

LATVIJAS UNIVERSITĀTE
BIZNESA, VADĪBAS UN EKONOMIKAS FAKULTĀTE
FINANŠU UN GRĀMATVEDĪBAS NODAĻA

**NASDAQ BALTIC KAPITĀLA UN PARĀDA VĒRTSPAPĪRU
TIRGUS UN TĀ ATTĪSTĪBAS IESPĒJAS**

Nasdaq Baltic Equity and Debt Securities Market
and its Development Options

BAKALAURA DARBS

Ekonomikas bakalaura studiju programma
Finanses un kredīts apakšprogramma

Autors: **Kaspars Augulis**

Studenta apliecības Nr.: ka13045

Darba vadītāja: Dr.ekon., asoc. profesore Irina Solovjova

RĪGA 2020

ANOTĀCIJA

Bakalaura darba tēma ir „*Nasdaq Baltic* kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus un tā attīstības iespējas”.

Temata aktualitāti autors pamato ar relatīvi zemo vērtspapīru tirgus kapitalizāciju Latvijā un Baltijā kopumā, tirgus nozīmi valstu tautsaimniecībā un tā ietekmi ekonomiskās izaugsmes nodrošināšanā.

Bakalaura darbā tiek analizēts akciju un parāda vērtspapīru tirgus teorētiskie aspekti un to nozīme ekonomikā, sākotnējā publiskā vērtspapīru piedāvājuma nozīme un sekundārais vērtspapīru tirgus. Tiek izpētīta Latvijas vērtspapīru tirgus līdzšinējā attīstība līdz *Nasdaq Baltic* izveidei, analizējot kopējo *Nasdaq Baltic* emitentu struktūru, akcentējot Latvijas tirgus daļu, identificējot un klasificējot kvantitatīvos un kvalitatīvos faktorus, kuri būtiski ietekmē *Nasdaq Baltic* vērtspapīru tirgus darbību un tā attīstības tendences.

Bakalaura darba mērķis ir pamatojoties uz statistisko datu analīzi, veikt *Nasdaq Baltic* vērtspapīru tirgus attīstības un tā dalībnieku struktūras izpēti, identificēt vērtspapīru tirgus ietekmējošo faktoru raksturu un ietekmi, izstrādāt priekšlikumus *Nasdaq Baltic* kopējā tirgus tirgus attīstības pilnveidošanai nākotnē.

Darbs sastāv no 95 lappusēm un ietver 26 attēlus, 5 tabulas, un 1 formulu. Literatūras sarakstā ir 108 avoti.

Atslēgas vārdi: *kapitāla tirgus, finansējuma piesaiste, Nasdaq Baltic, akciju emisija, korporatīvo obligāciju emisija, parāda vērtspapīru tirgus, IPO, akciju tirgus kapitalizācija.*

ABSTRACT

The Bachelor's thesis is “*Nasdaq Baltic* Equity and Debt Securities Market and its Development Options”.

Topic's relevance is based on the relatively small capitalization of equity and debt securities market environment in Latvia and in the Baltic region as well, market's influence on macroeconomics and impact on ensuring economic growth.

Thesis contains the theoretical analysis of the frameworks measuring capital and debt securities market, initial and second public offering securities market significance, the development of the securities market in Latvia, and analyzing the overall structure of *Nasdaq Baltic* issuers to identify and classify quantitative and qualitative determinants that significantly affect the *Nasdaq Baltic* securities market and its development trends in future.

The aim of the bachelor's thesis, based on the analysis of statistical data, is to identify the development of the *Nasdaq Baltic* equity and debt securities market and the structure of its participants, to identify the nature and impact of the determinants influencing the securities market, to determine recommendations for actions needed for the development and future prospects for the *Nasdaq Baltic* market.

The thesis consists of 95 pages, and includes 26 figures, 5 tables, 1 formula. The literature list contains of 108 sources.

Keywords: *equity market, financing, Nasdaq Baltic, stock issue, corporate bond issue, debt securities market, IPO, market capitalization.*

SATURA RĀDĪTĀJS

ANOTĀCIJA.....	2
ABSTRACT	3
SATURA RĀDĪTĀJS.....	4
APZĪMĒJUMU SARAKSTS.....	5
IEVADS	6
1. VĒRTSPAPĪRU TIRGUS TEORĒTISKIE ASPEKTI.....	10
1.1. Vērtspapīru tirgus un tā nozīme kā finanšu sistēmas segmentam	10
1.2. Vērtspapīru tirgus instrumentu veidi.....	16
1.3. Vērtspapīru tirgus struktūra.....	31
1.4. Latvijas vērtspapīru tirgus vēsturiskā attīstība un Nasdaq Baltic izveide	38
2. NASDAQ BALTIC VĒRTSPAPĪRU TIRGUS ANALĪZE	44
2.1. Nasdaq Baltic vērtspapīru sarakstu struktūra	44
2.2. Kapitāla vērtspapīru tirgus segments	45
2.3. Parāda vērtspapīru tirgus segments.....	54
2.4. Alternatīvais First North tirgus	62
3. NASDAQ BALTIC VĒRTSPAPĪRU TIRGUS ATTĪSTĪBAS PERSPEKTĪVAS	67
3.1. Nasdaq Baltic vērtspapīru tirgus attīstību ietekmējošie faktori.....	67
3.2. Nasdaq Baltic tirgus attīstību veicinošie pasākumi	73
SECINĀJUMI	83
PRIEKŠLIKUMI	86
IZMANTOTĀ LITERATŪRA UN AVOTI.....	88

APZĪMĒJUMU SARAKSTS

CMU	–	Capital Markets Union
EC	–	European Commission
ECB	–	European Central Bank
EK	–	Eiropas Komisija
EP	–	European Parliament
ES	–	Eiropas Savienība
FKTK	–	Finanšu un kapitāla tirgus komisija
EPRS	–	European Parliamentary Research Service
FSAP	–	Finanšu sektora attīstības padome
IKP	–	Iekšzemes kopprodukts
LB	–	Latvijas Banka
LCD	–	Latvijas Centrālais depozitārijs
MVU	–	Mazie un vidējie uzņēmumi
Nasdaq Baltic	–	<i>Nasdaq Tallinn, Nasdaq Riga un Nasdaq Vilnius</i> kopējais Baltijas tirgus
Nasdaq CSD	–	<i>Nasdaq</i> Centrālais vērtspapīru depozitārijs
NFC	–	Non-finance corporations
OECD	–	The Organization for Economics Co-operation and Development
SUERF	–	The European Money and Finance Forum
YTM	–	Yield to Maturity

IEVADS

Bakalaura darba tēma ir „*Nasdaq Baltic* kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus un tā attīstības iespējas”.

Bakalaura darba tēmas aktualitātes pamatojums. Tirgus finansējuma bāzētas ekonomikas priekšnoteikums ir likvīda un efektīva kapitāla tirgus klātbūtne. Advancēts kapitāla un vērtspapīru tirgus ļauj diversificēt kredītēšanas institucionālā segmenta struktūru, paaugstinot finanšu kapitāla plūsmu investoru un vērtspapīru emitentu starpā un uzlabot finanšu kapitāla cirkulācijas un atdeves koeficientu tautsaimniecībā kopumā. Aktīva finanšu tirgus vide paver plašas iespējas uzkrājumu efektīvākai un dinamiskākai izmantošanai, kas sevišķi aktuāli zemo procentu likmju apstākļos dažādas kategorijas investoriem. Uzņēmējiem tas dažādo ārējā finansējuma piesaistes formas un iespējas.

Latvijā, vērtspapīru tirgus attīstības tendences jāskata ciešā sakarībā ar kopējo Baltijas vērtspapīru tirgus statistiku. Vērtspapīru tirgus kapitalizācijas apjomi pret IKP vērtējami kā zemi, ES dalībvalstu vidū. Pēc Finanšu krīzes 2008.gadā, tirgus kapitalizācijas līmenis piedzīvoja strauju kritumu no 6,975% no IKP 2009.gadā līdz 3,841% no IKP 2012.gadā, pēc tam stabilizējoties tā svārstību amplitūdai, ko veicināja ES ietvaros realizētās finanšu politikas konsekventā rīcība, piemēram: (CMU)¹vadlīniju izstrādāšana, korporatīvā finansējuma iespēju uzlabošanai. Lai gan, no 2013. – 2015.gadam, bija vērojama kapitalizācijas apjoma palielināšanās līdz 5,231% no IKP (2015)², jāpiebilst, ka Baltijas valstis kopumā, 2019.gadā uzrādīja salīdzinoši zemus rādītājus ES kontekstā: Latvijā sastādot, 2,660% no IKP, Igaunijā 9,916%, Lietuvā 7,584% no IKP. Pēc autora domām, 2020.gada globālo notikumu konteksts sola ļoti saspringtu nākotni, tālākai kapitāla un vērtspapīru tirgus attīstībai, kas iespējams, tiks pārvērtēt līdz šim izmantotās metodes tirgus stimulēšanai, liekot meklēt jaunus inovatīvus risinājumus, tā atgūšanās un nākotnes perspektīvu izmantošanai un realizācijai.

Vērtspapīru tirgus attīstību ietekmē plašs faktoru īpatsvars: attiecīgās valsts normatīvo aktu regulējumu bāze finanšu tirgus darbības likumiskai nodrošināšanai, tam pakārtotā nodokļu sistēma, investoru pratības līmeņa veicināšanas un kompetences paaugstināšanas pasākumi kopumā, paaugstinot investorus, ar priekšzināšanām, iekļaušanu tirgū, starp tajā dominējošiem profesionālās kategorijas finanšu kapitāla ieguldītājiem. Kā arī, tiek aplūkotas vērtspapīru

¹ CMU – Kapitāla tirgu savienība „*Capital Market Union*”, Eiropas Savienības Padomes mājas lapa. Pieejams: <https://www.consilium.europa.eu/lv/policies/capital-markets-union/> (skatīts 01.04.2020.)

² *Latvia Market Capitalization*, CEICdata. Pieejams: <https://www.ceicdata.com/datapage/en/indicator/latvia/market-capitalization--nominal-gdp> (skatīts 01.04.2020.)

emisijas procesa problemātikas, prasības un kopējās valsts tautsaimnieciskā struktūras īpatnības, kas ietekmē ne tikai emitentu, bet visu finanšu un kapitāla tirgus dalībnieku uzvedību un rīcības raksturu *Nasdaq Baltic* vērtspapīru tirgū. Pēc autora domām, tirgus finansējuma sniegtās opcijas Latvijā un Baltijā kopumā, aizvien netiek realizētas un izmantotas pilnībā, lai gan interese un pieprasījums no potenciālo investoru puses pieaug, tā īpatsvaram esot lielākam par vērtspapīru emitentu piedāvājuma apjomu, tomēr ir vērojama nepietiekoša valsts rīcība konsekventai vērtspapīru tirgus attīstības stimulēšanai gan politiskā, gan ekonomiskā līmenī, tostarp arī uz korporatīvo obligāciju emitentiem vērstu iedrošinošu pasākumu komponentu ieviešanu, kurš ir ļoti nozīmīgs jautājums vērtspapīru tirgus attīstībai kopumā, popularizējot korporatīvo obligāciju emisijas procesu kā alternatīvu iespēju, uzņēmuma ārējā finansējuma piesaistei, pastāvot lielai, uz banku sektora balstītai kreditēšanas finanšu sistēmai.

Bakalaura darba mērķis ir pamatojoties uz statistisko datu analīzi, veikt *Nasdaq Baltic* vērtspapīru tirgus attīstības un tā dalībnieku struktūras izpēti, identificēt vērtspapīru tirgus ietekmējošo faktoru raksturu un ietekmi, izstrādāt priekšlikumus *Nasdaq Baltic* kopējā tirgus attīstības pilnveidošanai nākotnē.

Pētījuma mērķa sasniegšanai izvirzītie uzdevumi:

1. Noteikt ārējā finansējuma avotu piesaistes opcijas un izvērtēt to atbilstību un priekšrocības emitenta prasībām.
2. Analizēt vērtspapīru tirgus definējuma teorētiskos aspektus.
3. Noteikt uzņēmumu ārējā finansējuma piesaistes formas nozīmi valsts ekonomikā kopumā, akcentējot biržas, emitentu, investoru un valsts kā likumdevējvaras dialogu tirgus darbības nodrošināšanā.
4. Novērtēt Latvijas vērtspapīru tirgus attīstības vēsturisko konceptu, un *Nasdaq Baltic* izveides nepieciešamību, analizējot vērtspapīru tirgus kapitalizācijas, likviditātes, apgrozījuma un emitentu struktūras rādītājus, Baltijas vērtspapīru tirgū.
5. Izmantojot statistisko datu analīzi, raksturot *Nasdaq Baltic* tirgus dalībnieku struktūru, to darbības nozares, un uzņēmumu kapitalizācijas īpatsvaru kopējā *Nasdaq Baltic* tirgū.
6. Noteikt *Nasdaq Baltic* tirgus potenciālu, analizējot investoru pieprasījuma un emitentu bāzes uzvedības kvantitatīvos un kvalitatīvos aspektus.
7. Identificēt finanšu un kapitāla tirgus attīstību ietekmējošos faktorus, izstrādāt ieteikumu un priekšlikumu paketi *Nasdaq Baltic* tirgus attīstības pilnveidošanai.

Bakalaura darba struktūru veido trīs nodaļas.

Pirmajā daļā, tiek analizēta vērtspapīru tirgus nozīme ekonomiskās izaugsmes nodrošināšanā, kapitāla un parāda vērtspapīru instrumentu veidi un vērtspapīru emisijas nepieciešamība uzņēmuma ārējā finansējuma piesaistes nodrošināšanai. Tiek akcentēta vērtspapīru tirgus loma finanšu līdzekļu plūsmas stimulēšanai un veikts ieskats Latvijas vērtspapīru tirgus sākotnējā attīstībā līdz *Nasdaq Baltic* tirgus izveidei.

Otrajā daļā tiek veikta *Nasdaq Baltic* kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus segmentu un emitentu struktūras analīze, pievēršoties gan Regulētā, gan Alternatīvā – *First North* tirgus segmentam, akcentējot tirgus kapitalizācijas, apgrozījuma un likviditātes rādītāju, emitentu struktūras raksturu. Paralēli akciju tirgus un parāda vērtspapīru tirgus analīzei, jo īpaši tiek izcelta korporatīvo obligāciju tirgus attīstības nepieciešamība. Izmantojot investoru pamatbāzes aprakstošos un salīdzinošos avotus, emitentu un valsts kā ietekmējošā faktora kopsakarību kopējā vērtspapīru tirgus funkcionēšanas dinamikā, aplūkots koncepts par valsts kapitālsabiedrību daļu iekļaušanas nepieciešamību biržas tirgū un MVU iesaistes nepieciešamību.

Bakalaura darba trešajā daļā tiek veikta *Nasdaq Baltic* vērtspapīru tirgus otrās daļas ietvaros, veiktās tirgus analīzes rezultātu apstrāde un interpretācija, lai noteiktu *Nasdaq Baltic* tirgus ietekmējošos faktorus un to ietekmes lielumus, definējot nepieciešamos pasākumus, *Nasdaq Baltic* kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus attīstības veicināšanai, izstrādājot ieteikumus jaunu emitentu piesaistes procesa pilnveidošanai un investoru bāzes piesaistei *Nasdaq Baltic*.

Izmantotās pētniecības **metodes** sevī ietver: monogrāfisko metodi, izmantojot zinātniskās literatūras, pētniecības un rezultātu analīzes apkopojumus darba teorētiskās daļas pamatojumam; komparatīvās metodes darba analītiskajā daļā, salīdzinot Baltijas reģiona valstu vērtspapīru tirgus dalībnieku un vērtspapīru tirgus kopējos rādītājos ES dalībvalstu vidū, to īpatsvaru un alternatīvo tirgus attīstības stratēģiju dažādo ietekmi vērtspapīru emisijas vides uzlabošanā katrā no *Nasdaq Baltic* tirgus reģioniem, akcentējot Latvijas kapitāla tirgus attīstības iespējas; finanšu tirgus rādītāju analīzi, izmantojot *Nasdaq Baltic* vērtspapīru tirgus apskata datubāzes, LR Finanšu ministrijas, Latvijas Republikas Valsts kases, Latvijas Bankas, Eesti Pank, EP, ECB statistisko pētījumu un Latvijas Bankas datu avotus; kvantitatīvās statistikas datu analīzes metodi, nosakot kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus rādītājus; grafisko analīzi; kvalitatīvās pētniecības metodi, definējot dažādu pētījumu rezultātus, lai noskaidrotu vērtspapīru tirgu ierobežojošos faktorus.

Pētījuma periods ietver laika posmu par *Nasdaq Baltic* tirgus analīzi no 2015.gada līdz 2019.gadam, tā kapitalizācijas, apgrozījuma, likviditātes un tā emitentu struktūru, kā arī izpētīt vērtspapīru tirgus attīstības vēsturisko kontekstu Latvijā un Baltijas valstīs kopumā 1993. – 2009.gadā līdz *Nasdaq* zīmola izveides konceptam.

Pētījuma **paplašināšanas** pamatojums, pēc autora domām, ir nepieciešams, pamatojoties uz *Nasdaq Baltic* kopējam tirgus rādītāju īpatnībām, ļaujot labāk izprast tirgus attīstību ietekmējošos faktorus Latvijā, akcentējot katras *Nasdaq Baltic* tirgus platformas īpatnības Baltijas valstu vidū. Ņemot vērā *Nasdaq Baltic* tirgus nelielo kapitalizāciju un emitentu kopskaitu, kur emitentu un investoru savstarpējā ekonomiskā saistība, neliela tirgus apstākļos ir traktējama dažādi, veidojot kopējo Baltijas finanšu tirgus raksturīgo specifiku, liek pētīt katras Baltijas valsts vērtspapīru tirgu ne tikai nacionālā, bet arī Baltijas un Eiropas kontekstā, kas pēc būtības, arī atbilst *Nasdaq Baltic* izveides un *NasdaqCSD* darbības nostādņem un stratēģiju³, ar mērķi palielināt finanšu un kapitāla tirgus konvergenci, veicinot konkurētspēju Ziemeļeiropā un ES kopumā.

Bakalaura darbā izmantotā literatūra un datu avoti. Pētījuma teorētiskās bāzes izstrādei, korporatīvo obligāciju definējuma, ārējā finansējuma opciju un korporatīvo obligāciju tirgus segmenta raksturošanai, tika izmantota zinātniskā literatūra, sekundāro datu avoti, EP un EK veiktie pētījumi, raksti krājumos. Darba analītiskās daļas izveidē tika izmantota finanšu un valsts institūciju, tajā skaitā, Latvijas Valsts kases, LB, Finanšu ministrijas, *Nasdaq Baltic*, *NasdaqCSD Latvia*, *Nasdaq Nordic*, FKTK, EP, EC, ECB mājas lapās publicēto pētījumu avoti. Statistiskie dati tika gūti no augstākminētiem datu avotiem, *Nasdaq Baltic* tirgus informācijas atskaitēm, Pasaules Bankas, CEIC datu bāzēm, *Bloomberg*, *Reuters*, NYSE, LSE, Igaunijas - *Eesti Statistika* un Zviedrijas *SCB Statistiska centralbyrån* datubāzes. Tika izmantota LR likumdošanas aktu bāze, ES direktīvu un regulu krājumi, Eiropas Padomes nolēmumi, Baltijas valstu valdību akceptēto dokumentu avoti, kā arī raksti zinātniskos izdevumos, disertācijas.

³ *NasdaqCSD mērķi un stratēģija*, NasdaqCSD mājas lapa. Pieejams: <https://nasdaqcsd.com/wp-content/uploads/Objective-and-Strategies-of-Nasdaq-CSD.pdf> (Skatīts: 01.04.2020.)

1. VĒRTSPAPĪRU TIRGUS TEORĒTISKIE ASPEKTI

1.1. Vērtspapīru tirgus un tā nozīme kā finanšu sistēmas segmentam

Ikvienas valsts ekonomiskās izaugsmes pamatā ir likvīda un efektīvi funkcionējoša vērtspapīru tirgus vide. Attīstīts kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus veicina vietējās un ārvalstu investīcijas, uzlabo finanšu apriti valstī, palielina uzņēmumu spēju radīt jaunu pievienoto vērtību jaunu produktu un tehnoloģiju izstrādei un paaugstināt jaunus preču/pakalpojumu pievienotās vērtības. Taču to iespējams paveikt tikai tad, ja uzņēmumiem ir iespēja piesaistīt papildu kapitālu šādas izaugsmes finansēšanai. Savukārt tas tiek īstenots ar finanšu infrastruktūras palīdzību, kurā naudas līdzekļus pārvaldoša organizācija piešķir (pārdala) finanšu līdzekļus tādiem sistēmas dalībniekiem, kuriem ir potenciāli ražīgāki veidi kā ieguldīt šos līdzekļus.⁴ Citiem vārdiem runājot, ekonomiskās izaugsmes procesā, finanšu līdzekļu nevienmērīgums starp ekonomiskās sistēmas dalībniekiem ir nenovēršams, bet pilnvērtīgai to izmantošanai, ir nepieciešama to sadalošā funkcija. Tādēļ, finanšu tirgus nodrošina finanšu līdzekļu sadali uz tām tautsaimniecības nozarēm un uzņēmumiem⁵, kuriem tas ir nepieciešams, jaunu projektu realizācijai.

Finanšu tirgus nozīme tika akcentēta jau Industriālās Revolūcijas laikā Lielbritānijā 19.gs., kad tā ieņēma nozīmīgu lomu kapitāla attīstībā un lika pamatus tai finanšu sistēmai, kādu pazīstam mūsdienās. Tolaik, it sevišķi tehnoloģisko risinājumu vide, ieņemot nozīmīgu lomu ekonomiskajā izaugsmē, lika pārvērtēt kapitāla izmantošanas un ieguldīšanas efektivitātes konceptu par labu tiem uzņēmumiem, kuru finanšu rādītāji tika vērtēti vispārliciecināšāk.⁶

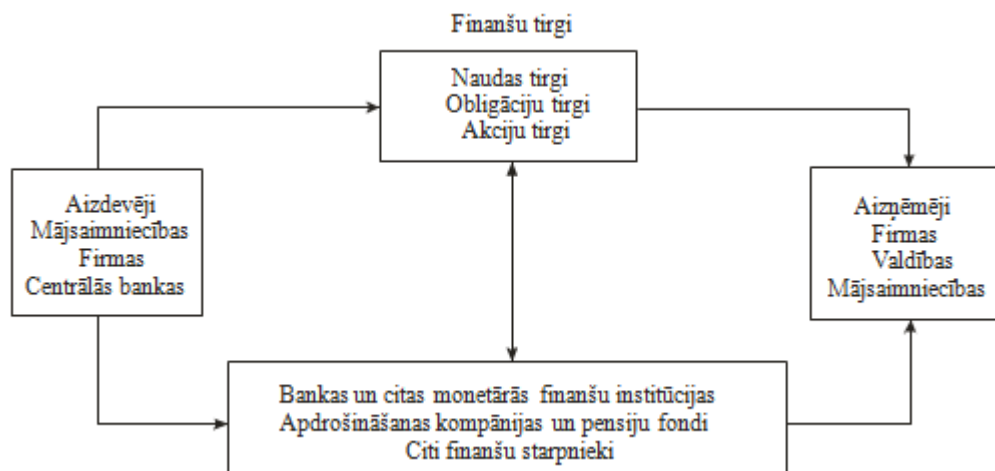
Mūsdienās, tirgus finansējuma balstītas ekonomikas loma un īpatsvars tautsaimniecībā, pēc autora domām, ir viena no svarīgākajām ekonomiskās izaugsmes nodrošināmām komponentēm. Jo sevišķi apstākļos, kad ES vadošo institūciju ietvaros tiek aktīvi diskutēts par korporatīvā finansējuma piesaistes opcijām un to nozīmi, tajā skaitā CMU iniciatīvas kontekstā 2015.gadā, tirgus finansējuma konverģences stiprināšanas nolūkos ES. 2007.-2008.gada finanšu krīze, būtiski lika pārskatīt banku finansējuma un tirgus finansējuma bāzētas ekonomikas savstarpējo mijiedarbību un ietekmi uz ekonomiskajiem procesiem kopumā, tādēļ, vērtspapīru tirgus attīstība un pilnveidošana, pēc autora domām, ir nozīmīgs jautājums, it sevišķi Latvijas kontekstā, kur dominējot komerciestāžu finansējumam kā galvenajam ārējā finansējuma

⁴ Darškuviena V. *Finanšu tirgi*. Rīga : [bez izdevēja], 2010. 5. lpp.

⁵ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009. 50. lpp.

⁶ *Evidence on finance and economic growth*. December 2017. ECB mājas lapa. Pieejams: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2115.en.pdf> (Skatīts: 08.04.2020.)

piesaistes veidam uzņēmumiem, līdzekļu piesaiste vērtspapīru emisijas veidā satur neizmantotas iespējas uzņēmumu attīstībā un tautsaimniecības produktivitātes veicināšanā. Ikviens finanšu sistēmas elements efektīvi funkcionēšana, veiksmīgi mijiedarbojoties ar katru finanšu sistēmas dalībnieku, nodrošina šī komplicētā mehānisma produktīvu darbību. (skat. 1.1. att.)



1.1.att. Finanšu sistēma⁷

Attīstīts finanšu tirgus vērtspapīru emitentam piedāvā plašāku investoru loku ar dažādām piedāvātām investēšanas stratēģijām un prasībām, bet investoriem tas dažādo ieguldījumu nosacījumus, un iespējas apmierināt ar dažāda ieguldījumu riska apetīti apveltītus ieguldītājus. Finansējuma saņēmējiem tiek sniegtas pilnvērtīgākas iespējas finansējuma izlietojumam ilgākā termiņā, piemēram, ASV korporatīvo parāda vērtspapīru tirgū, vidējais termiņš līdz dzēšanai ir aptuveni 17 gadi⁸, tādejādi uzņēmumiem rast iespēju izmantot konservatīvāku pieeju finanšu plūsmas plānošanai uzņēmumu ietvaros, bet plašs un daudzveidīgs vērtspapīru tirgus kā finanšu tirgus sastāvdaļa, nodrošina šo līdzekļu pārdales platformas dinamiku starp dažāda profila investoriem un finansējuma piesaistītājiem. Investoriem, tostarp arī biznesa partneriem, trūkst informācijas par izvēlēto investīciju objekta – konkrētā uzņēmuma informāciju un finanšu pārskatiem, kuri lielākoties koncentrējas bankās⁹. Šeit rodas duāla izvēles situācija, kad potenciālajiem finansējuma alkstošiem uzņēmējiem ir jāizvērtē finanšu tirgus sniegtās opcijas, piemērojot tās konkrētam gadījumam. Izvēlēties sākotnējā publiskā piedāvājuma (*IPO*)

⁷ Allen F., Chui M., Maddaloni A. *Financial Systems in Europe, The USA, and Asia*. Oxford Review of Economic Policy vol. 20 no 4, 2004. p. – 491.

⁸ M. Mackenzie and E.Platt. *US corporate bonds: the weight of debt*, Financial Times, December 4, 2016, Pieejams: <https://www.ft.com/content/41213b02-b87e-11e6-ba85-95d1533d9a62> (Skatīts: 08.04.2020.)

⁹ F. De Fiore, H. Uhling. *Bank finance versus bond finance. What explains the differences between US and Europe?* [Bank finance versus bond finance. What explains the differences between US and Europe?](#) ECB Working Paper Series. No. 547. November 2005

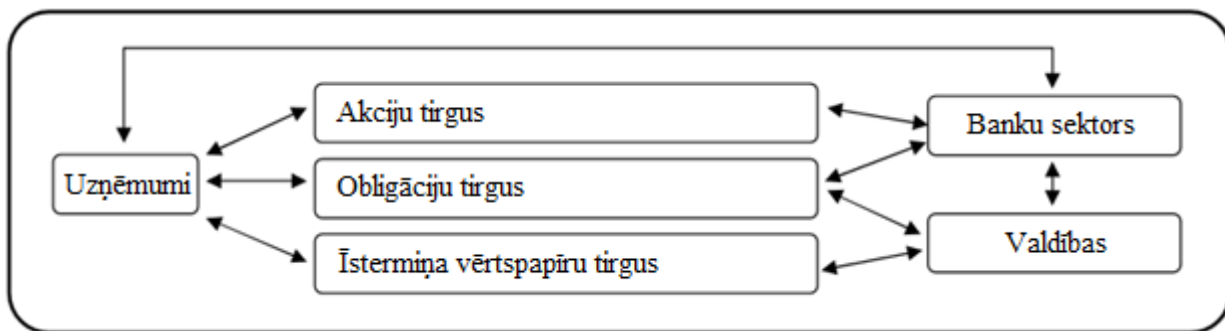
vērtspapīru emisiju, ar tā izrietošajiem nosacījumiem, vai klasiskā kreditēšanas veida opcijas, atkarībā no izvirzītajām prasībām, vadoties pēc uzņēmuma attīstības stratēģijas.

Finanšu sistēmu, pēc **strukturālās pieejas**, varam iedalīt trīs daļās:

1. Finanšu tirgi;
2. Finanšu starpnieki (institūcijas);
3. Finanšu regulatori.

Ikviena no šiem segmentiem pilda noteiktu lomu ekonomikā.

Saskaņā ar **funkcionālo pieeju**, finanšu tirgi veicina finanšu līdzekļu plūsmu. Savukārt, **finanšu institūcijas** ir galvenie finanšu tirgus dalībnieki, veicot starpniecības funkciju nodrošināšanu. Un visbeidzot, **finanšu regulatora** loma ir pārraudzīt un regulēt finanšu sistēmas dalībniekus.¹⁰ (*Skat. 1.2.att.*) Visu trīs finanšu segmentu struktūra veido finanšu tirgus komponenti kopējā valsts ekonomikā.



1.2.att. Finanšu sistēmas struktūra¹¹

Finanšu tirgus raksturojums tā globālā mērogā ir atšķirīgs, līdz ar to, arī izpratne katrā valstī par finanšu tirgu un tā lomu kopējā valsts ekonomikā nav analoga. ES ekonomika ir vairāk balstīta uz banku sektora virzītu finanšu sistēmu, kamēr, ASV ir attīstīta tirgus finansējuma vide, tajā skaitā visplašākais valsts finanšu instrumentu tirgus¹² un spēcīgs korporatīvo obligāciju tirgus kapitalizācijas īpatsvars kopējā finanšu tirgū.¹³ Tomēr, finanšu tirgus teorētiskā pamatojuma galvenie faktori, starpvalstu līmenī, darbojas līdzīgi, veidojot stratēģisko pamatu finanšu sistēmas analīzei ikvienā valstī, plānojot un nosakot stratēģiju tautsaimniecības

¹⁰ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga : [bez izdevēja], 2010. 5. lpp.

¹¹ Turpat 5.lpp.

¹² Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009. 298. lpp.

¹³ F. De Fiore, H. Uhling. [Bank finance versus bond finance. What explains the differences between US and Europe?](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp547.pdf?f9a7f66304128caad4c81e87341cbae6) ECB Working Paper Series. No. 547. November 2005. Pieejams: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp547.pdf?f9a7f66304128caad4c81e87341cbae6> (Skatīts 08.04.2020.)

izaugsmei, vērtējot gan sistēmiskos, gan tirgus faktoros, tajā skaitā, vērtspapīru tirgus cenu svārstību problemātiku (piemēram valsts parāda vērtspapīru „*spreadu*” indeksi), informatīvās telpas nodrošināšanas aspektu investoru vidū, biržām aktīvi reaģējot atjaunojošas informatīvās vides apstākļos, dažādu izaicinājumu, lielu vērtspapīru un finanšu aktīvu daudzumu absorbēšanu finanšu tirgū un daudzas citas lietas. Efektīva tirgus pamats ir balstīts uz nemitīgas jaunas informācijas parādīšanos, kas nodrošina lielāku vērtspapīru apjomu tirdzniecību, cenai nemainoties, tādejādi, pozitīvi ietekmējot ekonomiku kopumā.¹⁴ Tādejādi, vērtspapīru tirgum kā finanšu sistēmas segmentam un pārējām finanšu sistēmas strukturālajām sastāvdaļām, piemīt kopīga raksturojoša ietekmes pamatbāze, kuras sastāv no sādiem faktoriem:

1. Finanšu sistēmas *efektivitāte* raksturo resursu pārdales kapacitāti tirgus dalībnieku vidū. Pirmā nosacījuma gadījumā, tiek noteikta finanšu sistēmas spēja sadalīt finanšu riskus. Otrais nosacījums ietver sadaļu par informācijas caurskatāmību, bet trešais, korporatīvās pārvaldības efektivitāti;
2. *Finanšu stabilitātes aspekts*, jo sevišķi globalizācijas ietekmē un tās ekonomiskā rakstura notikumu ietekmi uz finanšu vidi kopumā.;
3. Makroekonomisko regulējumu stratēģija, *monetārās politikas* realizēšanā, kur galvenās procentu likmes ietekmē patēriņa un investīciju tirgu, korelē monetārās politikas un finanšu pieejamības savstarpējo ietekmi.¹⁵

Visu trīs augstākminēto minēto faktoru īpatsvars, tiešā mērā ietekmē likviditātes faktoru, un otrādi, kur tas realizējas aktīvas tirdzniecības gadījumā, pastāvot un pieaugot finanšu tirgus dalībnieku skaitam. Likviditāti ietekmē arī tirgus darījumu izmaksas un pakalpojumu pieejamība¹⁶.

