Austrumeiropas (CAE) valstu akciju tirgos, promocijas darba autore atbild uz šādiem jautājumiem:

- Kas ir akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējība?
- Kādi ir būtiskākie akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību ietekmējošie faktori? Kādi instrumenti ir pieejami, lai palielinātu akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību CAE valstu akciju tirgū?
- Kādi korporatīvās pārvaldības struktūras elementi visvairāk sekmē vērtības radīšanu?

**Promocijas darba mērķis** ir izstrādāt akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības modeli, kas ļautu investoriem sasniegt maksimālu investētā kapitāla atdevi ilgtermiņā, un piedāvāt rekomendācijas par uzņēmuma vērtības pārvaldību. Pētījums un izstrādātais modelis ir pamatots ar Centrālās un Austrumeiropas biržās kotēto uzņēmumu piemēriem.

Promocijas darba mērķa sasniegšanai tika izvirzīti šādi risināmie **uzdevumi**:

1. Atklāt faktorus, kas ietekmē akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības koncepciju;
2. Izpētīt pašreizējos CAE akciju tirgos; atklāt problēmas un iespējas, ko nodrošina attīstīto valstu akciju tirgi;
3. Konstatēt un analizēt tos faktorus, kas ietekmē akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību;
4. Novērtēt akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības faktoros, pierādīt to ietekmes stabilitāti;
5. Izstrādāt akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības modeli, kurā izmantotas vērtību ietekmējošo faktoru kombinācijas, un aprobēt to CAE valstu akciju tirgos.

## **Pētījuma objekts, priekšmets un pētījuma ierobežojumi**

**Promocijas darba objekts** ir Centrāleiropas un Austrumeiropas akciju biržās kotētie lielākie uzņēmumi.

**Promocijas darba priekšmets** ir faktori, kas ietekmē akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību.

**Pētījuma ierobežojumi.** Veidojot uzņēmumu izlasi, ņemti vērā biržā kotētie Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu uzņēmumi, kas 2010. finanšu gadā bija iekļauti vietējo biržu galvenajos sarakstos. Lai izvairītos no neobjektivitātes, kas saistīta ar tendenci ņemt vērā tikai izdzīvojušos uzņēmumus, šajā zinātniskajā darbā izmantota statistiska izlase. Datu bāzē, uz kuras pamata tika veikta virkne pētījumu, iekļauti 116 uzņēmumi, kas izvēlēti, ievērojot CAE akciju biržu galvenos sarakstus, un kas kotējas Horvātijā, Čehijas Republikā, Ungārijā, Polijā, Rumānijā, Slovākijas Republikā, Slovēnijā un trijās Baltijas valstīs: Igaunijā, Latvijā un Lietuvā. Tirdzniecības dati ņemti par periodu no 2005. gada janvāra līdz 2012. gada decembrim, finanšu rādītāji – no 2004. gada līdz 2012. gadam. Faktori, kas saistīti ar uzņēmuma sociālo atbildību (ietekme uz sabiedrību, vidi u. c.) netika aplūkoti, jo zinātniskais darbs pārsvarā fokusējas uz fundamentālo analīzi. Veicot analīzi, nav ņemti vērā makroekonomiskie faktori un nozares īpatnības, jo šajā promocijas darbā uzmanības centrā ir uzņēmums un faktori, kas saistīti ar uzņēmuma finansiālo pozīciju. Zinātniskā darba apjoma un laika ierobežojuma dēļ šajā darbā nav iekļauta biznesa modeļa kvalitatīvā analīze, tostarp uzņēmuma attīstības stratēģijas, konkurētspējīgu priekšrocību un kapitālieguldījumu stratēģijas izvērtēšana. Pētījumu gaitā Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu institucionālie investori tika iztaujāti par faktoriem, kas ietekmē uzņēmuma spēju ilgstoši saglabāt augstu kapitāldaļu vērtību.

## **Promocijas darba teorētiskais un metodoloģiskais pamats**

Darba teorētisko un metodoloģisko bāzi veido pasaules vadošo autoru un zinātnieku (P. Vernimens (*P. Vernimmen*), F. Faboci (*F. Fabozzi*), G. Arnolds (*G. Arnold*), T. Kolers (*T. Koller*), A. Damodarans (*A. Damodaran*), P. Roze (*P. Rose*), T. Kopelands (*T. Copeland*), Dž. Kolins (*J. Collins*), Dž. Velčs (*J. Welch*), M. H. Milers (*M. H. Miller*), F. Modigliani (*F. Modigliani*), E. F. Fama (*E. F. Fama*), K. R. Frenčs (*K. R. French*), S. Maiers (*S. Myers*), M. C. Džensens (*M. C. Jensen*), H. DeAnželo (*H. DeAngelo*), S. Bagats (*S. Bhagat*), P. Gompers (*P. Gompers*), B. Hermalins (*B. Hermalin*), Dž. Mahedijs (*J. Mahedy*), F. Dedžordžs

(F. Degeorge), P. Dečovs (P. Dehow), R. Sloans (R. Sloan), H. Šilits (H. Schilitt) teorētiskās un praktiskās atziņas akcionāru kapitāla izmērīšanas un vadības jautājumos.

Lai iegūtu datus lielā apjomā, darbā izmantoti dažādi informācijas iegūšanas avoti: CAE kotēto uzņēmumu mājaslapas, gada un ceturkšņa pārskati, CAE valstu biržu sniegtie statistikas dati, publicētā informācija finanšu ziņu portālos, tādos kā *yahoo.finance*, *Bloomberg* un *google.finance*, kā arī Pasaules Bankas (*Worldbank*), Eiropas Fondu biržu federācijas (*FESE*), Finanšu un kapitāla tirgus komisijas (FKTK) datu bāzes.

Lai veiktu pētījumu promocijas darba ietvaros, tika izmantotas kvalitatīvās un kvantitatīvās metodes: zinātniskās literatūras analīze; satura kvalitatīvā analīze; salīdzināšana; vidējo, absolūto un relatīvo koeficientu analīze; aptaujas; grafiskā analīze; kvartīļu analīze; kvalitatīvā datu apstrāde ar teksta analīzes programmatūru AQUAD 6.0, TextStat un HAMLET II palīdzību; korelācija; rezultātu triangulācija; lineārās regresijas analīze ar statistiskās programmatūras SPSS 20.0 palīdzību. Lai noteiktu akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību sekmējošos faktoros, tika izmantota paralēli jauktā izpētes metode.

### **Zinātniskās novitātes un galvenie rezultāti**

1. Ir izstrādāts modelis akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību ietekmējošo faktoru noteikšanai, kas balstās uz finanšu un vadības koncepcijām, attīstītajās un attīstības valstīs veiktajām finanšu jomas profesionāļu aptaujām un iepriekšējiem zinātniskiem pētījumiem.
2. Noteikta finanšu analīzes radītā vērtība akciju portfeļa izveides procesā CAE valstu akciju tirgos.
3. Ir izpētīti CAE valstu uzņēmumos pastāvošie kapitāla pārvaldības principi un izstrādāti priekšlikumi optimālai kapitāla finansēšanas politikai, kas nodrošina ilgtermiņa attīstību.
4. Ir izstrādāts un aprobēts korporatīvās pārvaldības novērtēšanas modelis, kas piemērots CAE valstu biržās kotētiem uzņēmumiem.
5. Ir izstrādāta un aprobēta peļņas kvalitātes metodoloģija ticamai CAE valstu uzņēmumu finanšu rezultātu novērtēšanai un izstrādāti ieteikumi ieguldītājiem un biržām.
6. Ir izstrādāta īpašumtiesību veidu klasifikācija, lai noteiktu, kura investora tipa kontrolē strādājošs uzņēmums spēj akcionāriem sniegt vislielāko vērtību.

7. Ir izveidots akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības modelis, kas piedāvā akciju atlases metodoloģiju tāda akciju portfeļa izveidei, kas sniegtu ilgtspējīgu akcionāru kapitāla vērtību.

### **Darba hipotēze un izvirzītās tēzes**

**Hipotēze:** Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējība CAE finanšu tirgos ir atkarīga no augstas korporatīvās pārvaldības kvalitātes, racionālas kapitāla pārvaldības politikas, finanšu rezultātu ticamības un augstas rentabilitātes, kā arī no spējas nodrošināt stabilu naudas plūsmu.

#### **Tēzes:**

1. Akciju ienesīgums ilgtermiņā, kas pārsniedz vidējo tirgū, veido akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību, kas ir uzņēmuma darbības galvenais mērķis.
2. CAE valstu akciju tirgos riska un peļņas raksturlielumi ir pievilcīgāki, nekā tie ir attīstīto valstu tirgos, turpretī attīstītajos akciju tirgos plaši izmantotās portfeļa teorijas CAE valstu akciju tirgos nestrādā pilnībā vai strādā daļēji.
3. CAE valstu akciju tirgos uzņēmuma spēju ilgstoši saglabāt augstu kapitāldaļu vērtību ietekmē gan attīstīto valstu tirgū vispārpieņemtie fundamentālās analīzes faktori, gan jaunieviestie faktori.

### **Aprobēšana un pētījuma rezultātu praktiskais pielietojums**

Par pētījuma rezultātiem ir diskutēts konferencēs Latvijā, Horvātijā, Lietuvā, Itālijā, Amerikas Savienotajās Valstīs, Igaunijā, Čehijas Republikā, par to liecina zinātniskajos izdevumos publicētie materiāli. Tos pielieto Rīgas Tehniskās universitātes studiju priekšmetos, kā arī fundamentālajā un lietišķajā projektā Nr. 394/2012 „Latvijas iedzīvotāju drošumspējas stiprināšana, paaugstinot finanšu lietpratības līmeni”.

Pētījuma rezultātus var izmantot finanšu tirgus investīciju un uzņēmuma vērtības vadības jomā:

- a) izstrādātais akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības modelis var tikt izmantots investīciju procesā, veidojot kapitāla portfeli CAE valstu kapitāla tirgos;
- b) izstrādātos ieteikumus kvalitātes faktoru novērtēšanai var izmantot CAE valstu investori, lai uzlabotu kapitāla vērtspapīru atlases procesu, un CAE valstu uzņēmumu vadītāji, lai veicinātu investīciju piesaisti uzņēmumiem;
- c) korporatīvās pārvaldības kvalitātes novērtējuma modeli var izmantot, lai novērtētu attīstības valstu uzņēmumu korporatīvās pārvaldības kvalitāti;
- d) aprobēto finanšu rezultātu ticamības novērtējuma metodi var izmantot, novērtējot biržās kotētos uzņēmumus un tos uzņēmumus, kuri



tiek gatavoti sākotnējam publiskajam piedāvājumam; e) kapitāla pārvaldības principu izpēti un izstrādātos priekšlikumus var pielietot CAE valstu uzņēmumu vadītāji, lai palielinātu uzņēmuma tirgus vērtību.

### Zinātniskās publikācijas

Promocijas darba rezultāti ir publicēti 32 zinātniskajās publikācijās, tai skaitā 21 rakstā **starptautiski vispāratzītos zinātniskos izdevumos:**

1. Grigorjeva, J. & Lace, N. (2008). Evaluation of impact of financial result plausibility of Baltic State companies on equity performance. *Economics and Management - 2008*, Lithuania, Kaunas, 115-120.
2. Lace, N. & Grigorjeva, J. (2008). The Liquidity Crunch Impact on Stock Selection: Case from Baltic Equity Market. *The 12th World Multi-Conference on Systemics, Cybernetics and Informatics*, USA, Orlando, 50-54.
3. Bistrova, J. & Lace, N. (2009). Relevance of fundamental analysis on the Baltic equity market. *Journal of Economics and Management*, 14, 132-137.
4. Lace, N. & Bistrova, J. (2009). Capital management during liquidity crunch: Baltic States in the context of CEE equity markets. *8<sup>th</sup> International Conference Challenges of Europe Proceedings*, Croatia, Split-Bol, 145 – 156.
5. Bistrova, J. & Lace, N. (2010). Ownership Structure in CEE Companies and its Influence on Stock Performance. *Journal of Economics and Management*, 15, 880-886.
6. Bistrova, J. & Lace, N. (2010). Created Value of Fundamental Analysis During Pre and Post Crisis Period on the Baltic Equity Market. *RTU zinātniskie raksti, Ekonomika un uzņēmējdarbība*, 3(20), 26-32.
7. Bistrova, J. & Lace, N. (2011). Corporate Financial Strength Sustainability Post PO: Evidence from Baltic Equity Market. *Journal of Economics and Management*, 16, 1082-1088.
8. Bistrova, J. & Lace, N. (2011). Evaluation of Corporate Governance Influence on Stock Performance of CEE Companies. *The 15th World Multi-Conference on Systemics, Cybernetics and Informatics Proceedings, I*, USA, Orlando, 59-64.
9. Bistrova, J. & Lace, N. (2011). The Model of Sustainable Shareholder Value. *Proceedings of the 17th International Business Information Management Association Conference*, Italy, Milano, 1305.-1315.
10. Bistrova, J., Lace, N. & Peleckienė, V. (2011). The Influence of Capital Structure on Baltic Corporate Performance. *Journal of Business Economics and Management*, 12(4), 655.-669.
11. Bistrova, J. & Lace, N. (2012). Quality of Corporate Governance System and Quality of Reported Earnings: Evidence from CEE Equity Market. *Economics and Management*, No.17(1), 55-61.
12. Bistrova, J. & Lace, N. (2012). Corporate governance influence on firms' financial performance in CEE countries. *The 7th International Scientific Conference Business and Management*, Lithuania, Vilnius, 11-16.
13. Bistrova, J. & Lace, N. (2012). Kompromiss starp investora īstermiņa un ilgtermiņa mērķiem. *RTU zinātniskie raksti, Ekonomika un uzņēmējdarbība*, 3(22), 23-29.

14. Bistrova, J. & Lace, N. (2012). Defining Key Factors to Sustain Maximum Shareholder Value. *Journal of Financial Studies & Research*, 1-14.
15. Bistrova, J. & Lace N. (2012). Corporate Governance Best Practice and Stock Performance: Case of CEE Companies. *Journal on Systemics, Cybernetics and Informatics*, 3(10), 63-69.
16. Kozlovskis, K., Lace, N., Bistrova, J. & Titko, J. (2012). Two-Period-Ahead Forecasting For Investment Management In The Foreign Exchange. *The 16th World Multi-Conference on Systemics, Cybernetics and Informatics Proceedings*, USA, Orlando, 38-43.
17. Bistrova, J. & Lace, N. (2012). Dividend Policy Determinants in CEE Countries. *Contemporary Issues in Business, Management and Education*, Lithuania, Vilnius, 69-78.
18. Bistrova, J. & Lace, N. (2012). Dividend Stability and Sustainability in CEE Region. *Proceedings of the 2nd World Sustainability Forum, Sciforum Electronic Conferences Series*, 8 pages.
19. Bistrova, J. & Lace, N. (2013). The Role of Dividends for Achieving Shareholder Value Sustainability: Case of CEE Countries. *International Conference on Management Innovation and Business Innovation, Singapore*, 64-70.
20. Bistrova, J., Lace, N. & Titko, J. (2013). CEE Companies: Economic vs. Market Performance. *The 17th World Multi-Conference on Systemics, Cybernetics and Informatics: WMSCI 2013*, USA, Orlando, 1-6.
21. Lace, N., Bistrova, J. & Kozlovskis K. (2013). Ownership Type Influence on Dividend Payments in CEE Countries. *Business: Theory and Practice Journal*, 14(3), 259-266.

Tika publicētas šādas **recenzētas konferenču tēzes:**

1. Grigorjeva, J. & Lace, N. (2008). Evaluation of impact of financial result plausibility of Baltic State companies on equity performance. *The 13th International Scientific Conference: Economics and Management 2008*, Kaunas, 10 – 11 April, 58-59.
2. Bistrova, J. & Lace, N. (2009). Relevance of fundamental analysis on the Baltic equity market. *The 14th International Scientific Conference: Economics and Management 2009*, Kaunas, 23 – 24 April, 46.
3. Bistrova, J. & Lace, N. (2010). Ownership Structure in CEE Companies and its Influence on Stock Performance. *The 15th International Scientific Conference: Economics and Management 2010*, Riga, 22-23 April, 61- 62.
4. Bistrova, J. & Lace, N. (2010). Created Value of Fundamental Analysis During Pre and Post Crisis Period on the Baltic Equity Market. *The 51th International Scientific Conference of Riga Technical University: RTU FEEM Scientific Conference on Economics and Entrepreneurship (SCEE'2010)*, Riga, October 15, 18-19.
5. Bistrova, J. & Lace, N. (2011). Corporate Financial Strength Sustainability Post PO: Evidence from Baltic Equity Market. *The 16th International Scientific Conference Economics and Management-2011*, Brno, April 27-29, 352 – 353.
6. Bistrova, J. & Lace, N. (2011). Korporatīvās pārvaldības ietekme uz akciju ienesīgumu. *52. RTU Studentu zinātniskās un tehniskās konferences materiāli*, Riga, 1.-30. aprīlis, 72.
7. Bistrova, J. & Lace, N. (2011). Trade-off between Investor's Short- and Long-term Goals. *The 52nd International Scientific Conference of Riga Technical University: RTU FEEM Scientific Conference on Economics and Entrepreneurship (SCEE'2011)*, Riga, October 7, 27-28.

8. Bistrova, J. & Lace, N. (2012). Quality of Corporate Governance System and Quality of Reported Earnings: Evidence from CEE Equity Market. *The 17th International Scientific Conference Economics and Management-2012*, Tallinn, March 28-30, 27-28.
9. Bistrova, J. & Lace, N. (2012). Kvalitatīvas korporatīvās pārvaldības ietekme uz uzņēmuma finanšu rezultātiem. *53. studentu zinātniskā un tehniskā konference*, Rīga, April 20, 50.
10. Bistrova, J. & Lace, N. (2012). Dividend Payment Behaviour in CEE Countries. *The 53<sup>rd</sup> International Scientific Conference of Riga Technical University: RTU FEEM Scientific Conference on Economics and Entrepreneurship (SCEE'2012)*, Rīga, October 11-12, 521.
11. Bistrova, J., Lace, N. & Titko, J. (2013). Sustainable Shareholder Value: Analysis of Value Drivers. *International Conference on Economics and Management 2013*, Brno, April 24-26, 167-168.

Par pētījuma rezultātiem ir ziņots šādās **starptautiskajās zinātniskajās konferencēs**:

1. 13. Starptautiskajā zinātniskajā konferencē: Economics and Management 2008, Kaunas, Lithuania, 10.-11. aprīlis, 2008. Referāta tēma: *Evaluation of impact of financial result plausibility of Baltic State companies on equity performance.*
2. 12. World Multi-Conference on Systemics, Cybernetics and Informatics, Orlando, USA, 29. jūnijs – 2. jūlijs, 2008. Referāta tēma: *The Liquidity Crunch Impact on Stock Selection: Case from Baltic Equity Market.*
3. 14. Starptautiskajā zinātniskajā konferencē: Economics and Management 2009, Kaunas, Lithuania, 23. -24. aprīlis, 2009. Referāta tēma: *Relevance of fundamental analysis on the Baltic equity market.*
4. Challenges of Europe: Financial Crisis and Climate Change, 8. Starptautiskajā zinātniskajā konferencē, Split-Bol, Croatia, 21.-23.maijs, 2009. Referāta tēma: *Capital management during liquidity crunch: Baltic States in the context of CEE equity markets.*
5. 15. Starptautiskajā zinātniskajā konferencē: Economics and Management 2010, Rīga, Latvia, 22.-23. aprīlis, 2010. Referāta tēma: *Ownership Structure in CEE Companies and its Influence on Stock Performance.*
6. 51. Starptautiskajā zinātniskajā konferencē of Riga Technical University: RTU FEEM Scientific Conference on Economics and Entrepreneurship (SCEE'2010), Rīga, Latvia, 15.oktobris, 2010. Referāta tēma: *Created Value of Fundamental Analysis During Pre and Post Crisis Period on the Baltic Equity Market.*
7. 16. Starptautiskajā zinātniskajā konferencē: Economics and Management 2011, Brno, Czech Republic, 27.-29. aprīlis, 2011. Referāta tēma: *Corporate Financial Strength Sustainability Post PO: Evidence from Baltic Equity Market.*
8. 15. World Multi-Conference on Systemics, Cybernetics and Informatics: WMSCI 2011, Orlando, USA, 19.-22. jūlijs, 2011. Referāta tēma: *Evaluation of Corporate Governance Influence on Stock Performance of CEE Companies.*
9. 52. Starptautiskajā zinātniskajā konferencē of Riga Technical University: RTU FEEM Scientific Conference on Economics and Entrepreneurship (SCEE'2011), Rīga, Latvia, 7. oktobris, 2011. Referāta tēma: *Trade-off between Investor's Short- and Long-term Goals.*
10. 17. Starptautiskajā zinātniskajā konferencē "IBIMA 2011: Creating Global Competitive Economies: A 360-degree Approach", Milano, Italy, 14.-15.novembris, 2011. Referāta tēma: *The Model of Sustainable Shareholder Value.*