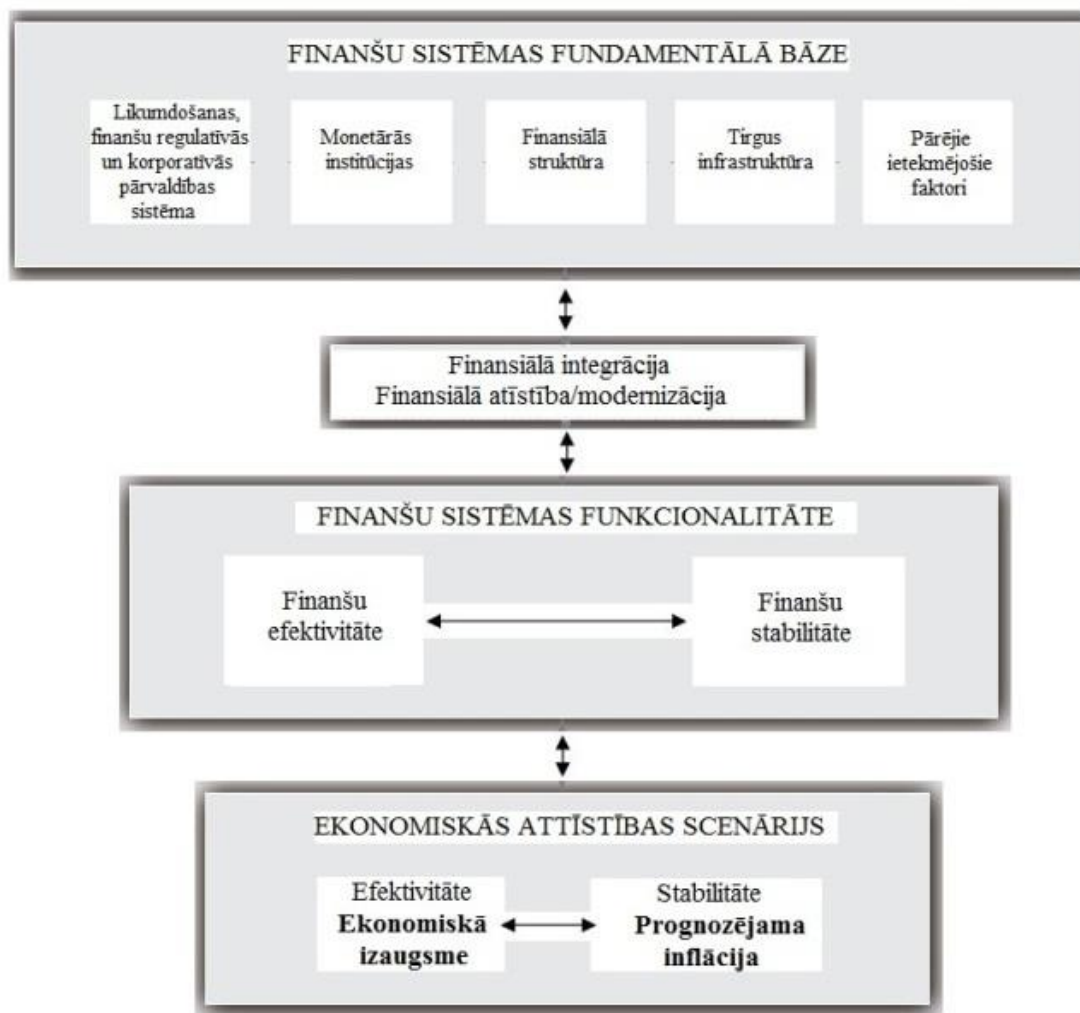
Finanšu un ekonomiskās sistēmas darbība kopumā, tās koncepcijas izpratnei teorētiskā līmenī, nav vienotas sistēmas vai viedokļa. Pēc būtības, standarta teorija apraksta finanšu sistēmas lomu resursu sadalē no aģentiem, kuriem ir pārpalikums, un tiem, kuriem trūkst līdzekļu, rodot visatbilstošāko empīrisko analīzi par finanšu sistēmas lomu ekonomikā.

¹⁴ Hirt Geoffrey A., Block Stanley B. *Fundamentals of investment management* / 7th ed. Boston (Mass.) : McGraw-Hill, 2003. p. – 29.

¹⁵ Allen F., Chui M., Maddaloni A. *Financial Systems in Europe, The USA, and Asia*. Oxford Review of Economic Policy vol. 20 no 4, 2004. p. 491

¹⁶ Geoffrey A., Block Stanley B. *Fundamentals of investment management* / 7th ed. Boston (Mass.) : McGraw-Hill, 2003. p. 29

1.3.att. ir apkopots vienkāršs konceptuāls ietvars, kas izšķir trīs analīzes līmeņus. Pirmais līmenis (diagrammas augšpusē) attiecas uz finanšu sistēmas “kondicionējošiem” elementiem, kuru struktūra un reakcija neizmainās tik ļoti strauji, tādēļ, šo sektoru ir vērts uzskatīt par tirgus fundamentālo bāzi. Otrais līmenis (diagrammas vidū) attiecas uz finanšu sistēmas veikspējas izejošiem rezultātiem, cik labi tie funkcionē kopējā ekonomiskajā sistēmā. Trešais līmenis (diagrammas apakšdaļā) raksturo ekonomikas attīstību kopumā un nākotnes opcijas, koncentrējoties uz galvenajiem makroekonomiskajiem mērķiem – kopējo ekonomisko izaugsmi, cenu stabilitāti.¹⁷



1.3.att. Finanšu sistēmas koncepts un savstarpējā saistība.¹⁸

¹⁷ Hartmann P., Heider F., Papaioannou E., *Role of Financial Markets and Innovation in Productivity and Growth in Europe*. ECB, No 72, September 2007, p.-11.

Pieejams: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp72.pdf> (Skatīts: 09.05.2020.)

¹⁸ Autora veidots (tulk.no oriģināla angļu val.) , turpat: p.-12.

Finanšu sistēmas galvenā funkcija ir finanšu līdzekļu plūsmas novirzīšana starp divām sistēmas gala lietotāju grupām: no aizdevējiem („pārpalikuma vienībām”) līdz aizņēmējiem („deficīta vienības”). Tai veiksmīgi strādājot, tiek nodrošināta atvieglota maksājumu veikšana, dažādu pakalpojumu, piemēram, apdrošināšanas, pensiju pārvaldes un valūtas maiņu pakalpojumu sniegšana un nodrošināšana, kopā ar iespējām, kas ļauj cilvēkiem pielāgot savus ieguldījumu portfeļus.¹⁹

Salīdzinot tiešos aizņēmumus un aizdevumus starp to lietotājiem, aizņēmējiem un aizdevējiem, izmantojot starpnieku un organizēto finansējuma tirgu, pēdējiem ir svarīgas priekšrocības. Tās ļauj īstermiņa finanšu līdzekļu ietaupījumus pārvērst ilgāka termiņa aizdevumos, kā arī sniedz riska diversifikācijas iespējas un darījumu izmaksu kontroles opcijas.²⁰

Vērtspapīru tirgus kā finanšu sistēmas elements ieņem nozīmīgu lomu tautsaimniecības ekonomikā, tam raksturojot kopējo finanšu kapitāla plūsmas integrāciju, efektīvu izmantošanu un pildot ekonomiskās izaugsmes nodrošinātāja lomu.

Finanšu instrumentu tirgus teorētiskais definējums

Finanšu instrumentu tirgus definējuma koncepcija sevī ietver variējošu terminoloģiju, atkarībā kāds konkrēts tirgus tiek aplūkots. Tā plašākā ekonomiskā izpratnē tirgus ir organizēta vieta, kurā tiekas pircēju un pārdevēju puses, bet finanšu tirgus gadījumā, tirgus tiek definēts kā vieta, kur noris dažāda veida finanšu aktīvu tirdzniecība²¹, tādējādi, „**Finanšu tirgus** – ir tirgus, kurā veic darījumus tikai ar finanšu aktīviem. Atkarībā kādus finanšu aktīvus tirgo konkrētajā tirgū, tos var iedalīt akciju, obligāciju, valūtas, atvasināto instrumentu un kredīta tirgos.”²²

„Finanšu instrumentu tirgus – pārdevēju (piedāvājuma veidotāji) un pircēju (pieprasījuma veidotāji) kopums, kas veidojas, lai slēgtu darījumus – finanšu instrumentu pirkšanu un/vai pārdošanu – un veiktu citus ieguldījumu pakalpojumus.”²³

Vērtspapīru tirgus definējuma iezīmes izpaužas arī tā emitentu aprakstošās par tiem brīvi pieejamās informācijas veidolā, un akcentējot līdzekļu ieguves un pārdales funkciju, definējot finanšu instrumentu tirgu kā: Vērtspapīru tirgus ir juridisku, organizatorisku un tehnisku pasākumu kopums, kas padara iespējamu atklātu un regulāru vērtspapīru darījumu slēgšanu. Tas

¹⁹ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010. , 15. lpp.

²⁰ Turpat - 15.lpp.

²¹ Bain K., Howells P. *Financial markets and institutions*. London : Longman, 1998. p. – 17.

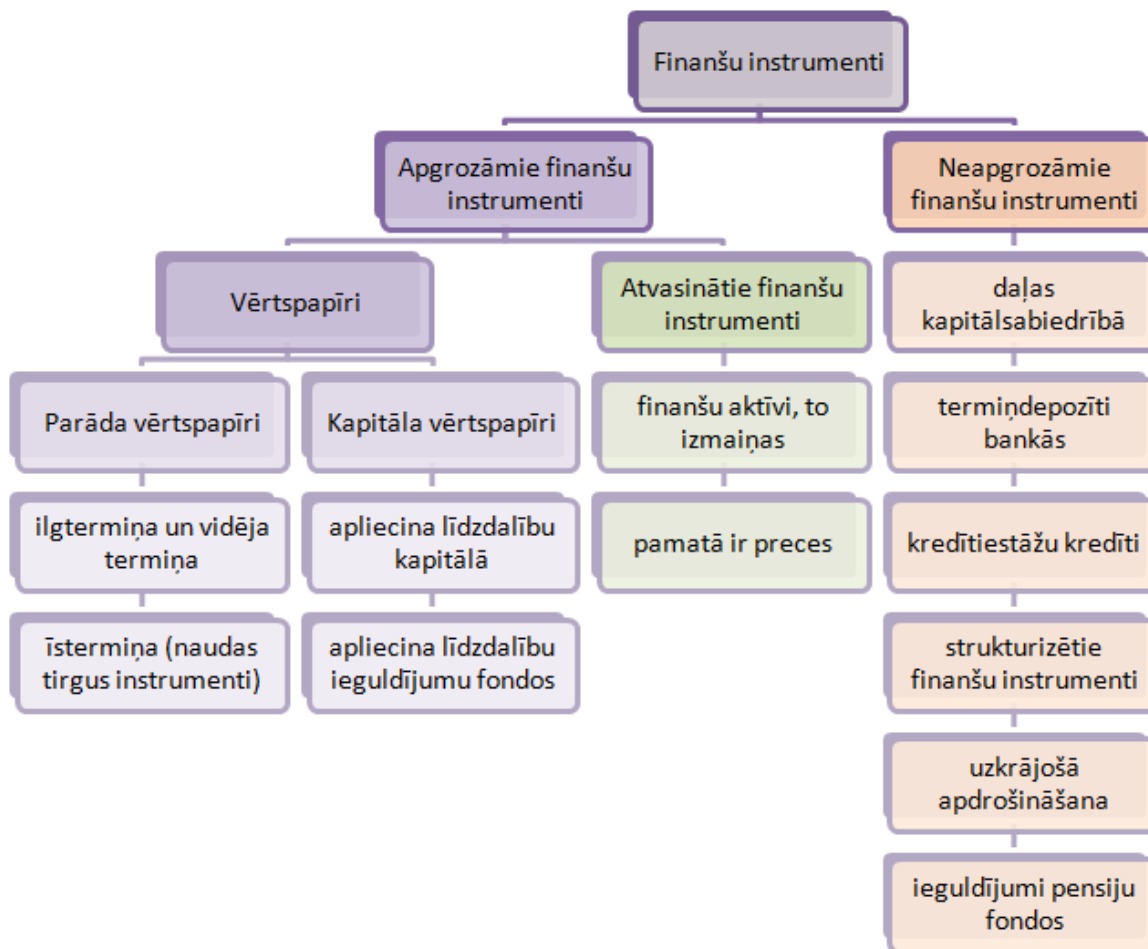
²² Rupeika-Apoga R., Zelgalve E. *Finanšu tirgus un tā analīzes metodes*. Rīga: LU Akadēmiskais apgāds, 2009., 6.lpp.

²³ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009. ,51. lpp.

ir tirgus, kurā īstenojas naudas resursu sadale starp naudas piedāvātājiem (ieguldītājiem) un tās patērētājiem (emitentiem) uz vērtspapīru apgrozības kā preces pamata.²⁴

1.2. Vērtspapīru tirgus instrumentu veidi

Finanšu tirgus instrumentu klāsts ir ļoti plašs (*skat.1.4.att.*), bet pēc būtības tas iedalās 2 galvenajās grupās: *apgrozāmos* un *neapgrozāmos* finanšu instrumentos. Bakalaura darba ietvaros



1.4.att. Finanšu instrumentu klasifikācija²⁵

tiks pievērsta uzmanība vērtspapīru tirgus segmenta analīzei, akcentējot akciju un korporatīvo obligāciju tirgu *Nasdaq Baltic* ietvaros, valsts kapitālsabiedrību nepieciešamību kotēties tirgū, un esošo emitentu raksturojumu un tirgus kapitalizāciju kopumā. Vērtspapīru tirgus ir jāskata ciešā sakarībā ar tā lomu vispārējā finanšu sistēmas struktūrā, kura tika aplūkota darba 1.1.

²⁴ Apsītis Ģ, Aščuks I., Cērps U. Kokorevičs G., Ozols Ģ., Sedlenieks A., Zuļģis H. *Vērtspapīru tirgus zinības / zin.red. A. Klauss. R. – Rīgas Fondu birža, 2003., 20.lpp.*

²⁵ Autora veidots, balstoties uz Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009., 21. lpp.

apakšnodaļā, jo pēc autora domām, tieši ilgtermiņa finansējuma piesaistes opcijas ir galvenais jautājums, skatot vērtspapīru tirgu definīciju tā plašākā izpratnē, akcentējot uzņēmumu ārējā finansējuma piesaistes iespējas tirgus finansējuma vidē gan no kapitāla, gan parāda vērtspapīru emitentu loka perspektīvas.

Vērtspapīru klāstu var iedalīt pēc šādām pazīmēm:

- ✓ Pēc šķiras – vērtspapīru kopums, kuros nostiprinātas vienas un tās pašas tiesības.
- ✓ Pēc kategorijas - par vērtspapīru kategoriju sauc vienas šķiras un viena veida vērtspapīrus, kuros nostiprinātas tiesības ar īpašiem šo tiesību realizācijas nosacījumiem.
- ✓ Pēc emitenta - vērtspapīrus var emitēt valsts un valsts institūcijas, municipālās varas institūcijas (pašvaldības), reģistrētas juridiskās personas, fiziskās personas, ārvalstu emitenti.
- ✓ Pēc emisijas veida - vērtspapīrus iedala publisko emisiju vērtspapīros un slēgto emisiju vērtspapīros. Publisko emisiju vērtspapīri ir vērtspapīri, kurus ir atļauts publiski piedāvājums un apgrozība. Tos var pirkt un pārdot biržā, kā arī ar tiem var veikt darījumus ārpusbiržas tirgū. Savukārt slēgto emisiju vērtspapīru apgrozībai tiek noteikti administratīva rakstura ierobežojumi.
- ✓ Pēc formas – izdala papīra formas vērtspapīrus un dematerializētus vērtspapīrus.
- ✓ Pēc dzēšanas termiņa – iedala: ar dzēšanas termiņu līdz vienam gadam, vidējā termiņa vērtspapīrus ar dzēšanas termiņu no viena līdz pieciem gadiem un ilgtermiņa vērtspapīrus ar dzēšanas termiņu, kas ir ilgāks par 5 gadiem.
- ✓ Pēc īpašuma tiesībām - atkarībā no tiesību rakstura perspektīvas emitenta un vērtspapīru īpašnieka starpā, iedala kapitāla un parāda vērtspapīros.²⁶

Nozīmīga vērtspapīru klasifikācija ir pēc to emitentiem, tādā veidā raksturojot finanšu instrumentu un ieguldījuma īpašības.²⁷ Darba gaitā tiks akcentēta emitentu struktūras īpatnības Latvijas un Baltijas parāda un kapitāla tirgū kopumā, šim aspektam ieņemot nozīmīgu lomu jaunu *Nasdaq Baltic* biržas dalībnieku piesaistes procesā analizē.

Vērtspapīru tirgus segments, pēc autora domām, ir tirgus finansējuma bāzētas ekonomikas galvenais elements un tas pārstāv dažādu finanšu instrumentu klāstu, gan valsts, gan korporatīvā līmenī. Finanšu instrumenti pēc juridiskā regulējuma tiek definēti kā: „Vienošanās,

²⁶ Apsītis Ģ., Aščuks I., Cērps. U., u.c. *Vērtspapīru tirgus zinības*. Rīga : Jumava, 2006, 20. – 23. lpp.

²⁷ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009, 21. lpp.

kas vienlaikus vienai personai rada finanšu aktīvus, bet citai personai — finanšu saistības vai kapitāla vērtspapīrus.”²⁸ Finanšu tirgus instrumentu būtība ir jāskata gan ekonomiskā, gan uz juridiskā ceļā noteikto tiesību pamata. Tādejādi, **vērtspapīri** ir – „finanšu instrumenti, kas apliecina izlaidēja jeb emitenta saistības pret to īpašnieku jeb turētāju un var būt par publiskās apgrozības objektu, nemainoties tajā nostiprināto tiesību apjomam, un tos iespējams izmantot darījumos ienākumu gūšanas nolūkā.”²⁹ Vērtspapīru tirgus darbības efektivitāte tautsaimniecības izaugsmes vidē, pēc autora viedokļa, sevi akcentē tieši ilgtermiņa parāda vērtspapīru un kapitāla vērtspapīru emisijas tirgū un tā apjoma raksturojumos, kur tā kapitalizācijas, apgrozījuma un likviditātes rādītāji vislabāk raksturo valsts ekonomikas potenciālu, vērtējot to sasaistē ar makroekonomiskajiem datiem. Šo instrumentu izmantošanas apjoms ieguldītāju vidū, ir atkarīgs no konkrētā investora izvēles un prasībām finanšu instrumenta riska un ienesīguma novērtēšanā, kā arī finanšu instrumentu tirgus pieejamības aspektiem.³⁰

Pievēršot uzmanību finanšu tirgus apakšnodaļai – *apgrozāmo finanšu instrumentu* segmentam, tas tālāk dalās 3 lielās grupās:

- 1) „**Kapitāla vērtspapīros** iegulda naudas līdzekļus, lai ienākumu peļņas veidā gūtu bez laika ierobežojuma.”
- 2) „**Parāda vērtspapīros** iegulda naudas līdzekļus, lai iegūtu fiksēto ienākumu (procetu veidā) un noteiktā termiņā atgūtu ieguldīto summu.”
- 3) „**Atvasinātajos finanšu instrumentos**” iegulda naudas līdzekļus, lai iegūtu peļņu pie nelieliem ieguldījumiem, novērstu ieguldījumu riskus un/vai nodrošinātu bāzesaktīvu iegūšanu ar izdevīgiem nosacījumiem.”³¹ Atvasināto finanšu instrumentu kategorijā ietilpst: iespēju līgumi (*options*), standartizētie finanšu termiņlīgumi (*futures*), ārpusbiržas tirgojamie finanšu termiņlīgumi (*forward*), bāzes aktīvu maiņas līgumi (*swap*), ilgtermiņa garantijas līgumi (*warrant*), parakstīšanas tiesības (*rights*).

Tā kā Latvijā, atvasināto finanšu instrumentu tirgus nav plaši izplatīts, ja vien netiek runāts par atsevišķiem profesionāliem tā pakalpojumu izmantotājiem, tālāk tiks aplūkots

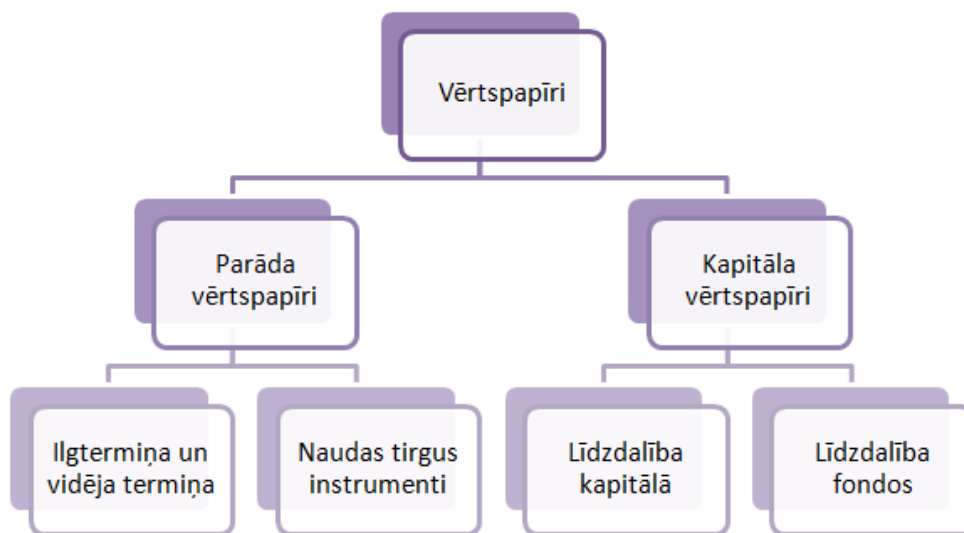
²⁸ LR Finanšu instrumentu tirgus likums. Pieņemts: 20.11.2003, stājies spēkā: 01.01.2004. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/81995-finansu-instrumentu-tirgus-likums/redakcijas-datums/2017/01/01> (Skatīts: 09.04.2020.)

²⁹ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009, 21. lpp.

³⁰ Darškuviena V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010. 11. lpp.

³¹ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009, 28. lpp.

vērtspapīru tirgus instrumentu 2 lielas daļas: *kapitāla* vērtspapīri un *parāda* vērtspapīri, uz ko arī darba specifika tiks tālāk balstīta un atklāta. (skat. 1.5.att.)



1.5.att. Vērtspapīru instrumentu iedalījums³²

Kapitāla vērtspapīru instrumenti dalās *akcijās* un *ieguldījumu fondos*.

Akcija ir vērtspapīru veids, kuru emitē akciju sabiedrība. Tas ir vērtspapīrs, kas apliecina akcionāra līdzdalību akciju sabiedrības pamatkapitālā un dod tam tiesības atbilstoši attiecīgās akcijas kategorijai piedalīties sabiedrības pārvaldē, sāņemt dividendes, akciju sabiedrības likvidācijas gadījumā, likvidācijas kvotu.³³ Pretstatā parāda vērtspapīriem, kapitāla instruments nosaka, ka emitents maksā investoram summu, pamatojoties uz ienākumiem³⁴, ja to nolemj akcionāru sapulces lēmums³⁵ par peļņas sadali, izpildoties diviem nosacījumiem: a/s tīrās peļņas esamība un akcionāru sapulces lēmums par uzņēmuma gūtās peļņas izlietojumu. Ieguldīt finanšu līdzekļus uzņēmuma attīstībā, vai izmaksāt dividendēs. Dividendes – ir akciju sabiedrības tīrās peļņas daļa, ko saņem akcionārs³⁶.

Emitēto akciju kategorijas pavisam sevī ietver *parastās*, *priekšrocību* un *personāla* akcijas. Katrai no tām ir savs raksturojums. Piemēram priekšrocību akciju gadījumā pastāv parāda vērtspapīru un kapitāla vērtspapīru pazīmju dublēšanās³⁷, proti, investors ir tiesīgs saņemt

³² Autora veidots, balstoties uz Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009., 29. lpp.

³³ Turpat 157.lpp

³⁴ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010., 12.lpp.

³⁵ LR Komerclikums . Pieņemts 13.04.2000, stājies spēkā 01.01.2002. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/5490-komerclikums>

³⁶ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009., 166. – 167.lpp.

³⁷ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010., 12.lpp.

fiksētu akciju iegādes līgumā noteiktu summu, tajā pašā laikā, šim akciju veidam piemērot kapitāla vērtspapīra iezīmēm – jo akcijas vērtības izmaksa tiek veikta pēc norēķināšanās ar konkrētā uzņēmuma emitēto parāda vērtspapīru īpašniekiem. Akciju tirgus vērtība palīdz analizēt akciju sabiedrības finanšu stāvokli, palīdz esošajiem un potenciālajiem akciju īpašniekiem novērtēt uzņēmuma attīstības dinamiku un iespējas nākotnē.

Parastās akcijas (*common stock*) – tās nodrošina tiesības piedalīties akciju sabiedrības pārvaldē, saņemt dividendes un likvidācijas kvotu;

Priekšrocību akcijas (*preferred stock*) – ir akcijas, kas akcionāriem nodrošina pirmtiesības dividenžu izmaksāšanas gadījumā un likvidācijas kvotām;

Personāla akcijas – kapitāla vērtspapīri, kurus var iegādāties tikai akciju sabiedrības darbinieki un valdes locekļi.³⁸ Personāla akcijas nedod balsstiesības un tiesības uz likvidācijas kvotas saņemšanu.³⁹

Akciju emisijas mērķus var definēt šādi:

- 1) jauna kapitāla vērtspapīru emisija ir svarīgs korporatīvā ārējā finansējuma avots;
- 2) kapitāla daļas veic finansēšanu no iekšēji radītiem līdzekļiem (saglabātie ieņēmumi);
- 3) kapitāla vērtspapīru akcijas veic institucionālu lomu kā īpašumtiesību līdzeklis.⁴⁰

Ieguldījumu fondi ir lietu kopība, ko veido pret ieguldījumu apliecībām izdarītie ieguldījumi, kā arī darījumos ar ieguldījumu fonda mantu un uz tajā esošo tiesību pamata iegūtās lietas.⁴¹ Ieguldījumu fondus var definēt arī šādi: finanšu institūcija, kas pieņem ieguldījumu no ieguldītājiem un viņu vārdā iegulda naudas līdzekļus dažādos finanšu instrumentos, lai sasniegtu kopējos mērķus.⁴²

Ieguldījumu fondu finanšu līdzekļi tiek ieguldīti dažādos finanšu instrumentos. Ieguldījumu fondu struktūru raksturo to ieguldīšanas stratēģijas dinamika, konservatīvā, sabalansētā, vai mērena, atkarībā no fondā esošo uzņēmumu riska pakāpes. Fondos visbiežāk iekļauj naudas tirgus, obligāciju, akciju fondus.⁴³ Ieguldījumus fondu ieguldījumu apliecības tiek

³⁸ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009., 170. – 173.lpp.

³⁹ LR Komerclikums . Pieņemts 13.04.2000, stājies spēkā 01.01.2002. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/5490-komerclikums>

⁴⁰ Darškuvienē V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010. , 82.lpp.

⁴¹ Ieguldījumu pārvaldes sabiedrības likums. Pieņemts: 18.12.1997., stājies spēkā: 01.07.1998. Pieejams: <https://likumi.lv/doc.php?id=52953>

⁴² Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009. , 170. – 173.lpp.

⁴³ Apsītis Ģ, Aščuks I., Cērps U. Kokorevičs G., Ozols Ģ., Sedlenieks A., Zulģis H. *Vērtspapīru tirgus zinības*, Rīga: Rīgas Fondu birža, 2003. , 75.lpp.

tirgotas biržās, bet ieguldījumu fondu klāsts ir arī pieejams komercbankās. Jāmin bankas *Luminor Bank AS* piedāvātie ieguldījumu fondu saraksti ar ļoti plašu investīciju iespēju klāstu un administrēšanas vidi.

Pēc autora domām, ieguldījumu fondi ir laba iespēja diversificēt ieguldījumu riskus, izvēloties tieši investora vajadzībām piemērotu portfeļa saturu, uzskaitot galvenos iemeslus, kādēļ izvēlēties ieguldīt ieguldījumu fondos:

- 1) Finanšu darījumus ir iespējams veikt ļoti ērtā veidā, internetbankas ietvaros;
- 2) Potenciālajam investoram nav nepieciešams veikt sarežģītus lēmumus par ieguldīšanu atsevišķos vērtspapīru instrumentos;
- 3) Paralēli iespējai pašam investoram sekot līdz ieguldījumu portfeļa vērtībai un tirgus aktualitātēm, tiek realizēta ieguldījumu aktīvu pārvaldība no fondu pārvaldnieku puses;
- 4) Ieguldījumu portfeļa īpatnības sniedz iespēju vienlaicīgi ieguldīt dažādos ar riska pakāpi apveltītos finanšu instrumentos un dažādot portfeļa saturu.
- 5) Likviditātes aspekts ir ļoti nozīmīgs faktors, un ieguldījumu fondu daļas, pateicoties to diversifikācijai, ir iespējams ātrākos laika termiņos mainīt, papildināt, pārdot vai iegādāties.

Parāda vērtspapīri atšķirībā no kapitāla vērtspapīriem ir **fiksētā ienākuma instrumenti**.⁴⁴ Tie nedod tiesības uz līdzdalību uzņēmuma kapitālā, bet nodrošina fiksētus peļņas procentus līdz parāda vērtspapīra dzēšanas laikam (piemēram, obligācijas iegādē ar diskontu, peļņas apjoms tiek definēts kā iegādes cenas starpība pret nomināla vērtību, kuru izmaksā obligācijas dzēšanas datumā). Parāda vērtspapīri iedalās divās lielās grupās: *ilgtermiņa/vidēja termiņa vērtspapīros* un *naudas tirgus instrumentos* (īstermiņa).

„*Naudas tirgus instrumenti* – ir īstermiņa finanšu instrumenti, kas apliecina fizisko un juridisko personu parādu saistības un dod tiesības to turētājiem atbilstoši emisijas nosacījumiem saņemt noteiktu ienākumu (procenti vai diskonts).”⁴⁵

Naudas tirgus mērķis ir atvieglot īstermiņa līdzekļu pārskaitīšanu no aģentiem ar liekiem līdzekļiem (korporācijas, finanšu iestādes, privātpersonas, valdība) tiem tirgus dalībniekiem, kuriem trūkst līdzekļu īstermiņa vajadzībām. Tātad, naudas tirgus instrumentus lielākoties izmanto apgrozāmo līdzekļu finansēšanai. Pasaules praksē tos sauc arī par *commercial paper*.⁴⁶

⁴⁴ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010., 11.lpp.

⁴⁵ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009., 377.lpp.

⁴⁶ Turpat: 378.-379.lpp.

Naudas tirgus instrumentus parasti iedala:

- 1) Valsts parādzīmes un citi īstermiņa valdības vērtspapīri (līdz vienam gadam);
- 2) Starpbanku aizdevumi, noguldījumi un citas banku saistības;
- 3) *Repo* līgumi un tamlīdzīgi nodrošināti īstermiņa aizdevumi;
- 4) Komercepapīri, ko izdevušas organizācijas, kas nav noguldījumi (nefinansu sabiedrības, finanšu uzņēmumi, pašvaldības utt.);
- 5) Vekseli;
- 6) Čeki;
- 7) Depozīta sertifikāti;
- 8) Eiro valūtas instrumenti;
- 9) Procentu likmes un valūtas atvasināšanas instrumenti.⁴⁷

Vidēja termiņa/ilgtermiņa parāda vērtspapīri, jeb obligācijas ieņem nozīmīgu lomu vērtspapīru tirgū. Emitējot parāda vērtspapīrus, emitents apņemas pēc noteikta laika atmaksāt visu aizņemto summu un samaksāt noteiktu atlīdzību procentu veidā par aizdoto līdzekļu izmantošanu.⁴⁸ Emitējot parāda vērtspapīrus, uzņēmumi un valdības veic finanšu līdzekļu piesaisti ilgtermiņā⁴⁹, realizējot dažādus uzņēmumu attīstības vai valsts stratēģisko plānu projektus. Ieguldījuma riska pakāpe ir salīdzinoši zemāka par kapitāla vērtspapīriem, it sevišķi valsts emitētiem parāda vērtspapīriem.

Vērtējot emitēto parāda vērtspapīru veidu pēc to emitentu struktūras, parāda vērtspapīru tirgu var iedalīt 2 lielās grupās: valsts emitētie parāda vērtspapīri un korporatīvie parāda vērtspapīri.

Valsts emitētie parāda vērtspapīri ir parāda finanšu instrumenti, kurus emitē valsts un/vai valsts iestādes, lai aizņemtos naudas līdzekļus konkrētiem mērķiem.⁵⁰

Lielākajai daļai pasaules valstu (tajā skaitā arī korporatīvo obligāciju tirgus kontekstā) emitēto parāda vērtspapīru tirgus un tā institucionālā sistēma atšķiras. Pēc autora domām, iemesls tam ir katras valsts ekonomisko faktoru atšķirība, realizējot dažādas stratēģijas parāda vērtspapīru emisijai, koordinējot pozitīvu kredītreitingu. Tādēļ valdību obligāciju tirgi ir pakļauti augsta

⁴⁷ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010. , 37.lpp.

⁴⁸ Apsītis Ģ, Aščuks I., Cērps U. Kokorevičs G., Ozols Ģ., Sedlenieks A., Zuļģis H. *Vērtspapīru tirgus zinības / zin.red. A. Klauss. R. – Rīgas Fondu birža, 2003., 60.lpp.*

⁴⁹ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010. , 63.lpp.

⁵⁰ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009., 291.lpp.

līmeņa uzraudzībai. Valdību obligācijas ir galvenais instruments (galvenokārt centrālās valdības, bet arī reģionālās, jeb pašvaldību iestādes un sociālo vērtspapīru fondi) budžeta deficīta finansēšanai. Tas jo īpaši attiecas uz euro zonas valstīm. Turklāt valdības obligācijas bieži kalpo kā etalons citu aktīvu cenu noteikšanai, un tās bieži izmanto arī kā nodrošinājumu dažādos finanšu darījumos. Valsts parāda vērtspapīru emisijas veido vissvarīgāko finanšu tirgus segmentu, kam seko finanšu iestāžu emitēti parāda vērtspapīri⁵¹

Valdības galvenokārt emitē valsts parāda vērtspapīrus budžeta deficīta segšanai, kā arī dažādu projektu īstenošanai. Izšķir *iekšējā, ārējā, valsts iestāžu un municipālo* valsts parāda vērtspapīrus, to definējums un emisijas mērķis (Latvijas gadījumā) ir sekojošs:

Latvijas valsts *iekšējā aizņēmuma vērtspapīru* - obligāciju un parādzīmju izlaišanas mērķis ir nodrošināt valsts budžeta deficīta finansēšanu un valsts parāda pārfinansēšanu, kā arī valdības finanšu likviditāti. Šobrīd, valsts vērtspapīri ir galvenais valsts iekšējā aizņēmuma avots.⁵² Valsts iekšējā aizņēmuma vērtspapīru emisijas saskaņā ar Ministru kabineta 2014.gada 6. maija “Valsts vērtspapīru izlaišanas noteikumiem”⁵³ veic Valsts kase.

Iekšējā aizņēmuma vērtspapīri ir valsts finanšu instrumenti kas paredzēti tikai iekšējam tirgum. Tā ir naudas summa, kuru valdība kā emitents ir aizņēmusies no savas valsts fiziskām un juridiskām personām.⁵⁴

Valsts vērtspapīrus pēc to sākotnējā dzēšanas termiņa iedala trīs grupās:

- 1) īstermiņa parādzīmes – vērtspapīri, kuru sākotnējais dzēšanas termiņš nepārsniedz vienu gadu;
- 2) vidēja termiņa obligācijas – vērtspapīri ar sākotnējo dzēšanas termiņu, kas ir garāks par vienu gadu un nepārsniedz piecu gadu robežu;
- 3) ilgtermiņa obligācijas – vērtspapīri ar sākotnējo dzēšanas termiņu, kas ir garāks par pieciem gadiem.⁵⁵

⁵¹ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010., 66.lpp.

⁵² *Iekšējā aizņēmuma vērtspapīri*. LR Valsts kases mājaslapa. Pieejams: <https://www.kase.gov.lv/valsts-parada-vadiba/iekseja-aiznemuma-vertspapiri> (Skatīts: 09.04.2020)

⁵³ Valsts vērtspapīru izlaišanas noteikumi, Latvijas Republikas MK noteikumi Nr.237. Pieņemts: 06.05.2014, spēkā no 11.05.2014. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/266064-valsts-vertspapiru-izlaisanas-noteikumi>

⁵⁴ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009., 293.lpp.

⁵⁵ *Iekšējā aizņēmuma vērtspapīri*. LR Valsts kases mājaslapa. Pieejams: <https://www.kase.gov.lv/valsts-parada-vadiba/iekseja-aiznemuma-vertspapiri> (Skatīts: 09.04.2020.)

Ārējā aizņēmuma valsts finanšu instrumenti ir paredzēti ārējam tirgum. Tie ir finanšu līdzekļi, kurus valdība kā emitents aizņēmusies no citu valstu fiziskām un juridiskām personām.

Valsts iestāžu finanšu instrumentu emisiju organizē un realizē valsts iestādes (tajā skaitā, ministrijas, aģentūras u.c.). Ierasts, ka šie emitētie finanšu instrumenti apgrozās valsts iekšējā tirgū. Iegūtais finansējums tiek izlietots konkrētiem projektiem.

Municipālo parāda finanšu instrumentu emisiju organizē un realizē pašvaldības. Tie apgrozās iekšējā tirgū un izlietojuma mērķī tiek iekļauti sociāla un ekonomiska rakstura projektos.⁵⁶

Korporatīvie parāda vērtspapīri - ieņem īpašu lomu kopējā parāda vērtspapīru tirgū. Darba gaitā, autoram analizējot kapitāla un korporatīvo tirgus attīstību *Nasdaq Baltic* ietvaros, tiek norādīts uz šī vērtspapīru tirgus segmentu kā vienu no galvenajiem stūrakmeņiem valsts ekonomikas attīstībā līdzās kapitāla finanšu instrumentiem.

Obligācija ir – parāda vērtspapīrs, kas apliecina tā īpašnieka līdzekļu ieguldījumu un apstiprina emitenta saistības izmaksāt regulāro fiksēto ienākumu un atlīdzināt šī vērtspapīra nominālvērtību noteiktā dzēšanas termiņā. Atšķirībā no valsts emitēto parāda vērtspapīru klāsta, korporatīvo obligāciju emitenti sevī ietver uzņēmumus, kuri darbojas dažādās nozarēs, kredītiestādes, apdrošināšanas sabiedrības un citus finanšu tirgus dalībniekus.⁵⁷

Korporatīvo obligāciju attīstība ES dalībvalstu vidū, jo īpaši tika akcentēta pēc Finanšu krīzes. Tai aizsākoties 2007.gadā ASV un turpinoties Eiropā 2010.gada vidū⁵⁸, atklāja komercbanku ietekmes apjomu ekonomikā⁵⁹, kā arī lika pamatus *CMU* izstrādei ES. Uzņēmumi turpina palielināt obligāciju emisijas apjomus un kapitalizāciju ES, attīstot korporatīvo parāda vērtspapīru tirgu, ārējā finansējuma piesaistes veidā kopš globālās finanšu krīzes. Eirozonas *NFC* sektors aizvieto banku aizdevumus ar obligācijām kopš 2008. gada. Šis modelis ir novērots arī ASV un Lielbritānijā, lai gan Japānā tas nav tik ļoti izteikts. Tomēr atšķirībā no ASV, tirgus finansējuma rādītāju ziņā, ES atrodas augstāk par pirmskrīzes rādītājiem.⁶⁰ Lai gan, piemēram

⁵⁶ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009., 293.lpp.

⁵⁷ Turpat: 218.lpp.

⁵⁸ Točelovska N. *Latvijas korporatīvo obligāciju tirgus attīstība*. Promocijas darba kopsavilkums. LU BVEF. Rīga : Latvijas Universitāte, 2018., 24.lpp.

⁵⁹ Zaghini, A. *Fragmentation and heterogeneity in the euro-area corporate bond market: Back to normal?*, Goethe University, Center for Financial Studies(CFS) Working Paper Series No 530., p. – 4, Pieejams:

<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/128501/1/848030605.pdf>

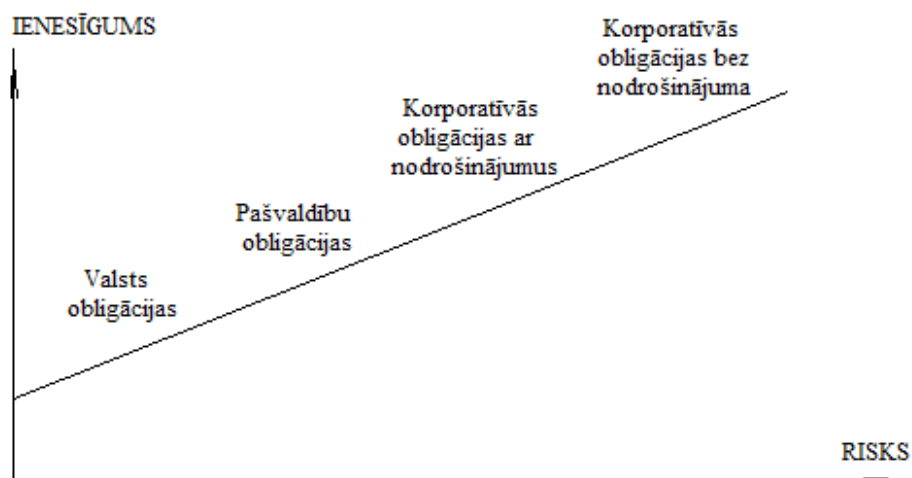
⁶⁰ *Financial integration in Europe*. ECB, May 2018, p. – 101. Pieejams:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fie/ecb.financialintegrationineurope201805.en.pdf> (Skatīts: 09.04.2020.)

2017.gada 2.ceturksnī *NFC* korporatīvo obligāciju tirgus vērtība sasniedza 1.25 triljonus EUR, salīdzinot ar komercbanku emitēto obligāciju kopējo kapitalizāciju gandrīz 9 triljonu EUR apmērā pēc EK slēdziena⁶¹, tomēr, ir novērojama pieaugoša obligāciju emitentu struktūras izmaiņu tendence. Tas liecina par korporatīvo obligāciju emisijas pieaugumiem arī ar finansēm nesaistītu nozaru pārstāvošo uzņēmumu vidū, kas, pēc autora domām, ir pozitīvs rādītājs un atspoguļo pieaugošo interesi uzņēmumiem izvēloties tirgus finansējuma piesaistes veidu.

Korporatīvo obligāciju riski.

Ieguldījums pēc tā rakstura vienmēr ir saistīts ar risku. Salīdzinājumā ar valsts obligācijām, kuru turēšanas gadījumā, valsts ir galvotāja procentu izmaksāšanas kārtībai un obligācijas nominālvērtības atmaksai tās dzēšanas datumā, tad korporatīvās obligācijas ir saistītas ar lielāku riska līmeni. Attiecīgi, palielinoties korporatīvo parāda vērtspapīru riska pakāpei, ieguldītāji pieprasa lielāku ienesīgumu (*skat.1.6.att.*), tādējādi *YTM* pieaug.



1.6.att. Sakarība starp obligāciju risku un ienesīgumu atkarībā no emitenta⁶²

Riski, kas saistīti ar obligācijām sevī ietver:

Inflācijas risku – lai samazinātu risku, ieteicams iegādāties obligācijas ar mainīgo procentu likmi vai konvertējamas obligācijas;

Valūtas kursa izmaiņu risku – šeit noder izmantot atvasināto finanšu instrumentu piedāvājumu, riska apdrošināšanai.

Cenu svārstību risks – līdz obligāciju dzēšanas datumam, tirgus cena tām var svārstīties.

⁶¹ *Financial integration in Europe*. ECB, May 2018, p. – 101. Pieejams:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fie/ecb.financialintegrationineurope201805.en.pdf> (Skatīts: 09.04.2020.)

⁶² Autors veidots, pēc Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009., 235.lpp.

Likviditātes risks – pēc autora domām ir viens no galvenajiem riska faktoriem korporatīvo obligāciju tirgū. Likvīdas obligācijas gadījumā tās cenu svārstību „spredi” starp pieprasījuma un piedāvājuma līmeni nebūs tik augsti, kas liecina par aktīvu šī finanšu instrumenta likvīdumu un attiecīgi pietiekošu pircēju un pārdevēju apjomu.

Likviditāte pēc būtības apzīmē vieglumu, ar kādu ieguldītājs var nekavējoties pārdot vai iegādāties obligāciju par cenu, kas ir tuvu vidējai kotētajai⁶³ – vidējai starpībai starp piedāvājuma un pieprasījuma cenu tirgū. Likvīds tirgus ļauj tirgus dalībniekiem tirgoties ar zemām tirdzniecības izmaksām, savukārt tirgus elastīgums ļauj pie finanšu satricinājumiem vērtspapīra cenai spēt atgūties un ātri atgriezties pie tās sākotnējās vērtības.

Korporatīvo obligāciju cenu reakcija uz likviditātes šokiem, laika gaitā ir būtiski mainījusies, bet aizvien vairāk ekonomiskā un finansiālā stresa apstākļos likviditātes risks kļūst par nozīmīgu obligāciju cenu noteicošo faktoru, vairāk nekā iepriekš, it sevišķi pēc globālās finanšu krīzes. Šādos apstākļos pastiprinās tirgus kvalitātes testēšana, jo nevēlamo obligāciju ienesīgumam negatīvi reaģot uz finanšu satricinājumiem, bet augsta reitinga obligāciju ienesīgumam reaģējot pozitīvi⁶⁴, tiek pastiprināti apstākļi, kuros investori pāriet no mazāk likvīdiem parāda vērtspapīru instrumentiem uz daudz likvīdākas kategorijas obligācijām.

Kreditrisks ir obligāciju iekšējā riska pamatbāze, kas saistās ar iespējamu emitenta saistību neizpildīšanu. Risku ir iespējams samazināt, veicot emitentu finanšu analīzi pirms ieguldījuma veikšanas.

Tiek piedāvātas gan *nodrošinātas*, gan *nenodrošinātas obligācijas*. Nenorodrošinātas obligācijas, jeb *deficient bonds*, līguma saistību pamatā ir tikai apgalvojums izpildīt saistības. Nodrošinājuma obligācijas ir parāda vērtspapīri ar pirmpirkuma tiesībām uz emitenta aktīviem, kuri ir nodrošināti ar juridiski nostiprinātām tiesībām uz noteiktu emitenta īpašuma daļu. Attiecīgi, to ienesīgums ir zemāks, nekā nenodrošinātām obligācijām. Nodrošinātās obligācijas var iedalīt *senior bonds* – obligācijas ar pirmtiesībām uz emitenta aktīviem, kuras ir nodrošinātas ar juridiski nostiprinātām tiesībām uz noteiktu emitenta īpašuma daļu, un *junior bonds* – tām esot nodrošinātām ar nemateriāliem aktīviem vai garantijām. Kombinētā nodrošinājuma obligācijas

⁶³ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010., 67.lpp.

⁶⁴ Galliani C., Petrella G., Resti A. *The liquidity of corporate and government bonds: drivers and sensitivity to different market conditions*. European Commission, 2014. Pieejams:

http://publications.europa.eu/resource/cellar/3f1e38ea-746f-4e70-b50a-6e9590cfa781.0001.01/DOC_1

ietver sevī nosacījumus, kuros obligācijas var tikt daļēji būt nodrošinātas ar nekustamo īpašumu un daļēji ar nemateriāliem aktīviem.⁶⁵

Tā kā korporatīvo obligāciju turēšanas risks investoriem ir zemāks nekā akciju, bet augstāks par valsts obligāciju turēšanas īpatnībām, korporatīvo parāda vērtspapīru potenciālajam īpašniekam ir jāizvērtē argumenti starp dažādām vērtspapīru instrumentu veidu iegādes opcijām pirms izlemt par labu korporatīvo obligāciju iegādei, savukārt emitentam tas uzliek pienākumu izvērtēt uzņēmuma finanšu rādītājus un noteikt, korporatīvo obligāciju emisijas nepieciešamību salīdzinot ar citiem finansējuma piesaistes veidiem. *1.1.tab.* ir aplūkotas obligāciju priekšrocības un trūkumi gan no emitenta, gan ieguldītāja puses.

1.1.tabula

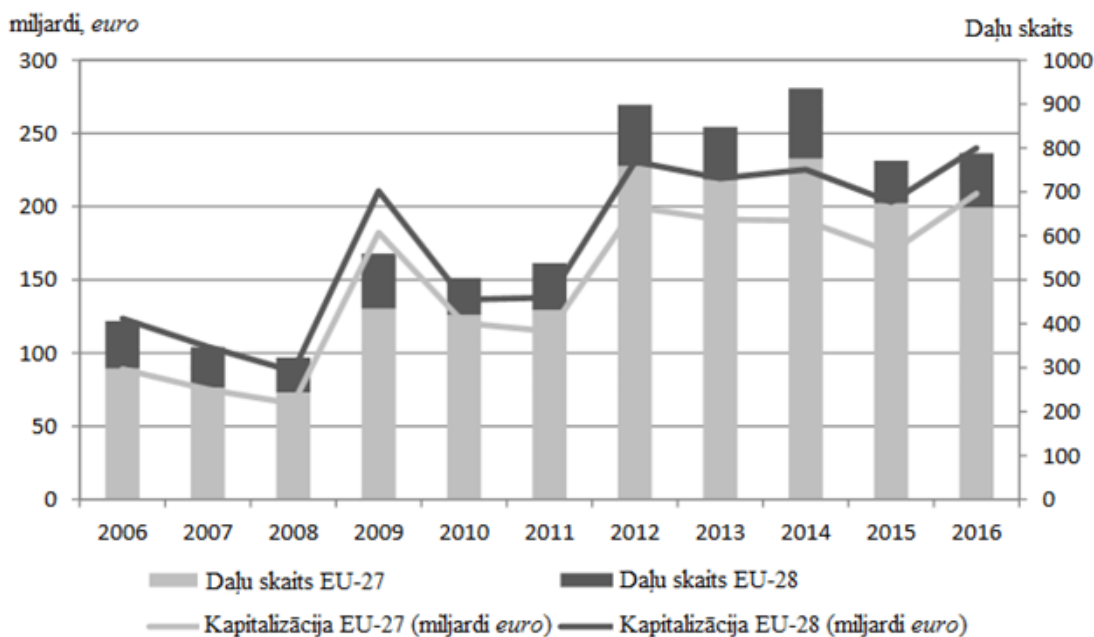
Korporatīvo obligāciju priekšrocības un trūkumi ⁶⁶

No emitenta viedokļa	No investora puses
<p>•Priekšrocības</p> <ul style="list-style-type: none"> •Obligācijas ārējā finansējuma piesaistes veids ir lētāks nekā kredīti (procentu maksājumu ziņā) •Procentu maksājumi tiek veikti pirms nodokļu aprēķināšanas. •Obligāciju emisija ļauj aizņemties finanšu līdzekļus uz ilgāku laiku •Obligāciju īpašnieki nepiedalās peļņas sadalē un tiem nav balsstiesību <p>•Trūkumi</p> <ul style="list-style-type: none"> •Procentu maksājumi par obligācijām ir obligāti •Obligācijas ir jāatmaksā noteiktā termiņā, kas rada vienlaicīgi lielu naudas līdzekļu atplūdi no emitenta •Dažādi ar obligācijām saistīti ierobežojumi var samazināt emitenta finansiālās darbības elastīgumu 	<p>•Priekšrocības</p> <ul style="list-style-type: none"> •Obligācijas parasti ir drošāki vērtspapīri •Ir iespēja saņemt fiksētu ienākumu un to kapitalizēt •Ir pieejama plaša informācija par obligāciju drošību (reitingu) <ul style="list-style-type: none"> •Ir iespēja diversificēt ieguldījumus <p>•Trūkumi</p> <ul style="list-style-type: none"> •Ienesīgums vidēji ir zemāks nekā akcijām un daudziem citiem vērtspapīriem •Ir ierobežotas spekulācijas iespējas. •Nevar ietekmēt emitenta darbību un nepiedalās tā peļņas sadalē

⁶⁵ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009. , 238. – 239.lpp.

⁶⁶ Autora veidots, pēc Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009., 242.lpp.

Kopumā, ES, korporatīvās obligācijas ir alternatīvs *NFC* finansējuma veids, kas palīdz samazināt atkarību no banku finansējuma, izmantojot tirgus finansējuma priekšrocības. Pēdējo desmit gadu laikā korporatīvo obligāciju kā līdzekļu, kas ļauj uzņēmumiem pašiem sevi finansēt, pamanāmība ir ievērojami augusi, jo korporatīvās obligācijas ir spēlējušas galveno lomu banku finansējuma samazinājumā pēc finanšu krīzes laikmeta un procentu likmju konsekventas samazināšanās. Faktiski, *NFC* sektors pēdējos gados ievērojami palielināja parāda vērtspapīru *neto* emisiju. Piemēram, salīdzinot ar 2006. gadu, *NFC* emitēto korporatīvo obligāciju emisiju skaits ES, 2016. gadā gandrīz dubultojās līdz 788 emisijām⁶⁷, kur kopējā kapitalizācija bija 240 miljardi euro. (*Skat.1.7.att.*) .



1.7.att. *NFC* sektora emitētas korporatīvās obligācijas ES-28⁶⁸

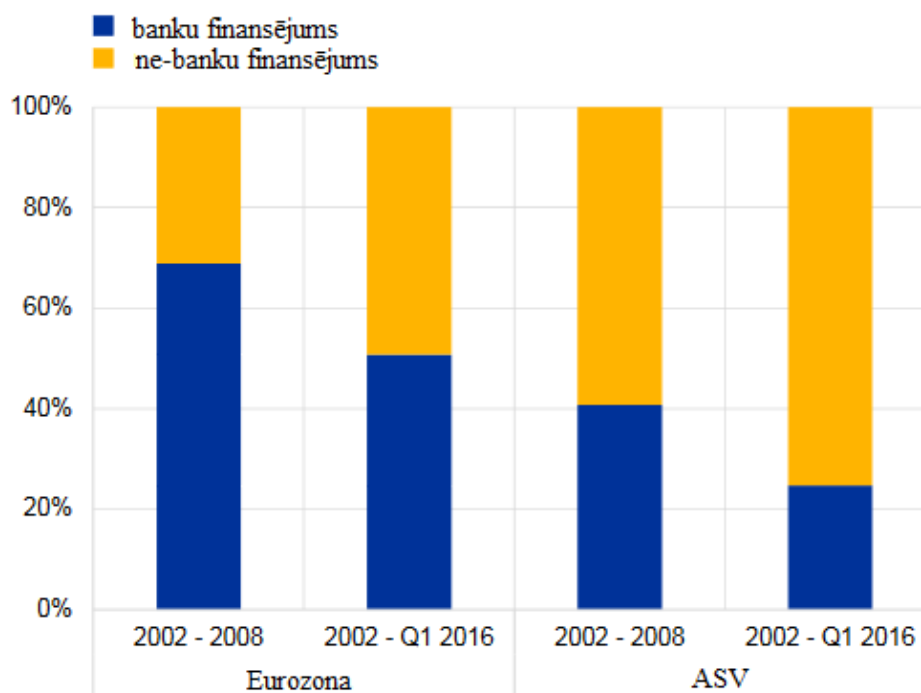
Lai gan, korporatīvo obligāciju emisiju tendence turpina pieaugt, tomēr, to kapitalizācijas īpatsvars *NFC* sektorā ES, joprojām ir neliels, vidēji veidojot, tikai 4,3% no *NFC* uzņēmumu kopējām finanšu saistībām, savukārt ASV, korporatīvās obligācijas veido 11% no *NFC* kopējām saistībām. Tas liek domāt, ka korporatīvajām obligācijām ir potenciāls pārstāvēt ievērojami lielāku finansējuma avota daļu Eiropas uzņēmumiem nākotnē.

⁶⁷ *Improving European Corporate Bond markets*, Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds, November 2017, Pieejams: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-report_en.pdf p.-11

⁶⁸ Autora veidots, balstoties uz *Improving European Corporate Bond markets*, Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds, November 2017, p. – 11.

Visbeidzot, korporatīvās obligācijas samazina finanšu sistēmas pārmērīgo paļaušanos uz kredītiestādēm un līdz ar to veido plašāku ekonomikas uzņēmību finansējuma piesaistes stratēģijā. Alternatīva finansējuma avota pieejamība produktīviem ieguldījumiem ES, attīsta ekonomiku, nodrošina lielāku riska diversifikāciju un ilgtspējīgāku un vienmērīgāku kredītu izsniegšanas ciklu. Jo, tradicionāli eirozonas uzņēmumi galvenokārt ir paļāvušies uz banku aizdevumiem, lai finansētu savas fiksētās investīcijas un apgrozāmā kapitāla vajadzības.

Aplūkojot kumulētos darījumus no 2002. līdz 2008. gadam, banku finansējuma īpatsvars kopējā NFC finansējumā bija aptuveni 70%, tomēr laikposmā no 2002. gada līdz 2016. gada sākumam, šī daļa samazinājās līdz 50%, bet ASV, banku finansējuma īpatsvaram no 40% 2008.gadā, samazinoties līdz 25% atzīmei 2016.gadā.(*skat. 1.8.att.*)



1.8.att. Banku un nebanku finansējuma kopējā attiecība ārējā finansējuma piesaistei NFC eirozonas valstīs un ASV⁶⁹

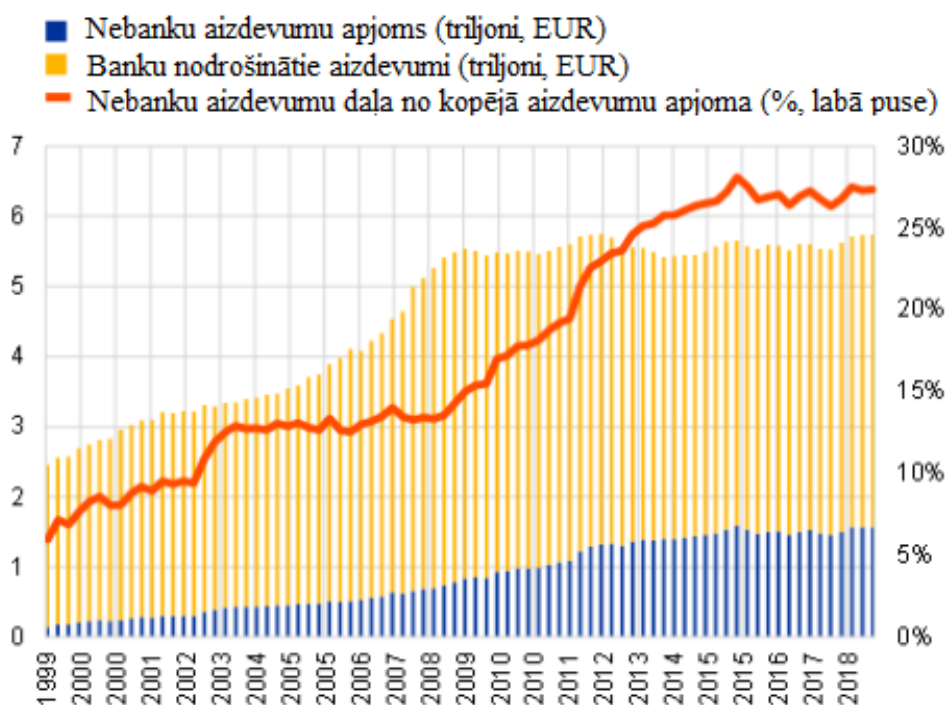
Tādejādi, kopš globālās finanšu krīzes, nebanku finanšu sektors ir strauji audzis gan eirozonā, gan ASV kopumā. Tas ir radījis būtiskas izmaiņas finanšu struktūras īpatnībās, tirgus dalībniekiem aktīvāk vairojot paļāvību uz tirgus finansējuma avotu kā iespēju piesaistīt finansējumu. CMU aktīvi veicina šo koncepciju, stiprinot pārrobežu investīciju dimensijas par

⁶⁹ Trends in the external financing structure of euro area non-financial corporations, ECB Economic Bulletin, Issue 5, 2016, 29 p. Pieejams: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201605_focus05.en.pdf (Skatīts:10.04.2020.)

labu ES. Attīstot *CMU*, nebanku finanšu sektors joprojām ieņems nozīmīgu lomu, bet *CMU* iniciatīva palīdzēs attīstīt kapitāla tirgu Eiropā, veiksmīgā to korelējot ar banku sektoru.⁷⁰

Lai gan, obligāciju īpatsvars joprojām ir neliels kā finansējuma avots tieši *NFC* uzņēmumiem⁷¹, kopējais, pieaugošais korporatīvo obligāciju tirgus pasaulē, pastiprina jautājumu par *NFC* lomu ārējā finansējuma piesaistes konkurencē aizdevēju vidū, finanšu krīzei paātrinot šo dinamiku. No 2008. – 2019.gadam, ikgadējais, vidējais korporatīvo obligāciju emisijas kapitalizācijas apjoms pasaulē, sastādīja jau 1.8 triljonus USD, kas ir divkārt vairāk, salīdzinot ar ikgadējo, vidējo rādītāju no 2000. – 2007.gadam, veidojot 879 miljardus USD (*skat.1.9.att.*).⁷²

Tā kā pasaulē, korporatīvo obligāciju tirgus un tā attīstības perspektīvas turpina augt, attiecīgi, tas piedāvā neizsmeļamas iespējas arī *NFC* sektoram, ārējā finansējuma piesaistei tirgus finansējuma paplašināšanās apstākļos tā nākotnes perspektīvā.



1.9.att. *NFC* finansējuma piesaistes avotu sadalījuma struktūra.⁷³

⁷⁰ Pires F. *Non-banks in EU: ensuring a smooth transition to a Capital Market Union*, SUERF Policy note, Issue No 103, ECB, September 2019, p. – 2. Pieejams: <https://www.suerf.org/policynotes/8061/non-banks-in-the-eu-ensuring-a-smooth-transition-to-a-capital-markets-union> (Skatīts: 11.04.2020.)

⁷¹ *Improving European Corporate Bond markets*, Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds, November 2017, p. – 11.

⁷² *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, OECD Capital Market Series, OECD, Paris, 2020, p. – 11. Pieejams: <http://www.oecd.org/corporate/ca/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-Monetary-Policy.pdf>

⁷³ Pires F. *Non-banks in EU: ensuring a smooth transition to a Capital Market Union*, SUERF Policy note, Issue No 103, ECB, September 2019, p. – 4.

1.3. Vērtspapīru tirgus struktūra

Pēc būtības, vērtspapīru tirgus ir organizatorisku, juridisku un tehnisku pasākumu kopums, kas dara iespējamu atklātu un regulāru vērtspapīru darījumu slēgšanu. Tas ir tirgus, kurā īstenojas naudas resursu sadale piedāvātājiem (ieguldītājiem) un tās patērētājiem (emitentiem) uz vērtspapīru apgrozības kā preces pamata.⁷⁴ Tomēr, vienmēr pastāv kāds investors, kurš pirmais spēj iegādāties konkrēta emitenta vērtspapīrus vai citus finanšu instrumentus, un ir investori, kuri iegādājas jau tirgū kotētos vērtspapīrus, tādējādi, ar darījumu apstiprinot vērtspapīru īpašnieku maiņu.⁷⁵ Tādēļ, aplūkojot vērtspapīru tirgus vidi, ir vērts to izdalīt divos lielos sektoros – primārajā tirgū un sekundārajā tirgū:

Primārais tirgus – tirgus jaunam finanšu instrumentu laidienam, kad tie tiek pirmo reizi pārdoti pirmajam īpašniekam.

Sekundārais tirgus – tirgus, kurā finanšu instrumenti nokļūst pēc primārā tirgus posma, lai nodrošinātu to īpašnieku maiņu.⁷⁶

Primārais un sekundārais tirgus funkcijas viena otru papildina un attīsta.

Vērtspapīru tirgus infrastruktūras attīstība un nozīme, it sevišķi tiek akcentēta pēdējos gados ES finanšu politikas ietvaros. Primārā un sekundārā tirgus sastāvdaļas tiešā veidā korelē ar kopējo Eiropas finanšu un vērtspapīru infrastruktūras integrāciju. Vērtspapīru tirgus integrācijas pinveidošana ES, pilnīgāk izmantotu ieguvumus no viendabīgāka eirozonas vērtspapīru tirgus vides. Ekonomikas teorija un empīriskie pētījumi⁷⁷ liecina, ka finanšu tirgus un infrastruktūru integrācija un konsolidācija ES ietvaros, radītu papildu uzņēmējdarbības un investīciju iespējas, zemākas pārrobežu darījumu izmaksas, uzlabotu diversifikācijas iespējas un efektīvizētu kapitāla sadali.⁷⁸ Pēc autora domām, vērtspapīru primārā tirgus un IPO (*initial public offering*) procesa attīstība ir cieši saistīta ar finanšu sistēmas konsolidāciju, tomēr, tā var ietvert arī riskus no konkurences viedokļa, jo daži infrastruktūras nodrošinātāji var izmantot priekšrocības un ļaunprātīgi izmantot savu ietekmi tirgū, kas vēlāk atspoguļotos sekundārā tirgus darbības rādītājos.

⁷⁴ Apsītis Ģ., Aščuks I., Cērps. U., u.c. *Vērtspapīru tirgus zinības*. Rīga : Jumava, 2006. , 24. lpp.

⁷⁵ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009. , 52.lpp.

⁷⁶ Turpat: 52.lpp.

⁷⁷ *Integration of Securities Market Infrastructures in the euro-area*. ECB, Occasional Paper Series, No.33, July 2005.

Pieejams: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp33.pdf> pp. 5. – 7. (Skatīts: 12.04.2020.)

⁷⁸ Turpat: pp. 6. – 7.

Primārais tirgus

Sabiedrībai un tautsaimniecībai kopumā, ieguvumi no labi funkcionējošiem vērtspapīru tirgiem ietver ekonomisko izaugsmi, efektīvāku finanšu līdzekļu sadali, inovācijas, veidojot uz finanšu satricinājumu pieredzes spēcīgāku ekonomikas struktūru. Starp kapitāla tirgus attīstību un ekonomisko sniegumu un izaugsmi pastāv cieša korelācija. Ņemot vērā tikai publiskos tirgus, tiek lēsts, ka pieaugošs publiskais vērtspapīru tirgus par 1 vienību, rada tieši proporcionālu, reālās ekonomikas izaugsmi par vienu trešdaļu.⁷⁹ Tādēļ, primārā tirgus nozīme vērtspapīru tirgus kapitalizācijas apjomu pieaugumā ieņem nozīmīgu lomu, tam nodrošinot vidi, kurā uzņēmumi emitē jaunas obligācijas un akcijas finansējuma piesaistei pirmo reizi.⁸⁰

Primārā vērtspapīru tirgus procesuālā daļa sevī ietver *pirmreizējo publisko piedāvājumu* jeb IPO (*public initial offering*), kura laikā notiek akciju vai obligāciju pirmreizēja emitēšana.

Tādējādi, sākotnējais publiskais piedāvājums ir – emitenta vai tā pilnvarotās personas izteikts publiskais piedāvājums iegūt vērtspapīrus un to pirmreizējā iegūšana.⁸¹

Primārajā tirgū svarīga loma ir investoriem paredzētajai informācijai, lai tie varētu izdevīgi izvēlēties un ieguldīt finanšu līdzekļus. Tādēļ, šajā posmā ir svarīga stingra valsts uzraudzība un regulēšana, kas izpaužas vērtspapīru laidiena reģistrācijā un kontrolē.⁸²

Iemesli izvēlēties IPO procesu ārējā finansējuma piesaistei ir dažādi:

- 1) Papildus kapitāla piesaistei;
- 2) Kapitāla bāzes stiprināšanai;
- 3) Parādu finansēšanas noteikumu un nosacījumu uzlabošanai;
- 4) Aktivizēt darbinieku akciju emitēšanu;
- 5) Uzlabot uzņēmuma reputāciju;
- 6) Vieglāk īstenot citu uzņēmumu apvienošanas vai iegādi;
- 7) Paaugstināt likviditāti tirgojoties atklātā tirgū.⁸³

⁷⁹ *European IPO Report 2020*: European IPO Task Force, Pieejams: <https://fese.eu/app/uploads/2020/03/European-IPO-Report-2020.pdf>, p. - 9 (Skatīts: 10.04.2020.)

⁸⁰ *Improving European Corporate Bond markets*, Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds, November 2017, Pieejams: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-report_en.pdf p.-16 .(Skatīts: 11.04.2020.)

⁸¹ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009. 88.lpp.

⁸² Turpat : 99.lpp.

⁸³ *Are You ready for an IPO*, Nasdaq Baltic, pieejams: <https://www.nasdaqbaltic.com/ipo/?lang=en>, (skatīts: 10.04.2020.)