11. 17. Starptautiskajā zinātniskajā konferencē: Economics and Management 2012, Tallinn, Estonia, 28.-30. marts, 2012. Referāta tēma: *Quality of Corporate Governance System and Quality of Reported Earnings: Evidence from CEE Equity Market.*
12. 7. Starptautiskajā zinātniskajā konferencē: Business and Management 2012, Vilnius, Lithuania, 10.-11. maijs, 2012. Referāta tēma: *Corporate governance influence on firms' financial performance in CEE countries.*
13. 53. Starptautiskajā zinātniskajā konferencē of Riga Technical University: RTU FEEM Scientific Conference on Economics and Entrepreneurship (SCEE'2012), Riga, Latvia, 11.-12. oktobris, 2012. Referāta tēma: *Dividend Payment Behaviour in CEE Countries.*
14. 2. Pasaules ilgspējības forumā, 1.-30. novembris, 2012, Online. Referāta tēma: *Dividend Stability and Sustainability in CEE Region.*
15. Contemporary Issues in Business, Management and Education'2012, 15. novembris, 2012, Vilnius, Lithuania. Referāta tēma: *Dividend Policy Determinants in CEE Countries.*
16. 18. Starptautiskajā zinātniskajā konferencē: Economics and Management 2013, Kaunas, Lithuania, 24.-26. aprīlis, 2013. Referāta tēma: *Sustainable Shareholder Value: Analysis of Value Drivers.*
17. 2013 Starptautiskajā zinātniskajā konferencē on Management Innovation and Business Innovation (ICMIBI 2013), Singapore, 21.aprīlis-22.aprīlis, 2013. Referāta tēma: *The Role of Dividends for Achieving Shareholder Value Sustainability: Case of CEE Countries.*
18. The 17th World Multi-Conference on Systemics, Cybernetics and Informatics: WMSCI 2013, Orlando, USA, 9.-12. jūlijs, 2013. Referāta tēma: *CEE Companies: Economic vs. Market Performance.*

## Darba struktūra un apjoms

### IEVADS

1. AKCIONĀRU KAPITĀLA VĒRTĪBAS ILGTSPĒJĪBAS KONCEPCIJAS IZSTRĀDE
  - 1.1. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības būtība
    - 1.1.1. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējība – uzņēmuma galvenais mērķis
    - 1.1.2. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības jēdziens un tās nozīme
    - 1.1.3. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības novērtēšanas iespējas
    - 1.1.4. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējība starp citām uzņēmuma prioritātēm – uzņēmumu misiju analīze
  - 1.2. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību ietekmējošie faktori
    - 1.2.1. Vērtību sekmējošo faktoru teorētiskais pamatojums
    - 1.2.2. Vērtību sekmējošo faktoru empīriskais pētījums
      - 1.2.2.1. Pētījuma metodoloģija
      - 1.2.2.2. Pētījuma rezultāti
    - 1.2.3. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību sekmējošie faktori Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu fondu pārvaldnieku ieskatā
  - 1.3. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības modeļa izstrāde

## 2. CENTRĀLEIROPAS UN AUSTRUMEIROPAS AKCIJU TIRGU ĪPATNĪBAS UN PROBLĒMAS

2.1. Akciju tirgus nozīme Latvijas un citu Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu tautsaimniecībā

2.2. Riski un peļņa Centrāleiropas un Austrumeiropas valstīs

2.3. Investīciju vides kritiskie punkti Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu tirgos

2.4. Finanšu analīzes izmantošana Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu akciju tirgū

2.5. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējība un finanšu rādītāji pēc uzņēmuma pirmreizējā publiskā piedāvājuma vai atkārtotā publiskā piedāvājuma

## 3. ATTĪSTĪTAJOS TIRGOS VISPĀRPIEŅEMTIE KRITĒRIJI AKCIONĀRU KAPITĀLA VĒRTĪBAS ILGTSPĒJĪBAS SASNIEGŠANAI

3.1. Ienesīguma ietekme uz akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību

3.2. Kapitāla pārvaldības ietekme uz akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību

3.2.1. Kapitāla struktūra un akciju kapitāla pietiekamība

3.2.2. Dividenžu izmaksu politika

3.2.2.1. Dividenžu politika – ienesīguma veicējs

3.2.2.2. Dividežu politiku noteicošie faktori

## 4. JAUNIEVIESTIE KRITĒRIJI AKCIONĀRU KAPITĀLA VĒRTĪBAS ILGTSPĒJĪBAS SASNIEGŠANAI

4.1. Peļņas kvalitāte

4.2. Korporatīvās pārvaldības faktora nozīmīgums

4.1.1. Korporatīvās pārvaldības kvalitātes novērtējuma modeļa izstrāde

4.1.2. Korporatīvās pārvaldības kvalitāte un uzņēmuma tirgus vērtība

4.1.3. Korporatīvās pārvaldības kvalitāte un darbības rādītāji

4.3. Īpašumtiesību struktūras ietekme uz akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību

## 5. AKCIONĀRU KAPITĀLA VĒRTĪBAS ILGTSPĒJĪBAS MODEĻA IZVEIDE UN APROBĒŠANA CAE VALSTU AKCIJU TIRGOS

5.1. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību sekmējošie faktori pēc tirgus līderu un atpalcēju analīzes rezultātiem

5.2. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības modeļa pielietošana Centrāleiropas un Austrumeiropas akciju tirgos

## SECINĀJUMI UN REKOMENDĀCIJAS

## LITERATŪRA

## PIELIKUMI

Pirmajā daļā „**Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības koncepcijas izstrāde**” ir aplūkota akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības koncepcija un tās noteicošie faktori. Autore skaidro terminu „akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējība”, sniedz ieskatu teorētiskajā ilgtermiņa pieejā, kā arī aplūko zinātniskajā literatūrā aprakstītās akcionāru un ieinteresēto pušu teorijas. Pamatojoties uz pārrunām ar tirgus profesionāļiem, kā arī ar kvalitatīvās un kvantitatīvās satura analīzes palīdzību iegūtajiem rezultātiem, autore formulē galvenos ilgtspēju ietekmējošos faktorus, lai nodrošinātu akcionāru kapitāla vērtību, kā arī piedāvā konceptuālo modeli, lai sasniegtu akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību.

Otrajā daļā „**Centrāleiropas un Austrumeiropas akciju tirgu īpatnības un problēmas**” tiek aprakstīta un analizēta akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības problēma akcionāriem CAE valstīs. CAE valstu attīstības tirgos esošā risku un peļņas attiecība tiek pretstatīta attīstīto tirgu risku un peļņas attiecībai. Šķiet, ka maz ticama ir iespēja panākt, ka akcionāru kapitāla vērtība turpina nemitīgi augt gan tikko biržā iekļautam uzņēmumam, gan tādām uzņēmumiem, kurš ticis kotēts jau kopš „privatizācijas ēras”. Promocijas darba autore analizē uzņēmuma ilgtermiņa rezultātus gan no tā finansiālās stabilitātes, gan akciju vērtības viedokļa un nosaka galvenos cēloņus būtiskākajiem CAE valstu uzņēmumu vērtības kritumam.

Trešajā daļā „**Attīstītajos tirgos vispārpieņemtie kritēriji akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības sasniegšanai**” autore izklāsta rezultātus, kas gūti pētījumā par kapitāla pārvaldības politikām (kapitāla struktūras un dividendu politika), kuras izmanto CAE valstu uzņēmumu vadības. Šī empīriskā pētījuma rezultāti nosaka kapitāla struktūras ietekmi uz ilgtermiņa tirgu un ekonomiskās vērtības radīšanu.

Ceturtnā daļā „**Jaunie viestie kritēriji akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības sasniegšanai**” ir veltīta to jaunie viesto faktoru izpētei, kuri sekmē ilgtspējīgu vērtības radīšanu, korporatīvās pārvaldības un peļņas kvalitāti. Ir izstrādāts korporatīvās pārvaldības kvalitātes novērtējuma modelis, kas tiek piedāvāts korporatīvās pārvaldības kvalitātes novērtēšanai attīstības tirgos. Tāpat autore pievērš uzmanību korporatīvajai ētikai, kuras nozīmīgākā izpausme ir ieņēmumu pārvaldība un finanšu rezultātu ticamība – noteicošie faktori akciju ieguldījumam ilgtermiņā. Autore piedāvā efektīvu metodi CAE valstu uzņēmumu peļņas novērtēšanai un pārbauda tās ietekmi uz akciju rādītāju stabilitāti. Turklāt īpaša uzmanība tiek pievērsta uzņēmuma īpašniekam kā vērtību pievienojošam elementam, lai panāktu ilgtspējīgu darbību.

Piektā daļa “**Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības modeļa veidošana un aprobēšana Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu akciju tirgos**” atspoguļo izstrādātā akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības modeļa aprobēšanu. Autore ir izveidojusi uzņēmuma akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības nodrošināšanas modeli, saskaņā ar kuru CAE valstu investori sasniegtu pastāvīgu akciju portfeļa ienesīgumu, kas pārsniedz tirgus ienesīgumu, turklāt ar pazeminātu riska pakāpi. Piedāvātā kapitāla vērtspapīru atlases metodoloģija izstrādāta trim akciju tirgiem, proti, visu Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu akciju tirgum, Baltijas valstu akciju tirgum un Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu akciju tirgum ar visaugstāko likviditāti, ko veido Ungārijas, Čehijas un Polijas vērtspapīru tirgus.

Darba noslēgumā ir apkopoti autores izdarītie galvenie **secinājumi un sniegti priekšlikumi** par pētījuma rezultātu izmantošanas iespējām Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu akciju tirgos.

Promocijas darba uzdevumu ir izpildīti un izvirzītais mērķis ir sasniegts.

Darbs ir izpildīts Rīgas Tehniskās universitātes Inženierekonomikas un vadības fakultātes Ražošanas un uzņēmējdarbības institūtā atbilstoši likuma „Zinātniskās darbības likums” prasībām, ievērojot MK noteikumus Nr. 1001 no 27.12.2005., Latvijas Zinātnes padomes prasības un Rīgas Tehniskās universitātes nolikumu no 29.06.2009. Darbs ir izstrādāts ar Eiropas Sociālā fonda atbalstu projektā „Atbalsts RTU doktora studiju īstenošanai”.

## DARBA GALVENĀS ZINĀTNISKĀS IZSTRĀDNES

### 1. AKCIONĀRU KAPITĀLA VĒRTĪBAS ILGTSPĒJĪBAS KONCEPCIJAS IZSTRĀDE

*Daļas apjoms ir 31 lappuse, tajā ir iekļauti 6 attēli un 12 tabulas.*

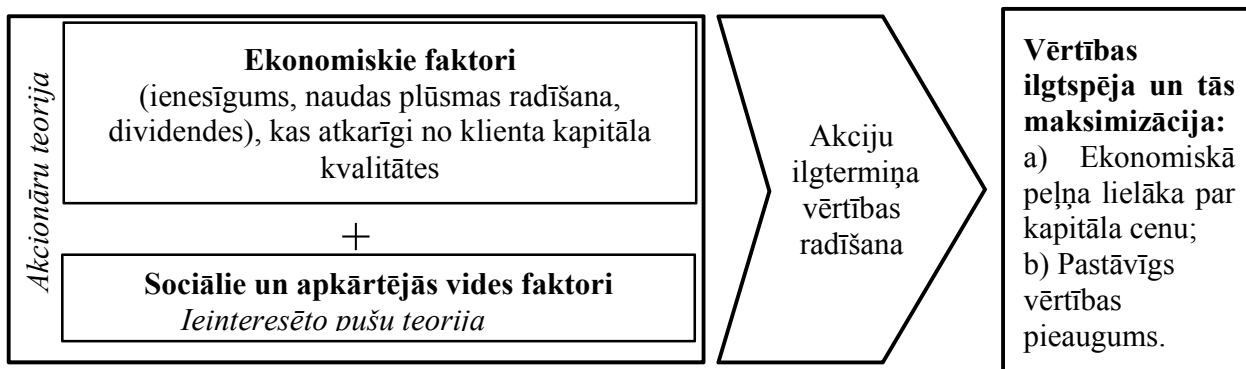
Uzņēmuma akcionāru kapitāla vērtības radīšana daudzu ievērojamu ekonomistu (A. Smits (*A. Smith*), Dž. Naits (*J. Knight*), Dž. Šumpeters (*J. Shumpeter*), M.C. Džensens (*M. Jensen*), V. Meklings (*W. Meckling*), E. Fama (*E. Fama*)) ieskatā ir galvenais uzņēmuma mērķis. Viņi apgalvo, ka uzņēmumam nevajadzētu rūpēties par iesaisti sociālos un filantropiskos pasākumos un ka vadībai būtu jārīkojas akciju turētāju labākajās interesēs, lai mazinātu uzņēmuma īpašnieka un tā vadītāja interešu sadursmju problēmu. Lai izvairītos no īstermiņa domāšanas uzņēmuma akcionāru kapitāla radīšanas sakarā, finanšu teorētiķi un praktiķi (Helferts (*Helfert*), 2003; Džensens (*Jensen*), 2001; Olsen et al. (*Olsens u.c.*), 2009; Danielson et al. (*Danielsons u.c.*), 2008; Titko & Lāce, 2011) apgalvo, ka akcionāru kapitāla vērtības palielināšanai ilgtermiņā jābūt nozīmīgam un obligātam uzņēmuma mērķim, kā rezultātā tiek rasts kompromiss starp akcionāru un ieinteresēto pušu teorijām, kas šai gadījumā ir komplementāras.

Ieinteresēto pušu teorijas aizstāvji apgalvo, ka uzņēmums spēs radīt lielāku vērtību, ja tiek apmierinātas ne tikai akcionāru, bet visu iesaistīto pušu intereses (piemēram, klientu, darbinieku, apkārtējās sabiedrības, valdības, piegādātāju). Uzņēmumiem jāreķinās ar kompromisu starp egoismu un altruismu (Pfafers (*Pfaffer*), 2010), un augstāko vērtību iespējams panākt vienīgi situācijā, kad visas puses ir ieguvējas. Nesen izstrādātā pārvaldnieka teorija (*stewardship theory*) (Davis, 1997) un sociālā kapitāla teorija (Gošals (*Ghoshal*), 2005) ir pretstatā tradicionālajai īpašnieka un vadītāju teorijai, un saskaņā ar tām cilvēki spēj citu intereses likt augstāk par pašu interesēm, pastāv iespēja sadarbībai starp īpašniekiem un darbiniekiem, lai vairotu abu pušu labklājību.

Veicot empīriskus pētījumus, mūsdienu ekonomisti (Kolins (*Collins*), 2001; Danielson un Press (*Danielsons & Press*), 2006) pierādījuši, ka efektīvākais veids uzņēmuma veiksmīgas darbības nodrošināšanai ilgtermiņā ir abu pušu skatu punktu tuvināšana: jo vairāk uzņēmums rada akcionāram vērtību efektīvi regulētā tirgū, jo labāk uzņēmums kalpo visām tā ieinteresētajām pusēm (Dobs (*Dobbs*), 2005).



Izskatās, ka akcionāru un ieinteresēto personu skatu punktu tuvināšana, lai formulētu galveno uzņēmuma mērķi, ir nosacījums uzņēmuma efektīvai vadībai. Ieskats autores viedoklī par galveno uzņēmuma mērķi sniegts 1. attēlā, kur autore izmanto ieinteresēto pušu teoriju, pakārtojot to akcionāru interešu skatu punktam, lai izvairītos no uzņēmuma vadības īstermiņa domāšanas pieejas.



1.att. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības koncepcija

Ilgspējīgas un pieaugošas peļņas radīšana visupirms sniegtu labumu akcionāram, kā arī visām ieinteresētajām pusēm. Tādēļ uzņēmuma galvenajam uzdevumam jābūt tādas akcionāru kapitāla vērtības radīšanai, ko iespējams izmērīt ar tādiem rādītājiem kā kopējais akciju ienesīgums jeb TSR (*Total Shareholder Return*), uzņēmuma ekonomiskā pievienotā vērtība jeb EVA (*Economic Value Added*), izmantotā kapitāla atdeve jeb ROCE (*Return on Capital Employed*), ieguldījumu naudas plūsmas atdeve jeb CFROI (*Cash Flow Return on Investments*), u. tml., kam būtu jāietver arī vērtību radīšana ieinteresētajām pusēm. Promocijas darba ietvaros akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības radīšanas mēraukla tika formulēta šādi: *kapitāla atdeve virs vidējā, relatīvi ilgstošā laika periodā ar nelielu vērtības svārstīgumu, izvairoties no būtiskiem akciju vērtības kritumiem* (tas var atgadīties, piemēram, uzņēmuma neētiskas rīcības dēļ).

CAE valstu uzņēmumu stingrā nostāja akcionāru kapitāla vērtības jautājumā un tās ilgtspējas nodrošināšanā, kas noteikta uzņēmuma darbības mērķos, tika pārbaudīta, salīdzinot 116 CAE valstu biržās kotēto uzņēmumu darbības mērķus (misijas). Šo uzņēmumu darbības mērķu kontentanalīze, kas tika veikta ar programmnodrošinājuma *TextStat* palīdzību, atklāj, ka tikai trešdaļa uzņēmumu savos darbības mērķos piemin savas saistības pret akcionāriem. Iespējams, to var izskaidrot ar augstu īpašumtiesību koncentrēšanos šajā reģionā. Salīdzinājumam, – “akcionāra” pieminēšanas biežums darba mērķu formulējumā CAE valstu

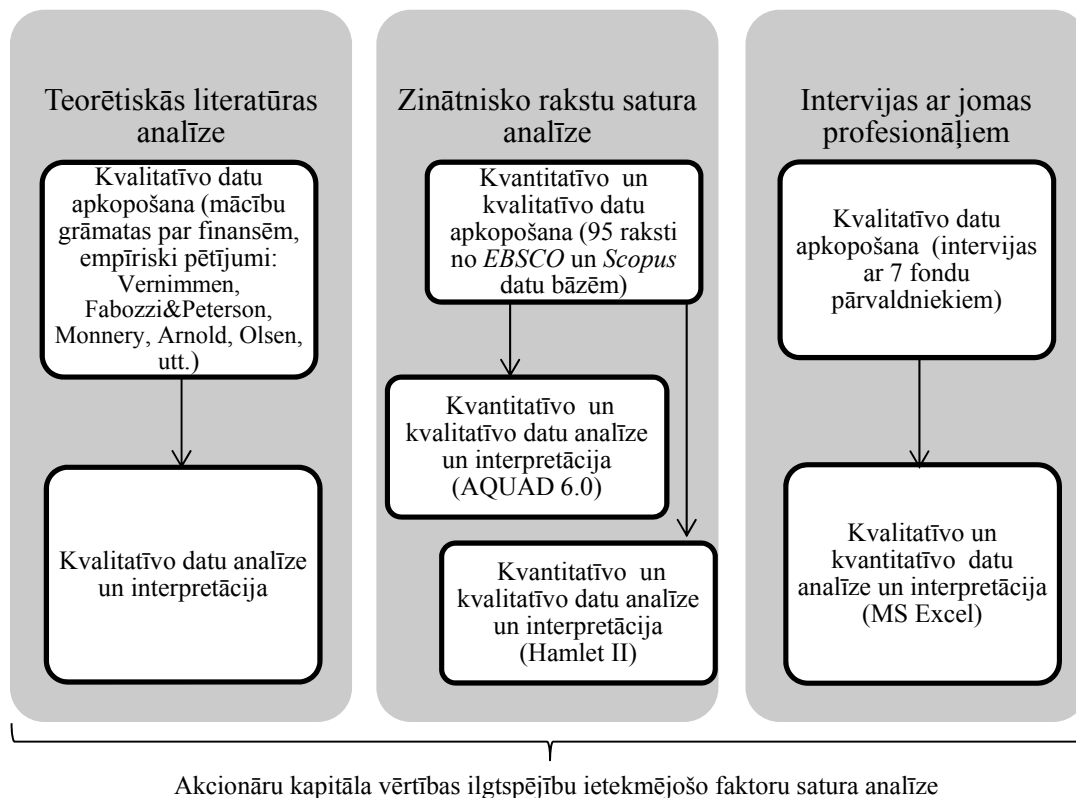
reģionā ievērojami atšķiras no šī paša rādītāja attīstīto valstu tirgos: no analizētajiem uzņēmumiem Kanādā “akcionāru” piemin 64% gadījumu, ASV – 38%, Zviedrijā – 52% (Jorg, et al., 2004). Vairāk nekā puse uzņēmuma darba mērķu formulējumā iekļauj klientiem adresētu vēstījumu, lai nodrošinātu labāku produktu un pakalpojumu kvalitāti. Pētījums atklāj, ka uzņēmumiem īpaši rūp uzņēmumā ieinteresētās puses un darbinieki. Ievērojams uzņēmumu skaits savos darba mērķos runā par līderības mērķiem un uzņēmuma augsto pozīciju tirgus nišā. Salīdzinoši bieži darba mērķu formulējumā ir pieminēta arī peļņa, kamēr ētiskiem jautājumiem netiek pievērsta liela uzmanība. Tāpat nozīmīga vieta darba mērķu formulējumā atvēlēta ilgspējas un ilgtermiņa jēdzieniem, kas apliecina uzņēmumu nolūkus ilgtermiņā. Aplūkojot darba mērķu formulējumu analīzes rezultātus kontekstā ar uzņēmuma akciju ienesīgumu, secināms, ka, pastāvot saistībām pret akcionāru, uzņēmumi spēj nodrošināt ienesīgumu, kas ir augstāks nekā vidējais tirgū. Uzņēmumi, kas demonstrē ļoti augstu akciju ienesīgumu, fokusējas arī uz rentabilitāti, kas bieži tiek uzskatīta par vienu no galvenajiem akcionāru kapitāla vērtības līmeņa noteicošajiem faktoriem.

Lai finanšu tirgos spētu panākt akcionāru kapitāla vērtības ilgspējību, investoriem jāapzinās to ietekmējošie faktori. Uzņēmumu vadītājiem, kuru mērķis ir nodrošināt uzņēmuma akciju vērtību ilgtermiņā, tādējādi palielinot uzņēmuma tirgus vērtību, jāpārzina arī sekmējošie faktori. 2. attēlā atainots paralēlais dažādu veidu pētījums, kas izstrādāts, lai noteiktu uzņēmuma akcionāru kapitāla ilgspējību ietekmējošos faktoros.

Pētījuma pirmajā daļā rūpīgi tika analizēta zinātniskā literatūra par finanšu tēmu, koncentrējoties uz tiem aspektiem, kam, pēc vadošo finanšu praktiķu un teorētiķu domām, ir nozīmīga ietekme uz uzņēmuma akcionāru kapitāla vērtības radīšanu.