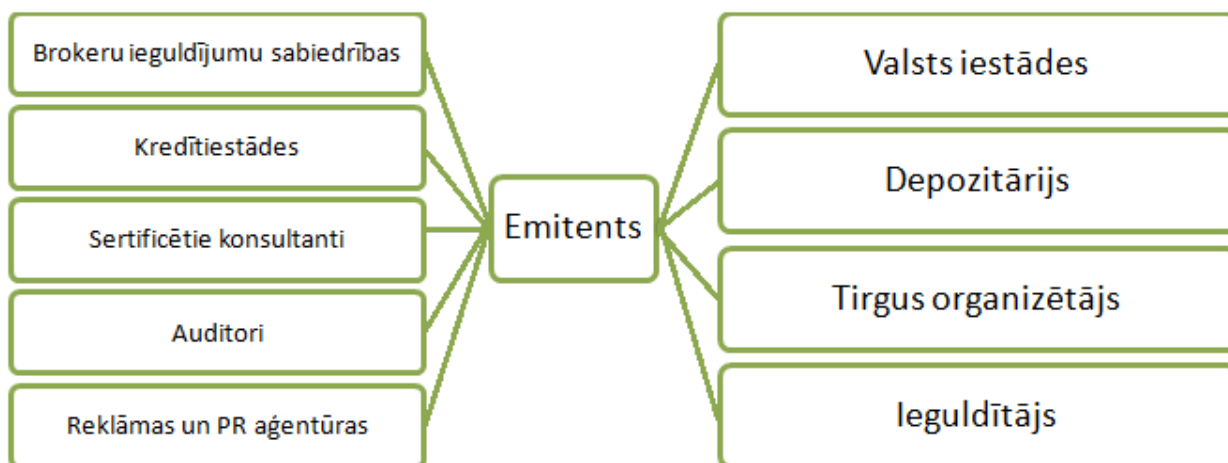
Kad pieņemts lēmums par emisiju, sākas vērtspapīru sākotnējās izvietojšanas process. Šie procesi iedalās:

Publiskajā emisijā – viena emitenta vērtspapīru izlaide publiskam piedāvājumam un apgrozībai.

Slēgtajā emisijā – viena emitenta vērtspapīru izlaide, kas nav paredzēta publiskam piedāvājumam vai to nevar piedāvāt publiskai apgrozībai.

Tālāk tiek izveidots emisijas prospekts, kurā tiek dokumentēts detalizēts informācijas saturs par emitentu un tā vērtspapīriem, kuru sākotnējo izvietojšanu emitents vēlas veikt. Pirms šī procesa izpildes, ir nepieciešams iegūt atļauju, kuras formalitātes katrā valstī atšķiras, Latvijas gadījumā par to atbild FKTK. Tiek realizēta emisijas reģistrācija, stratēģijas izvēle par vērtspapīru izvietojšanas metodēm, kam seko emisijas prospekta publicēšana, tālāk sekojot komunikācijai ar potenciālajiem investoriem.

Lai efektīvi izvietotu vērtspapīrus primārajā tirgū, emitentam jāveic sagatavošanās darbs ar citiem tirgus dalībniekiem, kas piedalās sākotnējās izvietojšanās procesā (*skat. 1.10.att.*)



1.10.att. Emitenta partneri vērtspapīru sākotnējā izvietojšanā⁸⁴

Informācijas nolūkos, investoru visvairāk interesē publiskā emisija, jo to var izvērtēt, izvēloties vērtspapīrus un novērtēt to drošību un ienesīgumu. Ja vērtspapīru emisijas nosacījumi neatbilst publiskās emisijas principiem, tad tā ir slēgtā emisija.⁸⁵

IPO priekšrocības:

- Iespēja iegūt līdzekļus investīciju finansēšanai;
- Uzņēmuma akciju cena ir uzņēmuma vērtības mēraukla.;

⁸⁴ Autora veidots, balstoties uz Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009. , 89.lpp.

⁸⁵ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009. , 87.- 88.lpp.

- Uzņēmuma finansiālās neatkarības palielināšanās (piemēram, no bankām) sakarā ar uzņēmuma akciju iekļaušanu biržā;
- Iespēja dažādot pašreizējo uzņēmuma īpašnieku ieguldījumus, pārdodot uzņēmuma daļas likvīdā tirgū;
- Uzņēmuma atpazīstamības palielināšanās;
- Uzlabots uzņēmuma caurspīdīgums;
- Vadītājus disciplinējošs mehānisms.

IPO trūkumi:

- Augstas emitēšanas izmaksas, ieskaitot sākotnējās parakstīšanās maksu, komisijas, juridiskās nodevas un citus maksājumus;
- Augstas izmaksas, kas saistītas ar informācijas atklāšanas prasībām;
- Plaši izkliedētu īpašumtiesību risks (akciju emisijas gadījumā);
- Īpašumtiesību un kontroles nodalīšanas problēma (akciju emisijas gadījumā);
- Vadītāju un ārējo investoru interešu atšķirības;
- Jauno akcionāru risks koncentrēties uz īstermiņa rezultātiem.⁸⁶

Pēc autora domām, primārā tirgus darbības efektivitāte jāskata ne tikai nacionālā, bet arī ES līmenī. *CMU* izveide, pēc autora domām, bija apsveicams solis ceļā uz kapitāla tirgus attīstības veicināšanu. Piemērojamo prasību veidiem jābūt labi sabalansētiem pret uzņēmumu lielumiem, kuri vēlas sevi pieteikt IPO, ievērojot samērīgumu kandidātu atlasēs.⁸⁷ ES dalībvalstu atšķirīgā likumdošana prasa dziļāku pieeju IPO tirgus attīstībai. Tiklīdz tiek veiktas izmaiņas un iesniegti priekšlikumi IPO attīstībai ES, ir vienlīdz svarīgi nepārtraukti novērtēt jauno priekšlikumu ietekmi katrā dalībvalstī. Pētījumi⁸⁸ ko veica EPRS (*European Parliamentary Research Service*) un Eiropas Parlamentārais pētniecības dienests un Eiropadomes Uzraudzības nodaļa, ir ļoti atzinīgi vērtējama paraugprakse, kas būtu jāveicina ES kopumā. Prospekta direktīvas pārskatīšanas mērķis bija padarīt uzņēmumiem lētāku līdzekļu piesaistīšanu publiski, pārskatīt normatīvos šķēršļus mazu uzņēmumu iekļaušanai akciju un parāda tirgos un atbalstīt mazo uzņēmumu iekļaušanu biržas darbībās, izmantojot Eiropas konsultatīvās struktūras.⁸⁹

⁸⁶ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010., 93. – 94.lpp

⁸⁷ *European IPO Report 2020*: European IPO Task Force, Pieejams: <https://fese.eu/app/uploads/2020/03/European-IPO-Report-2020.pdf> , p. - 16. (Skatīts: 14.04.2020.)

⁸⁸ European Parliament, *'Impact Assessment and European Added Value' report*, 2018., Pieejams: https://europarl.europa.eu/EPRS/EPRS_631.723_IA-EAV-Activity_Report_2018.pdf (Skatīts: 14.04.2020.)

⁸⁹ European Commission, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, 2015. Pieejams: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN> p. – 30. (Skatīts: 14.04.2020.)

Sekundārais tirgus

Vērtspapīri, kuri iegādāti primārajā tirgū, vēlāk var tikt tirgoti sekundārajā tirgū. Abi tirgi ir cieši saistīti, jo neizejot cauri primārā tirgus ciklam, vērtspapīri nevar iekļūt sekundārajā tirgū. Tajā pašā laikā, katram tirgum piemīt arī tikai tam raksturīgās īpašības.

Otrreizējā publiskā apgrozība – jebkura finanšu instrumentu tirgus dalībnieka (izņemot emitentu) publiski izteikts piedāvājums iegādāties vai pārdot vērtspapīrus un to iegūšana vai pārdošana pēc tam, kad emitents vai tā pilnvarotā persona pabeigusi šo vērtspapīru sākotnējo izvietošanu.⁹⁰

Otrreizējā/sekundārā jeb SPO (*second public offering*) tirgū, kurā nerodas jauns kapitāls, un vērtspapīru emitents negūst tiešu labumu no pārdošanas, ieguldītāji savā starpā tirgojas ar vērtspapīriem.⁹¹

Otrreizējie tirgi ir svarīgs elements primāro vērtspapīru tirgu funkcionēšanai un līdz ar to arī ekonomikas labākai attīstībai. Tie ļauj emitentiem novērtēt finansēšanas izmaksas un sniegt ieguldītājiem informāciju par ieguldījumu iespējām. Tas jo īpaši attiecas uz regulāru emisiju tirgus dalībniekiem. Likviditāte ir kritisks arguments sekundārajos tirgos priekš investoriem, kuri vēlas veikt tirdzniecību ar uzņēmumu obligācijām vai akcijām, vēl, jo vairāk pirmreizēju emitentu un mazāku korporāciju vidū. Turklāt veselīga sekundārā tirgus nodrošinātā likviditāte paplašina ieguldītāju bāzi, tādējādi palielinot uzņēmumu izredzes piesaistīt finansējumu. Tādēļ, sekundāro obligāciju tirgus efektivitāte un kvalitāte ir vienlīdz svarīga investoriem un emitentiem.⁹²

Vērtspapīru tirdzniecība otrreizējā tirgū ir līdzeklis, ar kura palīdzību primārajā tirgū iegādātos vērtspapīrus var konvertēt skaidrā naudā. Apziņa, ka primārajā tirgū iegādātos aktīvus var viegli pārdot otrreizējā tirgū, padara investorus gatavākus ieguldīt finanšu līdzekļus, iegādājoties vērtspapīrus to primārajā tirgū. Līdz ar to, efektīvs sekundārais tirgus ir svarīgs veiksmīga primārā tirgus funkcionēšanas nodrošinātājs.⁹³

Sekundārā tirgus likviditātes aspekts ir ļoti nozīmīgs faktors tirgus efektīvai darbībai. Piemēram, ierobežotas likviditātes gadījumā tiek apgrūtināta tirdzniecība ar vērtspapīriem un tas

⁹⁰ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009. , 93.-94.lpp.

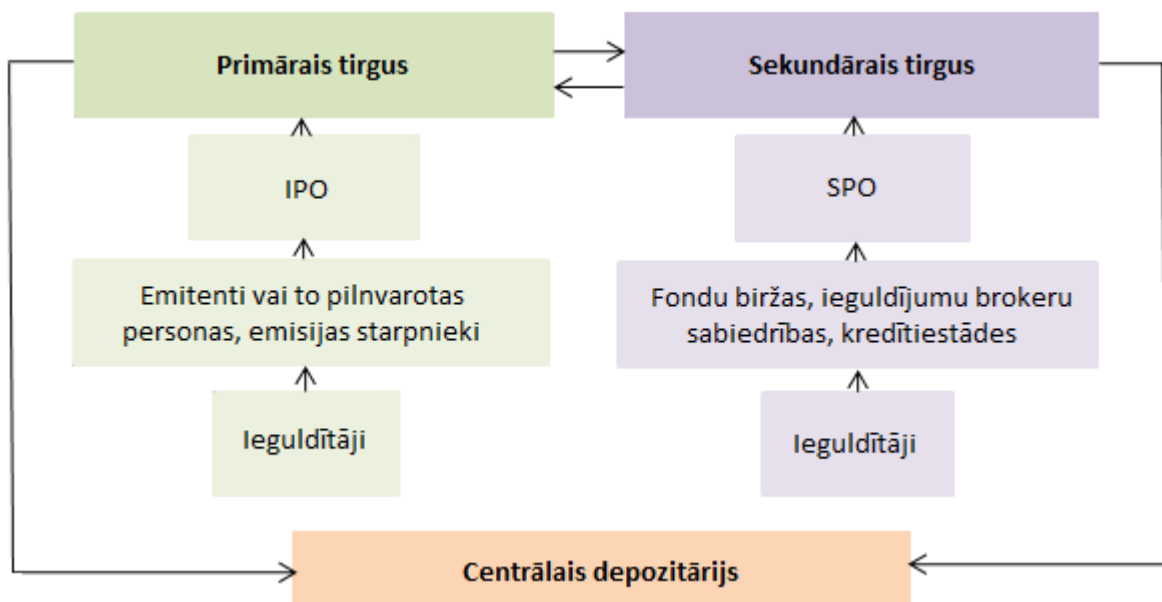
⁹¹ Darškuviena V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010. , 95.lpp.

⁹² *Improving European Corporate Bond markets*, Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds, November 2017, Pieejams: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-report_en.pdf pp.16. – 17. (Skatīts: 15.04.2020.)

⁹³ Darškuviena V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010. , 95.-96.lpp.

nozīmē augstākas izmaksas emitentiem un ieguldītājiem.⁹⁴ Bet, ja darījuma izmaksas otrreizējā tirgū ir augstas, peļņa no vērtspapīru pārdošanas samazinās, un stimuls veikt pirkumus primārajā tirgū sarūk. Tāpat augstas darījuma izmaksas otrreizējā tirgū var novest pie tirdzniecības apjoma samazināšanās, tā rezultātā, samazinās arī to atvieglojumu pakete, ar kuru var tikt realizēta pārdošana otrreizējā tirgū. Rodas apgrieztais efekts, kurā sekundārā tirgus darījumu augstas izmaksas var samazināt primārā tirgus likviditāti un investīciju līmenī kopumā.⁹⁵

Pēc autora domām, sekundārā un primārā tirgus savstarpējā sakarība ir ļoti cieša, tādēļ, katra tā funkcionēšanas īpatnības un rādītāji ir jāskata caur otra tirgus rādītāju datu perspektīvu un tirgus organizētāju un regulatīvi institucionālās puses darbību (skat. 1.11.att.)



1.11.att. Primārā un sekundārā tirgus savstarpējā sakarība⁹⁶

Sekundāro tirgu, pēc to organizatoru veida, var iedalīt biržas un ārpusbiržas tirgū.

Biržas tirgus – organizē atklātu un regulāru finanšu instrumentu publiskās apgrozības darījumu slēgšanu, kas notiek fondu biržās.

Ārpusbiržas tirgus – nodrošina finanšu instrumentu publiskās apgrozības darījumu slēgšanu, kas notiek ārpus fondu biržas, izmantojot starp tirgus dalībniekiem dažādus komunikācijas veidus.⁹⁷

⁹⁴ *Improving European Corporate Bond markets*, Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds, November 2017, Pieejams: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-report_en.pdf pp.17. – 18.

⁹⁵ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010. ,95.- 96.lpp.

⁹⁶ Autors veidots, balstoties uz Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009., 95.lpp.

⁹⁷ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009., 52.lpp.

Biržas jeb tirgus organizētāji (*organizētā tirgus*) **nodrošina**:

- Finanšu instrumentu godīgu un atklātu iekļaušanu tirgū un tirdzniecības procesu;
- Tirgū iekļauto finanšu instrumentu emitentu uzraudzību;
- Tirgū iekļauto finanšu instrumentu piedāvājuma un pieprasījuma apkopošanu;
- Darījumu slēgšanas drošumu;
- Vienotas informācijas izplatīšanu, kas ļauj noteikt tirgū iekļauto finanšu instrumentu vērtību;
- Ar veiktajiem darījumiem saistīto norēķinu organizēšanu un norēķinu veikšanas drošumu.⁹⁸

Apkopojot primārā un sekundārā vērtspapīru tirgus iezīmes un vērtējot vērtspapīru tirgu kopumā, var atzīmēt kopējos tirgu raksturojošos indikatorus, kurus visbiežāk izmanto tirgus novērtēšanā.

Tirgus kapitalizācijas svarus izmanto globālajos etalonos kā arī konkrētas valsts tirgus novērtējumā. Tādējādi tirgus lielums veido globālo ieguldījumu stratēģiju pamatu.

Tirgus likviditāte. Likvīdi tirgi ļauj aktīvāk darboties investoriem, bet tirgus nelikviditāte parasti nozīmē augstākas darījumu izmaksas..

Cenas svārstīgums ir nozīmīgs indikators sekundārajā tirgū. Augsts šis rādītājs norāda uz primārā tirgus pircēju pakļaušanu riskam, vērtspapīrus pārdodot par neizdevīgu cenu sekundārajā tirgū. Tas var mazināt investoru aktivitāti primārajā tirgū. Cenas svārstīgumu ietekmē divi faktori: *Tirgus dziļums* un *tirgus plašums*. **Dziļu tirgu** raksturotu rīkojumi, kas sliecas samazināt jebkādu cenu dinamikas apjomu. Tādējādi, dziļāks tirgus asociējas ar zemāku cenu nepastāvību, bet **tirgus plašuma** kontekstā, tirgus dalībniekiem pēc skaita esot daudz ar dažādām vēlmēm un motivācijām, rada mazāku iespējamību cenu svārstībām, pretēji nelielam tirgus dalībnieku skaitam, vai arī, ja dalībniekiem ir līdzīgi nodomi rīkoties vērtspapīru tirgū.

Koncentrēšanās pakāpe raksturo, vai nacionālo tirgu veido liels skaits dažādu uzņēmumu vai arī tas koncentrējās dažu uzņēmumu rokās. Tirgus, kur dominē daži lieli uzņēmumi nodrošina mazāku riska diversifikācijas iespēju.⁹⁹

⁹⁸ Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009. , 53.lpp.

⁹⁹ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga : 2010. ,118. – 119.lpp.

1.4. Latvijas vērtspapīru tirgus vēsturiskā attīstība un Nasdaq Baltic izveide

Latvijas finanšu sistēma, brīvā tirgus ekonomikas apstākļos, savu attīstības ceļu sāka tūlīt pēc valstiskās neatkarības atgūšanas *de jure*, 1990.4.maijā, bet faktisku attīstību piedzīvojot turpmākajos gados. Līdz ar banku sistēmas attīstības dinamiku, paralēli veidojās pamatideja par vērtspapīru tirgus nozares attīstīšanu. Daudzas finanšu institūcijas savu darbību uzreiz neuzsāka. Piemēram, 1990.gada 2.martā Latvijas PSR Augstākai padomei, pieņemot likumu „Par bankām”, (vēl pirms 4.maija deklarācijas), tajā pašā gadā netika nodibināta neviena komercbanka, jaunam dibināšanas vilnim iesākoties tikai pēc Latvijas neatkarības *de facto* atjaunošanas, kur nākamajos divos gados no 6 komercbankām 1990.gadā, to skaits pieauga līdz 61 komercbankai 1993.gadā,¹⁰⁰ tā arī biržu veidošanās process neuzsākās uzreiz, un tikai vēlāk 90.-tos gados, nodibinoties vairākām biržām kā *Unibalt, Latvijas Universālai biržai* u.c., bet tām neuzsākot sistemātisku tirdzniecību¹⁰¹, varēja runāt par aktīvu vērtspapīru vides veidošanos.

Rīgas Fondu biržas dibināšana un sākotnējā attīstība

Par vērtspapīru tirgus attīstības priekšvakaru var uzskatīt *Rīgas Fondu biržas* oficiālu reģistrāciju 1993.gada 7.decembrī, Kārlim Cerbulim kļūstot par pirmo biržas prezidentu.¹⁰² Šis moments kļuva par pamatu Latvijas vērtspapīru tirgus attīstībai, stiprinot valsts finanšu sektora sabalansētību, rodot alternatīvu uzņēmumiem, ārējā finansējuma piesaistei un atvieglojot ārvalstu tiešo investīciju piesaisti valstij.¹⁰³

1994. gadā Ministru kabinets akceptēja vērtspapīru tirgus attīstības koncepciju¹⁰⁴, tādejādi, atbalstot *Rīgas Fondu biržas* attīstības plānu, bet 1995. gadā tika pieņemts likums "Par vērtspapīriem"¹⁰⁵, LR Saeimai vēlāk veicot grozījumus, tam tiekot pārstrādātam un paliekot

¹⁰⁰ Vaidere I., *Banku sistēmas attīstība Latvijā, 1987-1997*; [recenzenti: Šteinbuka I, Zelgalvis E. ; lit.red: Pārupe A, Rīga : LU Akadēmiskais apgāds, 2006. ,12.-13.lpp.

¹⁰¹ Apsītis Ģ, Aščuks I., Cērps U. Kokorevičs G., Ozols Ģ., Sedlenieks A., Zulģis H. , *Vērtspapīru tirgus zinības* / zin.red. A. Klaus. R. – Rīgas Fondu birža, 2003., 108. lpp.

¹⁰² *Rīgas Fondu birža vēstures krustcelēs*, izdevums - Dienas Bizness, 2003.5.decembris. Pieejams: <http://www.db.lv/zinas/rigas-fondu-birza-vestures-krustceles-137947> (Skatīts: 01.05.2020.)

¹⁰³ *Birža Nasdaq OMX Riga, Latvijas Centrālais Depozitārijs (informatīvs buklets – aut.piez.)*, The NASDAQ OMX Group, Nasdaq Baltic, 2010. Pieejams: https://www.nasdaqbaltic.com/files/riga/Q10-0246%20NASDAQ%20Riga%20Brochure_Revise FINAL.pdf (skatīts: 02.05.2020.)

¹⁰⁴ *Kapitāla tirgus Latvijā – trešajā desmitgadē, bet joprojām vājš. Vai ir alternatīvas?*, Latvijas Banka, 24.10.2018, Pieejams: <https://www.makroekonomika.lv/kapitāla-tirgus-latvija-tresaja-desmitgade-bet-joprojam-vajs-vai-ir-alternativas> (Skatīts: 01.05.2020.)

¹⁰⁵ „Par vērtspapīriem”. MK noteikumi. Pieņemts: 23.08.1995. Stājies spēkā: 26.09.1995. Zaudējis spēku: 01.01.2004. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/33662-par-vertspapiriem>

spēkā līdz pat 2004.gada 1.janvārim.¹⁰⁶ 1995.gada 25. jūlijā tika oficiāli atklāta *Rīgas Fondu birža*, uzsākot pirmo tirdzniecības sesiju, tajā tirgojot *Kaijas*, *Vitransauto*, *Rīgas alus* un *Saldus naftas* bāzes akcijas un LR valsts obligācijas, bet 1996.gada 16.janvārī, neilgi pirms nākamā *Rīgas fondu biržas* prezidenta, Ulda Cērpa stāšanās amatā 27.februārī, biržas Oficiālajā sarakstā tika iekļauta - a/s *Latvijas Unibanka*¹⁰⁷. 1996. gada beigās vērtspapīru tirgus uzraudzības funkcija tika nodota tolaik, jaunizveidotajai un neatkarīgajai Vērtspapīru tirgus komisijai, kuras darbību regulēja LR likums „Par Vērtspapīru tirgus komisiju”, tam nosakot un definējot Vērtspapīru tirgus komisijas izveidošanu un darbību – „Komisija ir valsts izpildvaras institūcija, kas atbilstoši savai kompetencei darbojas Latvijas Republikas vārdā, regulējot vērtspapīru tirgus dalībnieku darbību un kontrolējot vērtspapīru publisko apgrozību Latvijas Republikā.¹⁰⁸ Tikmēr, *Rīgas Fondu biržas* darbība strauji attīstījās, un kopš 1997.gada februāra tirdzniecības sesijas notika katru dienu, bet jūnijā, sadarbībā ar aģentūru *Dow Jones* tika izveidots kapitalizācijas indekss *DJRSE (Dow Jones Riga Stock Exchange Index)*, kas 17. septembrī sasniedza vēsturisko maksimumu 508.73 punktus, bet par pirmo biržas *Gada brokeri* kļušot Uldim Bulavam no *Trasta* komercbankas¹⁰⁹, bet jaunizveidotā *RICI* (tajā iekļauto akciju cenu izmaiņu vērtība) indeksa vērtība, 1997. gada 12. septembrī, sasniedza 1017.87 punktus.¹¹⁰ 1997.gada 3.novembrī tika pilnveidots tirdzniecības process, ieviešot *nepārtrauktā tirgus* ar mainīgu cenu - sistēmu, *Rīgas Fondu biržai* pirmai piedāvājot šādu iespēju starp Baltijas valstīm.¹¹¹ Jāpiebilst, ka 1996. gada 2. aprīlī, kā indeksa bāzes vērtība tika pieņemti 100 punkti, tirdzniecības sesijas beigās tika publicētas pēdējās indeksa vērtības visās pozīcijās un arī vidējā indeksa vērtība attiecīgajā tirdzniecības sesijā, aprēķinot vidēji svērtās cenas starp indeksā iekļautām akcijām. Tolaik, *RICI* indeksa grozā ietilpa trīs uzņēmumu — a/s *Kaija*, *Latvijas Unibanka* un *Daugavpils pievadķēžu rūpnīca* — akcijas, bet, 1998. gada 2. februārī, tajā bija iekļauti jau 13 *Rīgas Fondu biržā* visaktīvāk tirgotos uzņēmumu vērtspapīri — *Latvijas Unibankas*, *Staburadzes*, *Baltas*, *Daugavpils pievadķēžu rūpnīcas*, *Kaijas*, *Rīgas kuģu būvētavas*, *Rīgas transporta flotes*, *Lodes*, *Jēkabpils*

¹⁰⁶ LR likums „Par vērtspapīriem”. Pieņemts: 23.08.1995. Stājies spēkā: 26.09.1995. Zaudējis spēku: 01.01.2004.

Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/36719-par-vertspapiriem>

¹⁰⁷ *Rīgas Fondu birža vēstures krustcelēs*, izdevums - Dienas Bizness, 05.12.2003. Pieejams:

<http://www.db.lv/zinas/rigas-fondu-birza-vestures-krustceles-137947> (Skatīts: 01.05.2020.)

¹⁰⁸ LR likums, „Par Vērtspapīru tirgus komisiju”. Pieņemts: 24.08.1995. Stājas spēkā: 14.09.1995.Zaudēja spēku:

01.07.2001. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/36762-par-vertspapiru-tirgus-komisiju> (skatīts: 02.05.2020.)

¹⁰⁹ *Rīgas Fondu birža vēstures krustcelēs*, izdevums - Dienas Bizness, 2003.5.decembris. Pieejams:

<http://www.db.lv/zinas/rigas-fondu-birza-vestures-krustceles-137947> (Skatīts: 02.05.2020.)

¹¹⁰ «*RICI*» indekss pārsniedz 300 punktus, izdevums – Dienas Bizness, 10.04.2003. Pieejams:

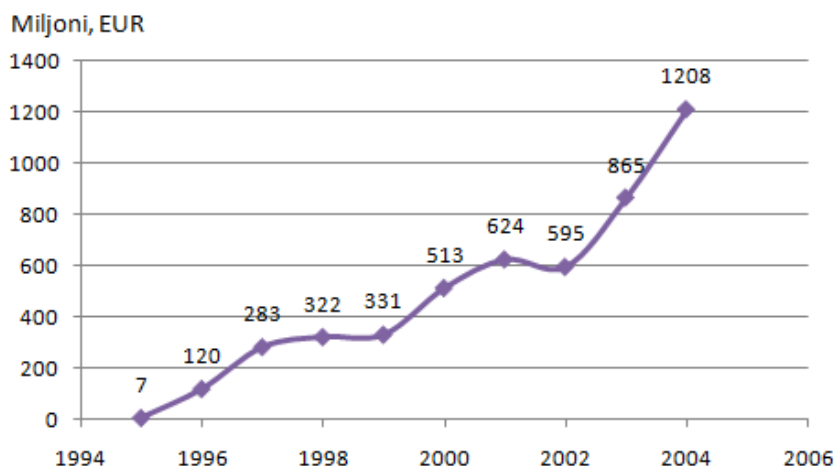
<https://www.db.lv/zinas/rici-indeks-parsniedz-300-punktus-182365> (iekļauts vēsturisks RICI apskats, - aut.piezīme), (Skatīts: 02.05.2020.)

¹¹¹ Praude V. Finanšu instrumenti. Rīga: SIA Burtene, 2009. , 97.lpp.

cukurfabrikas, Salacgrīvas '95, Liepājas metalurga, Valmieras stikla šķiedras rūpnīcas un Olaines ķīmiski-farmaceutiskās rūpnīcas akcijas¹¹². 1998.gada 7.decembrī, Rīgas Fondu birža atzīmēja 5 gadu pastāvēšanas jubileju, kuras brīdī, biržas sarakstos atradās jau 25 biedri, kapitalizācijai sasniedzot 0,5 miljardus USD un tajā tika kotētas 64 uzņēmumu akcijas un Investīciju bankas obligācijas¹¹³, bet 2000.gada 5.jūlijā, birža svinēja 1000.tirdzniecības sesijas norisi.¹¹⁴

FKTK izveides koncepcija un kapitāla tirgus normatīvo aktu pilnveide 1997.- 2004.

Paralēli LR likuma „Par vērtspapīriem”¹¹⁵ darbības laikā, 1997.gadā tika sākts darbs pie vienota finanšu un kapitāla tirgus uzraudzības mehānisma izveides,¹¹⁶ Pēc autora domām, finanšu nozares dalībnieku, tirgus plašuma, specifikas un tirgus kapitalizācijas apjoma palielināšanās (skat.1.12.att.), prasīja adekvātu normatīvo aktu pilnveidi un attīstību.



1.12. att. Akciju tirgus kapitalizācija no 1995. līdz 2004. gadam, milj. EUR¹¹⁷

Tādēļ, LR Saeima, 2000.gada 1.jūnijā pieņema „Finanšu un kapitāla tirgus komisijas likumu”, tam nosakot FKTK izveidošanas un darbības kārtību¹¹⁸, izvirzot iestādes darbības mērķus -

¹¹²Rīgas Fondu biržā – jauns cenu indekss, laikraksts – Latvijas Vēstnesis, Nr.32/33, 06.02.1998. elektroniskā versija <https://www.vestnesis.lv/laidiens/1998/02/06/nr/32/33> (Skatīts: 03.05.2020.)

¹¹³ Rīgas Fondu biržas pieci gadi, laikraksts – Latvijas Vēstnesis, Nr.367/368, 11.12.1998. elektroniskā versija pieejama: <https://www.vestnesis.lv/laidiens/1998/12/11/nr/367/368> (Skatīts: 04.05.2020.)

¹¹⁴ Rīgas Fondu birža vēstures krustcelēs, izdevums - Dienas Bizness, 2003.5.decembris. Pieejams: <http://www.db.lv/zinas/rigas-fondu-birza-vestures-krustceles-137947> (Skatīts: 04.05.2020.)

¹¹⁵ LR likums „Par vērtspapīriem”. Pieņemts: 23.08.1995. Stājies spēkā: 26.09.1995. Zaudējis spēku: 01.01.2004. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/36719-par-vertspapiriem>

¹¹⁶ FKTK vēsture, FKTK. Pieejams: <https://www.fktk.lv/par-mums/vesture/> (Skatīts: 04.05.2020.)

¹¹⁷ Apsītis Ģ, Aščuks I., Cērps U. Kokorevičs G., Ozols Ģ., Sedlenieks A., Zuļģis H. *Vērtspapīru tirgus zinības* / zin.red. A. Klauss. R. – Rīgas Fondu birža, 2003., 114.lpp.

veicināt ieguldītāju, noguldītāju un apdrošināto personu interešu aizsardzību un finanšu un kapitāla tirgus attīstību un stabilitāti, kā arī noziedzīgi iegūtu līdzekļu legalizācijas un terorisma un proliferācijas finansēšanas novēršanu.¹¹⁹ 2001.gada 1.jūlijā FKTK sāka savu darbību¹²⁰, bet *Rīgas Fondu birža*, tajā pašā gadā izstrādāja un pieņēma pilnīgi jaunu biržas „Par vērtspapīru sarakstiem” nolikumu, tam atbilstot visām attiecīgām ES direktīvām un Ziemeļvalstu biržu prasībām¹²¹, tādējādi, pēc autora domām, *Rīgas Fondu biržai* sperot nozīmīgu soli topošā „Finanšu instrumentu tirgus likuma”¹²² izveides ietvaros, un sevi veiksmīgi integrējot vērtspapīru tirgos starptautiskā līmenī. FKTK sniedza nozīmīgu ieguldījumu „Finanšu instrumentu tirgus likuma” grozījumos, lai Latvijas tiesību aktos ieviestu Eiropas Komisijas direktīvu 2003/124/EC un 2004/72/EC prasības¹²³, tām nosakot konkrētu regulējumu iekšējās informācijas ļaunprātīgas izmantošanas gadījumos un tirgus manipulācijas novēršanai.

Rīgas Fondu biržas attīstība starptautiskā sadarbībā un NASDAQ OMX Riga

1997.gada septembrī, *Rīgas Fondu biržu* uzņēma Starptautiskajā biržu federācijā kā korespondētājlocekli, bet 1998.gadā tika noslēgts līgums par informācijas apmaiņu ar Tallinas fondu biržu, sākot Baltijas biržu sadarbību, izveidojot mājas lapu, kas pēc finanšu izdevuma *The Wall Street Journal* un *Central European Economic Review* apskata, tika atzīta par labāko Centrāleiropā, bet 2000.gada 3.janvārī sāka darboties 3.Baltijas biržu izveidotais Baltijas vērtspapīru saraksts, tajā esot 15 lielākajiem Baltijas uzņēmumiem.¹²⁴

Nozīmīgs solis Latvijas vērtspapīru tirgus attīstībā tika sperts 2002. gada augustā, kad par *Rīgas Fondu biržas* lielāko akcionāru kļuva viena no spēcīgākajām Eiropas biržu grupām, Somijas *HEX Group*, līdz ar to, parakstīto līgumu ietvaros, *HEX Group* iegādājās 92.98% *Rīgas Fondu biržas* akciju, savukārt pati birža kļuva par 81.08% LCD akciju turētāju un atlikušo 18.92% LCD akciju īpašnieku kļuva Privatizācijas aģentūra. Līdz ar darījuma noslēgšanas gaitu, Latvijas vērtspapīru tirgus struktūrā apvienojās gan birža, gan depozitārijs, tam balstoties uz LR

¹¹⁸ LR „Finanšu un kapitāla tirgus komisijas likums”, Pieņemts: 01.06.2000., Stājies spēkā: 01.07.2001. pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/8172-finansu-un-kapitala-tirgus-komisijas-likums>

¹¹⁹ Turpat: (ar grozījumiem „Finanšu kapitāla tirgus komisijas likuma” 2.daļas 5.pantā, kas izdarīti ar 13.06.2019 likumu, kas stājas spēkā 29.06.2019.)

¹²⁰ FKTK vēsture, FKTK. Pieejams: <https://www.fktk.lv/par-mums/vesture/> (Skatīts: 03.05.2020.)

¹²¹ Praude V. Finanšu instrumenti. Rīga: SIA Burtene, 2009. , 98.lpp.

¹²² LR Finanšu instrumentu tirgus likums. Pieņemts: 20.11.2003, stājies spēkā: 01.01.2004. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/81995-finansu-instrumentu-tirgus-likums/redakcijas-datums/2017/01/01>

¹²³ ES direktīvas 2003/124/EC un 2004/72/EC (zaudējušas spēku 02.07.2016., aizvietotas ar EP Regulation No 596/2014, 16.04.2014. un grozījumiem stājoties spēkā 03.07.2016. Pieejams: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02014R0596-20160703> (skatīts: 05.05.2020.)

¹²⁴ Praude V. Finanšu instrumenti. Rīga: SIA Burtene, 2009. , 98.lpp.

Konkurences padomes lēmumu par „Tirgus dalībnieku apvienošanos”¹²⁵, atspoguļojot analogu Somijas un Igaunijas modeli.¹²⁶ 2003.gada septembrī *Rīgas Fondu biržas* īpašniece Somijas *HEX Group*, apvienojas ar Zviedrijas *OM Group*, izveidojot uzņēmumu *OMHEX*, vienu no vadošajiem tirgus pakalpojumu uzņēmumiem pasaulē¹²⁷.

Baltijas saraksta paplašināšanās procesā, 2004.gada 1.jūlijā, pēc autora domām, iezīmēja nopietnu progresu ceļā uz mūsdienu *Nasdaq Baltic* struktūras izveidi kopumā. Līdz tam, Baltijas sarakstu veidoja 15 lielākie Igaunijas, Latvijas un Lietuvas fondu biržās kotētie uzņēmumi, to vērtspapīriem turpinot kotēties katras valsts attiecīgā biržā, bet tirgum piedāvājot tos apvienotā Baltijas saraksta ietvaros, optimizējot jaunas tirdzniecības sistēmas ieviešanas procesu Igaunijā un Latvijā 2004.gada septembra beigās, bet Viļņai, uz Ziemeļvalstu un Baltijas valstu tirdzniecības sarakstu pārejot 2005.gadā.¹²⁸ 2004.gada septembrī, biržu otrajos sarakstos iekļautie uzņēmumi tika apvienoti Baltijas Otrajā sarakstā, bet parāda vērtspapīri – Baltijas parāda vērtspapīru sarakstā, paralēli ieviešot jaunu Baltijas kapitalizācijas indeksu, kurā iekļāva to uzņēmumu akcijas, kuras kotējās Igaunijas, Latvijas un Lietuvas biržu Galvenajā vai Oficiālajā sarakstā, ar atrunu, ka vienas akcijas īpatsvars indeksā nedrīkstēs pārsniegt 10% un nosakot indeksa 100 punktu vērtību pret 2000.gada 1.janvāri. Tādejādi, vienotais kapitalizācijas indekss aizstāja esošos *RICI* un *Dow Jones RSE* indeksus, vienlaikus ar jaunās tirdzniecības sistēmas ieviešanu Latvijā un Igaunijā, tam kalpojot par nākamo attīstības posmu integrēta Ziemeļvalstu un Baltijas valstu vērtspapīru tirgus izveidošanas procesā. Tajā atradās septiņas biržas: Zviedrijas, Dānijas, Islandes, Norvēģijas, Somijas, Latvijas un Igaunijas, vēlāk pievienojoties Lietuvas, kas sāka izmantot vienu un to pašu tirdzniecības sistēmu.¹²⁹ Savukārt, uz 2004.gada 1.jūliju, Baltijas Oficiālajā sarakstā, esot 19 uzņēmumiem, tā kapitalizācijas apmērs sasniedza 5,09 miljardus EUR, kur lielāko kapitalizācijas īpatsvaru veidoja Igaunijas, *HEX Tallinn* fondu birža ar 67,6% īpatsvaru, bet Baltijas Otrajā sarakstā iekļāvās 50 dalībnieki ar

¹²⁵ LR Konkurences padomes lēmums „Par tirgus dalībnieku apvienošanos”, Nr.62, Pieņemts: 10.12.2003. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/82377-par-tirgus-dalibnieku-apvienosanos>, (skatīts 06.05.2020.)

Publicēts laikrakstā „Latvijas Vēstnesis” 181/ 23.12.2003. Pieejams: <https://www.vestnesis.lv/ta/id/82377-par-tirgus-dalibnieku-apvienosanos> (skatīts: 06.05.2020.)

¹²⁶ *HEX Group un Rīgas Fondu birža noslēdz akciju iegādes procesu*. Izdevums – Dienas Bizness, 12.08.2002.

Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/hex-group-un-rigas-fondu-birza-nosledz-akciju-iegades-procesu-171632> (Skatīts 06.05.2020.)

¹²⁷ Praude V. Finanšu instrumenti. Rīga: SIA Burtene, 2009. – 98.lpp.

¹²⁸ Baltijas saraksts paplašinās. Rīgas Fondu birža, 01.07.2004. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/baltijas-saraksts-paplasinas/> (Skatīts: 07.05.2020.)

¹²⁹ *Baltijas indeksā tiks iekļauta Lietuva*. Rīgas Fondu birža, 21.05.2004. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/baltijas-indeksa-tiks-ieklauda-lietuva/> (skatīts 08.05.2020.)

kopējo tirgus kapitalizāciju 2,68 miljardi EUR, bet Baltijas parāda vērtspapīru sarakstu veidoja 36 emisijas ar kopējo kapitalizāciju 0,89 miljardi EUR¹³⁰.

2006.gada 1.martā Tallinas, Rīgas un Viļņas fondu biržas izveidoja Baltijas Fondu centru, informācijas sniegšanas nodrošināšanai ieguldītājiem, bet 2007.gada 1.janvārī, Tallinas, Rīgas un Viļņas fondu biržās ieviesa vienotu Baltijas biedra statusu, tirgus integrācijas veicināšanai, savukārt 2007.gada 1.jūnijā, Rīgas Fondu birža atklāja alternatīvo akciju tirgu¹³¹, veicinot MVU izmantot biržas pakalpojumus ārējā finansējuma piesaistei. 2008.gada 27.februārī, Ņujorkā, NASDAQ Stock Market pabeidza iegādes un apvienošanās darījumu ar *Rīgas Fondu biržas* un LCD mātes kompāniju OMX, tādejādi izveidojot pasaules lielāko biržu kompāniju- NASDAQ OMX Group, kurā kotējās 3900 kompānijas.¹³² Līdz ar to, 2009.gadā, *Rīgas Fondu birža* mainīja savu nosaukumu uz NASDAQ OMX Riga, komentējot notikumu, atsaucoties uz NASDAQ OMX Riga prezidentes, Daigas Auziņas – Melalksnes teikto, NASDAQ OMX ir grupas kvalitātes un drošības zīme no ārvalstu uzņēmēju un investoru skatu punkta.¹³³

¹³⁰ *Baltijas vērtspapīru tirgus kapitalizācija*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2004-06-30&end=2004-06-30> (skatīts 08.05.2020.)

¹³¹ Praude V. Finanšu instrumenti. Rīga: SIA Burtene, 2009. – 98.lpp.

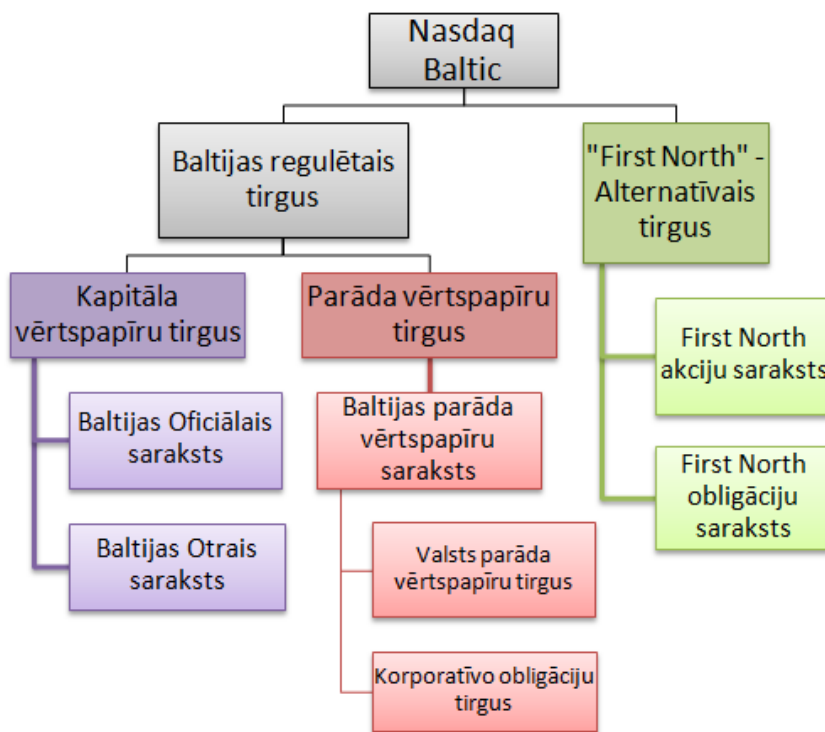
¹³² *NASDAQ noslēdz apvienošanās darījumu ar OMX un izveido NASDAQ OMX biržu grupu*. Nasdaq Baltic, 28.02.2008. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/nasdaq-nosledz-apvienosanas-darijumu-ar-omx-un-izveido-nasdaq-omx-birzu-grupu/> (Skatīts: 08.05.2020.)

¹³³ *Rīgas Fondu birža maina nosaukumu uz "NASDAQ OMX Riga"*, izdevums – Diena, 14.01.2009. Pieejams: <https://www.diena.lv/raksts/uznemeja-diena/finanses/rigas-fondu-birza-maina-nosaukumu-uz-nasdaq-omx-riga-646387>

2. NASDAQ BALTIC VĒRTSPAPĪRU TIRGUS ANALĪZE

2.1. Nasdaq Baltic vērtspapīru sarakstu struktūra

Vērtspapīru tirgus Latvijā un Baltijas valstīs kopumā, funkcionē *Nasdaq Baltic* ietvaros, kuru veido Tallinas, Rīgas un Viļņas *Nasdaq Baltic* biržu filiāles un kopējais Baltijas, 2017.gadā izveidotais, *Nasdaq CSD* depozitārijs, kurā tika apvienoti visu trīs Baltijas valstu centrālie depozitāriji, tādējādi, ieviešot vienota vērtspapīru tirgus modeļa principus¹³⁴, kurā tiek sekmēta un atvieglota vērtspapīru reģistrēšanas, iekļaušanas biržā un pēc-tirdzniecības infrastruktūras pieejamība un lietošana gan finansējuma piesaistītājiem, gan vietējiem un starptautiskajiem investoriem un uzņēmumiem, kas vēlas uzsākt akciju kotēšanu *Nasdaq Baltic* biržas tirgū.¹³⁵



2.1.att. Nasdaq Baltic, Baltijas Regulētā un Alternatīvā tirgus struktūra¹³⁶

Nasdaq Baltic vērtspapīru tirgus sastāv no vairākiem tā segmentiem (skat.2.1.att.), kur tiek izšķirtas galvenās tā daļas: Baltijas Regulētais tirgus un „First North”, jeb Alternatīvais tirgus.

¹³⁴ Par *Nasdaq CSD*, Nasdaq CSD SE, Pieejams: <https://nasdaqcsd.com/lv/par-nasdaq-csd/vispareja-informacija/> (Skatīts: 11.05.2020.)

¹³⁵ *Nasdaq Baltija – par mums*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/par-mums/par-nasdaq-baltic/> (Skatīts: 11.05.2020.)

¹³⁶ Autora veidots, balstoties uz Nasdaq Baltic tirgus informāciju. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/tirgus-informacija/viss-par-tirgiem/> (Skatīts: 11.05.2020.)

Baltijas Regulētais tirgus ir galvenā *Nasdaq Baltic* vērtspapīru tirgus daļa, sevī ietverot Baltijas Oficiālo, Baltijas Otro sarakstu – kapitāla vērtspapīru emitentiem, un Baltijas parāda vērtspapīru tirgus sarakstu, tajā iekļaujoties valsts un korporatīvo obligāciju emitentiem. Baltijas Regulētā tirgus segmenta darbības principi atbilst ES direktīvu prasībām, bet katrā no Baltijas valstīm, to uzrauga attiecīgā finanšu tirgus uzraugošā institūcija, Latvijas gadījumā – FKTK. Visi Baltijas Regulētajā tirgū iekļaujamie vērtspapīru emitenti atbilst ES standartiem, un arī prasības, akciju kotācijai un obligāciju emisijai biržā, tiek izvirzītas augstākas nekā *First North* alternatīvā tirgus saraksta emitentiem uz kuriem attiecas atviegloti noteikumi.¹³⁷

2.2. Kapitāla vērtspapīru tirgus segments

Kapitāla vērtspapīru tirgus, Baltijas Regulētā tirgus ietvaros, sastāv no *Nasdaq Baltic*, Baltijas Oficiālā un Otrā saraksta. Baltijas Oficiālajā sarakstā tiek iekļauti tikai *Nasdaq Tallinn*, *Nasdaq Riga* un *Nasdaq Vilnius* biržās kotētie uzņēmumi ar augstākajiem caurskatāmības, informācijas atklāšanas prasību līmeņiem. Lai uzņēmums iekļūtu Baltijas Oficiālajā sarakstā, ir jāizpildās vairākiem nosacījumiem: uzņēmuma darbības pieredzei jābūt vismaz 3 gadiem, uzņēmuma tirgus vērtībai ir jābūt lielākai vai vienādai ar 4 milj. EUR, mazo investoru īpatsvaram, akciju īpašnieku līdzdalības sadalījumā jāsasniedz vismaz 25% vai to vērtībai jāpārsniedz 10 milj.EUR, kā arī, jābūt apstiprinātiem iesnieguma prospektiem, sagatavotiem gada un starpperiodu pārskatiem, finanšu pārskatiem atbilstot IFRSs¹³⁸ standartiem, informācijas atklāšana 2 valodās, uzņēmuma korporatīvās pārvaldības un ilgtspējas ziņojumu nodrošināšana.¹³⁹ Savukārt, Baltijas Otrajā sarakstā iekļauto akciju emitentiem, kvantitatīvās prasības netiek izvirzītas, tajā skaitā - ierobežojumi attiecībā uz kapitalizāciju vai akciju skaitu brīvā apgrozībā, bet informācijas, uzņēmuma finanšu rādītāju pārkatāmība un ziņojumu saturs tiek pieprasīts tādā pašā apmērā.¹⁴⁰

¹³⁷ *Tirgus informācija*, Nasdaq Baltic. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/tirgus-informacija/viss-par-tirgiem/> (Skatīts: 12.05.2020.)

¹³⁸ *IFRSs – International Financial Reporting Standards*, EUR-Lex, Pieejams: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LV/ALL/?uri=uriserv:l26040> (Skatīts: 12.05.2020.)

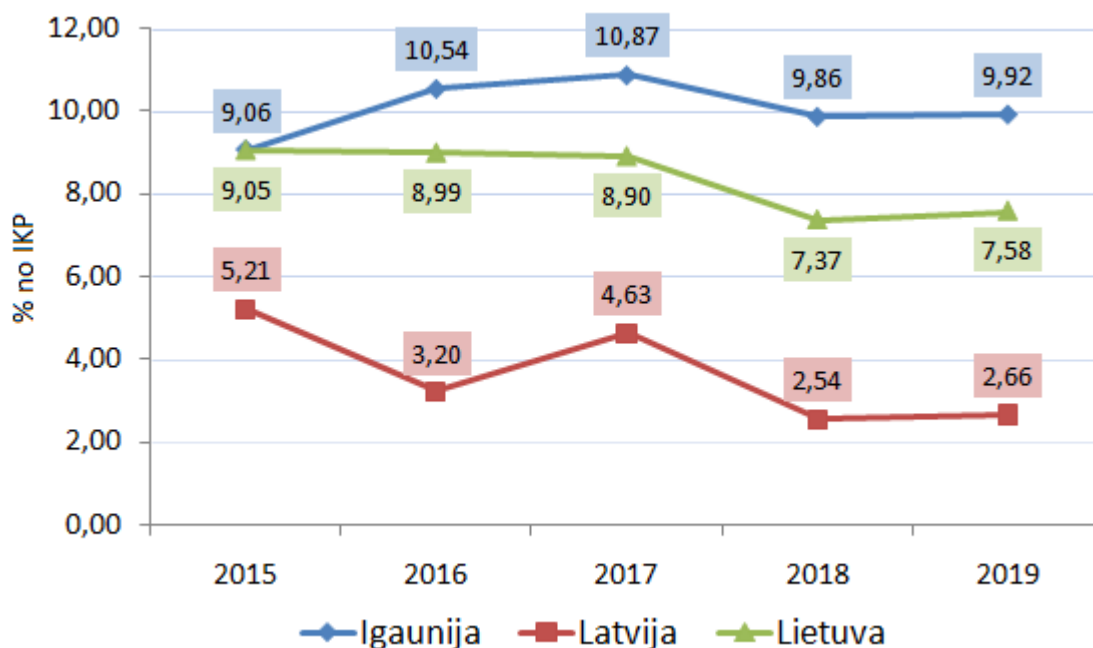
¹³⁹ *Kapitāla piesaiste*, Nasdaq Baltic. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/nac-uz-birzu/piesaisti-kapitalu/> (Skatīts: 12.05.2020.)

¹⁴⁰ *Tirgus informācija*, Nasdaq Baltic. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/tirgus-informacija/viss-par-tirgiem/> (Skatīts: 12.05.2020.)

Nasdaq Baltic akciju tirgus kapitalizācijas rādītāji.

Vērtējot tirgus rādītājus, pēc autora domām, vispirms jāpievērš uzmanība tirgus kapitalizācijai. Vērtspapīru tirgu kā finanšu sistēmas segmentu var raksturot dažādi, tomēr, tā kapitalizācija, vairāk vai mazāk, atspoguļo konkrētās valsts tautsaimniecības attīstības iespējas, kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus un IKP pieauguma mijiedarbību.¹⁴¹

Latvijas, Igaunijas, Lietuvas kapitalizācijas līmenis 2015. – 2019. gadā (*skat.2.2.att.*) ir saglabājies relatīvi stabils, tomēr ir vērojama negatīvā tendence Latvijas gadījumā, 2019.gada beigās akciju kapitalizācijas likmei tikai nedaudz pārsniedzot 2018.gada rekordzemos 2,54%.



2.2.att. Baltijas valstu akciju tirgus kapitalizācijas rādītāji, % no IKP, 2015. – 2019.gadā¹⁴²

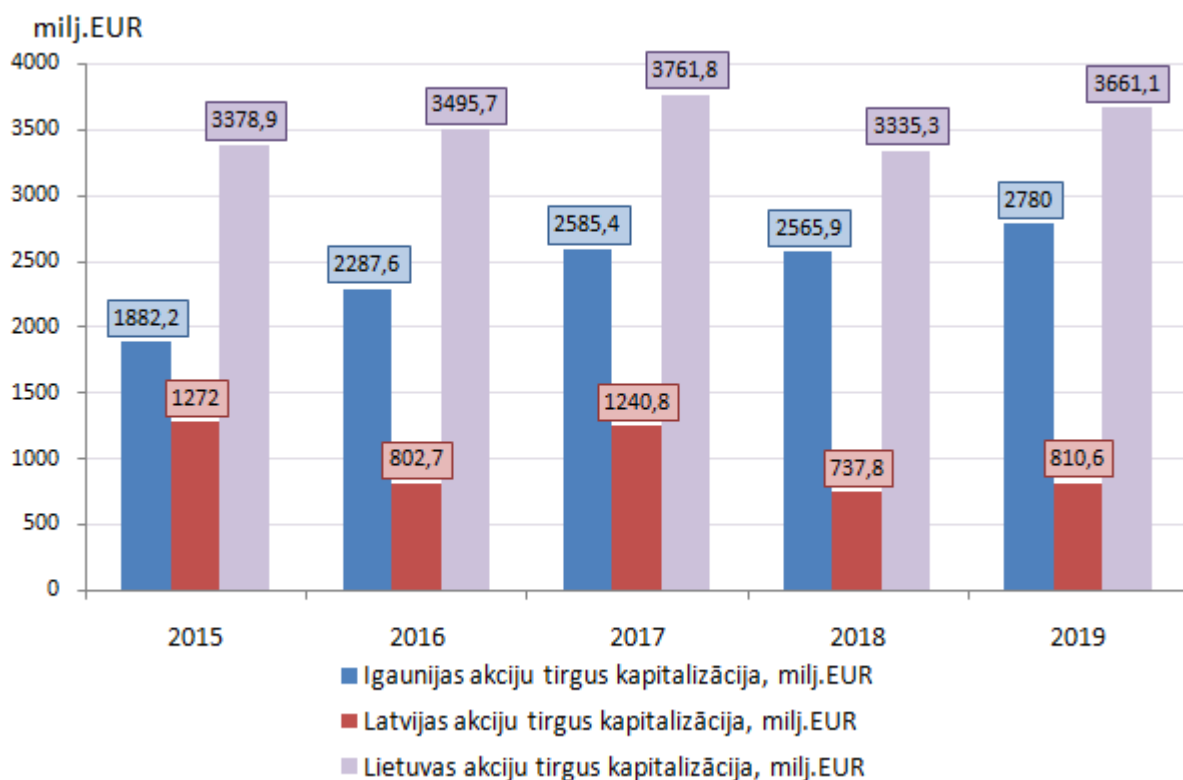
2018.gads iezīmējās ar pasaules tautsaimniecības nākotnes izaugsmi saistītā nenoteiktību un akciju pārdošanas izmaiņas pasaules lielākajās biržās atspoguļojās arī Baltijas kapitāla tirgū, jo ar iekšējiem faktoriem nebija izskaidrojams tik straujš akciju cenu kritums 2018.gada izskaņā, ko visvairāk izjuta *Nasdaq Riga* tirgus, jo tādiem uzņēmumiem kā *AS Olainfarm* (Baltijas Oficiālā

¹⁴¹ *Kapitāla tirgus Latvijā – trešajā desmitgadē, bet joprojām vājš. Vai ir alternatīvas?*, Latvijas Banka, 24.10.2018, Pieejams: <https://www.makroekonomika.lv/kapitāla-tirgus-latvija-tresaja-desmitgade-bet-joprojam-vajs-vai-ir-alternativas> (Skatīts: 10.05.2020.)

¹⁴² Autors veidots, balstoties uz *Nasdaq Baltic akciju tirgus kapitalizācija par 31.12.2014.-31.12.2019.* Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2014-05-31&end=2019-05-31> (Skatīts: 12.05.2020.) un *Gross Domestic Product in EU*, Eurostat, Pieejams: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00001/default/table?lang=en> (Skatīts 12.05.2020.)

saraksta emitents), *AS Latvijas Gāze* (Baltijas Otrais saraksts) peļņa pat pieauga par spīti tam, ka uzņēmumi piedzīvoja apgrozījuma samazināšanos.¹⁴³

2015. – 2019.gada perioda tirgus kapitalizācijas apmēri, aizvien nav atguvuši vēsturiskos apjomus, kādi tie bija, piemēram 2009.gadā, kad Latvijas kapitalizācijas likme sasniedza 6,974% no IKP, bet Igaunijas un Lietuvas, attiecīgi, 13,015% un 11,958%¹⁴⁴. Tomēr, pēc autora domām, tirgus kapitalizācijas likme ir jāvērtē arī pēc tirgus kapitalizācijas, izteiktas absolūtos skaitļos, lieluma (*skat.2.3.att.*) un tad jāvērtē tā izmaiņas salīdzinot ar kapitalizācijas likmi, analizējot IKP un kapitāla tirgus savstarpējo nominālo pieauguma sakarību.



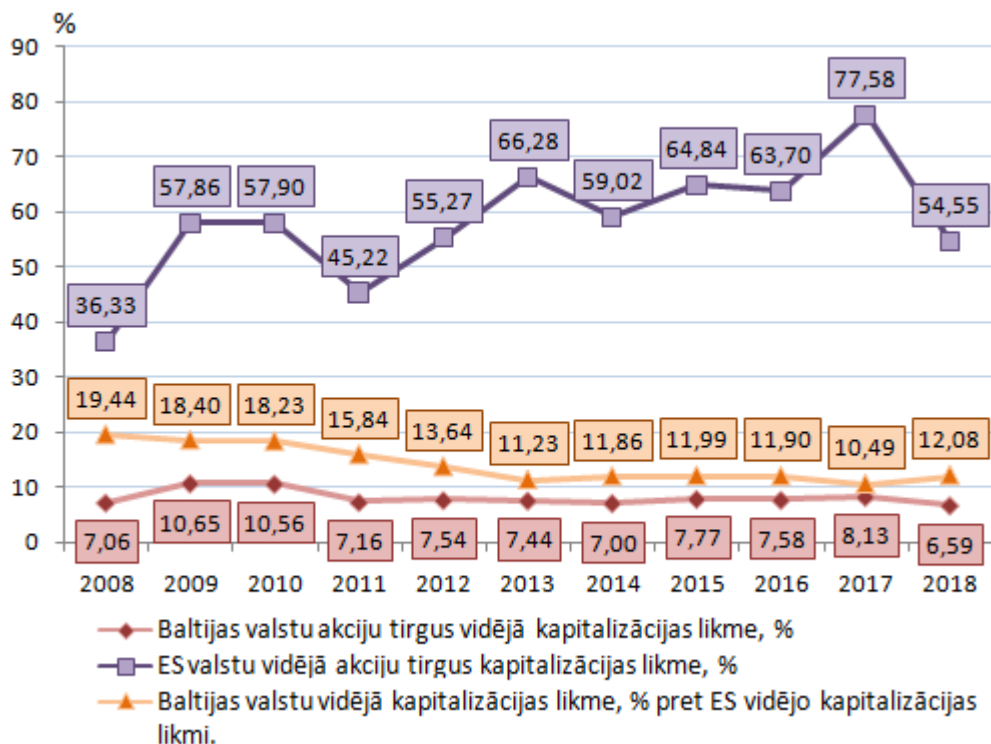
2.3.att. Baltijas valstu akciju kapitalizācijas apjoms, milj.EUR, 2015.-2019.gadā¹⁴⁵

¹⁴³ Baltijas biržu investoriem smagi zaudējumi, cer uz dividendēm, Izdevums – Dienas Bizness, 11.01.2019., Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/baltijas-birzu-investoriem-smagi-zaudejumi-cer-uz-dividendem-483070> (Skatīts: 12.05.2020.)

¹⁴⁴ Autora aprēķināti dati, balstoties uz *Gross Domestic Product in EU*, Eurostat, Pieejams: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00001/default/table?lang=en> (Skatīts 12.05.2020.) un *Nasdaq Baltic tirgus kapitalizācija uz 31.12.2009.* Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2009-12-31&end=2009-12-31> (Skatīts: 12.05.2020.)

¹⁴⁵ Autora veidots, pamatojoties uz *Nasdaq Baltic akciju tirgus kapitalizāciju par 31.12.2014.-31.12.2019.* Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2014-05-31&end=2019-05-31> (Skatīts: 13.05.2020.)

Tirgus kapitalizācijas apjoms izmaiņas, balstoties uz 2015.-2019.gada kapitalizācijas apjomiem (*skat.2.3.att.*), atspoguļo to, ka Latvijas akciju tirgus kapitalizācija, izteiktai milj.EUR, 2019.gada decembrī, salīdzinot ar 2015.gada decembri, ir sarukusi par 36,28%, Igaunijas pieaugusi par 47,71%, bet Lietuvas pieaugusi mēreni – par 8,35%¹⁴⁶. Tas nozīmē to, ka Latvijas gadījumā, spējš tirgus kapitalizācijas likmes samazinājums, nebija tikai IKP straujāka pieauguma attiecības pret kapitalizācijas izmaiņām rezultātā, bet arī faktiski, kapitāla tirgus apjoma samazinājums. Līdz ar to, tirgus ir jāskata arī tā plašuma: emitentu skaita un struktūras izpratnē.



2.4.att. Baltijas valstu akciju tirgus kapitalizācijas vidējā likme un tās attiecība % pret ES vidējo kapitalizācijas likmi 2008.-2018.gadā¹⁴⁷

Vērtējot Baltijas valstu akciju tirgus vidējo kapitalizācijas attiecību pret ES vidējo ikgadējo akciju kapitalizācijas likmi kopš 2008.gada (*skat.2.4.att.*), jāsecina, ka šis rādītājs kopš Finanšu krīzes saruka, tam stabilizējoties kopš 2013.gada, kas, pēc autora domām, liecina par to,

¹⁴⁶ Autora aprēķini, balstoties uz 2.3.att. *Baltijas valstu akciju kapitalizācija, milj.EUR, 2015.-2019.gadā*, aprēķiniem.

¹⁴⁷ Autora veidots, balstoties uz *European Union Market Capitalization*, CEICdata. Pieejams:

<https://www.ceicdata.com/en/indicator/european-union/market-capitalization--nominal-gdp> (Skatīts:13.05.2020.)

un *Baltijas valstu tirgus kapitalizācijas rādītājiem 2008.-2018.*, Nasdaq Baltic. Pieejams:

<https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2008-12-31&end=2018-12-31> (Skatīts: 13.05.2020.)

ka Baltijas kapitāla tirgus pēdējos gados ir krietni stabilāks, nekā ES kapitāla tirgus. Kopumā var secināt, ka Baltijas kapitāla tirgum, pastāv neizmantots potenciāls un iespējas tā attīstīšanai.

Nasdaq Baltic kapitāla tirgus plašums.

Ja tirgus lielums tiek novērtēts ar kapitalizācijas rādītāju, tas ne vienmēr atspoguļo tirgus lieluma un specifiskas izmaiņu cēloņus un likumsakarības. Tādēļ, tirgus plašuma analīze, sniedz papildus informāciju par kapitāla tirgu no dalībnieku skaita un daudzveidības viedokļa. Pēc autora domām, vērtējot nelielos *Nasdaq Baltic* tirgus kapitalizācijas apmērus, ir nepieciešams akcentēt tirgus dalībnieku struktūras īpatnības, kur pie relatīvi nelielām to izmaiņām, radikāli mainās kopējais kapitāla tirgus raksturs.

Uz 2019.gada 31.decembri, *Nasdaq Baltic*, Baltijas Oficiālajā sarakstā kotējās 34 uzņēmumi, bet Otrajā sarakstā – 28 uzņēmumi (*skat.2.1.tab.*).

2.1.tab.

Nasdaq Baltic regulētā tirgus akciju emitentu skaita izmaiņas 2015.-2019.gadā¹⁴⁸

Gads	Nasdaq Tallin		Nasdaq Riga		Nasdaq Vilnius		Nasdaq Baltic		
	Baltijas Oficiālais saraksts	Baltijas Otrais saraksts	Baltijas Oficiālais Saraksts	Baltijas Otrais saraksts	Baltijas Oficiālais saraksts	Baltijas Otrais saraksts	Baltijas Oficiālais saraksts kopā	Baltijas Otrais saraksts kopā	Baltijas Regulētā tirgus, akciju emitentu skaits - kopā
2015	13	2	5	21	14	17	32	40	72
2016	14	2	5	21	13	14	32	37	69
2017	15	2	5	19	12	15	32	36	68
2018	15	2	4	16	14	14	33	32	65
2019	16	2	4	14	14	12	34	28	62

Var secināt, ka emitentu skaita izmaiņas Baltijas Oficiālajā un Baltijas Otrajā sarakstā, *Nasdaq Tallinn* tirgū, ir bijušas minimālās, tomēr, tas neizskaidro tirgus kapitalizācijas apmēru pieaugumu no 1 882,2 milj. EUR 2015.gadā līdz 2 780 milj. EUR 2019.gada nogalē.¹⁴⁹ 2016.gada laikā *Nasdaq Tallinn* Baltijas Oficiālo sarakstu nepameta neviens no tajā kotētajiem uzņēmumiem. Paralēli palielinoties akciju tirgus vērtībai tādiem, šajā sarakstā kotētajiem uzņēmumiem, kā *AS Silvano Fashion Group* par 125,16%, Tallinna Kaubamaja Grupp AS

¹⁴⁸ Autora veidots, balstoties uz *Baltijas Regulētā tirgus akciju emitentu 31.12.2014.-31.12.2019 sarakstu*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/shares?date=2019-12-30> (Skatīts: 13.05.2020.)

¹⁴⁹ *Nasdaq Baltic akciju tirgus kapitalizāciju par 31.12.2014.-31.12.2019.* Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2014-05-31&end=2019-05-31> (Skatīts: 13.05.2020.)

22,11% un celtniecības un ražošanas AS *Nordecon* 26,67%.¹⁵⁰ 2017.gadā laikā ektrības ražošanas uzņēmums, AS *Harju Elekter*, spēja palielināt kapitalizācijas apjomu par 79,21%, bet lielākais Baltijas jūras pasažieru pārvadātājs *Tallink Grupp* par 37,06%. 2018.gads, bija diezgan neveiksmīgs *Nasdaq Baltic* biržas investoriem, saistībā ar globālo finanšu saspīlējumu¹⁵¹, bet kā pozitīvs notikums jāmin Igaunijas ostas AS *Tallinna Sadam* akciju iekļaušana *Nasdaq Baltic* tirgū 2018.gada 13.jūnijā, palielinot kopējo tirgus kapitalizāciju apjomu par 536,52 milj.EUR, tajā pašā laikā, piesaistot 148 milj.EUR uzņēmuma attīstībai izmantojot IPO.¹⁵²

2016.gadā, no Baltijas Oficiālā saraksta, *Nasdaq Riga* filiāles, izstājās AS *Ventspils Nafta*, saistībā ar EUROMIN HOLDINGS (CYPRUS) LIMITED galīgo akciju atpirkšanas piedāvājumu; kopējais *Nasdaq Riga* kapitalizācijas apjoms samazinājās par 476 milj.EUR¹⁵³, kas veidoja lielu īpatsvaru, *Nasdaq Riga* tirgus kapitalizācijas samazinājumam uz 2017.gada sākumu. *Nasdaq Riga* pieņemot AS *Ventspils nafta* pieteikumu tās 104 479 519 uzrādītāja akciju izslēgšanai no Baltijas Oficiālā saraksta, par pēdējo akciju tirdzniecības dienu noteica 2017.gada 25.janvāri, obligātajā akciju atpirkšanas piedāvājumā vienas akcijas cenai sastādot 4,56 EUR.¹⁵⁴ Turpmākajos gados, vērojama *Nasdaq Riga* Baltijas Otrā saraksta emitentu izstāšanās no biržas tirgus, bet vislielāko īpatsvaru *Nasdaq Riga* Regulētā akciju tirgus kapitalizācijas samazinājumā 2018.gadā veidoja, AS *Latvijas Kuģniecība* lēmums par izstāšanos no Baltijas Oficiālā saraksta, nosakot 2018.gada 13.februāri par pēdējo akciju kotācijas dienu.¹⁵⁵ Pēc autora domām, pie nelielā tirgus dalībnieku skaita, kopējā *Nasdaq Riga* tirgus kapitalizācijas rādītāji tiek nopietni ietekmēti, no tirgus izstājoties lieliem uzņēmumiem. *Nasdaq Vilnius*, visu Baltijas valstu starpā, raksturojas

¹⁵⁰ *Nasdaq Baltic* akciju tirgus kapitalizāciju par 31.12.2014.-31.12.2019. *Nasdaq Baltic*, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2014-05-31&end=2019-05-31> (Skatīts: 13.05.2020.)