Pētījuma otrajā daļā veikta ilgspējīgai akcionāru kapitāla vērtībai veltītu zinātnisku rakstu satura analīze. Kopumā tika apkopoti 95 zinātnisku publikāciju secinājumi, kas iegūti no *Scopus*, *EBSCO* un citām datu bāzēm (pilnīgs to saraksts sniegts promocijas darbā C pielikumā). Rakstu publikācijas laiks aptver 40 gadu periodu (1972.–2012.g.). Datu apstrāde tika veikta ar teksta statistikas programmatūru AQUAD 6.0 un Hamlet II 3.0. Datu apstrādei izmantojot AQUAD programmatūru, tika pielietotas gan klasiskās, gan skaidrojošās satura analīzes darbības. Lai gūtu apstiprinājumu AQUAD programmatūras sniegtajiem rādījumiem, autore pārbaudīja rezultātus, analizējot tos ar teksta analīzes programmatūras Hamlet II 3.0 palīdzību. Izpētes darba ietvaros pēc kodu kategorijām tika izveidots vārdu saraksts AQUAD analīzei.

Vārdu saraksts sastāv no galvenajiem jēdzieniem un ar katru jēdzienu saistītajām koncepcijām/sinonīmiem. Rezultāti tika iegūti dažādos veidos: kombināciju atkārtotās biežuma analīze, kopņu analīze, hierarhiskā kokveida diagramma.



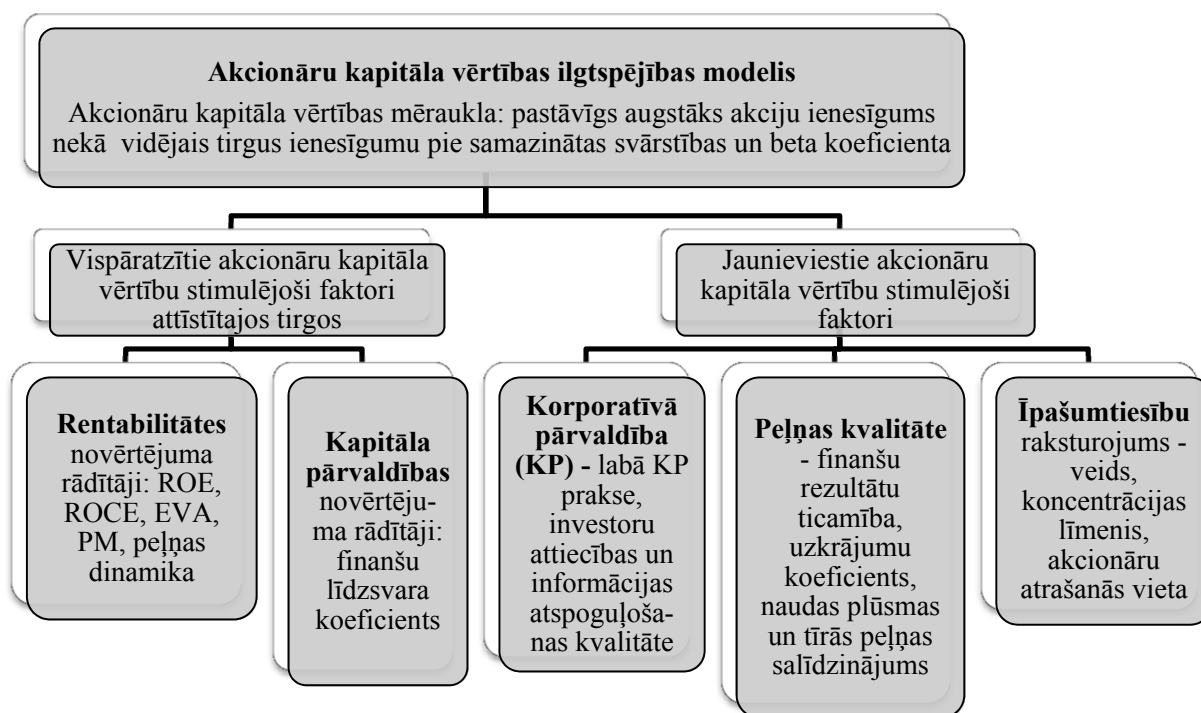
2.att. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspēju ietekmējošie faktori. Paralelais jauktais pētījums (triangulācija)

Pētījuma trešā daļa sastāv no intervijām ar nozares profesionāļiem – CEA valstu akciju tirgu fondu pārvaldniekiem. Aptaujas forma, kura tika izmantota par pamatu intervijās, ietvēra septiņus mērķtiecīgus jautājumus. Laika posmā no 2013. gada septembra līdz 2013. gada oktobrim tika veiktas intervijas un apkopoti atbilžu rezultāti. Kā iespējamie respondenti tika atlasīti 16 ieguldījumu fondu pārvaldnieki (pēc *Citywire* tīmekļa portāla, kas ir Lielbritānijā bāzēta finanšu izdevniecības un informācijas grupa, kuras specializācija ir sekot līdz lietišķu pārvaldnieku sniegumam), bet kopumā ar akciju pārvaldniekiem tika veiktas 7 pārrunas.

Visaptveroša kvalitatīvā un kvantitatīvā analīze (triangulācija, nozares profesionāļu aptauja un rūpīga akadēmiskās literatūras izpēte) ļauj secināt, ka iegūtie pētījuma rezultāti ir ticami un konsekventi, jo trijos izpētes veidos gūtie konstatējumi papildina cits citu un atkārtojas. Tas ļauj izveidot akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības konceptuālu modeli, par pamatu ņemot tos apzinātos faktorus, kuru ietekme uz akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību ir visizteiktākā.

Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības konceptuālajā modelī (3. attēlā) kā akcionāru kapitāla vērtības mērs tiek pieņemts kopējais akciju ienesīgums. Uzņēmuma spēja ilgtermiņā sniegt augstāku akciju ienesīgumu nekā tirgus ienesīgums, turklāt ar pazeminātu riska pakāpi, kas tiek noteikta ar svārstīgumu un beta koeficientu, kļūst par noteicošo faktoru akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības sasniegšanai.

Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību ietekmējošie faktori ir sadalīti divās galvenajās grupās: attīstītajos tirgos vispārpieņemtie faktori un jaunieviestie faktori, kuri ietekmē kopējo akciju ienesīgumu. Pirmo būtisko faktoru grupu, kurā ietilpst rentabilitātes līmenis un kapitāla pārvaldības jautājumi, akciju analītiķi un investori izmanto jau vairāk nekā gadsimtu, lai izvēlētos uzņēmumus ar vislabākajiem rādītājiem ar mērķi nodrošināt akciju portfeļa ienesīgumu virs vidējā. Tomēr jāteic, ka šo faktoru radītā vērtība attīstības tirgos ir samērā maz izpētīta nepietiekamo finanšu un tirdzniecības datu dēļ, kā arī līdz šim mazās tirgus efektivitātes dēļ.



3. att. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību ietekmējošo faktoru sistēmas konceptuālais modelis

Jaunieviesto faktoru grupā, kurā saskaņā ar autores piedāvāto modeli iekļauta korporatīvā pārvaldība, peļņas kvalitāte un īpašumtiesību specifika, ietvertas samērā jaunas koncepcijas gan attīstības, gan attīstīto tirgu ziņā. Pirmie fundamentālie pētījumi par korporatīvās pārvaldības tēmu parādījās 20. gadsimta 60. gados, vēlāk to rezultāti tika attiecināti arī uz ieguldījumiem

akciju tirgos. Tomēr joprojām tie netiek izmantoti pilnībā un arī ne tik bieži kā tradicionālie rādītāji. Finanšu rezultātu ticamības koncepcija parādījās 20. gadsimta 90. gados, un tās nozīme pieauga pēc korporatīvajiem skandāliem. Tāpat tagad pieaug īpašumtiesību nozīme, jo vairāk uzmanības tiek pievērsts ģimeņu vadītiem uzņēmumi, kas attīstītajos tirgos tiek atzīti par uzņēmumiem, kas ilgtermiņā spēj sniegt ļoti augstu atdevi.

Tradicionālo pamata faktoru grupa galvenokārt nosaka uzņēmuma finanšu stāvokļa kvalitātes līmeni. Savukārt jaunieviesto uzņēmuma akciju vērtību ietekmējošo faktoru grupa ietekmē esošā finanšu stāvokļa ilgtspēju un tā iespējamā uzlabojuma potenciālu, kā arī palīdz novērst grāmatvedības datu viltošanas risku, jo šāds fakts, kad tiek atklāts, krasi negatīvi ietekmē uzņēmuma akciju cenu.

## **2. CENTRĀLEIROPAS UN AUSTRUMEIROPAS AKCIJU TIRGU ĪPATNĪBAS UN PROBLĒMAS**

*Daļas apjoms ir 31 lappuse, tajā ir iekļauti 10 attēli un 15 tabulas.*

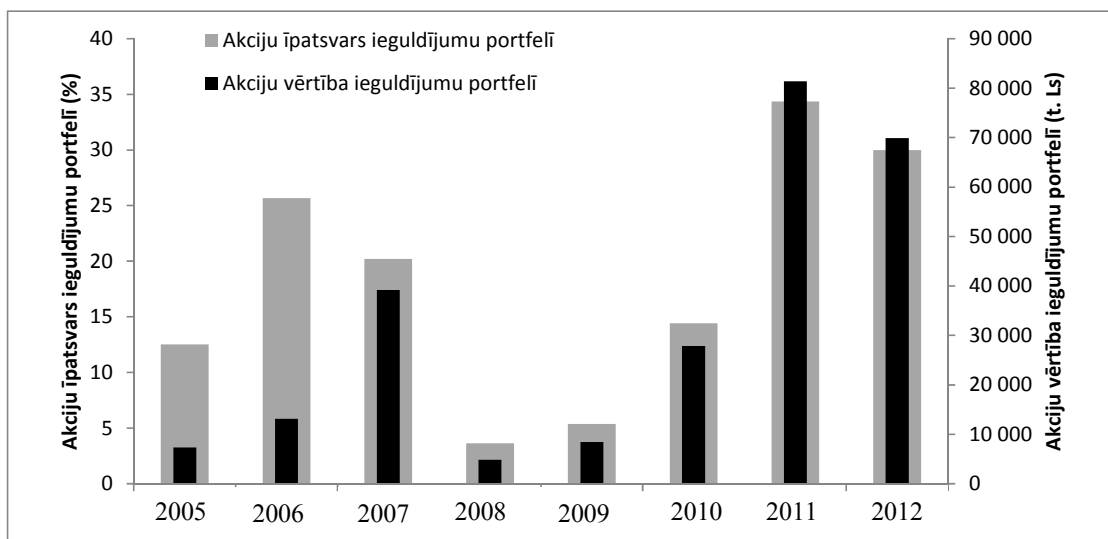
Kaut gan pašlaik CAE valstu akciju tirgiem nav ievērojamas lomas nacionālo valstu ekonomikā tieši kapitāla piesaistes jomā, tam ir ļoti pievilcīga riska un ienesīguma attiecība, salīdzinot ar Rietumeiropas akciju tirgiem. Tāpēc ir novērojama diezgan aktīva kapitāla ieplūde CAE akciju tirgos izaugsmes fāzēs

Kopējā CAE valstu biržu tirgus kapitalizācija ir apmēram 256 mljrd USD, kas ir diezgan maz, salīdzinot ar lielākajām Eiropas valstu biržām: Londonas fondu biržā – 3396 mljrd USD, Frankfurtes fondu biržā – 1486 mljrd USD. Vienotā Baltijas valstu biržu kapitalizācija 2011. gada beigās bija 6.76 mljrd USD (*Nasdaq OMX Rīga* – 1.1 mljrd USD), kas saskaņā ar Pasaules Bankas datiem veido apmēram 3% no CAE valstu biržu kapitalizācijas. Tomēr var konstatēt, ka palielinās CAE valstu akciju tirgus nozīmīgums: Ir pieaudzis gan kotēto uzņēmumu tirgus kapitalizācijas īpatsvars iekšzemes kopproduktā (IKP), gan arī biržās tirgoto akciju apgrozījuma rādītāji – šie koeficienti norāda uz apjoma palielināšanos un augošo kotēto uzņēmumu skaitu CAE biržās.

Investēšanas aktivitāte Latvijā, līdzīgi kā visās attīstības valstīs, joprojām atrodas izaugsmes fāzē, tomēr potenciālo investoru skaits palielinās dažādu iemeslu dēļ: pieaug iedzīvotāju labklājības līmenis un rodas brīvs kapitāls, ko var investēt akciju biržās; vietējās un

ārvalstu brokeru sabiedrības spēj samazināt komisijas maksu par darījumu pakalpojumu veikšanu, pateicoties labi attīstītai IT infrastruktūrai, kā arī lielākam darījumu apjomam; pieaug finanšu prasmes, kaut gan tās vēl nav optimālā līmenī; iedzīvotāju ieguldījumi pensiju fondos un dzīvības apdrošināšana kļūst nozīmīgāki un nodrošina lielāku likviditāti akciju tirgos.

Institucionālo investoru nozīmīgums Latvijā pieaug, pateicoties kapitāla ieplūdei pensiju fondos un apdrošināšanas uzņēmumos. Turklāt iedzīvotāji aizvien vairāk apzinās zemo depozītu likmju sekmētās iespējas ieguldīt akcijās, kur var sasniegt daudz pievilcīgāku atdevi, tādēļ, ņemot vērā savu izglītības un pieredzes trūkumu šajā jomā, viņi ieguldījumus mēdz veikt ar ieguldījumu pārvaldes uzņēmumu starpniecību. 4. attēlā atspoguļota Latvijas investīciju uzņēmumu pārvaldīto akciju portfeļu vērtība. Krass akciju portfeļu vērtības kritums 2008. gadā notika finanšu krīzes laikā gan tādēļ, ka akciju tirgus piedzīvoja kritumu, gan arī tādēļ, ka akciju portfeļu pārvaldnieki samazināja savus ieguldījumus akcijās. Uzņēmumu augstākā akciju vērtība gandrīz 80 milj. latu apmērā tika sasniegta 2011. gada beigās, kad akciju īpatsvars ieguldījumu portfeļos sasniedza 35%.



4. att. Akciju īpatsvars un vērtība Latvijas ieguldījumu pārvaldes uzņēmumu portfeļos

[autores aprēķini pēc FKTK datiem]

Privātie ieguldītāji Latvijā pagaidām uzņēmumu akciju tirgū nav aktīvi, kā secināts vairākkārtīgos Latvijas organizāciju veiktos pētījumos. SEB bankas 2010. gadā veiktā aptauja liecina, ka katrs sestais Latvijas iedzīvotājs veic uzkrājumus skaidrā naudā, 3% iegulda dzīvības apdrošināšanas produktos, savukārt 1% iegulda vērtspāiros.

Kad attīstītajās valstīs tiek novērotas ekonomiskās lejupslīdes pazīmes, Centrālās un Austrumeiropas akciju tirgi tiek saistīti ar paaugstinātu risku, kā tas tika pieredzēts likviditātes krīzes laikā, kas izraisīja nozīmīgu tirgus lejupslīdi attīstītajā Eiropā. Tomēr ieguldītāji CAE tirgos par augsto risku tiek atalgoti: visi CAE akciju tirgus indeksi (izņemot Horvātijas *CROBEX* indeksu) rādīja lielāku atdevi nekā globālais akciju tirgus analizētā perioda laikā. Svārstīguma rādītāji, kas atainoti 1. tabulā, norāda uz paaugstinātu risku attīstības valstu tirgos – vidēji tas ir divkārt lielāks par risku attīstīto valstu tirgos.

Skaidrs, ka pirmskrīzes periodā attīstības valstu uzņēmumi uzrādīja satriecoši strauju un augstu izaugsmi un tiem izdevās būtiski pārspēt attīstīto valstu tirgus indeksu rādījumus. *Stoxx Eastern Europe*, kas ietver arī Krievijā bāzētus uzņēmumus, uzrādīja milzīgu izaugsmi, kam vēlāk sekoja krass kritums. Tāpat arī citos Austrumeiropas tirgos tika novērots pamatīgs kritums, kas pārsniedza lejupslīdi attīstītajos tirgos.

1. tabula

Uzņēmumu akciju indeksu rādītāji un svārstības [autores aprēķini pēc MSCI, Stoxx, Nasdaq OMX, Prāgas biržas, Varšavas biržas, Budapeštas biržas, Zagrebas biržas datiem]

	Akciju indeksu ienesīgums, 2005. g. – 2012. g.				Svārstīgums
	Kopējais ienesīgums	Pirms krīzes	Krīzes laikā	Pēc krīzes	
Igaunija	245.5%	323.57%	-70.09%	172.75%	8.71%
Latvija	101.89%	281.11%	-71.30%	84.59%	6.36%
Lietuva	318.83%	571.20%	-71.56%	119.37%	8.48%
Čehija	125.46%	294.25%	-64.71%	62.07%	6.70%
Ungārija	134.84%	264.65%	-63.89%	78.34%	7.22%
Horvātija	48.29%	332.07%	-72.69%	25.67%	8.01%
Polija	119.71%	209.08%	-62.23%	88.20%	6.80%
MSCI EE	181.27%	373.45%	-70.82%	103.60%	9.38%
Stoxx EE	201.58%	444.85%	-71.87%	96.79%	8.86%
Stoxx Global	68.71%	81.62%	-46.67%	74.17%	4.18%
Vācija	163.17%	171.51%	-51.06%	98.05%	5.83%
Lielbritānija	51.91%	66.29%	-40.95%	54.71%	4.00%
Eiropa	38.20%	87.37%	-54.25%	61.22%	4.35%
ASV	59.48%	74.14%	-52.00%	90.78%	4.30%

1. piezīme 1. tabulai: laika periodi – kopējā atdeve, vērtības svārstīgums: 2003. g. janvāris – 2012. g. decembris; pirmskrīzes periods: 2003. g. janvāris – 2007. g. septembris, krīzes periods: 2007. g. oktobris – 2009. g. februāris, pēckrīzes periods: 2009. g. marts – 2012. g. decembris.

2. piezīme 1. tabulai: biržu indeksi – Igaunija – OMXT, Latvija – OMXR, Lietuva – OMXV, Čehija – PX, Ungārija – BUX, Horvātija – CROBEX, Polija – WIG 20, MSCI EE – MSCI EM Austrumeiropa, izņemot Krieviju (Polija, Čehija, Ungārija), Stoxx EE – STOXX Austrumeiropas kopējais tirgus indekss (*Total Market Index – TMI*) ataino Austrumeiropas reģionu kā kopumu. Tā veidojošo daļu skaits var būt dažāds, tomēr tas aptver aptuveni 95% brīvā apgrozībā esošā tirgus kapitāla 18 Austrumeiropas valstīs: Bulgārijā, Horvātijā, Kiprā, Čehijā, Igaunijā, Grieķijā, Ungārijā, Latvijā, Lietuvā, Maķedonijā, Polijā, Rumānijā, Krievijā, Serbijā, Slovākijā, Slovēnijā, Turcijā un Ukrainā.

Droši vien cerot uz krietnu izaugsmi attīstības valstu tirgos, investori aktīvi ieguldīja CAE reģionā, savukārt finanšu krīzes laikā ierobežotās likviditātes dēļ attīstības valstu akciju tirgi cieta pirmie un visskarbāk, kad panikas pārņēmtie investori ņēma ārā līdzekļus. Pēckrīzes periodā izaugsmes tempi attīstības un attīstīto valstu tirgos ir salīdzināmi. Lieliskus rezultātus uzrāda Baltijas akciju tirgus, Lietuva un Igaunija, kamēr vairums citu CAE valstu tirgu nespēja pārspēt ASV un Vācijā novēroto tirgus izaugsmi. Iespējamais izskaidrojums slēpjas joprojām nenoteiktajā makroekonomiskajā vidē un neskaidrībā par CAE reģiona krīzes iznākumu. Paaugstināto risku, ieguldot CAE akciju tirgos, raksturo šādas problēmas:

1. Ir pierādīts, ka akciju ienesīgums attīstības valstu tirgos **neatbilst normālā sadalījuma** pazīmēm. Ekstrēmi ienesīguma rādītāji, kā pozitīvi, tā negatīvi, izraisa kropļojumus ienākumu sadalē, tādēļ vispārpieņemtās portfeļu pārvaldības teorijas attīstības valstu tirgos nevar tikt pielietotas.

2. **Ierobežota informācijas plūsma**, kas var ieguldītājus atturēt no ieguldīšanas akcijās, jo neviens jau nevēlas pirkt „kaķi maisā”. Pieticīga uzņēmumu raksturojošas informācijas atspoguļošana var palīdzēt maskēt iespējamu krāpniecību, neētisku rīcību u. tml. Ja esošā informācija par uzņēmuma akcijām ir nepietiekama, maz ticams, ka analītiķi spēj noteikt biznesa modeļa kvalitāti, tirgus stāvokli, uzņēmuma finanšu stāvokli un, visbeidzot, arī uzņēmumu akciju patieso vērtību un to iespējamo ienesīgumu.

3. Nereti likumu normas un biržas noteikumi, kas regulē **ieguldītāju tiesības**, nav pārāk stingri, kas bieži vien attīstības valstu tirgos atbaida ieguldītāju.

4. **Likviditātes trūkums** gan pērkot, gan pārdodot, spēj izkropļot tirgus cenas un negatīvi ietekmēt portfeļu galējo vērtību. Nepietiekams akciju tirdzniecībā iesaistīto skaits, kā arī zems vietējā un ārvalstu kapitāla līmenis izraisa zemu aktivitāti un neveicina tirgus darījumus, tas kļūst par iemeslu pēkšņām uzņēmumu akciju cenu svārstībām.