¹⁵¹ Baltijas biržu investoriem smagi zaudējumi, cer uz dividendēm, Izdevums – Dienas Bizness, 11.01.2019., Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/baltijas-birzu-investoriem-smagi-zaudejumi-cer-uz-dividendem-483070> (Skatīts: 12.05.2020.)

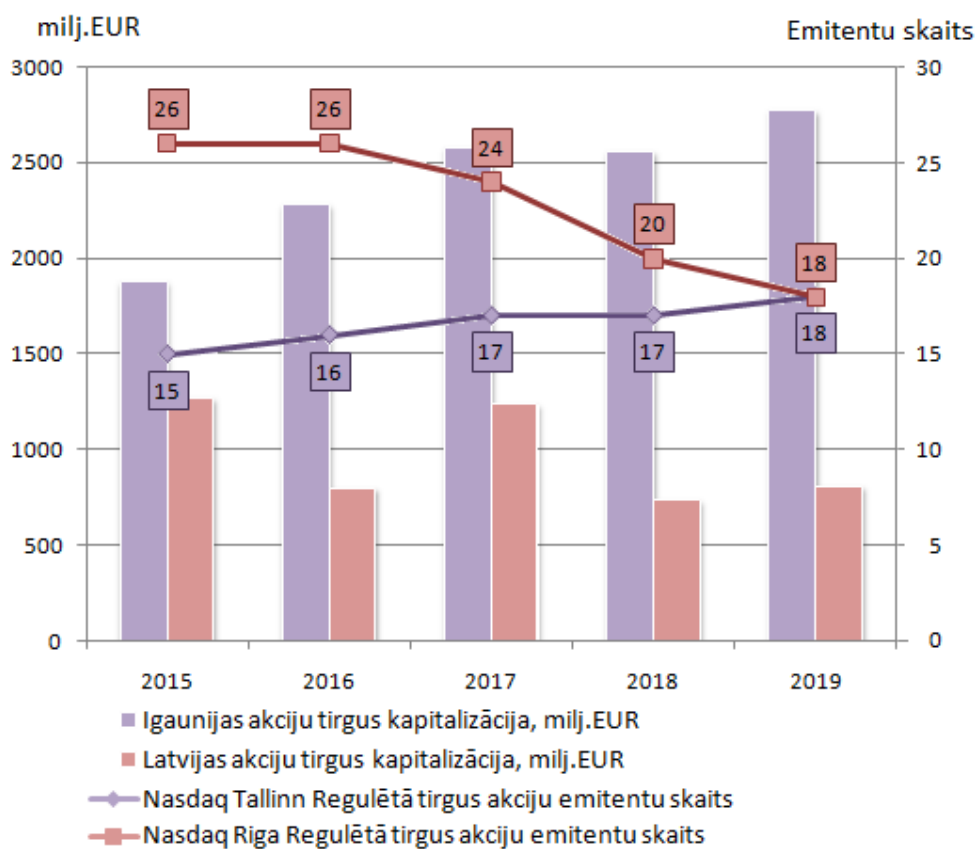
¹⁵² Daiga Auziņa – Melalksne, *Kas mainīs spēles noteikumus Baltijas kapitāla tirgū*, EK konferences „*Nauda un reformas: Eiropas investīciju nākamā paauze*” ietvaros, *Nasdaq Baltic*, 20.09.2019. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/kas-mainis-speles-noteikumus-baltijas-kapitala-tirgu/>, Konferences atskats pieejams: <https://ec.europa.eu/latvia/news/atskats-uz-konferenci-par-es-invest%C4%ABcij%C4%81m-baltij%C4%81-%E2%80%9Cnauda-un-reformas-eiropas-invest%C4%ABciju-n%C4%81kam%C4%81-lv> (Skatīts: 14.05.2020.)

¹⁵³ *Par emitentu AS Venstpils Nafta*, *Nasdaq Baltic*, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/instrument/LV0000100816/company?date=2015-12-30> (Skatīts 13.05.2020.)

¹⁵⁴ *Ventspils Naftas akcijas izslēdz no baltijas Oficiālā saraksta*, BNN, Pieejams: <https://bnn.lv/i-ventspils-naftas-i-akcijas-izsladz-baltijas-oficiala-saraksta-178153> (Skatīts: 13.05.2020.)

¹⁵⁵ *Latvijas Kuģniecība AS akcijas izslēdz no Baltijas biržas Oficiālā saraksta*, *Nasdaq Baltic*, 13.02.2018. Pieejams: <https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=823192&messageId=1034809> (Skatīts: 13.05.2020.)

ar sabalansētu Baltijas Oficiālā un Otrā saraksta emitentu skaitu, bet *Nasdaq Tallinn*, spēj piesaistīt uzņēmumus ar lielu pievienotu vērtību un attīstīt esošos, nostiprinot Baltijas Oficiālā saraksta daļas kvantitatīvo emitentu struktūru un kapitalizācijas apjomu, tikmēr Latvijas gadījumā, dominē Baltijas Otrā saraksta emitenti ar attiecīgām saraksta prasību raksturošajām, emitentiem piedēvētām īpašībām. To var viegli salīdzināt, aplūkojot tirgus kapitalizācijas apjomu izmaiņas pret tirgus dalībnieku skaita izmaiņām Igaunijas un Latvijas akciju tirgos (*skat. 2.5.att.*).



2.5.att. Latvijas un Igaunijas akciju tirgus kapitalizācijas un Regulētā Nasdaq Riga un Nasdaq Tallinn akciju emitentu skaita savstarpējā sakarība¹⁵⁶

Sakarība ļauj spriest, ka Igaunijā, *Nasdaq Tallinn* kotējas lielāki uzņēmumi, pēc to akciju kapitalizācijas apmēriem, kamēr Latvijā, dominē lielāks skaits uzņēmumu, bet ar zemāku kapitalizācijas apjomu. Pēc autora domām, kā viens no iemesliem ir tirgus likviditātes rādītāju atšķirības.

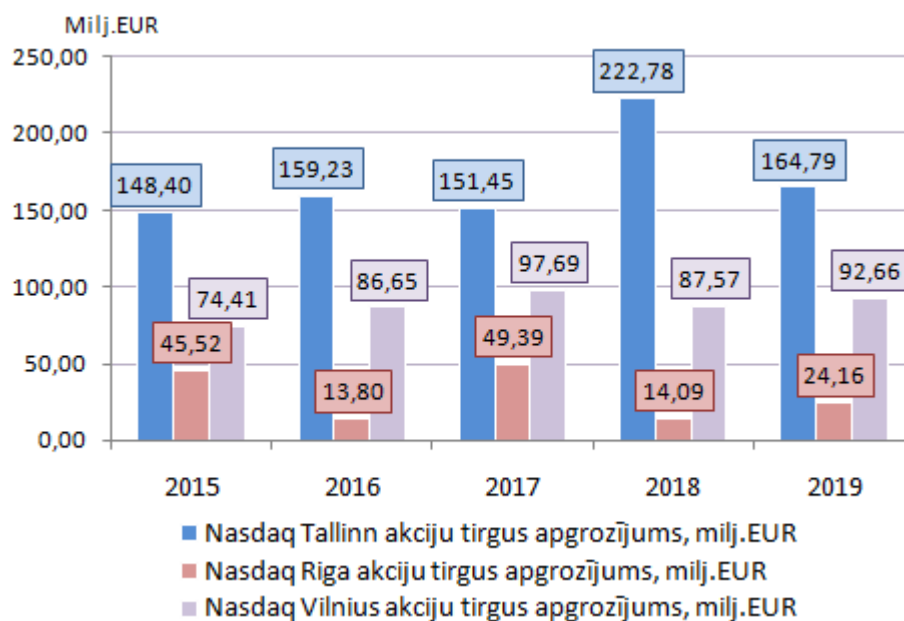
¹⁵⁶ Autora veidots, balstoties uz *Baltijas valstu akciju tirgus kapitalizācijas* datiem, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2015-12-30&end=2019-12-31> (Skatīts: 13.05.2020.) un *Baltijas Regulētā tirgus akciju emitentu 31.12.2014.-01.01.2020 sarakstu*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/shares?date=2019-12-30> (Skatīts: 13.05.2020.)

Nasdaq Baltic tirgus likviditātes rādītāji.

Likvīdos tirgos, investori spēj dinamiskāk strādāt un plānot dažādas arbitrāžas stratēģijas, iespēju gūt peļņu arī pie nelielām cenu svārstībām līdzīgu aktīvu starpā, bet nelikvīda tirgus apstākļi spēj vairot tā transakcijas izmaksas, savukārt investori kļūst pasīvāki.¹⁵⁷ Kā viens no tirgus likviditātes rādītājiem tiek izmantots akciju apgrozības koeficients [2.1.] .

$$\text{Apgrozības koeficients}_n = \frac{\text{Tirgus apgrozījums}}{(\text{Tirgus kapitalizācija}_{n-1} + \text{Tirgus kapitalizācija}_n) / 2} \quad [2.1.]^{158}$$

Apgrozības koeficients – sakarība starp gada tirgus apgrozījumu, dalītu ar tirgus sākuma un beigu perioda vidējo, kopējo kapitalizācijas summu, attiecīgā periodā¹⁵⁹. Nasdaq Baltic tirgus apgrozījums absolūtos skaitļos ir bijis atšķirīgs Baltijas valstu starpā (skat.2.6.att.).



2.6.att. Nasdaq Baltic akciju tirgus apgrozījuma apjomi Baltijas valstu vidū 2015.-2019.gadā.¹⁶⁰

Latvijā, kā arī citās Austrumeiropas valstīs stratēģiskajiem investoriem pieder lielāks akciju īpatsvars, nekā tas ir attīstītajās valstīs, tādējādi brīvajā tirdzniecībā esošo akciju daudzums kopējā akciju apjomā ir krietni mazāks, kas akciju apgrozījumu un attīstību vēl vairāk

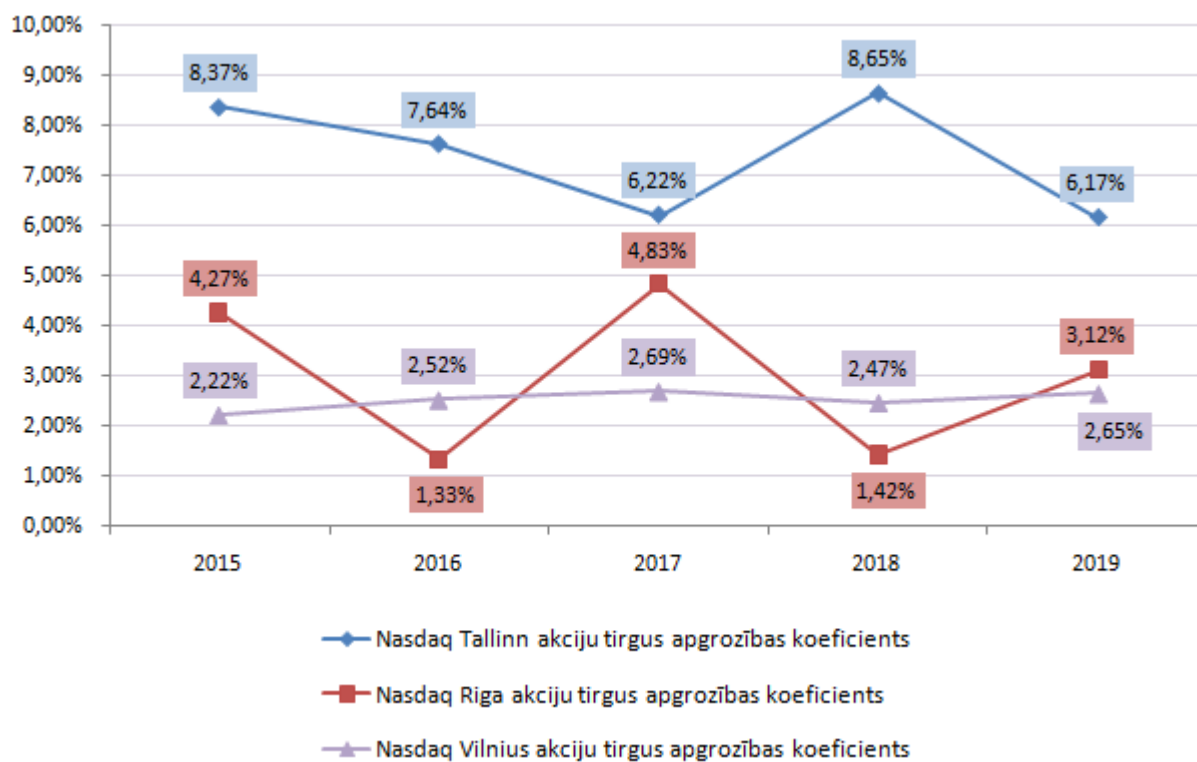
¹⁵⁷ Darškuvieni V. *Finanšu tirgi*. Rīga, 2010. 118. lpp.

¹⁵⁸ Autora veidots, tulk.no angļu val. *Stock Turnover Ratio*, EDUCBA, Pieejams: <https://www.educba.com/stock-turnover-ratio/> (Skatīts: 14.05.2020.)

¹⁵⁹ *Stock Turnover Ratio*, EDUCBA, Pieejams: <https://www.educba.com/stock-turnover-ratio/> (Skatīts: 14.05.2020.)

¹⁶⁰ Autora veidots, pamatojoties uz Tirgus apgrozījuma tirdzniecības datiem par 31.12.2014, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/statistics> (Skatīts: 15.05.2020.)

samazina.¹⁶¹ Arī, kapitāla tirgus apgrozības koeficientu dinamika *Nasdaq Baltic* tirgus segmentu, Baltijas valstu starpā, ļauj izdarīt secinājumus (*skat.2.7.att.*).



2.7.att. Nasdaq Baltic tirgus apgrozības koeficients, Baltijas valstu starpā 2015.-2019.gads¹⁶²

Akciju tirgus apgrozības koeficientu atšķirības *Nasdaq Baltic* tirgū starp Baltijas valstīm, pēc autora domām, ir viens no rādītājiem, kurš izskaidro arī IPO tirgus zemos apmērus Latvijas tirgū, jaunu dalībnieku ienākšanu tajā un tā sakarību ar tirgus likviditātes nepietiekamo līmeni, kas samazina arī potenciālo investoru vēlmi ieguldīt finanšu līdzekļus dažādos kapitāla vērtspapīru instrumentos.

¹⁶¹ *Kapitāla tirgus Latvijā – trešajā desmitgadē, bet joprojām vājš. Vai ir alternatīvas?*, Latvijas Banka, 24.10.2018, Pieejams:<https://www.makroekonomika.lv/kapitala-tirgus-latvija-tresaja-desmitgade-bet-joprojam-vajs-vai-ir-alternativas> (Skatīts: 17.05.2020.)

¹⁶² Autora aprēķini, pamatojoties uz Baltijas valstu akciju tirgus kapitalizācijas datiem, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2014-12-31&end=2019-05-31> (Skatīts: 17.05.2020.) un Tirgus apgrozījuma tirdzniecības datiem par 31.12.2014, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/statistics> (Skatīts: 17.05.2020.)

2.3. Parāda vērtspapīru tirgus segments

Nasdaq Baltic parāda vērtspapīru tirgus, Regulētā tirgus ietvaros, sastāv no Baltijas Parāda vērtspapīru un Baltijas Ieguldījumu fondu saraksta. Baltijas Parāda vērtspapīru sarakstā tiek kotēti kopējie *Nasdaq Baltic* parāda vērtspapīri, gan valstu (Latvijas un Lietuvas) parāda vērtspapīri, gan visas *Nasdaq Baltic* Regulētajā tirgū iekļautās korporatīvās obligācijas ar plašiem to dzēšanas termiņiem, kā arī, jāmin Baltijas Ieguldījumu fondu saraksts, kurš sevī ietver ieguldījumu fondu apliecības, tām tiekot tirgotām Regulētā tirgus ietvaros.¹⁶³

Obligāciju emitēšana ļauj uzņēmumiem piesaistīt kapitālu, neietekmējot uzņēmuma akcionāru sastāvu, atmaksājot aizņemto pamatsummu noteiktajā termiņā. Obligāciju emitēšana ļauj uzņēmumam kontrolēt aizņēmuma noteikumus, tajā skaitā, apjomu, procentu likmi un termiņu.¹⁶⁴

Obligāciju emitēšanas nosacījumos ietilpst dažādas prasības. Uzņēmuma darbības pieredze – vismaz 2 gadi, plānotajam emisijas apjomam jābūt $\geq 0,2$ milj.EUR, kā arī jāatbilst nekvantitatīvo prasību sarakstam – apstiprināta prospekta, uzņēmuma gada un starpperiodu pārskatu un to atbilstība IFRS grāmatvedības standartiem, informācijas nodrošināšanas 2 valodās, valsts un angļu, un ne-finanšu ziņojumu par korporatīvo pārvaldību, nepieciešamība.¹⁶⁵

Nasdaq Baltic parāda vērtspapīru tirgus kapitalizācijas rādītāji.

Pēc autora domām, *Nasdaq Baltic* parāda vērtspapīru kapitalizācijas apjomi, salīdzinot ar akciju tirgus kapitalizācijas apjomu ir vērtējami dažādi. Akciju tirgus segments piesaista lielāku akadēmisko¹⁶⁶, un pēc autora domām, arī lielāku profesionālo interesi, tam piemītot lielākam ienesīguma aspektam, turpretī, parāda vērtspapīru tirgus segments nodrošina mazāku riska līmeni. Valsts obligāciju segments, kas ir drošākais no visu ilgtermiņa parāda vērtspapīru tirgus instrumentu klāsta, Baltijas valstīs, 2019.gadā, pēc tā kapitalizācijas apjomiem ir lielākais, salīdzinot ar korporatīvām obligācijām, līdz ar to, tam sniedzot lielāku informatīvo telpu, gan no biržas, gan no emitenta (valsts) puses. Tādejādi, korporatīvo obligāciju segments, salīdzinot ar

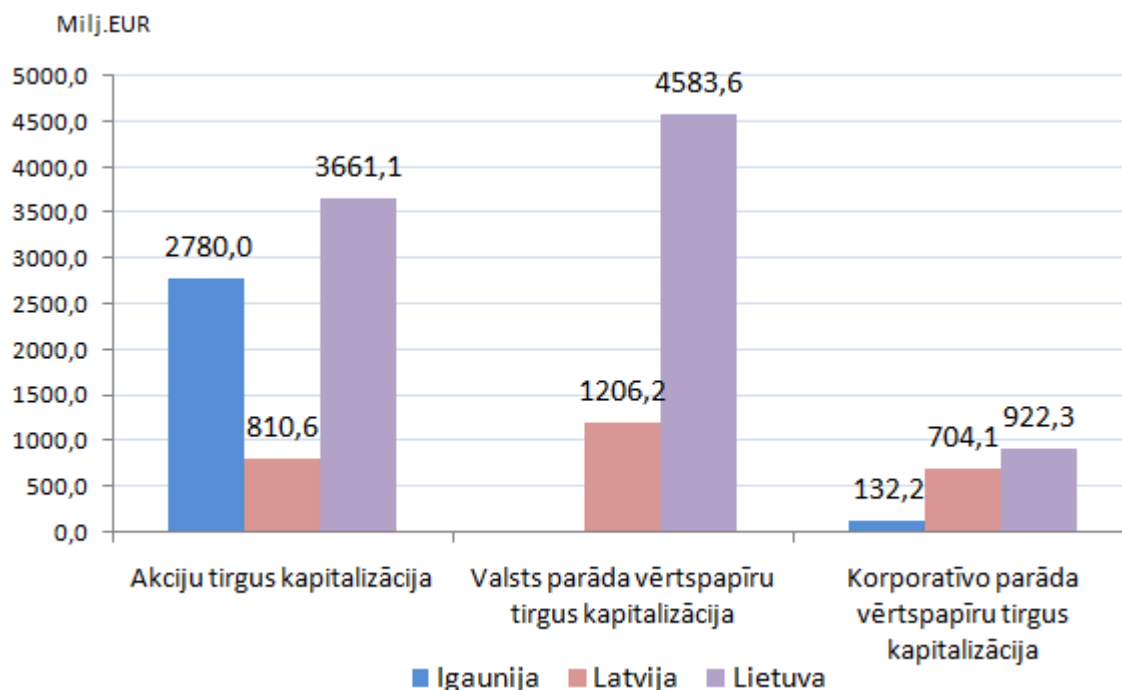
¹⁶³ *Tirgus informācija*, Nasdaq Baltic. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/tirgus-informacija/viss-par-tirgiem/> (Skatīts: 17.05.2020.)

¹⁶⁴ *Kapitāla piesaiste*, Nasdaq Baltic. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/nac-uz-birzu/piesaisti-kapitalu/> (Skatīts: 17.05.2020.)

¹⁶⁵ Turpat.

¹⁶⁶ Točelovska N. *Latvijas korporatīvo obligāciju tirgus attīstība*. Promocijas darba kopsavilkums. LU BVEF. Rīga : Latvijas Universitāte, 2018. 17.lpp

akciju un valsts parāda vērtspapīru tirgu prasa lielāku interesi, meklējot tā attīstības iespējas. Kā redzams 2.8.att., 2019.gada beigās, *Nasdaq Baltic* korporatīvo obligāciju kapitalizācijas apjoms starp Baltijas valstīm ir bijis zemākais, salīdzinot ar akciju un valsts parāda vērtspapīru kapitalizāciju, izteiktu nominālos lielumos, milj.EUR.

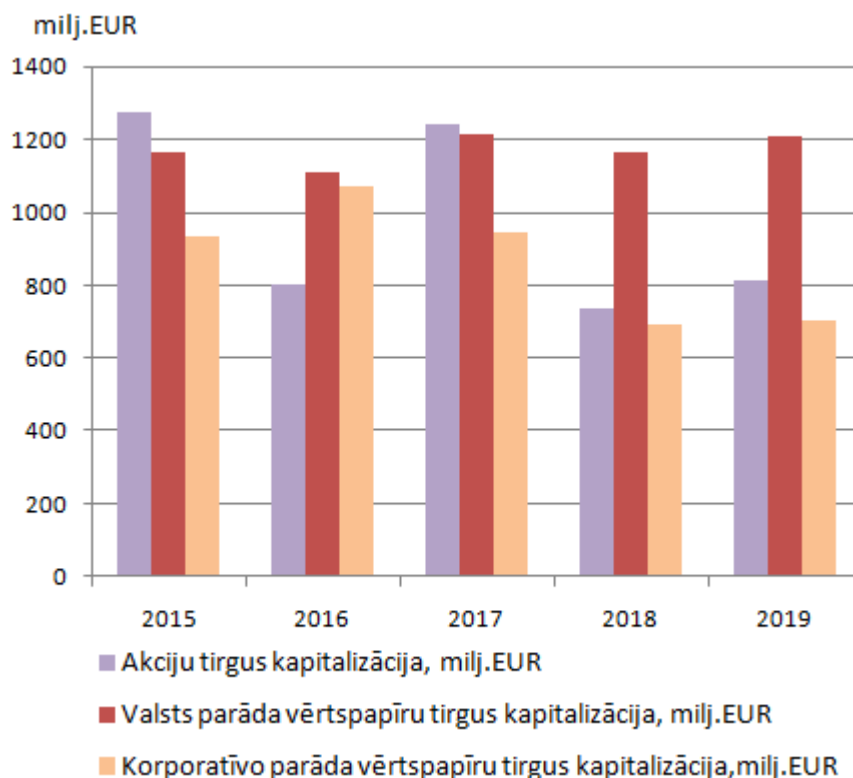


2.8.att. Nasdaq Baltic valsts parāda un korporatīvo parāda vērtspapīru tirgus, un akciju tirgus kapitalizācija (Regulētā tirgus ietvaros), 2019.gada nogalē, milj.EUR.¹⁶⁷

Analizējot 2.8.att. iegūtos datus, autors secina, ka valsts parāda vērtspapīru kapitalizācijas apjomā, 2019.gadā, dominē Lietuva ar 4 583,6 milj.EUR, tai sekojot Latvijai ar 1 206,2 milj.EUR. Igaunijā, valsts parāda vērtspapīru izvietošana *Nasdaq Tallinn* netiek realizēta. Pēc autora domām, korporatīvo obligāciju tirgus specifikai ir jāpievērš pastiprināta uzmanība, jo ārējā finansējuma piesaistes iespējas par labu uzņēmumiem, caur biržas tirgu ir noteikti jāattīsta, vairojot investoru interesi piedalīties ieguldījumu procesā, *Nasdaq Baltic* piedāvājot plašas finansējuma iespējas, diversificējot finansējuma piešķiršanas izmaksas, gan aizņēmuma procentu likmju noteikšanas un citu aizdevuma nosacījumu veidošanā, tādejādi, *Nasdaq Baltic* korporatīvo obligāciju tirgus segmentam kalpojot kā tirgus finansējuma ekonomikas veicinošam faktoram, par ko tika minēts darba teorētiskās nodaļas kontekstā.

¹⁶⁷ Autora veidots, pamatojoties uz *Baltijas valstu akciju un obligāciju tirgus kapitalizācijas* datiem, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2015-12-30&end=2019-12-31> (Skatīts: 17.05.2020.) ,

Turpinot analizēt korporatīvo parāda vērtspapīru segmentu, autors pievēršas *Nasdaq Riga* tirgus korporatīvo obligāciju, valsts biržā emitēto parāda vērtspapīru kapitalizācijas un akciju tirgus kapitalizācijas sakarības izmaiņām 2015.-2019.gada periodā, lai analizētu korporatīvā tirgus finansējuma pieauguma ietekmi *Nasdaq Riga* tirgū (skat. 2.9.att.)

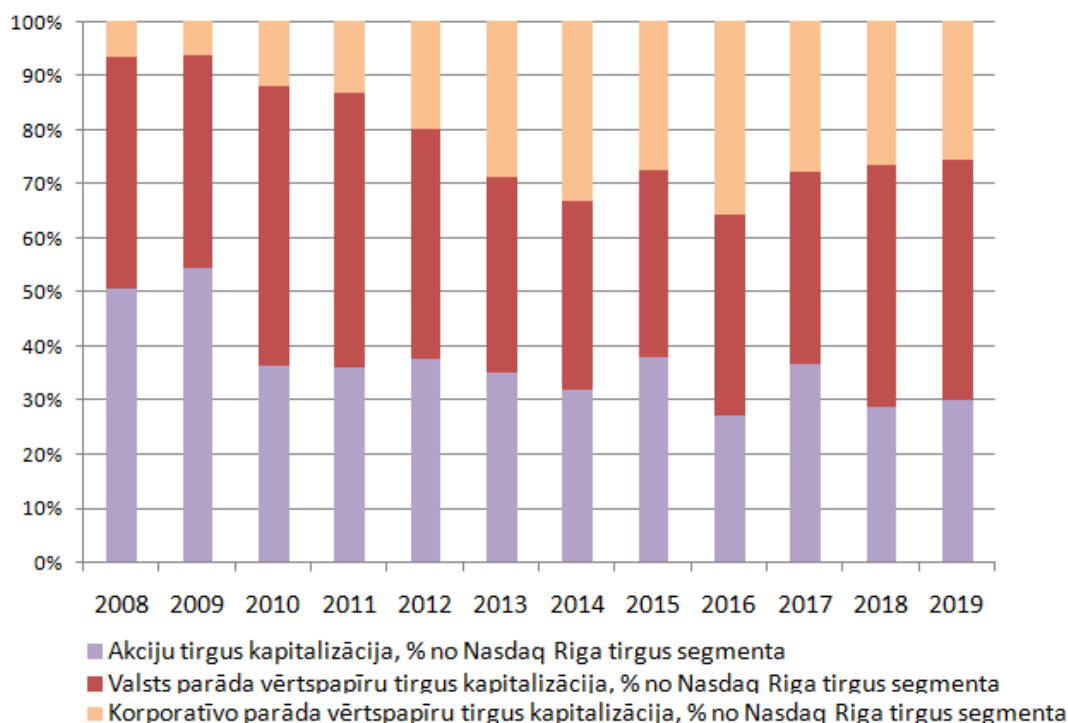


2.9.att. *Nasdaq Riga* akciju, valsts parāda vērtspapīru un korporatīvo parāda vērtspapīru tirgus kapitalizācijas izmaiņas 2015. – 2019.gadā¹⁶⁸

2.9.att. uzskatāmi var secināt, ka korporatīvo vērtspapīru tirgus daļa kopējā *Nasdaq Riga* vērtspapīru tirgus segmentā, ir samazinājusies, līdzvērtīgi, akciju tirgus kapitalizācijas apjomam. Tikmēr, valsts parāda vērtspapīru segmentam, paliekot relatīvi nemainīgam. Akciju tirgus kapitalizācijas izmaiņu aspekti, tika atrunāti 2.2. apakšnodaļas ietvaros. Pēc autora domām, Latvijas tirgū, samazinoties lielo uzņēmumu biržas dalībnieku skaitam, tas veicināja akciju tirgus kapitalizācijas apjoma samazināšanos attiecībā pret vidējo uzņēmumu vērtspapīru piedāvājuma īpatsvaru, kas lielākoties kotējās Baltijas Otrajā sarakstā, izmainot kopējo ilgtermiņa vērtspapīru tirgus struktūru par labu korporatīvo obligāciju piedāvājumam, arī no MVU puses. Līdz ar to, pēc

¹⁶⁸ Autors veidots, pamatojoties uz *Baltijas valstu akciju un obligāciju tirgus kapitalizācijas* datiem, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2014-12-31&end=2019-12-31> (Skatīts: 18.05.2020.)

autora viedokļa, pēc *Nasdaq Baltic* korporatīvo obligāciju tirgus attīstību veicinošiem pasākumiem, tika veikta pāreja uz jaunu, korporatīvo parāda vērtspapīru tirgus vidi, kur parāda vērtspapīru pieprasījumam ir tieksme pieaugt, samazinoties kapitāla vērtspapīru piedāvājumam (*skat.2.10.att.*), atsaucoties uz obligāciju pieprasījuma un piedāvājuma teoriju un praksi¹⁶⁹, tādejādi, tiekot veicinātam potenciālo investoru pieprasījumam pēc korporatīvajām obligācijām attiecībā pret visu *Nasdaq Riga* tirgus segmentu, kopš 2008.gada Finanšu krīzes, atzīmējot to, ka pieprasījums korporatīvo obligāciju tirgū, bieži vien pārsniedz piedāvājumu, pat alternatīvu projektu realizācijas gadījumos, tiekot emitētiem tādiem parāda vērtspapīriem kā piemēram, AS *Latvenergo* „zaļās obligācijas”, 2016.gadā.¹⁷⁰



2.10. Akciju tirgus, valsts parāda vērtspapīru un korporatīvo parāda vērtspapīru daļa (%) no kopējā Nasdaq Riga tirgus kapitalizācijas apjoma 2008.-2019.gadā¹⁷¹

Analizējot 2.10.att. iegūtos datus, pēc autora domām, *Nasdaq Riga* korporatīvo obligāciju tirgus ir iegājis transformācijas fāzē. Par to liecina tas, ka skatot korporatīvo obligāciju tirgus

¹⁶⁹ *Demand for bonds by institutional investors and bond yield developments in the euro area*, ECB, Monthly Bulletin, May 2007, Monetary and Financial developments, Pieejams:

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb200705_focus03.en.pdf (Skatīts: 18.05.2020.)

¹⁷⁰ *AS Latvenergo emitē zaļās obligācijas 25 miljonu eiro apmērā*, ziņu aģentūra BNN, 15.04.2016., Pieejams: <https://bnn.lv/i-latvenergo-i-emite-zalas-obligacijas-25-miljonu-eiro-apmera-185283> (Skatīts: 18.05.2020.)

¹⁷¹ Autrta veidots, balstoties uz *Baltijas valstu akciju un obligāciju tirgus kapitalizācijas 2008. – 2019. g. datiem*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2007-12-31&end=2019-12-31> (Skatīts: 18.05.2020.)

kapitalizācijas izmaiņas laika posmā kopš Finanšu krīzes, korporatīvo obligāciju kapitalizācijas īpatsvars *Nasdaq Riga* tirgus ietvaros, strauji pieauga no 2008.- 2014.gadam, uzņēmumiem meklējot jaunas ārējā finansējuma piesaistes opcijas, pēc-finanšu krīzes apstākļos. Bet, 2015. – 2019.gads, tam iezīmējoties ar krasu īpatsvara palielinājuma apstāšanos. Pēc autora domām, korporatīvo obligāciju emisija pārdzīvo „pārejas periodu”, kurā izkristalizējas „jauns”, alternatīva ārējā finansējuma opciju konteksts un vēlme pēc to izmantošanas finansējuma piesaistītāju un investoru vidē. Kapitāls Baltijā uzkrājas un cilvēkiem rodas jautājums, kur ieguldīt brīvos līdzekļus. Savukārt banku tirgus ir mainījies - līdz šim ierastajam finansējuma veidam pieklūt ir aizvien grūtāk, tādēļ pieaug alternatīvo finansētāju loma tirgū, tādejādi, komentējot, kādēļ Igaunijas kapitāla tirgus sastāv no kvalitatīvākiem uzņēmumiem, meklējams tajā, ka privatizācija Igaunijā bija citādāka nekā Latvijā – nepastāvot sertifikātiem un visiem darījumiem notiekot ar reāliem naudas līdzekļiem, tādēļ biržā nonāca kvalitatīvāki uzņēmumi, un pēc privatizācijas atsijāšanas procesa, daudzu gadu garumā, tie Igaunijas uzņēmumi, kuri nolēma kotēties *Nasdaq Tallinn*, šodien, pārsvarā atrodas *Nasdaq Baltic* Oficiālajā sarakstā un praktiski neviens Otrajā sarakstā, bet Latvijā, situācijai esot apgriezti pretējai¹⁷². Pēc autora viedokļa, šis apstāklis ir radījis biržā kotēto uzņēmumu vērtību atšķirības Igaunijas un Latvijas starpā, bet, tajā pašā laikā, aktivizējis korporatīvo parāda vērtspapīru dinamiku ilgtermiņā, kura ir izteiktāka tieši Latvijā, līdz ar to, atverot nākamo problēmjautājumu par korporatīvo vērtspapīru tirgus emitentu struktūras raksturojumu, Latvijā un *Nasdaq Baltic* kopumā.

Korporatīvo parāda vērtspapīru tirgus plašums.