5. **Domino efekts**, kad neliels satricinājums vienā valstī strauji izplatās citos tā reģiona akciju tirgos, arī var tikt uzskatīts par tipisku attīstības procesā esoša akciju tirgus problēmu.

6. Ieguldītājiem attīstības valstu tirgos neapšaubāmi nākas saskarties ar **politiskās situācijas** nestabilitāti un iespējamiem sociāliem nemieriem, kas attīstības valstīs ir raksturīgi un var negatīvi ietekmēt akciju portfeļa atdevi. Lai izvairītos no pārmērīga riska, ieguldītājiem rūpīgi jāizvērtē politiskā riska līmenis un attiecīgā likumdošana.



7. Vēl viena ieguldītājiem attīstības valstu tirgos svarīga problēma ir **fundamentālās analīzes pievienotā vērtība**, kas parasti tiek uzskatīta par “ieguldītāja kompasu” akciju tirgū, bet tomēr varētu nebūt izmantojama ieguldījumiem attīstības valstu tirgos. Autore veica izpēti par klasiskās fundamentālās analīzes piemērotību CAE akciju tirgiem ar mērķi noskaidrot finanšu analīzes nozīmi pirmskrīzes, krīzes, kā arī pēckrīzes periodā. Finanšu krīze, kas norisinājās 2008. finanšu gada laikā, bija visnopietnākā lejupslīde, kas jebkad atgadījusies Centrālās un Austrumeiropas biržās, tādēļ pieaug pētījuma empīrisko atklājumu nozīmīgums, lai izstrādātu akciju atlasē modeļus un panāktu akciju vērtības ilgtspēju, samazinātu ieguldījumu riskus un spētu iegūt augstāko alfas koeficientu. Būtiskākais izpētes atklājums ir tas, ka finanšu analīzi biežāk sākuši izmantot ieguldītāji CAE uzņēmumu akcijās, kas īpaši labi novērojams likviditātes krīzes laikā un pēc tās. Ir noskaidrots, ka kvalitatīvāki CAE uzņēmumi rada lielāku vērtību, lai gan ne visos aplūkotajos laikposmos.

Finanšu analīzes spēja panākt CAE akciju tirgus ieguldītāju darbības rezultātu uzlabojumu tika pārbaudīta akciju tirgu trīs fāzēs (pirms krīzes, krīzes un pēckrīzes), izmantojot būtiskākos finanšu analīzes rādītājus: pašu kapitāla ienesīgums (ROE), neto peļņas rentabilitāte, pašu kapitāla īpatsvars bilancē, darbības efektivitātes koeficients (aktīvu apertes rādītājs), akcijas cenas un peļņas attiecība, kā arī akcijas tirgus un bilances vērtības attiecība. Apzinoties, ka attīstības valstu tirgos pastāv likviditātes problēma un ar nelikvīdiem uzņēmumiem saistīti augstāki riski, papildus tika pārbaudīta tirgus kapitalizācijas spēja pozitīvi ietekmēt uzņēmuma akciju cenu jau minētajās tirgus fāzēs.

Iegūtie rezultāti liecina, ka CAE akciju tirgos vissekmīgākie vērtību pievienojošie rādītāji ir kapitāla un neto peļņas rentabilitāte (sk. 2. tabulu), kas palīdzējuši panākt lielisku ienesīgumu pēckrīzes periodā (galvenokārt 2011.–2012. gadā).

2. tabula

Pēc pašu kapitāla ienesīguma un neto peļņas rentabilitātes (maržas) modelētu portfeļu snieguma rādītāji, %

Laikposma veids	Pēckrīzes periods			28.02.2009- 31.12.2009	Krīze 30.09.2007- 28.02.2009	Pirmskrīzes periods		
	2012	2011	2010			31.12.2006- 30.09.2007	2006	2005
Gads								
Pašu kapitāla ienesīgums virs mediānas	14.8	-13.3	30.0	87.2	-69.3	36.9	56.2	64.3
Peļņas marža virs mediānas	5.8	-11.7	27.9	91.0	-63.9	37.6	35.9	64.3
CEA tirgus portfelis, kas ietver uzņēmumus ar vienādu īpatsvaru	-0.9	-25.5	30.4	85.4	-71.2	35.3	35.1	61.8
MSCI EE	24.5	-30.0	4.4	123.6	-70.8	23.0	32.6	23.6

Rezultāti atbilst CAE fondu pārvaldnieku aptaujā sniegtajām atbildēm, kuri rentabilitāti min kā būtiskāko faktoru akciju izvēles procesā.

3. tabula

Pēc pašu kapitāla īpatsvara kopējos aktīvos un aktīvu aprites modelētu portfeļu snieguma rādītāji, %

Laikposma veids	Pēckrīzes periods			28.02.2009- 31.12.2009	Krize 30.09.2007- 28.02.2009	Pirmskrīzes periods		
	2012	2011	2010			31.12.2006- 30.09.2007	2006	2005
Gads								
Pašu kapitāla īpatsvars kopējos aktīvos virs mediānas	-0.6	-16.3	41.2	92.3	-69.4	28.2	23.7	66.5
Aktīvu apgrozības koeficients virs mediānas	4.7	-20.5	45.1	83.9	-70.7	34.9	37.0	58.5
CEA tirgus portfelis, kas ietver uzņēmumus ar vienādu īpatsvaru	-0.9	-25.5	30.4	85.4	-71.2	35.3	35.1	61.8
MSCI EE	24.5	-30.0	4.4	123.6	-70.8	23.0	32.6	23.6

Uzņēmumi ar stabilu bilanci (pašu kapitāla īpatsvara koeficients ir virs vidējā) kļūst par drošām zonām tirgus lejupslīdes posmos, ciešot mazākus zaudējumus nekā tirgus kopumā (sk. 3. tabulu). Jāteic gan, ka šie uzņēmumi nespēja turēties kopsolī ar tirgu pirmskrīzes periodā, jo ieguldītāji deva priekšroku uzņēmumiem ar riskantākām bilancēm. Bilances stabilitātes nozīme neapšaubāmi pieaugusi beidzamajā laikā.

4. tabula

Pēc akcijas cenas un peļņas attiecības un akcijas tirgus un bilances vērtības attiecības modelētu portfeļu snieguma rādītāji, %

Laikposma veids	Pēckrīzes periods			28.02.2009- 31.12.2009	Krize 30.09.2007- 28.02.2009	Pirmskrīzes periods		
	2012	2011	2010			31.12.2006- 30.09.2007	2006	2005
Gads								
Akcijas cenas un peļņas attiecība zem mediānas	14.8	-20.8	30.0	81.2	-74.6	12.7	30.3	58.7
Akcijas tirgus un bilances vērtības attiecība zem mediānas	-10.4	-34.1	22.7	87.5	-77.8	18.4	22.0	51.5
CEA tirgus portfelis, kas ietver uzņēmumus ar vienādu īpatsvaru	-0.9	-25.5	30.4	85.4	-71.2	35.3	35.1	61.8
MSCI EE	24.5	-30.0	4.4	123.6	-70.8	23.0	32.6	23.6

Novērtēšanas rādītāji analizētā perioda ietvaros nespēja ieguldītājiem akcijās piedāvāt labāku ienesīgumu kā tirgus rādītāji. (sk. 4. tabulu). Vienīgi pēc krīzes beigām bija iespējams pārspēt tirgus rādītājus, izvēloties lētus uzņēmumus, vērtējot akcijas cenas un peļņas attiecību.

Analizējot tirgus kapitalizāciju, ko varētu uzskatīt kā ienesīgumu sekmējošu faktoru, analīze neuzrādīja, ka lieli uzņēmumi būtu pārāki par maziem uzņēmumiem ienesīguma ziņā, vērtējot tirgus vidējos rādītājus. Tomēr rezultāti norādīja, ka neliela kapitāla uzņēmumiem pastāv augstāka riska pakāpe, salīdzinot ar lielajiem uzņēmumiem.

Galvenie pētījumā atklātie rezultāti par finanšu analīzes pielietojumu attīstības valstu akciju tirgos norāda uz veiktās finanšu un tirgus koeficientu analīzes radīto pievienoto vērtību un uzsver nepieciešamību ieguldīt resursus uzņēmuma analīzē, lai spētu panākt augstāko ienesīgumu.

8. Ieguldītāji attīstības valstu tirgos var saskarties ar **neveiksmēm sākotnējā publiskā piedāvājumā**. Saskaņā ar sākotnējo publisko piedāvājumu/publisko piedāvājumu (*Initial Public Offering/Public Offering* – IPO/PO) pētījumu, analizētie uzņēmumi nebija spējīgi pēc publiskā piedāvājuma saglabāt savu finanšu kvalitāti tajā pašā līmenī, pirms uzņēmums guva līdzekļus biržā. Trīspadsmit sākotnējo publisko piedāvājumu/otrrreizējo publisko piedāvājumu gadījumu (laika posmā no 2004. līdz 2008. gadam) izpētes rezultāti virknē attīstības un attīstīto valstu tirgu apliecina finanšu rādītāju pasliktināšanos noteiktu laiku pēc publiskā piedāvājuma. Turklāt tika pierādīts fakts, ka uzņēmumam kā sistēmai jāpielāgojas krasām un ievērojamām pārmaiņām savā struktūrā, un tikai pēc noteikta laika tas spējīgs uzrādīt labus rezultātus. Tika noskaidrots, ka pielāgošanās periods var ilgt divus gadus pēc piedāvājuma – pēc šī posma rezultāti stipri uzlabojas.

Finanšu rādītāju klāsts, kas tika izvērtēts, ietvēra uzņēmuma rentabilitāti, bilances stabilitāti, ienākumu izaugsmes dinamiku, kā arī tirgus novērtējumu. Atklājās, ka pirmo divu gadu laikā pēc publiskā piedāvājuma vairums uzņēmumu uzrāda ienākumu kritumu (izņēmums ir saimnieciskās darbības ienākumi otrā gada laikā) neatkarīgi no makroekonomiskās situācijas. Kapitāla ienesīgums un citi rentabilitātes rādītāji skaidri atspoguļo faktu, ka divus gadus pēc publiskā piedāvājuma uzņēmumos vērojama izteikta pasliktināšanās tendence. Tomēr interesanti, ka trešajā gadā pēc publiskā piedāvājuma uzlabojas rentabilitāte, kas, izrādās, ir nedaudz īsāks periods, nekā reģistrēts citos akciju tirgos, kur atlabšanas periods var ilgt 3–5 gadus.

Tirgus novērtēšanas rādītāju (akcijas cenas un peļņas attiecība, akcijas tirgus un bilances vērtības attiecība) pasliktināšanās pēc publiskā piedāvājuma norāda uz pārspīlēti optimistiskiem nākotnes paredzējumiem uzņēmuma kotēšanas sākumposmā. Lai gan mazākiem ienākumiem būtu jāpaaugstina akcijas cenas un peļņas attiecības rādītājs, tomēr zems akciju ienesīgums samazina ienākumus.

Katrā ziņā uzņēmumu maksātspēja un bilances stabilitāte pēc līdzekļu iegūšanas uzlabojās, bet otrajā gadā pēc publiskā piedāvājuma uzņēmumi atkal palielināja savas parādsaistības, par kurām jāmaksā procenti, un samazināja pašu kapitāla īpatsvaru pret kopējiem

aktīviem, kas, iespējams, liecina par pārmēru ambicioziem projektiem, kas uzsākti pēc publiskā piedāvājuma.

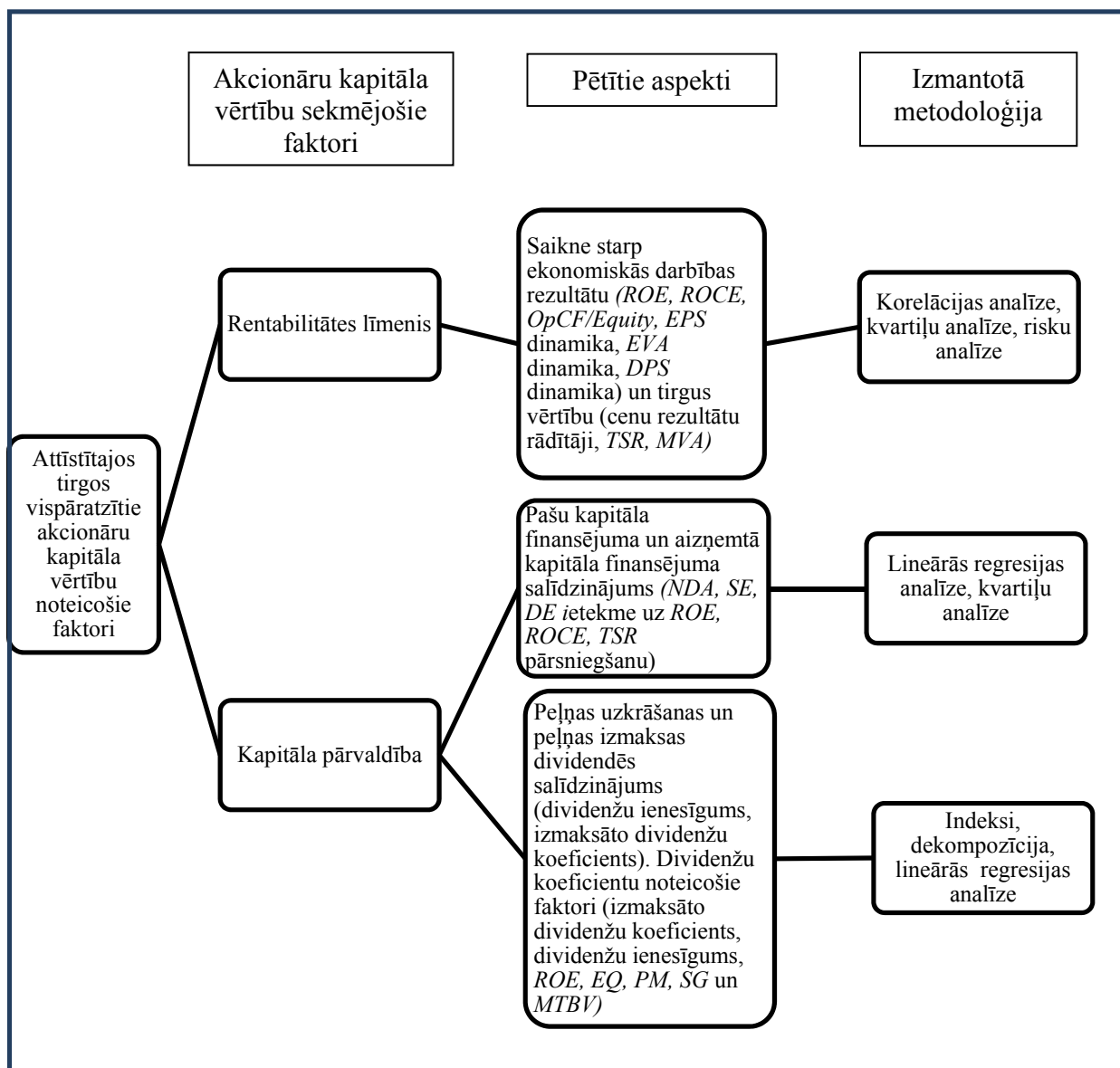
Iemesli finanšu rādītāju kritumam pēc publiskā piedāvājuma Baltijas biržā kotētajiem uzņēmumiem ir finanšu rezultātu ticamība, ko apliecina augstais uzkrājumu līmenis gadu pirms kapitāla piesaistīšanas, kā arī uzņēmuma vadības zemā motivācija padarīt uzņēmumu pēc iespējas efektīvāku. Zema motivācija, pat gadījumā, kad vadītāji patur nozīmīgu uzņēmuma īpašumtiesību daļu, kā finanšu stāvokļa pasliktināšanās iemesls attīstības valstu tirgos ir viegli izskaidrojams: nepietiekama pieredze darbībai akciju tirgos un sadarbībai ar ieguldītājiem, neieinteresētība gūt uzņēmumam papildu nemateriālo vērtību biržas sniegtā reputācijas pieauguma veidā, jo biržām CAE valstīs pagaidām ir zema ietekme, kā arī vadītāji neizmanto kapitāla piesaistīšanu ar biržas palīdzību.

### **3. ATTĪSTĪTAJOS TIRGOS VISPĀRPIEŅEMTIE KRITĒRIJI AKCIONĀRU KAPITĀLA VĒRTĪBAS ILGTSPĒJĪBAS SASNIEGŠANAI**

*Daļas apjoms ir 37 lappuses, tajā ir iekļauti 8 attēli un 15 tabulas.*

Nemot vērā iepriekš aprakstītās problēmas saistībā ar ieguldījumu veikšanu jaunajos akciju tirgos, Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu akciju tirgos izmantotā akciju atlases pieeja akciju vērtības ilgtspējības sasniegšanai būtu jāizstrādā, ņemot vērā satura analīzes gaitā noteiktos faktorus. Promocijas darba trešā daļa aplūko vispārpieņemto faktoru ietekmi uz akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību attīstīto valstu tirgos. 5. attēlā ir parādīts klasisko fundamentālās analīzes faktoru pētījuma ietvars, kas ir plaši izpētīts un pielietots investīciju procesā attīstīto valstu tirgos, bet kam trūkst padziļināta izpēte attīstības valstu tirgos.

Uzņēmuma ekonomiskā pievienotā vērtība, kas ir cieši saistīta arī ar uzņēmuma rentabilitāti, tiek uzskatīta par faktoru, kas nosaka uzņēmuma akciju tirgus vērtību. Gandrīz visi fondu pārvaldītāji uzskata, ka uzņēmuma rentabilitāte kalpo par pamatu, lai konkrētā uzņēmuma akcijas iekļautu akciju portfelī. Kapitāla pārvaldība ir vēl viens svarīgs uzņēmējdarbības pārvaldības aspekts, kas iekļauj būtiski svarīgu lēmumu pieņemšanu, ietekmējot uzņēmējdarbību īstermiņā un ilgtermiņā un arī uzņēmuma rentabilitāti un vērtības radīšanu ilgtermiņā.



5. att. Attīstītajos tirgos vispāratzīto akcionāru kapitāla vērtības (SHV) faktoru pētījuma ietvars

Piezīme 5. attēlam: *ROE* – pašu kapitāla rentabilitāte, *ROCE* – ieguldītā kapitāla rentabilitāte, *OpCF/Equity* – pamatdarbības naudas plūsmu un pašu kapitāla attiecības rādītājs, *EPS* – peļņa uz akciju, *EVA* – ekonomiskā pievienotā vērtība, *DPS* – dividendes uz akciju, *TSR* – kopējais akciju ienesīgums, *MVA* – tirgus pievienotā vērtība, *NDA* – tīras parādsaistības pret kopējiem aktīviem, *SE* – pašu kapitāla pietiekamības rādītājs, *DE* – parādsaistības pret pašu kapitālu, *EQ* – pašu kapitāla īpatsvars kopējos aktīvos, *PM* – neto peļņas rentabilitāte, *SG* – apgrozījuma dinamika, *MTBV* – tirgus vērtība pret bilances vērtību.

Klasiskie rādītāji, kas parāda uzņēmuma ekonomiskās darbības rezultātus, ir: pašu kapitāla rentabilitāte (*ROE*), peļņa uz akciju (*EPS*), izmantotā kapitāla rentabilitāte (*ROCE*), ieguldītā kapitāla rentabilitāte (*ROIC*), dividendes par akciju (*DPS*). Šo sarakstu var papildināt ar komplicētāku rādītāju kopu, piemēram, ekonomiskā pievienotā vērtība (*EVA*) vai ieguldījuma

naudas plūsmu ienesīgums (*CFROI*). Vairāki pētnieki ir pierādījuši, ka pastāv cieša korelācija starp rentabilitātes mainīgo kopu un uzņēmuma akciju tirgus vērtību (Bidls u.c. (*Biddle et al.*), 1999; Lens & Mahija (*Lehn & Makhija*), 1996; Čens & Dods (*Chen & Dodd*), 2001). Jaunāko rentabilitātes pētījumu uzmanības lokā lielākoties ir ekonomiskā pievienotā vērtība (*EVA*), ņemot vērā tās nozīmīgo saistību ar akciju vērtību (Stjuarts (*Stewart*), 2013; Milunovičs & Čuejs (*Milunovich & Tsuei*), 1996; O'Birns (*O'Byrne*), 1996; Bidls u.c. (*Biddle et al.*), 1999). Promocijas darba autore detalizēti izpētīja dažādu rentabilitātes rādītāju saistību ar uzņēmuma akciju ienesīgumu.

Rentabilitātes pētījuma rezultāti ļauj apgalvot, ka būtībā fundamentāli labu uzņēmumu atlase tikai pēc viena ekonomiskā snieguma parametra nenodrošinās investoram pastāvīgi augstāko ienesīgumu nekā vidēji tirgū. Investoriem jāņem vērā rādītāju grupa, kā arī jāpievērš uzmanība fundamentālai analīzei, kas, izskatās, kļūst nozīmīgāka CAE kapitāla tirgos uzreiz pēc finanšu krīzes, kā to pierāda 4. kvartiles (rentablāku uzņēmumu) augstie rezultāti gandrīz katrā rentabilitātes rādītāja gadījumā. Tika atklāts, ka CAE kapitāla tirgos neeksistē ciešas sakarības starp uzņēmuma ekonomisko un tirgus sniegumu.

Pirmkārt, tika veikta korelācijas analīze, lai konstatētu, vai dažādajiem ekonomiskajiem rezultātu rādītājiem (*ROE, ROCE, OpCF/Equity, EPS, EVA, EPS*) ir būtiska saistība ar tādiem tirgus vērtības rādītājiem kā akciju cenas ienesīgums, kopējais akciju ienesīgums un *MVA*. Vairumā gadījumu korelācija nebija būtiska vai arī tā bija negatīva. Tika konstatēts, ka *EVA* ir vislabākais rādītājs starp atlasītajiem ekonomiskā ienesīguma rādītājiem – tā korelācija ar *MVA* sasniedza 50%. Tika konstatēts, ka *MVA* korelē arī ar *ROE* (vidējā aprēķina metode) un ar *DPS* (kopēja tirgus aprēķina metode) rādītājiem.

Otrkārt, tika izmantota kvartiļu analīze, lai gūtu izpratni par to, vai ekonomiskās darbības rādītāju var izmantot kā kritēriju, lai atlasītu akcijas, kurām pastāvīgi ir augsta vērtība. Atlasot vislabākās akcijas pēc *ROE, EVA* dinamikas un pamatdarbības naudas plūsmu ienesīguma (*OpCF/Equity*) kritērijiem, tiek sasniegts visaugstākais kapitāla vērtspapīru ienesīgums (*TSR*) ilgtermiņā. Tomēr faktiskie rezultāti visa periodā laikā nav pastāvīgi, un 4. kvartiles (vislabākās) akciju indekss ir augstāks par citu kvartiļu *TSR* indeksiem tikai pēckrīzes periodā, kad ieguldītāji CAE valstu tirgū sāka pievērst uzmanību galvenajiem aspektiem, iegādājoties kapitāla vērtspapīru portfeļus. Diezgan bieži uzņēmumi ar visaugstāko kapitāla atdevi tika klasificēti kā 2. vai pat 1. kvartilei (vājākā rentabilitāte) atbilstoši.

Vispārpieņemto fundamentālo faktoru pētījuma ietvars attiecībā uz attīstītajām valstīm ietver arī uzņēmuma kapitāla pārvaldības politikas ietekmi uz vērtības radīšanu (sk. 5.attēlu). Kapitāla struktūras izvēle ļoti ietekmē uzņēmuma akciju tirgus vērtību; kapitāla struktūrai bija liela nozīme „jostas savilkšanas” periodā likviditātes krīzes laikā. Novērtējot uzņēmumus, kuriem ir liels aizņēmumu īpatsvars, to akciju vērtība parasti tiek samazināta, tādējādi pastāv lielāka iespēja, ka tiem radīsies nozīmīgi zaudējumi lejupslīdes periodā.

Saskaņā ar labi pazīstamo Modigliāni un Millera (*Modigliani and Miller*) teoriju (1958, 1963) pasaulē bez nodokļiem uzņēmuma kapitāla struktūrai nevajadzētu ietekmēt tā akciju tirgus vērtību un pēc nodokļu atskaitīšanas uzņēmuma akciju vērtības un parādsaistību apjoma starpībai jābūt pozitīvai. Tomēr šo teoriju ir grūti piemērot reālās pasaules apstākļiem.

Gurs Hubermans (*Gur Huberman*) (1984) atklāja un izskaidroja empīrisko pierādījumu, norādot negatīvo saikni starp uzņēmuma ārējo finansēšanu un tā tirgus vērtību. Jauno tirgu pētnieki Meskita & Lara (*Mesquita & Lara*) (2003) atklāja negatīvo saikni starp uzņēmuma struktūru un ilgtermiņa parādsaistībām, turpretim Čū un Lī (*Chou and Lee*) pētījums (2010) atklāja parādsaistību apjoma un uzņēmuma akciju vērtības attiecības atbilstību kompromisa teorijas (*trade-off theory*) pamatprincipam: palielinoties parādsaistību apjomam, rentabilitāte palielinās, sasniedzot maksimumu, pēc kura sākas rentabilitātes lejupslīde.

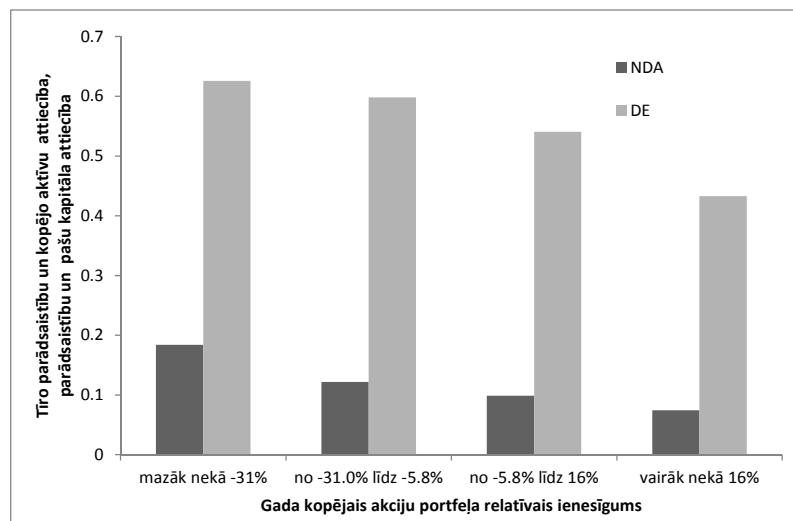
Pētījums par kapitāla ietekmi uz uzņēmumu ekonomisko un tirgus sniegumu aptvēra arī CAE valstu kapitāla tirgu. Pētījuma rezultāti demonstrē, ka kopumā CAE valstu uzņēmumiem ir konservatīvāka kapitāla pārvaldības politika salīdzinājumā ar līdzīgajiem Rietumu valstu uzņēmumiem, kaut gan rezultāti ir atšķirīgi, jo tirgi ir dažādi. Piemēram, Latvijas, Rumānijas, Horvātijas un Lietuvas uzņēmumu bilances ir labi kapitalizētas, turpretī Polijas un Čehijas uzņēmumu bilancēm ir raksturīgas augstas parādsaistības, ko varētu izskaidrot ar šajās valstīs lielo kotēto banku skaitu.

Pieņēmums, ka investori dod priekšroku uzņēmumiem ar zemākām parādsaistībām, tika pierādīts pētījuma gaitā. Uzņēmuma darbības finansēšanas izvēle ietekmē akciju ienesīgumu, jo tika konstatēta būtiska negatīvā saistība starp neto parādu un aktīvu attiecības rādītāju (*NDA*) un relatīvo *TSR* ( $A_t - A_{ave}$ ) (1. formula):

$$A_t - A_{ave} = -0.003 - 1.54 * NDA \quad (1)$$

6. attēlā parādīta acīm redzamā relatīvā *TSR* atkarība no bilances kvalitātes, pamatojoties gan uz neto parādsaistību un aktīvu attiecības rādītāju, gan parādsaistību un pašu kapitāla

attiecības rādītāju. Tika pierādīts pieņēmums, ka investori izvairās no aktīvas investēšanas uzņēmumos ar riskantāku bilanci.



6. att. Vidējais parādsaistību līmenis un gada kopējais akciju relatīvais ienesīgums

Pārbaudot tādu rādītāju kā pašu kapitāla pietiekamība, kas norāda uz lielākas rentabilitātes sasniegšanas iespējamību, tika konstatēts, ka akciju ienesīguma ziņā visrentablākie ir uzņēmumi, kuriem ir būtisks pašu kapitāla finansējums.

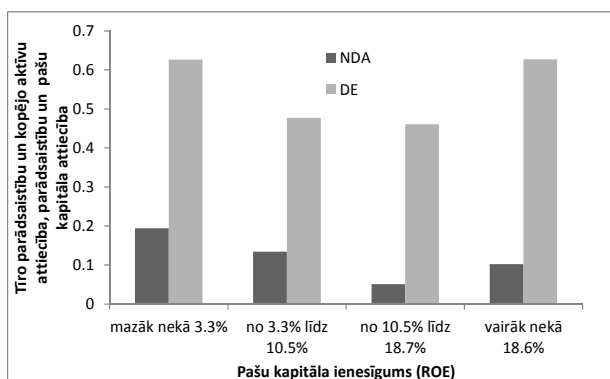
Tika pierādīta arī negatīvā saistība starp parādu apjomu un uzņēmuma rentabilitāti. Rezultātus pamato divas regresijas, kas paskaidro parādsaistību apjoma ietekmi (neto parādsaistību un aktīvu attiecības rādītājs – *NDA*, parādsaistību un pašu kapitāla attiecības rādītājs – *DE*) uz pašu kapitāla rentabilitāti (*ROE*) un izmantotā kapitāla rentabilitāti (*ROCE*). Jo zemāks ir parādsaistību apjoms, jo augstāka ir uzņēmuma rentabilitāte.

$$ROE = 0.026 - 2.932 * NDA - 0.258 * DE \quad (2)$$

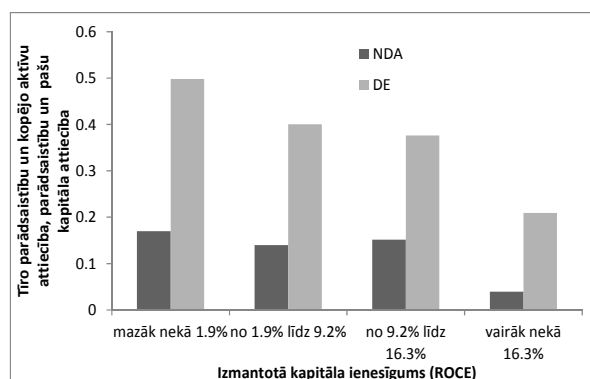
$$ROCE = 0.125 - 0.228 * NDA \quad (3)$$

Diagrammas 7. un 8. attēlā sniedz pārskatu par CEA uzņēmumu parādsaistību raksturu pēc to rentabilitātes kvartilēm.





7.att. Vidējais parādsaistību līmenis atkarībā no ROE kvartilēm



8.att. Vidējais parādsaistību līmenis atkarībā no ROCE kvartilēm

Redzams, ka uzņēmumiem ar atšķirīgu rentabilitāti ir krasas parādsaistību apjoma atšķirības: uzņēmumiem ar lielu aizņemtā kapitāla īpatsvaru ir negatīvs vai ļoti zems *ROE* un *ROCE* rādītājs. Tāda pati tendence vērojama arī attiecībā uz visām *ROCE* kvartilēm un pirmajām trim kapitāla rentabilitātes kvartilēm gan parādsaistību un pašu kapitāla, gan neto parādsaistību un kopējo aktīvu attiecības rādītājā. Izņēmums *ROE* gadījumā ir ceturtais kvartils, jo visrentablākajiem uzņēmumiem ir apmēram tāds pats parādsaistību un pašu kapitāla attiecības rādītājs kā uzņēmumiem ar viszemāko rentabilitāti. To var izskaidrot ar ļoti efektīvu pieejamā kapitāla izmantošanu peļņas radīšanai un to, ka šajā grupā ir daudz finanšu uzņēmumu, kuri palielina parādsaistību līmeni.

Šie rezultāti apstiprina atlases kārtības teoriju (*pecking order theory*), saskaņā ar kuru uzņēmumi izvēlas finansējuma avotus atbilstoši „vismazāko pūļu” principam (*principle of least effort*): vispirms tiek izmantoti iekšējie līdzekļi, pēc tam tiek emitēti parāda vērtspapīri un visbeidzot finansējuma iegūšanai tiek izmantots uzņēmuma publiskais piedāvājums (kapitāla vērtspapīru emisija) (Mayers & Majlufs (*Myers&Majluf*), 1984). Tādējādi, jo rentablāks ir uzņēmums, jo vairāk iekšējā kapitāla tas izmanto savu finansēšanas vajadzību apmierināšanai.

Vēl viens būtisks kapitāla aspekts ir lēmums par dividenžu izmaksu, tas kļūst ļoti svarīgs pašreizējā zemo likmju vidē. Secinājumi par dividenžu pētījumu sniedz ieskatu Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu tirgu dividenžu maksājumos, kas var kļūt par izdevīgu ieguldījumu mērķi, pateicoties salīdzinoši lielajam dividenžu ienesīgumam un stabilajiem izmaksas rādītājiem. Dividenžu ienesīguma līmenis un izmaksu rādītāji ir piedzīvojuši lejupslīdi finanšu krīzes dēļ, tomēr spēja strauji atgūties, tāpēc vairumu CAE valstu uzņēmumu var uzskatīt kā uzticamus dividendes izmaksājošus uzņēmumus un tādējādi uzņēmumi sekmīgāk piesaista investīcijas.

Cits aspekts, kas tika izpētīts un pierādīts pētījuma gaitā, bija dividenžu lomas nozīme kopējās peļņas radīšanā. Rezultāti pierāda, ka pēc inflācijas dividendes ir vissvarīgākais kopējā akciju ienesīguma komponents.

Apskatītajā laika periodā iekļautie dividendes izmaksājošie uzņēmumi akciju ienesīguma ziņā ir parāki par dividendes neizmaksājošiem uzņēmumiem, lai gan atšķirības galējās indeksu vērtībās nebija būtiskas. Turklāt dividendes spēja mīkstināt aktīvu cenu „brīvo kritumu”, ar ko daudzi investori saskārās 2008. un 2009. gadā.

Lai saprastu, kādi faktori ietekmē dividenžu izmaksu rādītājus, un uzzinātu, kad varētu iegūt augstu ienesīgumu, autore papildus veica pētījumu par dividenžu politikas ietekmējošiem faktoriem. Hipotēzi, ka uzņēmuma rentabilitāte (kapitāla un neto peļņa), kapitāla struktūra, apgrozījuma pieaugums un tirgus bilances vērtības attiecība būtiski ietekmē dividenžu izmaksas rādītāju, var uzskatīt par daļēji pierādītu pēc autores veiktās 116 uzņēmumu kopas pārbaudes. Iegūtie rezultāti atklāja faktorus, kuri ietekmē dividenžu izmaksas CAE valstu reģionā. Tie galvenokārt ir: stabila bilance, kuru nosaka pašu kapitāla īpatsvara rādītājs un rentabilitāte, kuru nosaka peļņas marža. Pēdējo trīs gadu (2009.–2012.) pārbaudes rezultāti liecina, ka arī tirgus vērtības/bilances vērtības attiecības rādītājs pozitīvi ietekmē peļņas daļu, kas tiek izmaksāta ieguldītājiem – uzņēmumi, kuriem ir liela akciju vērtība, salīdzinot ar bilances vērtību, daudz labprātāk dalās peļņā ar saviem akcionāriem. Ne ROE, ne apgrozījuma pieauguma dinamika būtiski neietekmē izmaksas CAE valstu reģionā. To varētu izskaidrot ar jauno tirgu specifiku: strauji izaugsmes tempi ir vērojami gan dividenžu maksātājiem, gan arī tiem uzņēmumiem, kas nemaksā dividendes. Īsumā – dividenžu izmaksātāju CAE valstīs var raksturot kā uzņēmumu, kuram ir stabila bilance un augsta neto peļņas rentabilitāte, bet tas ne vienmēr ir uzņēmums, kuram ir lēni izaugsmes tempi vai kurš spēj sasniegt augstu ROE rādītāju. Tāpat kā attīstītos tirgos, uzņēmuma lielums un tā darbības nozare ietekmē izmaksu apjomu: lielāki uzņēmumi, kā arī telekomunikāciju un pakalpojumu nozares uzņēmumi parasti maksā lielākas dividendes.

#### 4. JAUNIEVIESTIE KRITĒRIJI AKCIONĀRU KAPITĀLA VĒRTĪBAS ILGTSPĒJĪBAS SASNIEGŠANAI

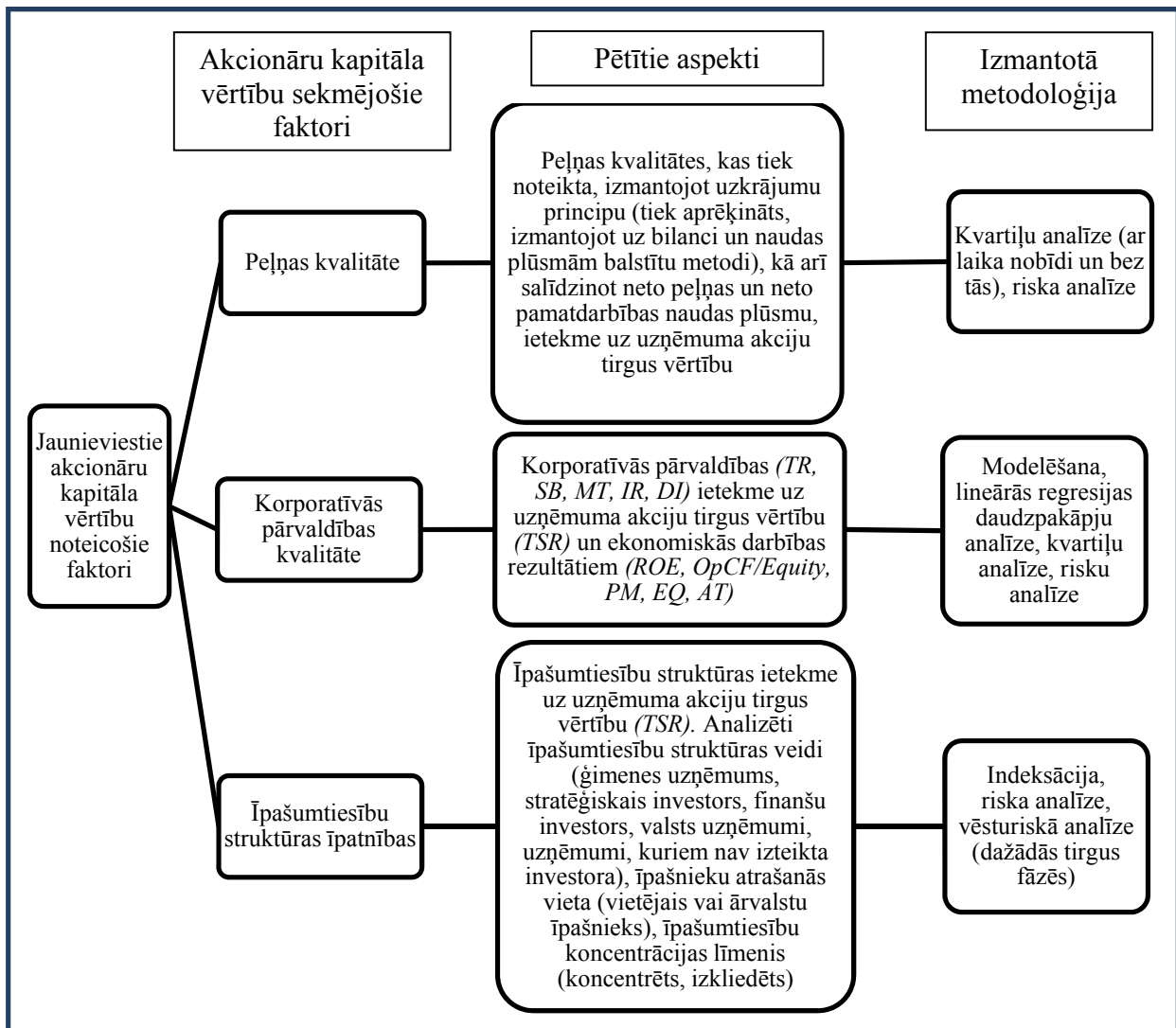
*Daļas apjoms ir 47 lappuses, tajā ir iekļauti 15 attēli un 18 tabulas.*

Augsta rentabilitāte vēl negarantē ilgtspējīgus rezultātus ilgtermiņā, kas izpaužas akciju ienesīguma, kas pastāvīgi ir augstāks par tirgus vidējo, sasniegšanā. Augsta rentabilitāte vienā gadā var mīties ar dramatiskiem norakstījumiem nākamajā gadā, kuru dēļ rodas ļoti lieli zaudējumi. Negatīvs pārsteigums investoriem peļņas samazinājuma dēļ var rasties zemas peļņas ticamības vai korporatīvās pārvaldības sistēmas nepilnību dēļ, kā tas tika pieredzēts 2001.–2002. gadā, kad finanšu tirgu satricināja vairāki korporatīvie skandāli (piemēram, *Enron*, *Worldcom*, *Xerox*, *Parmalat*), un 2008.–2010. gadā – finanšu krīze un Ķīnas uzņēmumu neētiskā pārvaldība (e.g. *Sino-Forest*, *China Media Express Holdings*). Daudzos gadījumos uzņēmumi bija spiesti iesniegt bankrota pieteikumu.

Pastāvot šādām problēmām, finanšu sabiedrība, lai ilgtermiņā varētu sasniegt tirgus ienesīgumu, sāka attīstīt un vairāk pielietot modernākus instrumentus, akciju portfeli iekļaujot uzņēmumus, kuri varētu radīt akciju vērtības ilgtspējību. Tāpēc promocijas darba 4. daļa fokusējas uz jaunieviestajiem faktoriem, kuri ietekmē uzņēmuma akciju ienesīgumu.

9. attēlā atspoguļots jaunieviesto faktoru pētījuma ietvars. Šo faktoru saistība ar uzņēmuma akciju vērtību pašlaik tiek pētīta, kā arī tiek izstrādāti piemērošanas principi.

Rūpīga finanšu rezultātu ticamības pārbaude palīdz izvairīties no ieguldījumu veikšanas uzņēmumos, kuri varētu būt iesaistīti grāmatvedības datu krāpšanā, tādējādi izvairoties no akciju cenas samazinājuma, ko rada ne tikai straujš tīrās peļņas kritums, bet arī tas, ka mazinās uzņēmuma akcionāru uzticēšanās uzņēmuma vadībai. Korporatīvās pārvaldības sistēmas novērtēšanas rezultāti ļauj atlasīt uzņēmumus, kuros ir ieviesta uzticama pārvaldības sistēma, un tādējādi nodrošināt akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību. Daudzi empīriskie un teorētiskie pētījumi norāda, ka ilgtermiņā uzņēmumi, kas ievieš labu uzņēmumu pārvaldības praksi, ir ieguvēji gan ekonomiskajā, gan akciju tirgus vērtības ziņā. Uzņēmuma īpašumtiesību struktūra ir vēl viens svarīgs jautājums, kas jāizvērtē ieguldītājiem, kuri vēlas ieguldīt CAE valstu uzņēmumos, kuriem bieži vien ir ļoti koncentrēta īpašumtiesību struktūra. Turklāt jautājums ir par to, vai uz attīstības valstu akciju tirgiem attiecas attīstītajos akciju tirgos pārbaudītā dogma par ģimenes vadītiem un ģimenei piederīgiem uzņēmumiem, kuri ir spējīgi pastāvīgi nodrošināt akciju ienesīgumu, parāku par vidējo tirgū.