Pēc autora domām, akciju tirgus kapitālizācijas apmēra nozīmīgums ir analogs rādītājs parāda vērtspapīru tirgus kapitalizācijas apmēriem, meklējot tirgus faktiskā lieluma un attīstības dinamikas raksturu. Ta kā iepriekš tika noskaidrots tas, ka valsts parāda vērtspapīru tirgus kapitalizācija ieņem lielāko *Nasdaq Riga* tirgus īpatsvaru, 2019.gadā, ievērojami pārsniedzot korporatīvo parāda vērtspapīru tirgus kapitalizācijas apjomu, ir vēlams analizēt parāda vērtspapīru tirgus īpatnības tā emitentu struktūras ziņā, kas sniegtu izsmeļošākas atbildes par korporatīvā obligāciju tirgus tendencēm kopējā, *Nasdaq Baltic* tirgū.

Uz 2019.gada 31.decembri, *Nasdaq Baltic* Baltijas parāda vērtspapīru sarakstā atradās 24 emitenti (Regulētā tirgus ietvaros), ar kopējo emisijuskaitu – 75. Pēc autora domām, ir jāizvērtē šīs sakarības perspektīva ilgākā laika periodā, tādejādi, novērtējot tirgus dalībnieku faktiskā

¹⁷² Uzņēmumi arvien biežāk meklē finansējumu ārpus bankas, izdevums – Dienas Bizness, 01.11.2019., Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/uznemumi-arvien-biezak-finansejumu-mekle-arpus-bankas-492785> (Skatīts: 18.05.2020.)

skaita un tirgus kapitalizācijas apjoma attiecību savā starpā, un ne tikai; tā kā, valsts parāda vērtspapīru kapitalizācijas apmēri, viennozīmīgi ieņem līderpozīcijas kopējā *Nasdaq Riga* parāda vērtspapīru tirgus kapitalizācijā, tai, relatīvi neizmainot procentuālo īpatsvaru *Nasdaq Riga* kopējā vērtspapīru tirgū (*skat.2.9.att.*) tiek analizēta tieši korporatīvo obligāciju tirgus emitentu struktūra un tās izmaiņas, kas ir rezultējies ar korporatīvo obligāciju tirgus segmenta īpatsvara palielināšanos (*skat.2.10.att.*) *Nasdaq Riga* tirgū, kopš 2008.gada (*skat.2.2.tab.*) un *Nasdaq Baltic* korporatīvo obligāciju tirgus segmentā kopumā.

2.2.tab.

Nasdaq Baltic parāda vērtspapīru saraksta emitentu skaits 2015.-2019.gadā¹⁷³

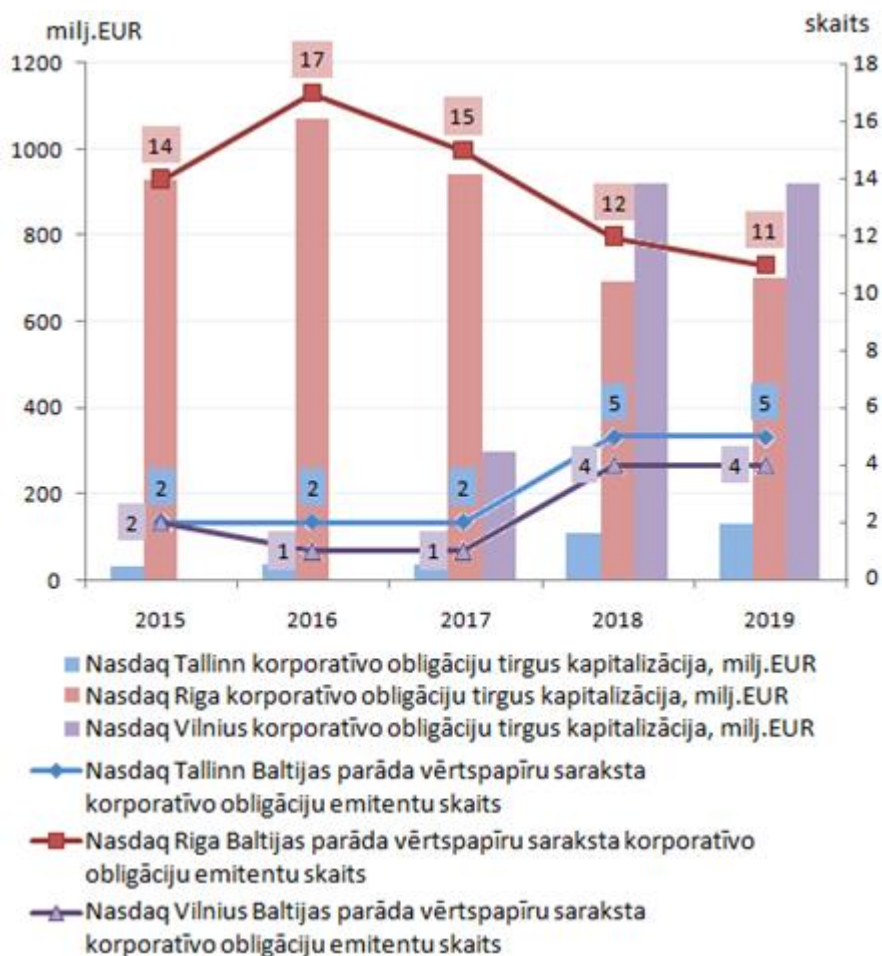
Gads	Nasdaq Tallin	Nasdaq Riga	Nasdaq Vilnius	Nasdaq Baltic
	Baltijas parāda vērtspapīru saraksts korporatīvo obligāciju emitentu skaits	Baltijas parāda vērtspapīru saraksts korporatīvo obligāciju emitentu skaits	Baltijas parāda vērtspapīru saraksts korporatīvo obligāciju emitentu skaits	Baltijas parāda vērtspapīru saraksts korporatīvo obligāciju emitentu skaits - kopā
2015	2	14	2	18
2016	2	17	1	20
2017	2	15	1	18
2018	5	12	4	21
2019	5	11	4	20

Pēc 2.2.tab. datiem, autors secina, ka kopējais, Baltijas parāda vērtspapīru sarakstā kopējais kotēto emitentu skaits 2015. – 2019.gadā ir saglabājies relatīvi stabils, bet tā struktūras izmaiņas vērojamas, vērtējot katru no Baltijas valstu *Nasdaq* tirgiem atsevišķi. Gan *Nasdaq Vilnius*, gan *Nasdaq Tallinn*, ir pieaudzis korporatīvo obligāciju emitentu skaits, turpretī Latvijā, tas samazinājies. Līdz ar to, pēc autora domām, pastiprinās Baltijas valstu korporatīvo obligāciju emisijas kā uzņēmumu ārējā finansējuma piesaistes veida, attīstības dinamika, pēc emitentu skaita, kopējā *Nasdaq Baltic* tirgū un korporatīvo parāda vērtspapīru emisijas procesa popularitāte Baltijas valstīs.

Pēc autora domām, korporatīvo obligāciju emitentu skaita izmaiņas *Nasdaq Baltic* regulētā tirgus ietvaros nespēj uzrādīt tirgus attīstības specifiku pilnībā, tādēļ tas jāskata

¹⁷³ Autora veidots, pamatojoties uz *Baltijas valstu akciju un obligāciju tirgus kapitalizācijas* datiem, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2014-12-31&end=2019-12-31> (Skatīts: 18.05.2020.)

kopsakarībā ar tirgus kapitalizācijas pieauguma rādītājiem (skat. 2.11. att.) kā arī, jāpievērš uzmanība tirgus saraksta izmaiņu momentiem, kuros notika atsevišķu saraksta dalībnieku iziešana vai ieiešana biržas tirgū, ņemot vērā faktu, ka Baltijas vērtspapīru tirgus gadījumā, vērtspapīru tirgus dalībnieku skaits ir relatīvi neliels, līdz ar to, kopējie tirgus rādītāji ir daudz elastīgāki, pie ikvienām tā tirgus dalībnieku struktūras un skaita izmaiņām.



2.11.att. Nasdaq Baltic parāda vērtspapīru saraksta korporatīvo obligāciju segmenta kapitalizācijas un Parāda vērtspapīru saraksta korporatīvo obligāciju emitentu skaita sakarība 2015. – 2019.gadā¹⁷⁴

Vērtējot 2.11.att. iegūto grafisko analīzi, autors secina, ka Latvijas un Igaunijas korporatīvo obligāciju tirgus kapitalizācijas apjomi ir mainījušies nosacīti proporcionāli attiecībā pret emitentu skaita izmaiņām, bet Lietuvas korporatīvo obligāciju tirgus kapitalizācijas apjoms, 2017.gadā, uzrādījis ievērojamu pieaugumu. Pēc autora viedokļa, tas skaidrojams ar AS Lietuvos

¹⁷⁴ Autora veidots, pamatojoties uz uz Baltijas valstu akciju un obligāciju tirgus kapitalizācijas datiem, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2014-12-31&end=2019-12-31> (Skatīts: 18.05.2020.)

enerģija „zaļo obligāciju” emisijas procesu 2017.gada 17.jūlijā, 300 milj.EUR apjomā, kas pret kopējo Lietuvas korporatīvo obligāciju tirgu veidoja ievērojamas kvantitatīvas izmaiņas. Obligāciju gada kupona likme tika noteikta 2% apmērā, bet to dzēšanas termiņš - 10 gadi. Obligācijas tika iekļautas gan *Nasdaq Vilnius*, gan Luksemburgas biržā. Emisijas rezultātā piesaistītie līdzekļi tika ieguldīti uzņēmuma videi draudzīgo un ilgtspējīgo projektu finansēšanai, tādejādi Lietuvas valstij piederošā uzņēmuma minēto obligāciju emisijas rezultātā bija spilgts piemērs valsts kapitālsabiedrību ārējā finansējuma piesaistes piemēram, izmantojot biržas tirgu¹⁷⁵, un pēc autora domām, inovatīvā un tehnoloģiski avancētā emisijas mērķa vārdā.

Savukārt 2018.gadā, lai gan *Nasdaq Baltic* kopumā, tostarp akciju tirgum piedzīvojot krasu investīciju vērtības kritumu¹⁷⁶, Lietuvas korporatīvo obligāciju tirgus kapitalizācijas bilancē bija vērojama pozitīva iezīme, pateicoties Lietuvas valsts koncernam *AS Lietuvos energija*, kas spēja turpināt 2017.gadā iesākto obligāciju emisijas procesu, un emitēt, jau otro reizi, „zaļās obligācijas”, šoreiz, ar 1,875% kupona likmi un analogu, iepriekšējo emitēto obligāciju dzēšanas termiņu – 10 gadi¹⁷⁷, palielinot *Nasdaq Vilnius* korporatīvo obligāciju tirgus kapitalizācijas apjomu vēl par 300 milj.EUR, paralēli paaugstinot Lietuvas zaļās elektroenerģijas ieguves apjomus un elektroenerģijas pašpietiekamību, bet minētos korporatīvos vērtspapīrus izvietojot, ne tikai *Nasdaq Vilnius*, bet arī Luksemburgas biržā¹⁷⁸, apstiprinot darījuma nosacījumus 2018.gada 20.jūnijā¹⁷⁹. Vērts pieminēt, ka 2019.gada „*Nasdaq Baltic Awards*” balvu saņēmēju lokā, tika iekļauts arī *AS Lietuvos Energija* kā vadošai Baltijas enerģētikas grupas akciju sabiedrībai, tiekot apbalvotai kā “*Best Investor Relations by a Bond Market Newcomer*”, atzīstot to par kvalitatīvu investīciju ilgtspējīgu akciju sabiedrību, veicinot kopējo Baltijas tirgus investīciju vidi. Līdzās, šai balva tika atzinīgi vērtēti arī tādi uzņēmumi kā *MADARA Cosmetics* no Latvijas¹⁸⁰, kas uzsāka

¹⁷⁵ *Nasdaq sveic Lietuvos energija zaļās obligācijas Baltijas tirgū*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/nasdaq-sveic-lietuvos-enerģija-zalas-obligācijas-baltijas-tirgu/> (Skatīts: 19.05.2020.)

¹⁷⁶ Baltijas biržu investoriem smagi zaudējumi, cer uz dividendēm, Izdevums – Dienas Bizness, 11.01.2019., Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/baltijas-birzu-investoriem-smagi-zaudejumi-cer-uz-dividendem-483070> (Skatīts: 12.05.2020.)

¹⁷⁷ *Nasdaq Baltic akciju un obligāciju tirgus kapitalizācija 31.12.2017.-31.12.2018.*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2017-12-31&end=2018-12-31> (Skatīts: 19.05.2020.)

¹⁷⁸ *Lithuania's Lietuvos Energija sells EUR -300 m green bond, ziņu aģentūra* – Renewables Now (specializējusies atjaunojamās enerģijas nozarē – autora piez.) Pieejams: <https://renewablesnow.com/news/lithuanias-lietuvos-enerģija-sells-eur-300m-green-bond-618963/> (Skatīts: 19.20.2020.)

¹⁷⁹ *Lietuvos Enerģija Green Bond 2*, European Bank for Reconstruction and Development, Pieejams: <https://www.ebrd.com/work-with-us/projects/psd/lietuvos-enerģija-green-bond-2.html> (Skatīts: 19.05.2020.)

¹⁸⁰ *Nasdaq Announces Winners of Nasdaq Baltic Awards 2019*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/news/nasdaq-announces-winners-of-nasdaq-baltic-awards-2019/> (Skatīts: 19.05.2020.)

veiksmīgu akciju kotēšanu biržas Alternatīvā tirgus ietvaros, par kura kapitalizācijas un emitentu struktūras analīzi autors izklāstīs 2.4.apakšnodaļas ietvaros.

2.4. Alternatīvais First North tirgus

Nasdaq First North tirgus, jeb MTF (Multilateral Trading Facility – Daudzpusējā tirdzniecības sistēma), ir Alternatīvais tirgus, kas tiek nodrošināts *Nasdaq* Ziemeļvalstu un Baltijas grupas biržās. Uz *First North* tirgu netiek attiecināti Regulētā tirgus nosacījumi, bet tikai tieši šim tirgus paredzētie noteikumi, gan akciju, gan obligāciju tirgus segmentā.¹⁸¹ Līdz ar to, *First North* ir piemērots mazākiem uzņēmumiem ar perspektīviem izaugsmes plāniem, vienlaicīgi izmantojot publiskā uzņēmuma priekšrocības pie mērenākiem prasību un informācijas atklāšanas noteikumiem. Šis tirgus ļauj baudīt visas publiska uzņēmuma priekšrocības, vienlaikus paredzot mērenākas tā iekļaušanas tirgū, regulējumus. Noteikumu sarakstā netiek iekļautas prasības par uzņēmuma darbības ilguma limitiem, akcionāru līdzdalības sadalījumu, uzņēmuma tirgus vērtību. Prospektam ir jābūt vienkāršotam, un nepieciešams tikai publiskā kapitāla piesaistes gadījumā, kā arī ļaujot izvēlēties tīkamu grāmatvedības standartu, informācijas nodrošināšanu tikai 1 valodā, bet, ar atrunu, ka līgums tiek slēgts tikai ar Sertificētu konsultantu.¹⁸²

First North tirgus kapitalizācijas rādītāji

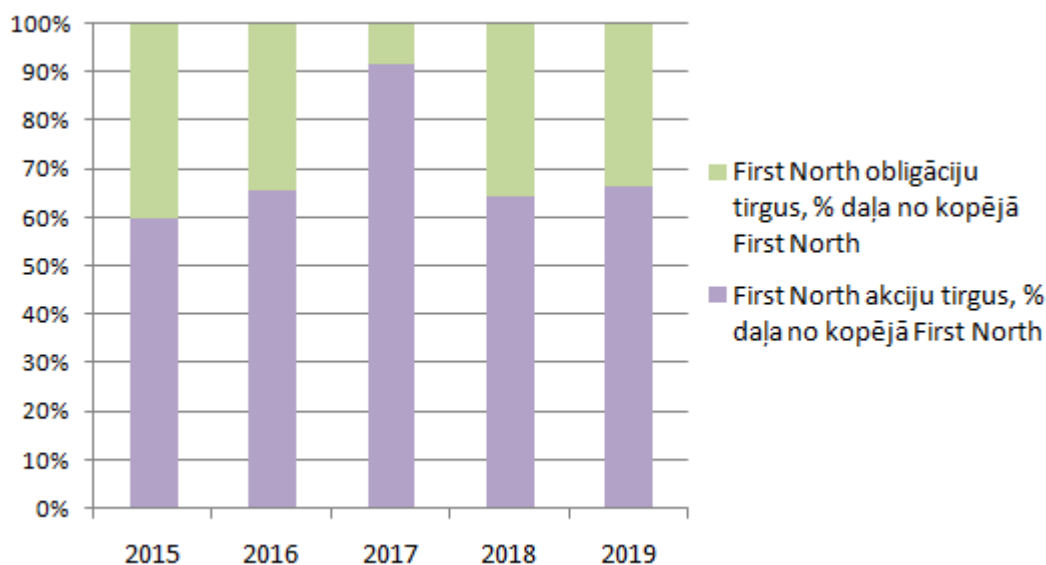
Lai gan, interese pēc *First North* piedāvājuma, pēc autora domām, ir pieaugoša, tā kapitalizācijas apmēri 2019.gada 31.decembrī, ar akciju un obligāciju tirgus segmentiem kopā veidoja 91 519 291,16 EUR, kas attiecīgi pret kopējo Regulēto tirgu veidoja tikai 0,62%¹⁸³ no kopējā *Nasdaq Baltic* tirgus kapitalizācijas, tomēr, pēc autora viedokļa, *First North* tirgus ir jāvērtē attiecībā pret Baltijas Regulētā tirgus kapitalizācijas apmēru, neņemot vērā valsts parāda vērtspapīru emitēto tirgus daļu, tādā veidā var konkrētāk novērtēt uzņēmumu vēlmi izmantot Alternatīvo tirgu, salīdzinot ar, tirgus izpratnē, lielākiem uzņēmumiem *Nasdaq Baltic* Regulētā tirgus ietvaros. Kā rezultātā, uz 2019.gada nogali, *First North* akciju tirgus kapitalizācija pret

¹⁸¹ *Tirgus Informācija*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/tirgus-informacija/viss-par-tirgiem/> (Skatīts: 19.05.2020.)

¹⁸² *Kapitāla piesaiste*, Nasdaq Baltic. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/nac-uz-birzu/piesaisti-kapitalu/> (Skatīts: 17.05.2020.)

¹⁸³ Autora aprēķini, pamatojoties uz *Nasdaq Baltic tirgus kapitalizācijas datiem uz 31.12.2019.* Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2019-12-27&end=2019-12-30> (Skatīts: 19.05.2020.)

Baltijas Oficiālā un Otrā saraksta tirgus akciju kapitalizāciju veidoja 0,84% īpatsvaru, bet *First North* obligāciju pret Baltijas parāda vērtspapīru saraksta korporatīvo obligāciju tirgus kapitalizāciju, attiecīgi 1,74% īpatsvara, bet kopā - ar akciju un korporatīvo obligāciju tirgus segmentiem, *First North* veidoja 1,02% daļu¹⁸⁴. Jāmin, ka vērtējot 2015.-2019.gadu, *Nasdaq Baltic First North* tirgū, procentuāli lielāko kapitalizācijas daļu, aizņem akciju tirgus (skat.2.12.att.), kur par iemeslu, pēc autora domām, ir tas, ka *First North* akciju tirgus segmentu pārsvarā veido lielāki uzņēmumi ar kolorītākiem nākotnes plāniem, salīdzinot ar citiem Alternatīvā tirgus emitentiem, tiem piemītot ilgtermiņa plāniem attiecībā uz dalību biržas tirgū, lemjot par labu, tieši par akciju emitēšanas procesu *First North*.



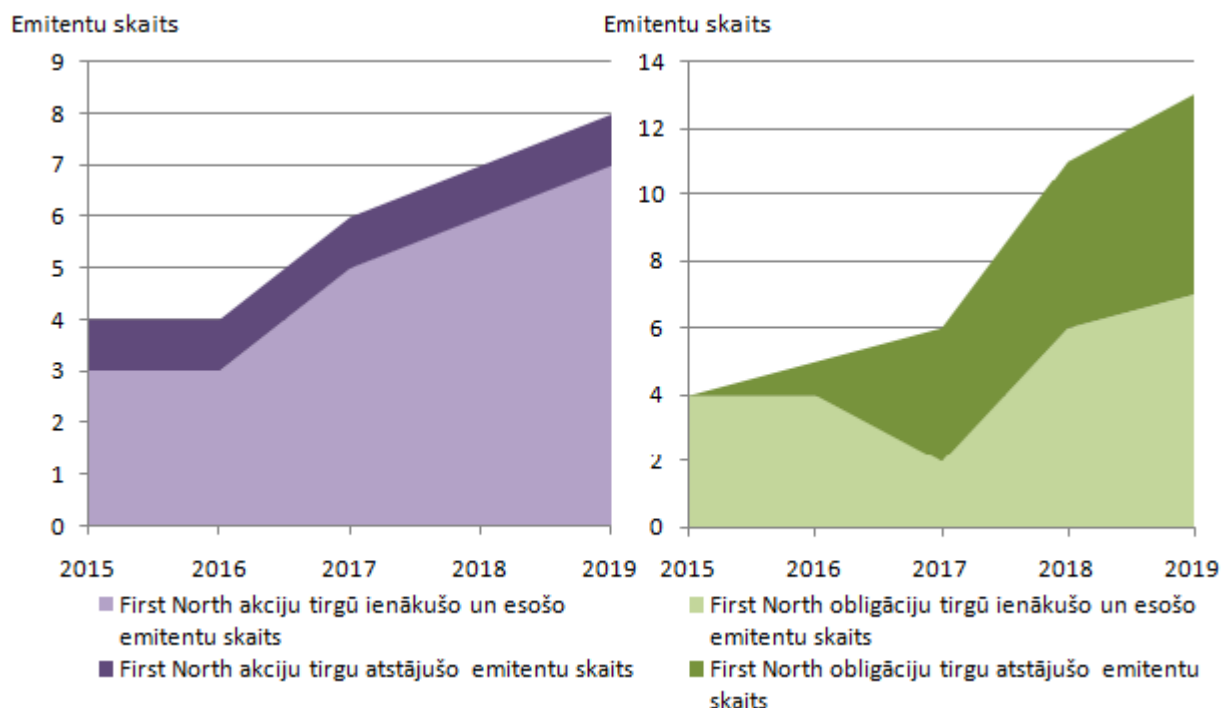
2.12.att. *First North* akciju un obligāciju tirgus kapitalizācijas daļa, % no kopējā *First North* tirgus kapitalizācijas apjoma, 2015.- 2019.gadā¹⁸⁵

Tam par faktu, kalpo arguments, ka, laikposmā no 2015. – 2019.gadam, vērtējot tirgus plašuma struktūru tā dalībnieku daudzveidības ziņā, *First North* obligāciju tirgus segmenta daļa piedzīvoja daudz lielāku tā saraksta izmaiņu dinamiku, emitentu skaita ziņā, uzņēmumiem iestājoties *First North* un nolemjot izstāties no tā, nekā tas bija vērojams *First North* akciju tirgus

¹⁸⁴ Autora aprēķini, balstoties uz *First North* akciju un obligāciju, un Baltijas Oficiālā un Otrā saraksta, un Baltijas parāda saraksta korporatīvo emitentu tirgus daļas kapitalizāciju datiem, *Nasdaq Baltic*, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2019-12-27&end=2019-12-30> (Skatīts: 19.05.2020.)

¹⁸⁵ Autora aprēķini, balstoties uz *First North* akciju un obligāciju tirgus kapitalizācijas datiem, *Nasdaq Baltic*, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2015-12-31&end=2019-12-31> (Skatīts: 20.05.2020.)

segmentā, akcentējot to, ka lēmums par obligāciju emisijas procesu bieži vien ir vienreizējs process, salīdzinot ar kapitāla vērtspapīru emisiju *First North* tirgū (skat. 2.13.att.).

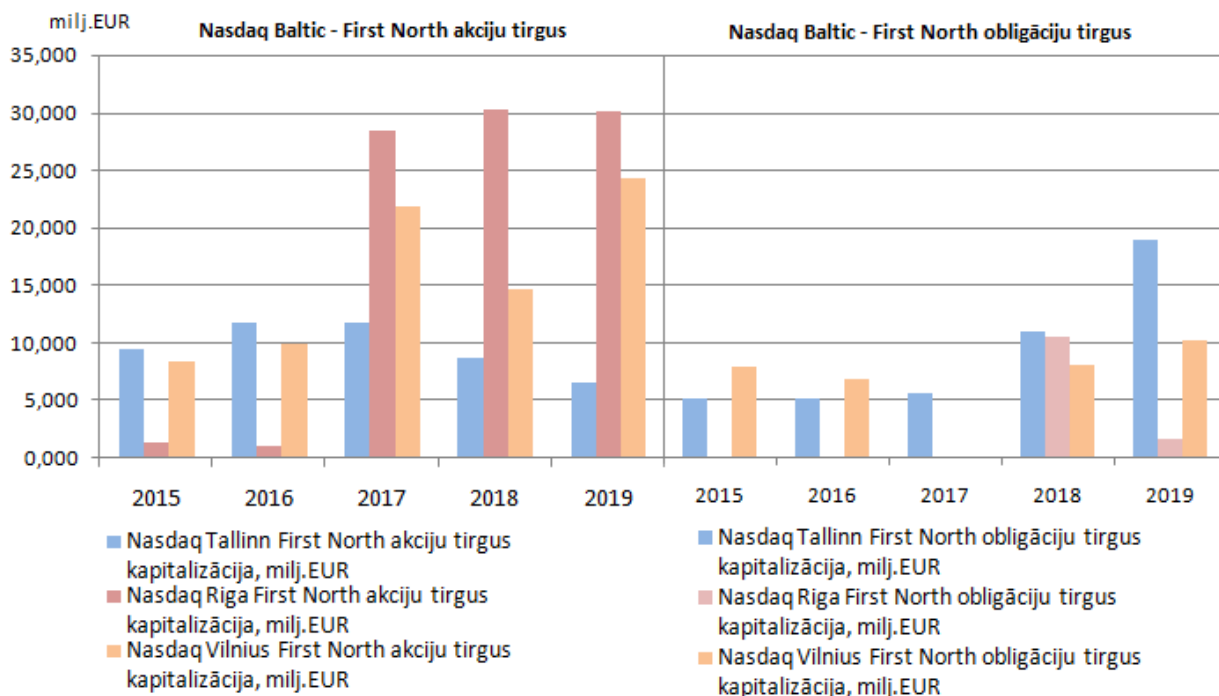


2.13.att. First North tirgus akciju un obligāciju segmentos esošo emitentu skaita izmaiņas pret kumulatīvo, tirgu atstājušo emitentu skaitu 2015. – 2019.gadā.¹⁸⁶

Analizējot 2.13.att. datus, autors secina, ka parāda vērtspapīru emitentu sektors piedzīvo dinamiskāku emitentu maiņu, bet tie uzņēmumi, kuri nolēmuši piesaistīt finanšu kapitālu caur akciju kotēšanu biržā, to dara ilgtermiņa sadarbības vadīti. Pēc autora domām, tas varētu būt skaidrojams ar to, ka obligāciju emitentiem ir vērojami mazāka kapitāla piesaistes apjomi, nekā akciju emitentiem, jo pirmie atrodas uzņēmumu attīstības sākuma stadijā, izmantojot obligāciju tirgu finansējumu kādam konkrētam projektam, ar jau nokomplektētu uzņēmuma vadību, nevēloties veikt izmaiņas akcionāru sastāvā, līdz ar to, var teikt, ka lēmums un izvēle par kādu no ārējā finansējuma piesaistes veidiem, izvēloties izmantot akciju vai obligāciju tirgus priekšrocības, ir atkarīgas no konkrētā uzņēmuma attīstības stratēģijas un nākotnes iecerēm.

¹⁸⁶ Autora veidots, pamatojoties uz First North tirgus datiem, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2015-12-31&end=2019-12-30> (Skatīts: 20.05.2020.)

Vērtējot *First North* akciju un obligāciju tirgus kapitalizācijas apmērus (skat.2.14.att.), autors secina, ka tirgus kapitalizācijas apjoma noturīgumā, *First North* akciju tirgus segments ieņem līderpozīcijas salīdzinot ar *First North* obligāciju tirgus daļu.



2.14.att. Nasdaq Baltic First North akciju un obligāciju tirgus segmentu kapitalizācija izmaiņas 2015. – 2019.gadā¹⁸⁷

Pēc iegūtiem datiem, autors secina, ka visstraujākais *First North* akciju tirgus kapitalizācijas pieaugums ir novērojams *Nasdaq Riga* tirgus ietvaros 2017. gadā, kur par iemeslu bija *AS MADARA Cosmetic* startēšana *First North* IPO un *Nasdaq Vilnius First North* tirgus kapitalizācijas pieaugums. Tādējādi, darba autors vērs uzmanību uz lielākajiem, *First North* akciju tirgus dalībniekiem, kuru sadarbības piemērs ar *Nasdaq Baltic*, aizsāka Alternatīvā tirgus izmantošanas priekšrocību popularizēšanu, demonstrējot veiksmīgu uzņēmumu attīstību biržas ietvaros, minot tādas uzņēmumus kā pārtikas un dzērienu nozarē darbojošos, 1997.gadā dibināto *AS Linda Nektar*, esot *Nasdaq Tallinn* tirgus lielākajam uzņēmumam *First North* ietvaros, kas uzsāka savu akciju kotāciju *First North*, 2015.gada 29.maijā ar kopējo kapitalizāciju 9,450

¹⁸⁷ Autora veidots, pamatojoties uz *Nasdaq Baltic First North* tirgus kapitalizācijas datiem, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2015-12-31&end=2019-12-30> (Skatīts: 20.05.2020.)

milj.EUR¹⁸⁸. *Nasdaq Vilnius* tirgus segmenta, lauksaimniecības tehnikas ražotāja un izplatītāja, *East West Agro AB*, dibināta 2006.gada 4.augustā, iestāšanās *First North* akciju tirgū 2017.gada 22.maijā ar kopējo kapitalizāciju 14,375 milj.EUR¹⁸⁹, kā arī *Nasdaq Vilnius*, *First North* platformas, finanšu pakalpojumu nozarē esošā, 2014.gada 21.janvārī dibinātā *NEO Finance* uzņēmuma ienākšana tirgū, tam uzsākot akciju kotēšanu ar 2019.gada 5.augustu, sasniedzot kopējo kapitalizāciju 2019.gada nogalē, 11,598 milj.EUR¹⁹⁰.

Jāatzīmē arī lielākais *Nasdaq Baltic First North* tirgus dalībnieks, AS „*MADARA Cosmetics*”, ar kopējo kapitalizāciju, 29,4 milj.EUR¹⁹¹ uz 2019.gada 31.decembri. Uzņēmums ir dibināts 2006.gadā, zīmolam strādājot kā dabīgās kosmētikas pionierim Baltijas tirgū, tā produkciju pilnībā izstrādājot uzņēmuma kontrolētā laboratorijā un ražotnē, atbilstot ECOCERT sertifikātiem¹⁹², pēc autora domām, paaugstinot *Nasdaq Baltic First North* tirgus prestižu. 2016.gadā, uzņēmums pēc jaunas ražotnes atvēršanas¹⁹³, publiski paziņoja, ka tas turpinās darboties saskaņā ar atvērtā biznesa principiem, un jau, 2017.gada 10.novembri, startēja *First North*¹⁹⁴. Uzņēmuma akciju pieprasījums pārsniedza piedāvājumu 2,6 reizes, piesaistot vairāk nekā 700 akcionārus, tādejādi, AS *MADARA Cosmetics* kļūstot par pirmo, *Nasdaq Riga First North* IPO tirgus uzņēmumu¹⁹⁵, demonstrējot to, ka biržas tirgus ir piemērots arī mazākiem uzņēmumiem, kuriem ir izglītoti akcionāri un ar augstiem ētikas standartiem, atsaucoties uz *Nasdaq Riga* vadītājas Daigas Auziņas – Melalksnes pausto, ziņu aģentūrai LETA.¹⁹⁶

¹⁸⁸ *Linda Nektar, Par emitentu. Nasdaq Baltic, Pieejams:*

<https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/instrument/EE3100060344/company?date=2020-05-20> (Skatīts: 20.05.2020.)

¹⁸⁹ *East West Agro AB, Par emitentu, Nasdaq Baltic, Pieejams:*

<https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/instrument/LT0000132060/company?date=2020-05-20> (Skatīts: 20.05.2020.)

¹⁹⁰ *NEO Finance AB, Par emitentu, Nasdaq Baltic, Pieejams:*

<https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/instrument/LT0000132953/company?date=2020-05-20> (skatīts: 20.05.2020.)

¹⁹¹ *First North tirgus emitentu kapitalizācija, Nasdaq Baltic, Pieejams:*

<https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2015-12-31&end=2019-12-30> (Skatīts: 20.05.2020.)

¹⁹² *ECOCERT certification, Ecocert, Pieejams: https://www.ecocert.com/en/certification-detail/natural-and-organic-cosmetics-cosmos* (Skatīts: 20.05.2020.)

¹⁹³ *Madara Cosmetic atver jaunu ražotni – modernāko Ziemeļeiropā, LSM, 29.09.2016. Pieejams:*

<https://www.lsm.lv/raksts/zinas/ekonomika/madara-cosmetics-atver-jaunu-razotni--modernako-ziemeleiropa.a203165/> (Skatīts: 20.05.2020.)

¹⁹⁴ *Emitenti, First North akciju saraksts, Nasdaq Baltic, Pieejams: https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/issuers*

(Skatīts: 20.05.2020.)

¹⁹⁵ *Madara Cosmetics: Sākas jauns posms uzņēmuma attīstībā, izdevums – Dienas Bizness, 10.11.2017. Pieejams:*

<https://www.db.lv/zinas/papildinata-madara-cosmetics-sakas-jauns-posms-uznemuma-attistiba-468726> (Skatīts: 20.05.2020.)

¹⁹⁶ *Madara Cosmetic pierāda, ka birža ir piemērota arī mazākiem uzņēmumiem. Ziņu aģentūra – LETA, pārpublicēts, BNN, 10.11.2017. Pieejams: https://bnn.lv/uznemumi-izrada-interesi-par-akciju-kotaciju-birza-ta-i-nasdaq-riga-i-vaditaja-253990* (Skatīts: 20.05.2020.)