9. att. Jaunieviesto akcionāru kapitāla vērtības (*SHV*) faktoru pētījuma ietvars

Paskaidrojumi 9. attēlam: *TR* – Kopējais korporatīvās pārvaldības novērtējums, *SB* – padomes organizācija, *MT* – vadības komandas struktūra, *IR* – investoru attiecību kvalitāte, *DI* – informācijas izklāsta kvalitāte, *ROE* – pašu kapitāla rentabilitāte, *OpCF/Equity* – pamatdarbības naudas plūsmas un pašu kapitāla attiecības rādītājs, *PM* – neto peļņas rentabilitāte, *EQ* – pašu kapitāla īpatsvars kopējos aktīvos, *AT* – aktīvu aprites koeficients; *TSR* – kopējais akciju ienesīgums.

Dedžordžs u.c. (*Degeorge et al.*) (1999) un Teohs u.c. (*Teoh et al.*) (1998) empīriskie atklājumi parāda, ka uzņēmuma vadībai ir tendence manipulēt ar finanšu rādītājiem. Finanšu literatūrā var atrast dažādas peļņas kvalitātes definīcijas, kas ir sinonīmi finanšu rezultātu ticamībai. ASV zinātnieki (Tīts (*Teets*), 2002; Prats (*Pratt*), 2003) uzskata, ka peļņas kvalitāte ir uzņēmuma tīrās peļņas spēja atspoguļot patieso situāciju. Patrīcija Dečova un Katrīna Šranda (*Patricia Dechow and Catherine Schrand*) (2004) polemizē, ka finanšu rezultātu ticamība

atspoguļo uzņēmuma saimniecisko darbību, norāda uz uzņēmuma nākotnes peļņu un demonstrē uzņēmuma patieso vērtību un tā spēju radīt peļņu. Ne tikai grāmatvedības mahinācijas un krāpšanās pasliktina finanšu rezultātu ticamību, kā to apraksta Hovards Šilits (*Howard Schilit*) (2002), bet arī, uzkrājumi kā peļņas ticamības rādītājs negatīvi ietekmē akcionāru kapitāla vērtību, pierāda ASV zinātnieki (Dečova & Dičevs (*Dechow & Dichev*), 2001; Mahedijs (*Mahedy*), 2005; Slouns (*Sloan*), 1996).

Finanšu rezultātu ticamības novērtēšanas metodoloģija, kas tika izmantota promocijas darbā, ietvēra aprēķinu par uzkrājumu attiecību pret aktīviem atbilstoši 4., 5. un 6. formulai, kas paredz veikt aprēķinus pēc bilances un naudas plūsmas metodēm.

$$\text{Uz bilanci balstīti uzkrājumi}_t = (\text{NOA}_t - \text{NOA}_{t-1}) / [(\text{NOA}_t + \text{NOA}_{t-1}) / 2] \quad (4),$$

kur NOA ir neto pamatdarbības aktīvi, kuru apjomu aprēķina šādi:

$$\text{NOA}_t = (\text{kopējie aktīvi}_t - \text{naudas līdzekļi}_t) - (\text{kopējās saistības}_t - \text{kopējās parādsaistības}_t) \quad (5)$$

$$\text{Uz naudas plūsmu pārskatu balstīti uzkrājumi}_t = (\text{neto peļņa}_t - \text{pamatdarbības naudas plūsma}_t - \text{ieguldījumu naudas plūsma}_t) / ((\text{NOA}_t + \text{NOA}_{t-1}) / 2) \quad (6)$$

Uz uzkrājumu principa balstītā analīze tika veikta, izmantojot kvartiļu analīzi. Uzkrājumu apjoma ietekme uz akciju cenu tika analizēta, izmantojot viena (uzkrājumi 2004. gadā, salīdzinot ar akciju portfeļa darbības rezultātiem 2005. gadā, ar divu mēnešu nobīdi), divu (uzkrājumi 2004. gadā, salīdzinot ar akciju portfeļa darbības rezultātiem 2006. gadā, ar divu mēnešu nobīdi) un trīs gadu (uzkrājumi 2004. gadā, salīdzinot ar akciju portfeļa darbības rezultātiem 2007. gadā, ar divu mēnešu nobīdi) nobīdi. Laika nobīdes pielietošana balstījās uz novērojumu, ka uzkrājumiem nav tūlītējas negatīvas ietekmes, bet pēc noteikta laika posma finanšu rezultātiem ir tendence iegūt pretēju virzību.

Promocijas darba autore papildus salīdzināja uzņēmuma tīrās peļņas attiecību pret naudas plūsmu no saimnieciskās darbības. Gadījumā, ja naudas plūsma no saimnieciskās darbības pārsniedza peļņu, uzņēmums tika klasificēts pozitīvi. Ja otrādi, tad uzņēmumam pazemināja reitingu. Pamatojoties uz negatīvu vai pozitīvu reitingu, analizējamās kopas uzņēmumi tika sadalīti divās grupas: naudas plūsma no saimnieciskās darbības pārsniedz tīro peļņu un tīrā peļņa pārsniedz naudas plūsmu no saimnieciskās darbības. Tāpat kā uzkrājumu analīzes gaitā, abu akciju portfeļu vērtības indeksi tika salīdzināti, ņemot vērā 3 laika posmu nobīdes: viens, divi un trīs gadi.

Pētot CAE uzņēmumu finanšu rezultātu ticamības ietekmi uz uzņēmuma akciju vērtības ilgtspējību, tika pierādīta hipotēze, ka uzņēmumi ar lielāku finanšu rezultātu ticamību var nodrošināt augstāku akciju ienesīgumu. Ieņēmumu kvalitātes ietekme uz *TSR* rezultātiem tika novērtēta ar kvartiļu analīzes palīdzību. CAE valstu uzņēmumu parādītājiem finanšu darbības rezultātiem parasti var uzticēties, jo vidējā uzkrājumu un neto pamatdarbības aktīvu attiecība ir zema un dominē gadījumi, kad pamatdarbības naudas plūsma pārsniedz neto peļņu. Kā tika konstatēts, zemas peļņas ticamības ietekme uz *TSR* rezultātiem ir pozitīva viena gada ietvaros, tomēr ilgākā laika periodā (2 un 3 gadu periodā) ir skaidri saskatāma tendence – jo lielāks ir uzkrājumu apjoms, jo sliktāki darbības rezultāti. Arī citas peļņas kvalitātes metodes (naudas plūsmu un neto peļņas salīdzinājuma rādītāja) izmantošana uzlabo akciju atlasē procesu. Piemēram, ilgtermiņā uzņēmumi, kuru pamatdarbības naudas plūsmas ir lielākas nekā neto peļņa, uzrāda labākus akciju ienesīguma rezultātus nekā uzņēmumi, kuriem ir pretēja situācija – to neto peļņa ir lielāka nekā pamatdarbības naudas plūsmas. Tāpēc ieguldītājiem, kuri vēlas ieguldīt kapitāla vērtspapīros un sasniegt lielu un noturīgu rentabilitāti, noteikti jāapsver uzņēmuma peļņas kvalitāte, lai atsijātu uzņēmumus, kuru finanšu rezultātu ticamība ir apšaubāma.

Lai vērtības radīšana notiktu raiti un būtu noturīga, ar peļņas kvalitātes novērtēšanu vien ir par maz. Ciktāl iespējams, jāmazina aģenta problēma (*agency problem*). Uzņēmums ir gluži kā valsts ar saviem likumiem, savām uzraudzības un pārvaldības institūcijām, kas noteikti ir nepieciešamas, lai vadītu uzņēmumu saskaņā ar konkrētiem noteikumiem un procedūrām, kuras nodrošina uz vērtībām balstītu pārvaldību (Brigams & Erhards (*Brigham&Erhard*), 2004). Kvalitatīva uzņēmumu pārvaldība ir uzņēmuma akcionāru un vadības savstarpējās uzticības garantija ilgtermiņā.

Veiktie pētījumi par attīstīto valstu tirgiem pierāda, ka korporatīvā pārvaldība spēcīgi ietekmē akciju tirgus rentabilitāti. Gompers, Išī un Metriks (*Gompers, Ishii and Metrick*) (2003) izstrādāja portfeļa modelēšanas stratēģiju, kas paredzēja, ka jāpērk uzņēmumi, kuru akcionāriem bija spēcīgākas tiesības (zemākā decile) un jāpārdod uzņēmumi, kuru akcionāriem bija vājākas tiesības (augstākā decile). Rezultātā investors varēja sasniegt par 8.5% gadā labāku rezultātu nekā vidēji tirgū. Līdzīgus pētījumus Vācijā ir veicis Drobecs u.c. (*Drobeta et al.*) (2003), mēneša griezumā 1.73% apmērā pierādot akciju ienesīguma atšķirību starp labāk un vājāk pārvaldītām kompānijām. Pozitīvu korelāciju starp uzņēmuma vērtību un korporatīvās pārvaldības kvalitāti ir norādījuši dāņu zinātnieki Bauers, Gjusters un Otens (*Bauer, Guester,*

*Otten*) (2004), izpētot 300 Eiropas vislielākos uzņēmumus (FTSE Eurotop 300). Daži pētījumi tika veikti, aplūkojot atsevišķus faktorus, kuri ietekmē korporatīvās pārvaldības kvalitāti. Tika konstatēts, ka pastāv būtiska saikne starp akcionāru kapitāla vērtību un padomes neatkarību (*Hermalins & Veibahs (Hermalin & Weisbach)*, 1998, 2003; *Bagats & Bleks (Bhagat & Black)*, 2002), padomes locekļiem piederošām akcijām (*Bagats u.c. (Bhagat et al.)*, 1999), padomes priekšsēdētāja un valdes priekšsēdētāja funkciju nošķirtību (*Briklijs u.c. (Brickley et al.)*, 1997).

Attiecīgā pieejamā literatūra liecina, ka arī attīstības valstīs korporatīvā pārvaldība pozitīvi ietekmē uzņēmuma akciju vērtību. *Rojs Kouvenbergs (Roy Kouwenberg)* (2006) uzskata, ka korporatīvajai uzņēmumu pārvaldībai ir liela nozīme Taizemes publiskajos uzņēmumos: laika posmā no 2003. līdz 2005. gadam 20% labāko uzņēmumu saskaņā ar korporatīvās pārvaldības novērtējumu akciju ienesīgums bija par 19% gadā lielāks nekā vājāko 20% uzņēmumu akciju ienesīgums. Indijas tirgu, kuru pārstāvēja *NIFTY 50*, pētīja *Semontrejs (Samontaray)* (2010), kas konstatēja būtisku saikni starp akciju cenu un tādiem neatkarīgiem mainīgajiem kā *EPS*, apgrozījums, neto pamatlīdzekļi un korporatīvās pārvaldības faktori. *Pajuste* (2002), kas pētīja īpašumtiesību struktūru un akcionāru tiesības CAE valstīs, atklāja, ka akciju kontrolpaketes turētājiem ir būtiska ietekme uz uzņēmuma akciju ienesīgumu un ka mazākuma akcionāru tiesības bieži vien tiek pārkāptas, kā rezultātā tirgus ir pilnīgi neefektīvs, secinot, ka rentabilitāte, kas ir zemāka nekā vidējie rādītāji, neattaisno risku.

Pētījuma rezultātu lielākā daļa apstiprina liecības par pozitīvu saikni starp korporatīvās pārvaldības kvalitāti un uzņēmuma akciju ienesīgumu. Rodas loģisks jautājums, vai laba pārvaldība nodrošina lieliskus finanšu rezultātus, kas savukārt pozitīvi ietekmē akcionāru kapitāla vērtību.

*Bagats un Boltons (Bhagat and Bolton)* (2008) konstatē, ka labāka pārvaldība, kas izteikta ar korporatīvās pārvaldes kvalitātes *GIM* un *BCF* indeksiem, padomes locekļu īpašumtiesības, padomes priekšsēdētāja un valdes priekšsēdētāja funkciju nošķirtība pozitīvi korelē ar labākiem esošās un turpmākās operatīvās darbības rezultātiem. *Alans Čangs (Allan Chang)* (2004) secina, ka kapitāla pelnītspēju būtiski ietekmē tas, cik daudz uzņēmuma akciju pieder institucionālajiem investoriem, kāds ir uzņēmuma parādsaistību apjoms un kāds uzņēmuma lielums. Tomēr daži autori neguva pārliecinošus pierādījumus tam, ka korporatīvā pārvaldība ietekmētu uzņēmuma esošo vai turpmāko parastās darbības sniegumu (*Bauers u.c. (Bauer et al.)*, 2003; *Brauns & Keilors (Brown & Caylor)*, 2004).

Promocijas darba autore pētīja korporatīvās pārvaldības ietekmi uz uzņēmuma finanšu un tirgus ienesīgumu. Tā kā pētījuma izstrādāšanas laikā nebija pieejams centralizēts CAE uzņēmumu korporatīvās pārvaldības novērtējums, lai novērtētu CAE valstu uzņēmumu korporatīvās pārvaldības kvalitāti, tika izveidots korporatīvās pārvaldības novērtējuma modelis (5. tabula).

5. tabula

Korporatīvās pārvaldības novērtējuma modeļa struktūra

Kritērija ID	Kritērija apraksts	Scenārija novērtējums	Kritērija ID	Kritērija apraksts	Scenārija novērtējums	
Padomes organizācija (SB)			$MT_{CG4}$	Vadības komandas sastāva mainība	Sliktākais (0), Neitrāls(0.5), Labākais (1)	
$SB_{CG1}$	Direktoru neatkarība	Sliktākais (0), Neitrāls(0.5), Labākais (1)	$MT_{CG5}$	Valdes priekšsēdētāja kvalifikācija	Sliktākais (0), Neitrāls(0.5), Labākais (1)	
$SB_{CG2}$	Padomes lielums (locekļu skaits)		Investoru attiecību kvalitāte (IR)			
$SB_{CG3}$	Direktoru prasmju daudzveidība		$IR_{CG1}$	Konferences zvani, vebināri, prezentācijas		
$SB_{CG4}$	Sanāksmju biežums		$IR_{CG2}$	Dividenžu politika		
$SB_{CG5}$	Atlīdzība pēc snieguma rādītājiem		$IR_{CG3}$	Informācija par ikgadējo akcionāru sapulci		
$SB_{CG6}$	Vēlēšanu biežums		Informācijas izklāsta kvalitāte (DI)			
$SB_{CG7}$	Padomes sastāva mainība		$DI_{CG1}$	Gada pārskatu pieejamība		Sliktākais (0), Neitrāls(0.5), Labākais (1) $DI_{CG4}$
$SB_{CG8}$	Revīzijas komitejas neatkarība		$DI_{CG2}$	Ceturkšņa pārskatu pieejamība		
$SB_{CG9}$	Padomes priekšsēdētāja – valdes priekšsēdētāja amatu šķirtība		$DI_{CG3}$	Informācija par vadības komandu		
Vadības komandas (Valdes) struktūra (MT)			$IR_{CG4}$	Informācijas par padomi		
$MT_{CG1}$	Organizācijas loģiskums un skaidrība	Sliktākais (0), Neitrāls(0.5), Labākais (1)	$DI_{CG5}$	Sociālās atbildības ziņojums	Sliktākais (0), Labākais (1)	
$MT_{CG2}$	Organizācija struktūra atbilst uzņēmuma biznesa modelim (funkcionāla, reģionālā, utt.)		$DI_{CG6}$	Informācijas par īpašumtiesību struktūru		
$MT_{CG3}$	Atlīdzība pēc snieguma rādītājiem					

Modeļa struktūra ir izstrādāta pēc korporatīvās pārvaldības (KP) rekomendācijām, kas kotētajiem uzņēmumiem atbilst vietējo vērtspapīru biržu, piemēram, *NASDAQ OMX Riga*



(2010), kā arī *OECD* (2004) principi. Turklāt kritēriju saraksts tika paplašināts, pievienojot vissvarīgākos KP kvalitāti noteicošos faktorus, kas ir plaši atzīti un pieņemti attīstītajos finanšu tirgos. Modelis sastāv no četrām daļām, kur katra ir veltīta noteiktam faktoru kopumam (padomes organizācija, vadības komandas struktūra, investoru attiecību kvalitāte, kā arī informācijas izklāsta kvalitāte), kas nosaka korporatīvās pārvaldības kvalitāti. Maksimālais punktu skaits uzņēmumam var būt 23, ko iegūst, saskaitot visus katra segmenta punktus. Ja informācija par vadības komandu vai padomi nav pieejama, tiek piemērots neitrālais reitings 0.5. Modelis apraksta trīs iespējamus scenārijus: labāko, neitrālo un sliktāko.

Novērtējums, kas iegūts saskaņā ar KP novērtēšanas modeli, ir aprēķināts, izmantojot 7. formulu, kas paredz katras daļas visu punktu summēšanu.

$$TR_{CG} = SB_{CG} + MT_{CG} + IR_{CG} + DI_{CG} \quad (7),$$

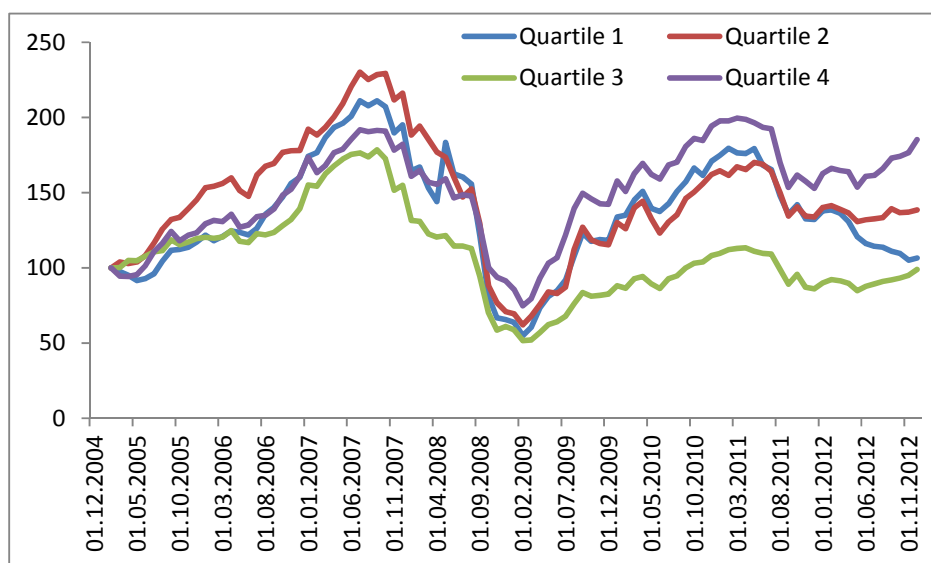
$$\left\{ \begin{array}{l} SB_{CG} = \sum_{i=1}^9 SB_{CG} = SB_{CG1} + SB_{CG2} + SB_{CG3} + SB_{CG4} + SB_{CG5} + SB_{CG6} + SB_{CG7} + SB_{CG8} + SB_{CG9} \\ MT_{CG} = \sum_{i=1}^5 MT_{CG} = MT_{CG1} + MT_{CG2} + MT_{CG3} + MT_{CG4} + MT_{CG5} \\ IR_{CG} = \sum_{i=1}^3 IR_{CG} = IR_{CG1} + IR_{CG2} + IR_{CG3} \\ DI_{CG} = \sum_{i=1}^5 DI = DI_{CG1} + DI_{CG2} + DI_{CG3} + DI_{CG4} + DI_{CG5} + DI_{CG6} \end{array} \right.$$

Kur TR – Kopējais korporatīvās pārvaldības novērtējums, SB – padomes organizācija, MT – vadības komandas struktūra, IR – investoru attiecību kvalitāte, DI - Informācijas izklāsta kvalitāte.

Korporatīvās pārvaldības kvalitātes analīze Centrāleiropas un Austrumeiropas valstīs parādīja, ka ieviestās korporatīvās pārvaldības līmenis uzņēmumos ir diezgan augsts un salīdzinoši īsā laika periodā pēc KP koncepcijas ieviešanas attīstības valstīs daudzi uzņēmumi spēj investoriem sniegt precīzi formulētu informāciju par savu pārvaldības sistēmu. Daudzos gadījumos KP sistēmas izveides procesu spēcīgi pozitīvi vai negatīvi ietekmēja akcionārs, kam pieder kontrolpakete. Augstākos KP reitingus ir guvuši Baltijas valstu, Čehijas, kā arī Slovēnijas uzņēmumi, bet Rumānijas uzņēmumiem ir raksturīga ļoti vāja korporatīvās pārvaldības sistēma un informācijas atklātums. Lielākā daļa no analizētajiem uzņēmumiem sniedza plašu informāciju,

bet šķiet, ka padomes institūcija vēl nav labi izprasta: kavētas padomes locekļu vēlēšanas, pārāk aktīva padomes iesaistīšanās ikdienas uzņēmējdarbības vadībā, atalgojums nav saistīts ar sniegumu.

Kaut gan Centrālās un Austrumeiropas valstīs kapitāla ieguldījumu kultūra vēl tikai attīstās, investori atzīst labas korporatīvās pārvaldības vērtību. Pētījuma rezultāti pierāda hipotēzi, ka korporatīvās pārvaldības kvalitāte rada nopietnu ietekmi uz akciju ienesīgumu. Kopējais akciju ienesīguma rādītājs tika aprēķināts katrai kvartilei, kā redzams diagrammā (sk. 10. attēlu). Rezultāti rāda, ka Centrālās un Austrumeiropas valstu uzņēmumi, kuriem korporatīvās pārvaldības kvalitāte ir virs vidējā, apsteidz uzņēmumus ar vājākiem KP reitingiem. Kā redzams diagrammā pārsvars ir acīm redzams atkopšanās fāzē pēc globālās finanšu krīzes. Straujās akciju tirgu lejupslīdes un lielās neskaidrības laikā CAE reģiona investori, visticamāk, sāka novērtēt labāk pārvaldīto uzņēmumu pievienoto vērtību un ar nepietiekamu informācijas atklātumu saistīto risku.



10. att. Akciju ienesīgumi ir balstīti uz KP kvartilēm (1 kvartile - uzņēmumi ar vissliktāko KP vērtējumu, 4 kvartiles - uzņēmumi ar vislabāko KP reitingu)

Kā pētījumā tika pierādīts, korporatīvās pārvaldības faktors ir ļoti svarīgs portfeļa riska pārvaldības procesā, jo uzņēmumi ar augstākiem korporatīvās pārvaldības rezultātiem samazina akciju portfeļu nestabilitāti un beta rādītāju.

Pieņēmums, ka labas kvalitātes korporatīvā pārvaldība rada arī pozitīvu ietekmi uz uzņēmuma finansiālo sniegumu, netika pilnībā pierādīts šī pētījuma laikā. Autore savu hipotēzi balsta uz citos ģeogrāfiskos reģionos veiktiem pētījumiem un arī uz savu pētījumu, kas pierādīja

uzņēmuma tirgus snieguma atkarību no KP kvalitātes, pieņemot, ka efektīva vadība, pārdomāta padomes struktūra, pietiekams caurspīdīgums, aģentu problēmas minimizācija (Fama, 1980; Grossman & Hart, 1983) arī uzlabos uzņēmuma finanšu rādītājus.

Aprakstot 25% labākos un 25% sliktākos uzņēmumus atbilstoši KP perspektīvai pēc to finansiālā snieguma, tika atklāts, ka uzņēmumi ar labākajiem KP reitingiem ir augstāks ienesīgums par vidējo (peļņa no kapitāla, peļņas rentabilitāte, darbības naudas plūsma pret kapitālu), bet uzņēmējdarbības efektivitāte (aktīvu apgrozījums) ir zemāka par vidējo. Finansiālās stabilitātes atšķirības, rēķinot pēc pašu kapitāla īpatsvara, nebija būtiskas starp vislabāk un sliktāk pārvaldītajiem uzņēmumiem. Tādējādi uzņēmumi ar lielisku KP sistēmu nevarēja nodrošināt labāku sniegumu par vidējo.

Līdzīgus rezultātus parādīja daudzfaktoru regresijas analīze, kas tika veikta diviem dažādiem periodiem – vidējos koeficientus no 2004. līdz 2012. gadam un gada koeficientus. Otrās regresijas analīzes rezultāti ir atspoguļoti 6. tabulā, kur KP reitings un finansiālie koeficienti ir aprēķināti pa gadiem periodam 2004.–2012. gads.

6. tabula

Daudzfaktoru regresijas statistika  
(Y mainīgie – finansiālie koeficienti; gada KP reitings un finanšu rādītāji  
no 2004. līdz 2012. gadam)

Y	Saliktā R	R kvadrāts	F tests	Nozīmīgums F	Nozīmīgie neatkarīgie mainīgie (T-tests)
<b>ROE</b>	14.6%	2.1%	3.466*	0.004	KP (1.91**), DI (-2.95*)
<b>OpCF/Equity</b>	11.2%	1.2%	1.881	0.095	DI (1.86**)
<b>PM</b>	11.7%	1.4%	2.186**	0.054	SB (-1.82**), IR (-2.0*)
<b>EQ</b>	13.8%	1.9%	3.092*	0.009	KP (-1.91**), DI (-2.95*)
<b>AT</b>	14.7%	2.2%	3.492*	0.004	CG (-1.91**), MT (2.58*)

\*nozīmīgs pie  $\alpha=5\%$ ; \*\*nozīmīgs pie  $\alpha=10\%$ ;

Paskaidrojumi 6.tabulai: *ROE* – pašu kapitāla rentabilitāte, *OpCF/Equity* – pamatdarbības naudas plūsmu un pašu kapitāla attiecības rādītājs, *PM* – neto peļņas rentabilitāte, *EQ* – pašu kapitāla īpatsvars kopējos aktīvos, *AT* – aktīvu aprites koeficients.

Kopējais korporatīvās pārvaldības reitings pozitīvi ietekmē kapitāla rentabilitāti un peļņas rentabilitāti, bet tas negatīvi ietekmē finansiālo stabilitāti un uzņēmuma efektivitāti. Atsevišķu korporatīvās pārvaldības elementu ietekme izrādījās nenoteikta, tādējādi nebija iespējams izdarīt skaidrus secinājumus par to ietekmi uz finansiālo sniegumu.

Viens no pētījuma laikā apskatītajiem sarežģītājiem jautājumiem, ko aprakstījuši vairāki pētnieki (Brauns u.c. (*Brown et al.*), 2011), ir korporatīvās pārvaldības izvērtēšanas

endogenitātes problēma un tās attiecība pret uzņēmuma finansiālo sniegumu. Viens jautājums varētu šķist viltīgs – kādām jābūt neatkarīgām mainīgām (izejošiem datiem) – vai laba korporatīvā pārvaldība paaugstina uzņēmuma rentabilitāti, vai laba rentabilitāte ļauj veikt papildu investīcijas korporatīvās pārvaldības sistēmā, lai rīkotos saskaņā ar labākās prakses principiem un uzņēmums kļūtu pievilcīgāks tirgus dalībnieku acīs.

Akciju investori var atrast daudzus uzņēmumus ar lielisku ieņēmumu ticamību un efektīvu korporatīvo pārvaldību, turklāt izcilā finanšu pozīcijā, bet risks tomēr var būt saistīts ar galvenajiem īpašniekiem, kuriem lielākoties ir izšķiroša loma uzņēmuma vadībā. Attīstītajos tirgos bieži sastopama parādība ir augstāks ģimenes uzņēmumu efektivitātes līmenis un pārākums (augstākas rentabilitātes līmenis un labākais ienesīgums akciju tirgū ilgtermiņā) nekā to līdzgaitniekiem ar cita veida akcionāriem (Lī (*Lee*), 2006; Andres, 2008; Dezenders u.c. (*Desender et al.*), 2008). Empīriskie dati attiecībā uz attīstības tirgu uzņēmumiem veido citu iespaidu: labāko tirgus sniegumu rada juridisko personu īpašumi (institucionāla kontrole), toties valsts īpašuma daļa vājina kotēto uzņēmumu sniegumu (Ki u.c. (*Qi et al.*), 2000). Pētījumā par Ukrainas uzņēmumiem tika atklāts, ka iekšējie īpašnieki (darbinieki, vadītāji) veido nozīmīgu nelineāro ietekmi uz sniegumu: pozitīvs ienesīgums pie zemas īpašnieku koncentrācijas, bet negatīvs, sākot no noteikta sliekšņa, kad īpašnieku koncentrācija ir tuvu mažoritāres akcionāru klasifikācijai un vēl augstāka īpašnieku koncentrācija (Akimova & Švodiauers (*Akimova & Schwodiauer*), 2004).

Pamatīgākai uzņēmumu īpašnieku struktūras izpētei disertācijas autore piedāvā īpašnieku klasifikācijas tipoloģiju.

#### 1) Īpašnieka tips.

Lai varētu piešķirt klasifikāciju pēc noteikta īpašnieka tipa, uzņēmumam ir nepieciešams investors, kas kontrolē vismaz 10% no kopējā akciju kapitāla, un tam ir jābūt galvenajam turētājam. Tiek piedāvātas šādas grupas:

- Finansiālā: galvenais investors kontrolē uzņēmumu galvenokārt finansiālu interešu vadīts, viņu interesē akciju cenas pieaugums un dividenžu maksājumi. Parasti tās ir bankas, trasta konti, apdrošināšanas aģentūras, pensiju fondi vai investīciju sabiedrības.

- Stratēģiskā: ievērojama daļa uzņēmuma akciju pieder citam tajā pašā nozarē strādājošam uzņēmumam ar galveno biroju visbiežāk Rietumeiropā vai ASV. Šī ir ļoti ierasta telekomunikāciju, farmācijas un finanšu nozares grupu īpašība.
  - Valsts: valstij pieder nozīmīga uzņēmuma daļa. Parasti šajā gadījumā akcijas nav mainījušas īpašniekus kopš kotēšanas brīža un valsts saglabā kontroles pozīcijas (ierasts stratēģiskas nozīmes uzņēmumos).
  - Ģimenes/vadības: liela daļa uzņēmuma pieder privātpersonai, kas bieži vien ļoti aktīvi piedalās uzņēmuma vadības procesos kā valdes vai vadības komandas loceklis. Dažreiz liela daļa akciju pieder vairākiem ģimenes locekļiem, kam ir nozīmīga ietekme uz korporatīvo pārvaldību.
  - Brīvā izlaide (*free float*): uzņēmumi ar izkliedētu īpašuma struktūru. Lielākā akcionāra līdzdalība nepārsniedz 10%.
- 2) Īpašnieka atrašanās vieta. Īpašnieks tiek klasificēts kā vietējais, ja tā pastāvīgā atrašanās vieta ir uzņēmuma juridiskās adreses valstī un tā līdzdalība ir vismaz 10% no kopējā kapitāla, bet ārvalstu īpašnieka tips tiek piešķirts gadījumos, kad galvenā investora (vismaz 10% kapitāla) pastāvīgā atrašanās vieta nav uzņēmuma juridiskās adreses valstī.
  - 3) Īpašnieku koncentrācijas līmenis. Īpašumtiesību līmenis tiek klasificēts pa kategorijām kā koncentrēts (vairāk nekā 25% no kopējā kapitāla) un izkliedēts (mazāk nekā 25% no kopējā kapitāla).

Novērtējot uzņēmumus pēc to īpašnieku veida, autore izpētīja attiecības starp noteiktu īpašumtiesību tipu un to akciju ienesīgumu.

Pētījuma galvenais mērķis bija noskaidrot īpašnieku struktūras ietekmi uz akciju ienesīgumu CAE valstu akciju tirgos. Pirms pētījuma veikšanas tika izvirzīta hipotēze: galvenokārt ģimenes īpašumā esoši uzņēmumi rada augstāko alfas koeficientu. Izrādījās, ka šī Rietumeiropas un ASV tirgos piemērotā teorija nav patiesa attiecībā uz Centrālās un Austrumeiropas valstu attīstības tirgu koncepciju.

Kā liecina pētījuma rezultāti, CAE uzņēmumu īpašnieku struktūra var būt ļoti dažāda, jo ir iespējams izšķirt vairāku veidu korporatīvās īpašnieku struktūras. Līdz noteiktam līmenim tās atgādina situāciju Rietumeiropā, kur īpašnieku struktūras arī ir ļoti dažādas – spēcīga ģimenes klātesamība, finanšu un valdības uzņēmumi. ASV tirgum raksturīga izkliedētāka īpašnieku

struktūra. Ļoti reti ir gadījumi, kad ASV uzņēmumā ir vairākuma līdzdalība, vai tas būtu ģimenes vai stratēģiskais uzņēmums.

Salīdzinot akciju paketes ES uzņēmumos un CAE uzņēmumos pa nozarēm, ir iespējams saredzēt līdzības, piemēram: nozīmīga valsts klātbūtne komunālo un komunikāciju pakalpojumu nozarē, toties stratēģiskie investori ir aktīvāki tieši finanšu nozarē.

Pārbaudot dažādu akciju pakešu struktūru uzņēmumu sniegumu, tika secināts, ka uzņēmumi, kuros dominē finansiālie investori, ir labāki par visām pārējām grupām. Tas ir pretrunā autores hipotēzei un arī situācijai Rietumvalstu akciju tirgos. Ģimenes īpašumtiesības būtiski uzlabo kopējo akcionāru vērtību - tāda spēcīga tendence bija novērojama pēc krīzes, tomēr lejupslīdes fāzē ģimenes vadīti uzņēmumi nebija laba iespēja ieguldījumiem, jo tie bija lielāko zaudētāju pulkā. Finanšu krīzes laikā stabili valsts uzņēmumi spēlēja "drošās ostas" lomu. Vērtējot investora izcelsmi kā ieguldījumu faktoru, dažādās tirgus fāzēs ir jāņem vērā investīciju veikšanas pieeja: vietējie īpašnieki visvairāk iegulda augoša kapitāla tirgus apstākļos, savukārt lielākā daļa ārvalstu īpašnieku, turot uzņēmumu kontrolpaketes, padara uzņēmumus izturīgākus tirgus lejupslīdes laikā. Acīmredzot uzņēmumi ar vietējās izcelsmes īpašniekiem (ārvalstu īpašnieki ir mazākumā) pieredzēja ievērojamu kapitāla aizplūdi, jo Rietumu investori panikā bēga radušās likviditātes nepietiekamības dēļ. Turpretī uzņēmumos, kuros ārvalstu īpašniekiem pieder kontrolpakete, viņi krīzes laikā nepārdeva savas akcijas un padarīja uzņēmumus stabilākus.

Ieteicams investēt uzņēmumos tad, kad noteikts investors atrodas kontroles pozīcijās, t. i., ar vairāk nekā 25% akciju kapitāla, kas racionalizē lēmumu pieņemšanas procesu un acīm redzamu uzņēmuma vadības nepieciešamību CAE valstu dinamiskajā vidē.

Pētījuma autore analizēja arī īpašnieku struktūras ieguldījumu uzņēmuma finansiālā snieguma rādītājos. Augstu kapitāla rentabilitāti demonstrēja uzņēmumi ar stratēģiskā vairākuma kontrolpaketi, kā arī valdības vairākuma kontrolpaketi.

## 5. AKCIONĀRU KAPITĀLA VĒRTĪBAS ILGTSPĒJĪBAS MODEĻA IZVEIDE UN APROBĒŠANA CAE VALSTU AKCIJU TIRGOS

*Daļas apjoms ir 25 lappuses, tajā ir iekļauti 17 attēli un 13 tabulas.*

Uzņēmumi, kas pārspēj tirgus rādītājus, regulāri nonāk investīciju dīleru, fondu vadītāju, kā arī privāto investoru redzeslokā, lai sasniegtu labākus rezultātus. Notiek dažādas profesionālās un akadēmiskās diskusijas, referāti un pētījumi *lapis philosophorum* (filozofiskā akmeņa) meklējumos, lai atklātu uzņēmumu raksturlielumus, kas nodrošinātu ilgtspējīgu akcionāru kapitāla vērtību, kas būtu lielāka nekā vidēji tirgū. Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības faktori šajā disertācijā tika vērtēti, aplūkojot akciju ienesīgumu gan labākos, gan vājākos CAE uzņēmumos, kuri 5 gadus no astoņiem spēja nodrošināt augstāko vai zemāko ienākumu.

Ņemot vērā iegūtos rezultātus par uzņēmuma raksturlielumiem, kas ilgtermiņā spēja nodrošināt akcionāru kapitāla vērtību, kas pārsniedz vidējo līmeni tirgū, promocijas darba autori bija iespējams izstrādāt CAE investoriem tādu akciju investēšanas stratēģiju, kas ļautu ilgtermiņā sasniegt labākus rezultātus. Akciju atlase jāveic saskaņā ar šādiem faktoriem:

- Labāk investēt farmācijas un mazumtirdzniecības sektoros, izvairoties no finanšu un mediju nozares sektoriem;
- Lielākie uzņēmumi, visticamāk, kļūs par ilgtspējīgiem augstu rezultātu sniedzējiem;
- Par labāku atzīstama investēšana Polijas un Lietuvas akciju tirgos (biržas pamatsaraksta ietvaros), izvairoties no investīcijām Ungārijas, Latvijas un Slovēnijas tirgos;
- Jāizvēlas uzņēmumi ar augstu rentabilitāti, kas ir aprēķināma pēc izmantotā kapitāla rentabilitātes (ROCE) vai pamatdarbības naudas plūsmas virs pašu kapitāla;
- Uzņēmumi ar salīdzinoši konservatīvu bilanci un ar zemāku parādu slogu ir tie, kas ilgtermiņā nodrošina augstākus rezultātus nekā vidējie.
- Arī augstāku finansiālo rezultātu sasniegšanas ticamība (zemāks uzkrājumu līmenis) nodrošina vērtības ilgtspējību ilgākā laika periodā.
- Jāpievērš uzmanība labi vadītiem uzņēmumiem, kas nodrošina labāku informācijas atklātumu un ir caurspīdīgāki, tādējādi arī uzticamāki;
- Atlasot uzņēmumus ilgtermiņa stratēģijas akciju portfelim CAE attīstības valstu tirgū, ieteicamāka ir koncentrētāka īpašnieku struktūra.

Pētījums par CAE akciju tirgus ilgtspējīgi labākajiem un vājākajiem uzņēmumiem tika koncentrēts uz vairāku kvantitatīvo un kvalitatīvo aspektu atšķirībām šajos divos uzņēmumu tipos. Lielākajā daļā gadījumu šīs atšķirības izrādījās ļoti nozīmīgas, tādējādi nodrošinot iespēju attīstīt investīciju stratēģiju CAE akciju tirgos, lai ilgtermiņā dažādās tirgus fāzēs sasniegtu augstus rezultātus.

Nemot vērā visus iepriekšējos pētījuma rezultātus un iegūtos datus, tika izstrādāts akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības modelis investīciju ieguldīšanai CAE akciju tirgū, Baltijas valstu akciju tirgū un trijos likvidākos CAE akciju tirgos – Polijā, Čehijā un Ungārijā. 7. tabulā attēloti faktori, kas tiek ņemti vērā, lai sasniegtu akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību CAE akciju tirgos.

7. tabula

Akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību ietekmējošie faktori, kas atlasīti akciju portfeļa izvēlei

Rādītājs		Mērijumu koncepcija
<b>Vispārpieņemtie akciju turētāju vērtības ilgtspējības faktori attīstītajos tirgos</b>		
ROE	Pašu kapitāla rentabilitāte	Kapitāla rentabilitāte
OpCF/Equity	Pamatdarbības naudas plūsmu un pašu kapitāla attiecības rādītājs	Kapitāla rentabilitāte (naudas plūsma)
ROCE	Peļņa no izmantotā kapitāla	Ieguldītā kapitāla rentabilitāte
DE	Parāds pret pašu kapitālu	Finansiālā stāvokļa stabilitāte
SE	Kapitāla pietiekamība	Kapitāla finansējuma pietiekamība
NDA	Neto parāds pret aktīviem	Neto parāda pozīcija
<b>Jaunieviestie akcionāru vērtības (SHV) ilgtspējības faktori</b>		
KP	Korporatīvā pārvaldība	Korporatīvās pārvaldības kvalitāte
Accr	Uzkrājumu līmenis	Peļņas kvalitāte
Own	Īpašnieku struktūras koncentrācija	Īpašumtiesību koncentrācija (galvenais akcionārs kontrolē >25% kapitāla)

Apskatot katru faktoru kā noteiktu portfeļa veidošanas kritēriju, tas tiek pārbaudīts robežās, kas izskaidrotas un apskatītas darba turpinājumā portfeļa veidošanas daļā. Portfeļa atlasei izmantotie fundamentālās analīzes faktori (ROE, OpCF/Equity, ROCE, DE, SE, NDA) tika apskatīti, par pamatu ņemot ceturkšņa bāzi ar divu mēnešu nobīdi pret mēneša akciju cenas izmaiņām (lai pārlicinātos, ka rezultāti ir publicēti un pieejami tirgus dalībniekiem). Kaut gan uzkrājumu rādītāji mainījās pa ceturkšņiem, tie tika ņemti vērā ar 2 gadu nobīdi, kas tiek uzskatīts par visoptimālāko nobīdes ilgumu, lai nodrošinātu portfeļa ienesīgumu, kas pārsniedz



vidējos rādītājus tirgū. Korporatīvās pārvaldības reitinga un īpašuma struktūras koncentrācijas līmeņa novērtējums tika veikts pa gadiem.

Daļējs akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības modelis ir sniegts 8–19 formulās (kopējo modeli var apskatīt promocijas darba pielikumā S), attiecinot izpētītus jēdzienus uz noteiktiem kritērijiem, saskaņā ar kuriem jāizvēlas uzņēmumi.

Akciju portfeļa kopējais ienesīgums ir ilgtspējīgs, ja portfeļa uzņēmumi ir atlasīti pēc šādiem kritērijiem:

$$\{ROE; DE; CG; Accr; Own\} \in A_1^{(1)}, \quad (8)$$

$$\{ROE; SE; CG; Accr; Own\} \in A_2^{(1)}, \quad (9)$$

$$\{ROE; NDA; CG; Accr; Own\} \in A_3^{(1)}, \quad (10)$$

$$\left\{ \frac{OpCF}{Equity}; DE; CG; Accr; Own \right\} \in A_1^{(2)}, \quad (11)$$

$$\left\{ \frac{OpCF}{Equity}; SE; CG; Accr; Own \right\} \in A_2^{(2)}, \quad (12)$$

$$\left\{ \frac{OpCF}{Equity}; NDA; CG; Accr; Own \right\} \in A_3^{(2)}, \quad (13)$$

$$\{ROCE; DE; CG; Accr; Own\} \in A_1^{(3)}, \quad (14)$$

$$\{ROCE; SE; CG; Accr; Own\} \in A_2^{(3)}, \quad (15)$$

$$\{ROCE; NDA; CG; Accr; Own\} \in A_3^{(3)}, \quad (16)$$

where

$$A_1^{(1)} = \left\{ \begin{array}{l} ROE > \text{median}(ROE_1, ROE_2, \dots, ROE_N) \\ DE < \text{median}(DE_1, DE_2, \dots, DE_N) \\ CG > 8 \\ Accr < \text{median}(Accr_1, Accr_2, \dots, Accr_N) \\ Own = \text{concentrated} \end{array} \right\}, \quad (17)$$

$$A_2^{(1)} = \left\{ \begin{array}{l} ROE > \text{median}(ROE_1, ROE_2, \dots, ROE_N) \\ SE > \text{median}(SE_1, SE_2, \dots, SE_N) \\ CG > 8 \\ Accr < \text{median}(Accr_1, Accr_2, \dots, Accr_N) \\ Own = \text{concentrated} \end{array} \right\}, \quad (18)$$

$$A_3^{(1)} = \left\{ \begin{array}{l} ROE > \text{median}(ROE_1, ROE_2, \dots, ROE_N) \\ NDA < \text{median}(SE_1, SE_2, \dots, SE_N) \\ CG > 8 \\ Accr < \text{median}(Accr_1, Accr_2, \dots, Accr_N) \\ Own = \text{concentrated} \end{array} \right\}, \quad (19)$$

Kur

- Kapitāla rentabilitātes rādītāji: ROE – Pašu kapitāla rentabilitāte, OpCF/Equity – Pamatdarbības naudas plūsmu un pašu kapitāla attiecības rādītājs, ROCE – Peļņa no izmantotā kapitāla;
- Finansiālās stabilitātes proporcijas: DE – Parāds pret pašu kapitālu, SE – Pašu kapitāla pietiekamība, NDA – Neto parāds pret aktīviem;
- Korporatīvās pārvaldības kvalitāte: KP – Korporatīvās pārvaldības reitings;
- Ieņēmumu kvalitātes reitings: Accr – Uzkrājumu līmenis;
- Īpašumtiesību veids: Own – Īpašumtiesības.

Lai izveidotu akciju portfeli, piedāvātie kritēriji modeļa ietvaros kā atlases kritēriji ir jāpiemēro katrai akcijai ik mēnesi. Portfeļa sastāva pārskats, kas ietver tirgus skrīningu, notiek katru mēnesi, lai sasniegtu ilgspējīgus rezultātus. Lielākajā daļā gadījumu akciju izvēle portfelim atbilstoši modelim ir atkarīga no tirgus mediānas, ko, salīdzinot ar tirgus vidējo vērtību, neietekmē pārāk augsta vai zema vērtība un kura ir arī dinamiska, tādējādi ļauj pielāgoties tirgus apstākļiem kādā noteiktā laika brīdī. Akciju atlase pēc kapitāla rentabilitātes un bilances stabilitātes dimensijām ir jāveic saskaņā ar vienu no trim piedāvātajiem rādītājiem, kas visi uzrādīja pastāvīgi augstus rezultātus ilgspējīga ienesīguma nodrošināšanā. Labāko kritēriju kombināciju iespējams noteikt testēšanas procesā. Korporatīvās pārvaldības kritēriji neļauj portfelī iekļaut vāji pārvaldītus uzņēmumus, kuru korporatīvās pārvaldības reitings ir 8 un zemāks. Tas nodrošina pozitīvu ietekmi uz riska un peļņas attiecību. Uzkrājumu līmeņa vērtēšana, kas paredz 2 gadu laika nobīdi, arī pozitīvi ietekmē akciju portfeļa ienesīgumu ilgtermiņā. Īpašnieku struktūras tipu pētījuma rezultāti pierādīja, ka portfeļa atlases pievienotā vērtība, spriežot pēc īpašnieku struktūras tipa, ir lielāka, ja uzņēmuma īpašnieku struktūrai ir noteikta koncentrācija. Tādējādi tā arī tika ietverta kā akciju portfeļa izveides kritērijs, lai uzlabotu akciju portfeļa ienesīgumu un samazinātu sistemātisku risku.

8. tabulā tiek piedāvātas vairākas atlasīto faktoru kombinācijas kapitāla portfeļa izveidei, kas arī varētu ģenerēt ilgtspējīgu ienesīgumu, labāku nekā kopējais CAE kapitāla tirgus ienesīgums. Vispirms tika pārbaudīti atsevišķi kritēriji, kas atbilst tradicionālajiem attīstīto tirgu pamatprincipu analīzes faktoriem.

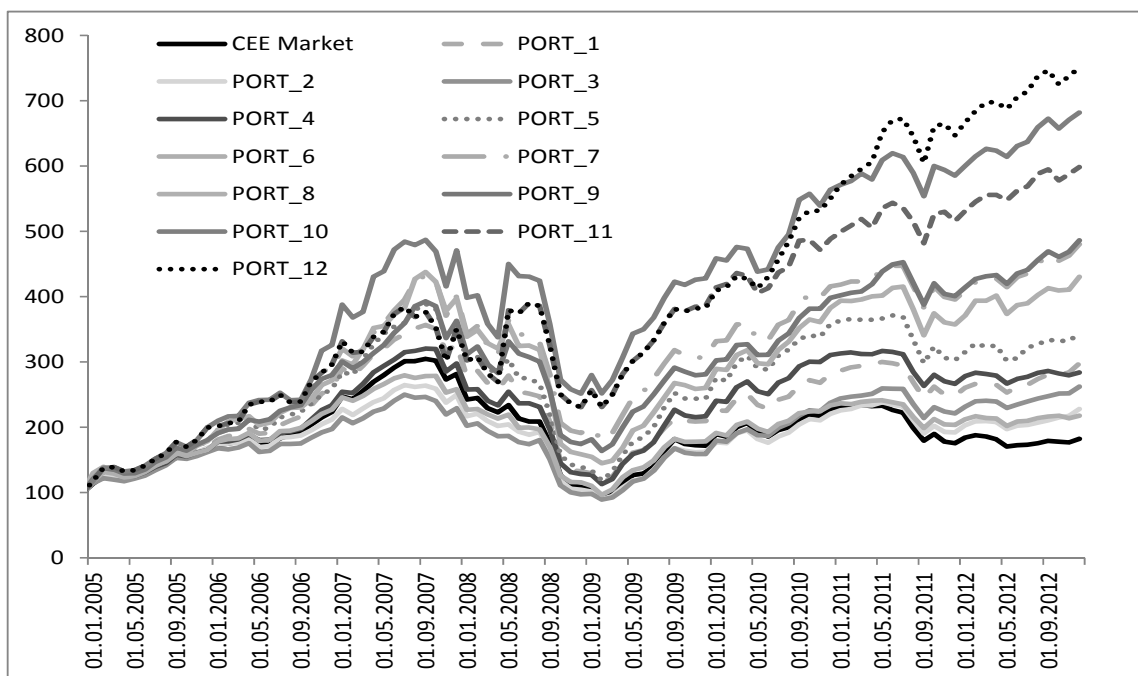
8. tabula

Modelētie portfeļi akcionāru vērtības ilgtspējībai CAE kapitāla tirgū

Portfelis	Kritēriji	TSR indeksa vērtība	Gada ienesīgums	Mēneša svārstīgums	Beta	Šarpa koeficients (r <sub>f</sub> =4%)	Vidējais uzņēmumu skaits
CAE tirgus	-	182.29	8.96%	6.7%	1	0.74	116
PORT_1	ROE > mediāna	297.48	16.85%	6.7%	0.98	1.90	48
PORT_2	OpCF/Equity > mediāna	228.03	12.50%	6.3%	0.92	1.34	48
PORT_3	ROCE > mediāna	262.24	14.77%	6.2%	0.89	1.74	37
PORT_4	DE < mediāna	283.88	16.07%	6.7%	0.97	1.80	47
PORT_5	SE > mediāna	343.83	19.29%	7.3%	1.05	2.09	36
PORT_6	NDA < mediāna	217.86	11.77%	6.3%	0.91	1.24	47
PORT_7	ROE > mediāna; DE < mediāna	480.34	25.13%	6.8%	0.92	3.11	20
PORT_8	ROE > mediāna; SE > mediāna	430.20	23.18%	7.6%	1.02	2.54	28
PORT_9	ROE > mediāna; DE < mediāna; CG < 8	486.30	25.35%	6.7%	0.90	3.21	23
PORT_10	ROE > mediāna; DE < mediāna; Accr < mediāna	681.85	31.55%	7.8%	0.91	3.55	12
PORT_11	ROE > mediāna; DE < mediāna; Accr < mediāna; Own - koncentrācija	598.29	29.12%	7.8%	0.85	3.22	10
PORT_12	ROE > mediāna; DE < mediāna; Accr < mediāna; Own - konc.; CG < 8	750.78	33.37%	7.7%	0.83	3.79	10

Būtībā tie visi bija veiksmīgi tāda portfeļa izveidē, kas sniedza augstākos rādītājus tirgū ilgtermiņa periodā. Vislabāko sniegumu, ņemot vērā tikai 1 kritēriju, nodrošināja portfelis PORT\_5, kura veidošanas galvenais noteikums bija kapitāla pietiekamības faktors, bet portfelis bija ierobežots uzņēmumu skaita ziņā. Zemāko sistemātisko risku demonstrēja akciju portfelis PORT\_3, kurš tika veidots saskaņā ar ROCE rādītāju, kas pamatā nozīmē banku sektora izslēgšanu.

Portfeļa veidošanā kopā labi darbojas ROE un DE, kas spēj sasniegt daudz augstāku ienesīgumu nekā portfeļi, kuri tika veidoti, atlasēs procesā izmantojot tikai vienu atsevišķu kritēriju. Kad portfeļa atlasei tika pievienotas finanšu tirgos salīdzinoši jaunās koncepcijas, piemēram, korporatīvās pārvaldības kvalitātes reitings, uzkrājumu līmenis un īpašnieku struktūras koncentrācija, portfeļa sniegums ievērojami uzlabojās, bet sistemātiskais risks – beta koeficients - samazinājās. Grafiskais attēlojums (sk. 11. attēlu) parāda to, ka kombinācijas ar jaunajiem jēdzieniem nodrošināja lieliskus rezultātus 2008. gada finanšu krīzes pārvarēšanā akciju pārdošanas jomā, mīkstinot tirgus kritumu. Ņemot vērā peļņas zemas kvalitātes risku portfeļa veidošanas procesā, bija iespējams sasniegt augstākos rezultātus ilgtermiņā, kas bija vērojami dažādās tirgus fāzēs (PORT\_10).



11. att. Modelēto portfeļu TSR rādītāji, balstoties uz faktoru kombināciju CAE kapitāla tirgū

Kad kritēriju kombinācija, kas izmantota PORT\_10 uzbūvei, tika papildināta ar korporatīvās pārvaldības kvalitātes un īpašnieku koncentrācijas līmeņa kritērijiem, tas riskaun ienesīguma attiecību uzlaboja vēl vairāk (PORT\_12).

Diagramma (sk. 11. attēlu) atspoguļo fundamentālās kvantitatīvās un kvalitatīvās analīzes nozīmes pieaugumu pēc krīzes, kas pierāda, ka pieaugusi daudzpusīgas analīzes izmantošana akciju portfeļa izveidošanā. Turklāt tirgus dalībnieku veiktā akciju izvēle nenoliedzami balstās uz pieaugošo izglītības līmeni un krīzes laikā gūtajām mācībām.

## SECINĀJUMI UN PRIEKŠLIKUMI

Doktora darba izstrādes procesā akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējības jautājuma aktualitāte Centrālās un Austrumeiropas kapitāla tirgos tika pierādīta ar to, ka notiek kapitāla uzkrāšana un tādējādi ieguldījumu pieaugums kapitāla tirgū ar mērķi gūt ilgtermiņa peļņu. Autores izstrādāto akcionāru kapitāla vērtības modeli un sniegtos priekšlikumus par CAE kapitāla tirgū piemēroto investīciju politiku var izmantot ieguldījumu profesionāļi un privātie investori ar mērķi palielināt peļņu, pakļaujot sevi zemam vai mērenam riskam, kā arī korporatīvie vadītāji, kas, sekojot ierosinājumiem, var ievērojami paaugstināt uzņēmuma pievilcību investoru acīs un tādējādi paaugstināt arī kopējo korporatīvo vērtību.

Balstoties uz veikto pētījumu rezultātiem, autore ir izdarījusi šādus secinājumus:

1. Analizējot neskaitāmās debates starp akcionāru un ieinteresēto pušu teoriju atbalstītājiem, autore secina, ka korporatīva uzņēmuma galvenais mērķis ir akcionāru kapitāla vērtības maksimizēšana ilgtermiņā, ņemot vērā arī ieinteresēto pušu intereses. Toties CAE uzņēmumu misiju analīze parāda salīdzinoši zemu iesaistīšanos akcionāru kapitāla vērtības veidošanā, bet tie, kas akcionāru kapitāla vērtību izvirzījuši par savu galveno misiju, uzrāda akciju ienesīgumu, kas augstāks par vidējo.
2. Attīstības un attīstīto tirgu akadēmisko pētījumu kvalitatīvā un kvantitatīvā satura analīze parādīja, ka galvenie akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību ietekmējošie faktori ir šādi: kapitāla vadība, finanšu rezultāti, stratēģiskie ieguldījumi, peļņas kvalitāte, korporatīvā sociālā atbildība (SCR) un ieinteresēto pušu interešu ievērošana. Tika arī secināts, ka laika gaitā mainās ietekmējošo faktoru nozīmīgums, tādējādi korporatīvās pārvaldības un peļņas kvalitātes svarīgums palielinājās pēc 2001. gada korporatīvajiem skandāliem un nesenās finanšu krīzes. Tā sauktie tradicionālie faktori (rentabilitāte, finanšu stabilitāte), lai gan tiek ļoti plaši izmantoti analītiķu vidū, kļuvuši par fonu turpmākām analīzēm, kas ietver jaunieviestus fundamentālās analīzes faktoros.
3. Intervijas ar CAE valstu akciju fondu vadītājiem par akcionāru kapitāla vērtības ilgtspējību ietekmējošajiem faktoriem apstiprināja satura analīzes pētījumā iegūtos rezultātus, minēja gan tradicionālo, gan jaunieviesto faktoru svarīgumu portfeļa veidošanas procesā, pievienojot atlasei arī biznesa modeļa faktoru.
4. Tirgus izpēte Centrālās un Austrumeiropas reģionā parādīja, ka ilgtermiņa kapitāla ieguldījumi CAE atmaksājas ātrāk nekā investīcijas attīstītajos Eiropas kapitāla tirgos un

riska un peļņas attiecība saskaņā ar Šarpa koeficientu šķiet daudz pievilcīgāka, kaut gan apjomi ir ievērojami un likviditāte CAE akciju tirgos ir daudz zemāka, salīdzinot ar attīstītajiem tirgiem, jo nacionālajā ekonomikā kapitāla formēšanas mērķiem biržas ietekme joprojām nav īsti nozīmīga.

5. CAE kapitāla tirgu izpētes rezultāti akcentēja vairākas problēmas, ar kurām šajā reģionā var sastapties kapitāla ieguldītāji: zema informācijas kvalitāte (it īpaši Rumānijā un Horvātijā); likumdošana vēl nav stabila; zems atsevišķu akciju un atsevišķu valstu akciju tirgus likviditātes līmenis; sākotnējo un otrreizējo publisko piedāvājumu neveiksmes finanšu rezultātu zemas ticamības un pārvērtētas piedāvājumu cenas dēļ; zema fundamentālās analīzes pievienotā vērtība pirms finanšu krīzes un tirgus novērtēšanas rādītāju nenozīmīgā loma, it īpaši attiecībā uz akcijas cenas pret bilances vērtību (P/B) rādītāju (analīzes periodā daudzi uzņēmumi bankrotēja, tādējādi, tuvojoties bankrota stāvoklim, uzrādīja ļoti zemu P/B).
6. Tika secināts, ka ekonomiskās pievienotās vērtības (EVA) dinamika, pašu kapitāla ienesīgums (ROE) un saimnieciskās darbības naudas plūsma pret pašu kapitālu (OpCF/Equity) ievērojami ietekmē akcionāru kapitāla vērtību, tādējādi tos iespējams izmantot kā akciju izvēles kritērijus, tomēr ieteicams tos kombinēt ar citiem faktoriem, lai sasniegtu augstāko ienesīgumu.
7. Konservatīvās bilances – augsta pašu kapitāla finansēšanas daļa un zems parādu līmenis – pozitīvi ietekmē uzņēmuma tirgus un ekonomisko sniegumu, tādējādi to nevar neievērot, lai atlasītu noturīgi veiksmīgos uzņēmumus akciju ienesīguma ziņā.
8. CAE uzņēmumu peļņas kvalitātes pētījums atklāja, ka ir ļoti augsta iespējamība, ka CAE uzņēmumi pielieto "kreatīvās grāmatvedības" praksi un tāpēc finanšu rezultātu ticamība varētu būt zemā līmenī, kas parasti nozīmē peļņas samazinājumu nākotnē. Pielietojot uzkrājumu līmeņa rādītāju un neto peļņas salīdzinājumu ar darbības naudas plūsmu, tika atklāts iespējamo "manipulētāju" nestabilais akciju ienesīgums: izaugsme pirmajā gadā un pēc tam ievērojams kritums nākamajos gados. Rezultātā uzņēmumi ar iepriekš zemu manipulāciju iespējamību pārspēj uzņēmumus, kuriem ir zema rezultātu ticamība.
9. CAE uzņēmumi demonstrē labas korporatīvās pārvaldības sistēmas, rīkojoties saskaņā ar ieteicamo visā pasaulē pieņemto korporatīvās pārvaldības praksi un paaugstinot investoru attiecību kvalitāti un informācijas izpaušanas kvalitāti. Šie uzlabojumi pozitīvi

atspoguļojas CAE uzņēmumu radītajā akcionāru kapitāla vērtībā – kvartiles analīze un lineārās regresijas pētījums sniedz pierādījumu pozitīvajai attiecībai starp kopējo akciju ienesīgumu (TSR) un korporatīvo pārvaldību. Vēl vairāk, labi vadīti uzņēmumi spēj samazināt akciju portfeļa riska pakāpi.

10. Īpašnieku struktūras empīriskais pētījums atklāja, ka ģimenes uzņēmumu akcionāri CAE reģionā nav izdevīgā stāvoklī, salīdzinot ar situāciju attīstītajos tirgos, jo tie nevar sniegt pastāvīgi augstāku akciju ienesīgumu par tirgus vidējo. Labākus rezultātus uzrādīja tie uzņēmumi, kuru akcionāri galvenokārt iegulda finanšu nolūkā. Turklāt ir ieteicams izvēlēties uzņēmumus, kuru galvenais akcionārs ir vietējais un kam pieder vairāk nekā 25% no kopējā kapitāla.
11. Pētījums par uzņēmumu ilgtermiņa labāko un vājāko sniegumu ļāva noteikt katras grupas raksturīgās īpašības un izstrādāt ilgtermiņa stratēģiju ilgtermiņa alfas koeficienta radīšanai. Iegūtie rezultāti un stratēģija apstiprinājās akcionāru kapitāla vērtības ilgtermiņa modeļa veidošanas procesā un arī tā aprobācijā, kas pamatoja fundamentālajā analīzē izmantotos tradicionālos un jaunieviestos vērtību veicinošos faktoros.

Ņemot vērā pētījuma rezultātus, autore sniedz šādus priekšlikumus:

*Institucionālajiem un privātajiem investoriem:*

1. Piemērot autores izstrādāto investīciju stratēģiju un investēšanas modeli akciju atlases metodoloģijai CAE kapitāla tirgu ietvaros, lai sasniegtu akcionāru kapitāla vērtības ilgtermiņa pieaugumu.
2. Izmantot pētījuma rezultātus par akciju kopējo ienesīgumu ietekmējošajiem fundamentālajiem faktoriem (vispārpieņemtiem attīstītajos un attīstības tirgos), lai ilgtermiņā sasniegtu augstāku portfeļa vērtību.
3. Finanšu rezultātu manipulāciju atklāšanai izmantot autores sniegto un aprobēto metodoloģiju, lai novērtētu finanšu rezultātu kvalitāti un izmantotu to akciju atlases procesā, nodrošinot ilgtermiņa pieaugumu.
4. Izveidoto korporatīvās pārvaldības kvalitātes novērtēšanas modeli izmantot korporatīvās pārvaldības sistēmas kvalitātes novērtēšanai noteiktā uzņēmumā, lai varētu izslēgt vāji pārvaldītus uzņēmumus, tādējādi paaugstinot kapitāla portfeļa rezultātus un samazinot tā pakļautību riskam.



*Korporatīvajiem vadītājiem:*

5. Piemērot kapitāla pārvaldības politikas rekomendētajai praksei, kas nosaka konservatīvu bilanci un samazinātu nodokļu slogu, lai nodrošinātu naudas rezerves, kā arī uzņēmuma kā investīciju mērķa pievilcību akciju investoru acīs. Turklāt, kā tika noskaidrots pētījumu gaitā, zems parādu līmenis ir cieši saistīts ar uzņēmuma rentabilitāti.
6. Ieguldījumi korporatīvajā pārvaldībā un sistēmas pielāgošana labākās korporatīvās pārvaldības prakses rekomendācijām atmaksāsies ilgtermiņā. Uzņēmuma vērtību ir iespējams paaugstināt, uzlabojot korporatīvās pārvaldības kvalitāti.

*Studiju programmu autoritātēm:*

7. Papildināt RTU IEVF bakalaura un maģistra līmeņa programmu kursu saturu ar disertācijā analizēto problēmu rezultātiem. Piedāvāt RTU IEVF studentiem izmantot promocijas darbā veikto pētījumu rezultātus, izstrādājot bakalaura un maģistra darbus.

*Vietējiem CAE finanšu tirgu regulatoriem:*

8. Finanšu tirgus regulatora ietvaros veidot darba grupu, kas būtu atbildīga par kotēto uzņēmumu peļņas pārvaldības un finanšu rezultātu ticamības kontroli, lai novērstu risku izmantot “grāmatvedības trikus”, tādējādi aizsargājot akciju tirgus investorus un citas iesaistītās personas no apjomīgiem zaudējumiem un palielinātu finanšu atskaišu caurspīdīgumu.