3. NASDAQ BALTIC VĒRTSPAPĪRU TIRGUS ATTĪSTĪBAS PERSPEKTĪVAS

3.1. Nasdaq Baltic vērtspapīru tirgus attīstību ietekmējošie faktori

Analizējot *Nasdaq Baltic* tirgu, 2.nodaļas ietvaros, autors secina, ka *Nasdaq Baltic* rīcībā atrodas teicamas nākotnes perspektīvas biržas tirgus attīstības veicināšanai, ņemot vērā pastiprinātu un pieaugošu uzņēmumu interesi par tirgus finansējuma doto iespēju klāstu. Balstoties uz tirgus emitentu struktūras analīzi un kapitalizācijas rādītājiem tiek secināts, ka kopējais *Nasdaq Baltic* tirgus īpatsvars nominālā lielumā pieaug, un, lai gan jaunu, biržā piesaistīto uzņēmumu skaits palielinās mēreni, tas saglabā stabilus tendences rādītājus ar atsevišķām tā attīstības dinamikas īpatnībām, raksturīgām katrā no *Nasdaq Baltic* tirgus platformām Baltijas valstu vidū.

Pēc autora domām, attīstīta kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus vīzija un mērķis, prasa neatlaidīgu, pacietīgu, rūpīgu un konsekventu rīcību, kurā daudzpusīgi piedalās un realizē savas iespējas, gan investori, gan paši finansējuma piesaistītāji, gan birža, kā arī valsts, kā finanšu sistēmas leģislatīvais mediators, atbalstot šo finanšu sistēmas segmentu un stiprinot tā attīstības iespējas. Vērtējot situāciju Latvijas vērtspapīru tirgū, nedrīkst aizmirst izcelt pozitīvās tendences un investoriem pieejamo, augstas klases *Nasdaq Baltic* biržas izveidoto infrastruktūru ar ērtiem un tehniski moderniem risinājumiem, piedāvājot to gan biržas uzņēmumiem, gan potenciālajiem ieguldītājiem, kā arī, paralēli izveidojot reģionālo vērtspapīru tirgu, veicinot pārrobežu ieguldījumus, attīstot biržas emitentu uzņēmumu mārketinga nozares, atvieglojot ārvalstu investoru piekļuves iespējas Baltijas vērtspapīru tirgum kopumā, bet tirgū kotēto akciju un emitēto obligāciju uzņēmumiem, gūt pieredzi un iedvesmu no veiksmīgiem kapitāla piesaistes gadījumiem Baltijas tirgu.¹⁹⁷

Pēc autora domām, valsts kvantitatīvais tautsaimniecības lielums pēc IKP rādītājiem, nenoslēdz iespējas konkurēt tirgus kapitalizācijas likmes ziņā ar citām, relatīvi līdzīgām valstīm to ekonomiski kvantitatīvo rādītāju ziņā. Jāmin Islandes piemērs un tās pieredze, kapitāla tirgus attīstībā, kas pēc Globālās finanšu krīzes, 2009.gadā, piedzīvoja lielāko kapitalizācijas likmes

¹⁹⁷ *Latvijas nacionālā kapitāla tirgus attīstība un tā loma Latvijas ekonomikas izaugsmē*, PKC informatīvais ziņojums, Rīga, 2018., 7. – lpp., Pieejams: <http://tap.mk.gov.lv/mk/tap/?pid=40452796> (Skatīts: 20.05.2020.)

samazinājumu pēdējos 30 gados, samazinoties līdz 11,901 % no IKP, bet līdz 2019.gadam, spēja šo rādītāju atjaunot līdz 41,192% no IKP¹⁹⁸.

Pēc autora domām, ir nepieciešams uzskaitīt un analizēt faktoros, kuri, ietekmē Baltijas vērtspapīru tirgu un nosaka tā attīstības dinamiku, aplūkojot tirgus finansējuma aspektus no *Nasdaq Riga* un Latvijas ekonomiskās situācijas perspektīvas, kā kopējā, *Nasdaq Baltic* tirgus segmenta sastāvdaļas, kā arī novērtēt tā attīstības iespējas kopumā.

„Ēnu ekonomika” kā uzņēmumu finanšu informācijas atklātuma bremzējošs faktors

Ēnu ekonomikas termins tiek skaidrots dažādi - “pelēkā ekonomika”, “pārskatos neuztvertā ekonomikas daļa”, “neformālā ekonomika”, tomēr, šie nosaukumi var tikt dažādi interpretēti, bet visbiežāk tas tiek raksturots kā iekšzemes kopprodukts, kas nedeklarēšanas un (vai) nepilnīgas deklarēšanas rezultātā nav uzskaitīts oficiālajā statistikā, vai legālu vai nelegālu preču un pakalpojumu ražošana, kas netiek ietverta oficiālajā IKP novērtējumā.¹⁹⁹ Tādejādi, pēc ēnu ekonomikas definīcijas koncepta, autors secina, ka tā pamatā ir finanšu rakstura informācijas neatspoguļošanas moments, savukārt tirgus finansējuma vide nav iedomāja bez visiem, brīvi pieejamas un patiesas informācijas par potenciālo uzņēmumu, kurš ir izteicis vēlmi piesaistīt kapitālu. Ēnu ekonomika rada negodīgu konkurenci un izkropļotu tirgu, kurā tie uzņēmēji, kuri nenomaksā nodokļus vai nomaksā tos tikai daļēji, iegūst negodīgas priekšrocības salīdzinājumā ar citiem komersantiem, radot lielākus apgrozāmos līdzekļus, mazākus izdevumus atalgojumam, sniedzot zemāku preču (pakalpojumu) pašizmaksu un ļaujot precēm (pakalpojumiem) izkonkurēt uzņēmumus, kuri maksā nodokļus.²⁰⁰ Pēc autora domām, tas rada uzņēmējdarbības vidi, kurā, tās procentuālo īpatsvara daļu, veido tirgus finansējuma segmenta prasībām neatbilstoši uzņēmumi, kas, gala rezultātā, samazina pretendentu statistiku, kuri atbilstu iespējamai sadarbībai ar *Nasdaq Baltic* IPO tirgus ietvaros. Bet, kā darba analītiskajā daļā secināts, šis apstāklis nekavē uzņēmumus ar augstiem ētikas, morāles standartiem un attīstības prognozēm nākotnē, startēt biržas tirgū un veiksmīgi konkurēt ar citiem uzņēmumiem.

¹⁹⁸ Iceland's Market Capitalization % of GDP. CEIC data, Pieejams:

¹⁹⁹ *Ēnu ekonomika*, Finanšu Ministrija, 10.12.2019., Pieejams:

https://www.fm.gov.lv/lv/sadalas/nodoklu_politika/enu_ekonomika/23666-enu-ekonomika (Skatīts: 20.05.2020.)

²⁰⁰ Turpat.

Pieprasījuma un vērtspapīru publiskā piedāvājuma faktors.

Bieži vien, pieprasījums, pēc *Nasdaq Baltic* publiski kotēto un emitēto obligācijām vairākas reizes pārsniedz piedāvājumu. Tā tas bija novērojams, piemēram, 2017.gada 10.oktobrī, AS “Attīstības finanšu institūcijai Altum” emitējot zaļās obligācijas par kopējo summu 20 milj. EUR ar dzēšanas termiņu - 2024. gada 17.oktobrī un fiksēto gada procentu likmi – 1,3%, bet YTM – 1,367 %, investoru pieprasījumam pārsniedzot plānoto emisijas apjomu, aptuveni 6,5 reizes, obligācijas iegādājoties 24 investoriem, tajā skaitā, aktīvu pārvaldības fondiem, apdrošināšanas sabiedrībām, bankām no Latvijas 43,5% apmērā no piedāvājuma, Lietuvas – 31%, Igaunijas – 19%, Zviedrijas un Vācijas 6,5% apmērā²⁰¹, veicot sekmīgo debiju *Nasdaq Riga* biržā, to akcentējot *Nasdaq Riga* vadītājai Daigai Auziņai –Melalksnei, izcilības balvas pasniegšanā „*Nasdaq Baltic Awards 2019*”.²⁰² Arī, 2016.gadā, AS *Latvenergo* emitēto zaļo obligāciju 25 milj.EUR apjomā, pieprasījums pārsniedza piedāvājumu 5,8 reizes, obligāciju izvietojšanas perioda beigās pieprasījumam sasniedzot 146,1 milj.EUR apjomu, emitētām obligācijām esot daļai no jau 2015.gada 10.jūnijā emitētajām 75 milj.EUR apjomā²⁰³, vai AS *MADARA Cosmetics* debija *Nasdaq Riga* 2017.gadā, realizējot veiksmīgāko IPO tirgus darījumu Latvijā, kopš 2004.gada biržas vēsturē, akciju pieprasījumam 2,3 reizes pārsniedzot piedāvājumu, veidojot 255% no kopējā akciju skaita. Interesanti, lai gan vairāk nekā 50% investoru, kuri pierakstījās akcijām, bija no Latvijas, pieteikumu skaits saņemtais no Igaunijas bija mazāks, bet gala rezultātā kopējais akciju pieprasījuma īpatsvars no Latvijas veidoja 9%, kamēr vairāk nekā 40% pieprasījuma veidoja Igaunijas un vairāk nekā 40%, atsevišķi Somijas investori²⁰⁴.

Analizējot dažādus IPO un papildinot jau esošus vērtspapīru publiskos piedāvājumus, autors secina, ka Latvijā vērojama konservatīvāka investoru vide, ar mazākiem ieguldījumu apmēriem uz 1 investoru, kamēr ārzemju investoru vidū, vērojama lielāka procentuālā pieprasījuma daļa, pēc publiskā apgrozībā nonākušiem uzņēmumu vērtspapīriem, bet kopumā,

²⁰¹ *Investoru pieprasījums pēc Altum zaļajām obligācijām 6,5 reizes pārsniedz emitēto piedāvājumu*, izdevums – Dienas Bizness, 11.10.2017. Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/investoru-pieprasijums-pec-altum-zalajam-obligacijam-6-5-reizes-parsniedz-emiteto-apjomu-467523> (Skatīts: 20.05.2020.)

²⁰² *ALTUM saņem Nasdaq izcilības balvu „Gada notikums biržā”*, Finanšu Ministrijas mājaslapa, 01.02.2019., Pieejams: https://www.fm.gov.lv/lv/aktualitates/nozares_zinas/altum/59795-altum-sanem-nasdaq-izcilibas-balvu-gada-notikums-birza (Skatīts: 20.05.2020.)

²⁰³ *Pieprasījums pēc Latvenergo zaļajām obligācijām 5,8 reizes pārsniedz piedāvāto apjomu*, izdevums – Dienas Bizness, 08.04.2016. Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/pieprasijums-pec-latvenergo-zalajam-obligacijam-58-reizes-parsniedz-piedavato-apjomu-447943> (Skatīts: 21.05.2020.)

²⁰⁴ AS *MADARA Cosmetics* realizē veiksmīgāko IPO Latvijā kopš 2004.gada, AS *MADARA Organic Skincare*, 07.11.2017. Pieejams: <https://www.madaracosmetics.com/lv/as-madara-cosmetics-ipo-rezultati> (Skatīts: 21.05.2020.)

Latvijas investoru segments var un galvenais, vēlas ieguldīt savu uzkrāto finanšu kapitālu vietējā tirgū, kas ir pozitīvs rādītājs.

Prasības emitentiem dalībai biržā un administratīvo izmaksu faktors.

Nasdaq Baltic topošo emitentu atbilstības noteikumi, tiem izvēloties biržas pakalpojumus, ārējā finansējuma piesaistei, tika aprakstīti 2.nodaļas ietvaros, tādēļ, autors papildina šo analīzi ar jau biržas tirgū esošo emitentu izmaksu cenrādi, kā faktoru, kurš ietekmē, finansējumu alkstoša uzņēmuma lēmumu, izvēlēties slēgt un/vai turpināt sadarbību ar biržu. 3.1.tab. ir norādīts *Nasdaq Baltic* biržas pakalpojumu cenrādis Regulētā tirgus ietvaros.

3.1.tab.

Nasdaq Baltic biržas pakalpojumu cenrādis Regulētā tirgus ietvaros²⁰⁵

Akcijas		Obligācijas		
Maksa par iekļaušanu Regulētajā tirgū	Gada maksa par dalību Regulētajā tirgū	Maksa par iekļaušanu Regulētajā tirgū	Gada maksa par dalību Regulētajā tirgū	
No 9 200 EUR*	No 5 000 EUR*	3 000 EUR*	No 2 200 EUR*	
*Atkarībā no uzņēmuma lieluma un izvēlētās biržas	*Atkarībā no uzņēmuma akciju tirgus vērtības un izvēlētās biržas	*Par obligāciju emisiju	*Atkarībā no obligāciju kopējās nominālvērtības	
		Maksa par obligāciju emisijas programmu līdz 3 emisijām.	Kopējā nominālvērtība	Maksa + % no kopējās nominālvērtības, kas pārsniedz robežu
		6 500 EUR	≤ 10 milj.EUR	2 200 EUR
			≤ 50 milj.EUR	2 200 EUR + 0,005 %
			≤ 100 milj.EUR	4 200 EUR + 0,001 %
			> 100 milj.EUR	4 700 EUR + 0,0001 %
		Maksa par katras nākamās (sākot no 4.) emisijas iekļaušanu darījumā		
		1 000 EUR		

Pēc autora domām, pakalpojumu izmaksu faktora nozīmīgums ieņem relatīvu lomu lēmuma pieņemšanā, vai uzņēmumam startēt biržas tirgū vai nē, tam esot atkarīgam no

²⁰⁵ Autora veidots, pamatojoties uz Nasdaq Baltic pakalpojumu cenrādi, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/nac-uz-birzu/piesaisti-kapitalu/> (Skatīts: 21.05.2020.)

uzņēmuma finansālās gatavības un konkrētā projekta vai attīstības plāna un stratēģijas izvēles koncepta. Pēc autora viedokļa, *Nasdaq Baltic* noteiktie pakalpojumu izmaksu apjomi pret plānoto piesaistīto finansējuma apjomu, atkarībā no plānotā līguma nosacījumiem, ir adekvāti finansējuma piesaistei Latvijā un Baltijā kopumā, izmaksu faktoram izlīdzinoties ar uzņēmuma iegūtām iespējām uzrunāt plašāku ar dažādu risku apveltītu investoru loku un noteikt elastīgākus finansējuma piesaistes nosacījumus, veiksmīgi tos korelējot ar ieguldītāju vēlmēm. Regulētā tirgus segments, it sevišķi Baltijas Oficiālā saraksta piedāvātās iespējas, pēc autora uzskatiem, atbilst pakalpojumu izmaksām un paralēli iegūtajam uzņēmuma atpazīstamības un prestiža tēlam, kas rodas, tam kotējoties biržas tirgū, bet investorus tas iedrošina izvēlēties šos uzņēmumus kā sava finanšu kapitāla ieguldījuma objektu. Savukārt *First North* tirgus ar minimālākām prasībām un lielākiem uzņēmumu pašnoteikšanās noteikumiem, attiecībā par iestāšanos *Nasdaq Baltic* tirgū un administrācijas izmaksām, proporcionāli mērenāka cenrāža stratēģijā (skat.3.2.tab.), piedāvā pakalpojumus arī mazākiem uzņēmumiem, realizējot veiksmīgus IPO un turpinot sadarbību ar *Nasdaq Baltic* ilgtermiņā, un jāpiebilst, ļoti veiksmīgi, atsaucoties uz darba analītiskās daļas laikā veiktās *Nasdaq First North* alternatīvā tirgus analīzes rezultātiem.

3.2.tab.

Nasdaq Baltic biržas pakalpojumu cenrādis First North tirgus ietvaros²⁰⁶

Akcijas		Obligācijas	
Maksa par iekļaušanu First North	Gada maksa par dalību tirgū	Maksa par iekļaušanu First North	Gada maksa par dalību tirgū
3 000 EUR	No 3 000 EUR*	1 500 EUR	No 1 000 EUR*
	*Atkarībā no uzņēmuma akciju tirgus vērtības		*Atkarībā no obligāciju kopējās nominālvērtības
Uzņēmuma tirgus vērtība	Maksa + % no uzņēmuma tirgus vērtības, kas pārsniedz robežu	Kopējā nominālvērtība	Maksa + % no kopējās nominālvērtības, kas pārsniedz
≤ 5 milj.EUR	3 000 EUR	≤ 10 milj.EUR	1 000 EUR
≤ 20 milj.EUR	3 000 EUR + 0,02 %	≤ 50 milj.EUR	1 000 EUR + 0,005 %
≤ 50 milj.EUR	6 000 EUR + 0,01%	≤ 100 milj.EUR	3 000 EUR + 0,001 %
≤ 100 milj.EUR	9 000 EUR + 0,006 %	> 100 milj.EUR	3 500 EUR + 0,0001 %
≤ 200 milj.EUR	12 000 EUR + 0,003 %		
> 200 milj.EUR	15 000 EUR + 0,002 %		

²⁰⁶ Autora veidots, pamatojoties uz Nasdaq Baltic pakalpojumu cenrādi, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/nac-uz-birzu/piesaisti-kapitalu/> (Skatīts: 21.05.2020.)

Kapitāla tirgus apgrozījums

Kā viens no svarīgiem faktoriem, minams kapitāla tirgus nepietiekamais apgrozījuma apjoms un tā atšķirības dažādos *Nasdaq Baltic* tirgus segmentos starp Baltijas valstīm. Kā autors izanalizēja darba gaitā, starp *Nasdaq Riga*, *Nasdaq Vilnius* un *Nasdaq Tallinn*, pastāv plašas kapitāla tirgus apgrozības atšķirības, tam esot 2015.gadā, *Nasdaq Riga* - 45,54 milj.EUR un *Nasdaq Tallinn* - 148,4 milj.EUR gadā; bet jau 2019.gadā, attiecīgi, 24,16 milj.EUR un 164,79 milj.EUR gadā.²⁰⁷ Pēc autora domām, neapmierinošam kapitāla tirgus apgrozījumam viens no iemesliem ir zema likviditātes rādītāju klātbūtne.

Stratēģisko akcionāru īpatsvars kapitāla tirgū un tirgus likviditāte

Likviditāti mazina koncentrēta akcionāru struktūra kapitālsabiedrībās. Tādejādi, pastāvot nelielam brīvā publiskā apgrozībā esošo akciju apjomam, bet akciju tirdzniecības apgrozījums otrreizējā tirgū samazinās.²⁰⁸ Iemesli varētu būt dažādi, bet visbiežākais ir tas, ka konkrētā uzņēmuma īpašnieki nevēlas diversificēt kapitāla struktūru, tādā veidā izvairoties no rēķināšanās ar citiem īpašniekiem, uzņēmumam svarīgu lēmumu pieņemšanas gadījumā.²⁰⁹ Kopumā, Baltijas valstīs pašmāju uzņēmumu akcionāru īpašumā esošās akcijas koncentrējušās atsevišķu lielu stratēģisko investoru rokās, pastāvot tikai nelielai, vidēja lieluma investoru bāzei, un tai sekojot plašam mazo investoru lokam, kur ieguldījumi vietējā tirgus uzņēmumu akcijās ir samērā nelieli un nav diversificēti.²¹⁰ Tādēļ, *Nasdaq Baltic* ir strādājusi pie tā, lai veicinātu Baltijas tirgus aktivitāti un atpazīstamību – ieviešot tirgus uzturētāju programmu likviditātes palielināšanai.²¹¹ Laika posmā no 2000. – 2010.gadam, ar Baltijas akciju publisko piedāvājumu palīdzību piesaistītais kapitāls pārsvarā ienācis no ārvalstu institucionālajiem investoriem, bet institucionālie investoriem ir augstākas prasības pret tirgus likviditātes rādītājiem, kuru var

²⁰⁷ Tirgus apgrozījuma tirdzniecības datiem par 31.12.2014, *Nasdaq Baltic*, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/statistics> (Skatīts: 15.05.2020.)

²⁰⁸ *Latvijas nacionālā kapitāla tirgus attīstība un tā loma Latvijas ekonomikas izaugsmē*, PKC informatīvais ziņojums, Rīga, 2018., 5. – lpp., Pieejams: <http://tap.mk.gov.lv/mk/tap/?pid=40452796> (Skatīts: 20.05.2020.)

²⁰⁹ *Kapitāla tirgus Latvijā – trešajā desmitgadē, bet joprojām vājš. Vai ir alternatīvas?*, Latvijas Banka, 24.10.2018, Pieejams: <https://www.makroekonomika.lv/kapitāla-tirgus-latvija-tresaja-desmitgade-bet-joprojam-vajs-vai-ir-alternativas> (Skatīts: 21.05.2020.)

²¹⁰ *Akciju publiskais piedāvājums – Baltijas ekonomiskās izaugsmes dzinējspēks*, *Nasdaq Baltic*, 2015, 11. – lpp. Pieejams: https://www.nasdaqbaltic.com/files/baltic/IPO_TF/Economic%20growth%20through%20IPO_LV.pdf (Skatīts: 21.05.2020.)

²¹¹ *Nasdaq Baltic publicē priekšlikumus akciju publisko piedāvājumu (IPO) politikai un rīcībai*, *Nasdaq Baltic*, 29.04.2015. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/nasdaq-baltic-publice-priekslikumus-akciju-publisko-piedavajumu-ipo-politikai-un-ricibai/> (Skatīts: 21.05.2020.)

nodrošināt tikai ar pietiekami daudziem stabiliem un lieliem uzņēmumiem, pastiprinot tirgus dziļumu un tā apgrozījumu.²¹²

Maksātnespējas process.

Vērtspapīru tirgu Latvijā, visticamāk ietekmē arī nepilnības uzņēmumu maksātnespējas procesa uzticamībā un efektivitātē. Uzņēmumam bankrota gadījumā kā, komersantam esot kā vērtspapīru emitentam, uzņēmuma finanšu un nefinanšu līdzekļi tiek realizēti tirgū, un nauda atmaksāta sākotnējiem obligāciju īpašniekiem, un tikai tad akciju turētājiem. Pētījumi liecina, ka ASV obligāciju turētājs parasti saņem 30-50% no obligāciju nominālvērtības.²¹³ Latvijā šis rādītājs varētu būt mazāks, piemēram, Latvija *Doing Business* reitingā, maksātnespējas jomā uz 02.05.2018. – 01.06.2019. periodu, maksātnespējas jomā, ierindojas tikai ar 59,6 punktiem²¹⁴. Ilgstoša nesakārtota maksātnespējas nozare, pēc autora domām, krasi ietekmē investoru pieplūdi kapitāla tirgum.²¹⁵

3.2. Nasdaq Baltic tirgus attīstību veicinošie pasākumi

Autors, pamatojoties uz *Nasdaq Baltic* tirgus analīzi un konstatētiem, vērtspapīru tirgus ietekmējošiem faktoriem un to raksturojošām īpašībām, izvirza galveno, *Nasdaq Baltic* tirgus attīstību veicinošu pasākumu kopumu, kas, pēc autora domām, ir jārealizē sabalansētā un uz kopīgu sadarbību vērstā stratēģijā, šajā procesā piedaloties visām tirgus finansējuma sistēmā iesaistītajām pusēm, akcentējot attīstīta kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus ieguvumus. Attīstīts kapitāla tirgus ir viens no stūrakmeņiem valstu ekonomiku izaugsmē. Plašs un efektīvs kapitāla

²¹² *Akciju publiskais piedāvājums – Baltijas ekonomiskās izaugsmes dzinējspēks*, Nasdaq Baltic, 2015, 13. – lpp. Pieejams: https://www.nasdaqbaltic.com/files/baltic/IPO_TF/Economic%20growth%20through%20IPO_LV.pdf (Skatīts: 21.05.2020.)

²¹³ *Kapitāla tirgus Latvijā – trešajā desmitgadē, bet joprojām vājš. Vai ir alternatīvas?*, Latvijas Banka, 24.10.2018, Pieejams: <https://www.makroekonomika.lv/kapitala-tirgus-latvija-tresaja-desmitgade-bet-joprojam-vajs-vai-ir-alternativas> (Skatīts: 22.05.2020.) _ atsaucoties uz Ryan Lewis, *Corporate Debt Markets and Recovery Rates with Vulture Investors*, University of Colorado Boulder, October 7 2016, p – 67, Pieejams: http://www.fmaconferences.org/Vegas/Papers/JMP_Vultures_Lewis.pdf (skatīts: 22.05.2020.) un *Bond Prices at Default and at Emergence of Bankruptcy for US Corporate Issuers*, Moody's Investors Service, 2005, p – 12, Pieejams: <https://www.moody.com/sites/products/DefaultResearch/20034000004277132.pdf> (Skatīts: 22.05.2020.)

²¹⁴ *Doing Business 2018/2019*, Ekonomikas Ministrija, 19.11.2019, Pieejams: https://www.em.gov.lv/lv/nozares_politika/nacionala_industriala_politika/uznemejdarbibas_vidē_uznemejdarbibas_vidē_pilnveidosana/doing_business/ (Skatīts: 22.05.2020.)

²¹⁵ *Maksātnespējas sistēma atbaida investorus*, Izdevums – Dienas Bizness, 29.06.2015. Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/maksatnespejas-sistema-atbaida-investorus-434463> (Skatīts: 22.05.2020.)

tirgus nodrošinātu efektīvu resursu izmantošanu ar naudas plūsmas savietošanu, tādējādi, tam veidojot dinamiskāku finanšu vidi, bet tiem, kuriem pieder brīvie naudas līdzekļi un vēlas tos ieguldīt finanšu sistēmā, nodrošināt finanšu vidi, kurā ārējā finansējuma alkstošo puse, uzņēmumi, spēj piesaistīt vēlamos līdzekļus tālākai sevis attīstīšanai, tā rezultātā, pozitīvu pievienoto vērtību iegūstot gan tautsaimniecībai kopumā, gan pašiem tirgus dalībniekiem, individuālā izpratnē.²¹⁶

First North tirgus attīstīšana un krīzes apstākļu faktors biržas pakalpojumu izmantošanā

First North tirgus izveide *Nasdaq Baltic* pakalpojumu klāstā, pēc autora domām, bija viennozīmīgi veiksmīgs solis, biržas tirgus attīstības veicināšanā. Tādā veidā, tiekot uzrunātiem ne tikai lielajiem uzņēmumiem, bet arī MVU, bet ar lielu kapacitātes un nākotnes attīstības prognožu paketi, vērtējot iekšējos finanšu pārskatus. Autors secina, ka konkrētā tirgus finansējuma stāvokļa īpatnību apzināšana un pieņemšana, un spēja reaģēt un rīkoties alternatīva ārējā finansējuma piesaistes konkurejošā vidē, kāda tā ir Baltijas valstu reģionā, *Nasdaq Baltic* veic apsveicamus soļus, šī tirgus turpmākā popularizēšanā un jaunu emitentu piesaistē. Piemēram, 2020.gada sākums, par spīti 1.gada ceturkšņa globālo notikumu kontekstam ir spējis Alternatīvajā *Nasdaq Baltic First North* tirgū, 4 mēnešu laikā, iesaistīt vēl 5 uzņēmumus, ļaujot tiem realizēt korporatīvo parāda vērtspapīru emitēšanu. Tajā skaitā, ienākotiem tirgū tādiem uzņēmumiem, kā īstermiņa parāda vērtspapīru emisijas organizētājam *CP Funding 1 Plc* 2020.gada 22.janvārī, *Nasdaq Tallinn* tirgus segmenta ietvaros; vienam no lielākajiem Baltijas reģiona graudaugu pārstrādes uzņēmumiem, *AB Baltic Mill* debija obligāciju emisijā, startējot *First North* 2020.gada 17.februārī, veselības nozarē strādājošā uzņēmuma *UAB „InMedica”* 2020.gada 9.martā, kā arī, degvielas uzpildes staciju tīkla uzņēmuma *UAB „Viada LT”* lēmums, debitēt *First North* obligāciju tirgū, 2020.gada 14.aprīlī, *Nasdaq Vilnius* tirgus segmenta ietvaros; un *Nasdaq Riga First North* sarakstā iekļaujoties, būvmateriālu ražotājam, AS „*Sakret Holdings*”, 2020.gada 2.martā,²¹⁷ 3,79 milj.EUR apjomā ar, pēc autora domām, augsto, gada kupona likmi – 9%, ar izmaksām reizi ceturksnī, bet obligāciju dzēšanas datumu, nosakot uz 2024.gada 30.augustu, esot,

²¹⁶ *Latvijas nacionālā kapitāla tirgus attīstība un tā loma Latvijas ekonomikas izaugsmē*, PKC informatīvais ziņojums, Rīga, 2018, 7. – lpp., Pieejams: <http://tap.mk.gov.lv/mk/tap/?pid=40452796> (Skatīts: 22.05.2020.)

²¹⁷ *Nasdaq Baltic First North tirgus emitentu saraksts uz 22.05.2020.*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/issuers> (Skatīts: 22.05.2020.)

vienam no lielākajiem būvmateriālu maisījumu ražotājiem Baltijas valstīs, pārsniedzot minētā tirgus segmenta daļu virs 25% ²¹⁸.

Krīze kā tirgus finansējuma piesaistes attīstošs faktors

Autoram atzīmējot šīs veiksmīgās debijas *First North* un alternatīvā risinājuma meklēšanas nepieciešamību finansējuma piesaistei uzņēmumiem, tiek akcentēta Alternatīvā tirgus emitentu stratēģijas koncepcija arī lielo uzņēmumu vidū, piemēram, minot jaunāko notikumu, kompānijas UAB „*Ignitis Grupe*” (*Nasdaq Vilnius* tirgus puses) lēmumu izmantot *Nasdaq Baltic* biržas tirgu, emitējot obligācijas 300 milj.EUR apjomā ar gada procentu likmi – 2%, bet to dzēšanas termiņu – 10 gadi, iekļaujot tās Baltijas parāda vērtspapīru sarakstā.²¹⁹ Tādejādi, pēc autora domām, velkot paralēles ar *First North* tirgū iestājušos uzņēmumu piemēriem, iedrošinot vienam otru, izmantot biržas pakalpojumus, jo sevišķi krīzes apstākļos, vērtējot 2020.gada globālās ekonomikas perspektīvu. Šie fakti ir pierādījums tam, ka ikvienas krīzes radīto seku laikā, pirms un pēc to perioda, uzņēmumam lūkoties tirgus finansējuma virzienā ir daudzsolšs lēmums, biržai palīdzot pārvarēt krīzes radītos apstākļus, jo novērojot biržas indeksu kāpumu šādos periodos, tas indicē finansiālo satricinājumu periodu kā labu brīdi, lai gūtu izvērtējumu par daudzu gadu garumā, nekustinātiem jautājumiem, tā, atsaucoties Nasdaq Riga vadītājas Daigas Auziņas – Melalksnes pausto intervijā, izdevumam, *Latvijas Avīze*, citējot: „Ja Latvijas uzņēmumu mērķis ir ilgtspējīga attīstība un uzņēmumu vērtības palielināšana, tad iešana biržā ir labs scenārijs, ” kā arī, 2008.gada finanšu krīzes laikā un pēc tās, tie investori, kuri nolēma iegādāties akcijas, uz 2020.gada ceturksni bauda labu ienesīguma līmeni, zinot to, ka, laikā no 2009. līdz 2020. gadam, tātad no vienas krīzes līdz otrai (Covid – 19 sakarā), Baltijas biržu indeksi pieauga vairāk nekā četras reizes, tātad par teju 400%. ²²⁰

²¹⁸ *Nasdaq sveic Sakret Holdings obligācijas Baltijas First North tirgū*, Nasdaq Baltic, 02.03.2020. , Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/nasdaq-sveic-sakret-holdings-obligācijas-baltijas-first-north-tirgu/> (Skatīts: 22.05.2020.)

²¹⁹ *Nasdaq Baltijas Parāda vērtspapīru sarakstā iekļauj Ignitis Group obligācijas*, Nasdaq Riga, 22.05.2020., Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/nasdaq-baltijas-parada-vertspapiru-saraksta-iekļauj-ignitis-group-obligācijas/> (Skatīts: 22.05.2020.)

²²⁰ *Birža var palīdzēt pārvarēt krīzi. Intervija ar „Nasdaq Riga” valdes priekšsēdētāju Daigu Auziņu – Melalksni*, Izdevums – Latvijas Avīze, 28.aprīlis 2020, Pieejams: <https://www.la.lv/birza-var-palidzet-parvaret-krizi> (Skatīts: 22.05.2020.)

MVU iesaiste biržas tirgū

Darba izstrādes procesā, autors secināja, ka MVU sektora īpatsvars Baltijas valstu vidū un ES kopumā, ieņem nozīmīgu daļu attiecībā pret IKP rādītājiem. MVU uzņēmumu ārējā finansējuma iespēju piesaistes opciju uzlabošana, *Nasdaq Baltic* tirgus ietvaros, pēc autora domām, ir viens no nozīmīgākajiem faktoriem tautsaimniecības attīstības nodrošināšanā. *Nasdaq Baltic* ir veicis lielu ieguldījumu Alternatīvā tirgus segmenta attīstībā, rodot iespēju, uzrunāt arī tos uzņēmumus, kuri nespēj konkurēt ar biržu prasībām, kādas tiek izvirzītas lielajiem uzņēmumiem. Kā arī, lai šo procesu paātrinātu, pēc autora viedokļa, neapšaubāmi ir nepieciešama aktīva valsts līdzdalība šī jautājuma risināšanā.

2020. gada 21.janvārī, MK apstiprināja jaunu konceptu par finansējuma piesaisti MVU kapitāla tirgos, atbalstu. Kā norādīja, *Nasdaq Riga* vadītāja, Daiga Auziņa –Melalksne, paredzētā ES fondu atbalsta programma finansējuma piesaistei kapitāla tirgū nodrošinās nepieciešamo atbalsta punktu augošiem un perspektīviem Latvijas uzņēmumiem, veicinot to attīstību un konkurētspēju.²²¹ Sakarā ar 2020.gada, pandēmijas, Covid -19 radītām sekām, pieteikšanās termiņš projekta mērķiem tika pagarināts par 4 mēnešiem, no 2020.gada 5.maija līdz 2020.gada 5.septembrim.²²² Atbalsta programma minētā ES fondu plānošanas perioda ietvaros tiek īstenota kā “pilotprojekts”, tā finansējuma apjomam, sastādot 1 milj. EUR, tajā skaitā, 0,8 milj. EUR paredzot²²³ akciju emisijas atbalstam, bet 0,2 milj. EUR parāda vērtspapīru emisijas atbalstam, atbalstu uzņēmējiem sniedzot grantu veidā, sedzot 50% no attiecināmajām izmaksām, bet ne vairāk kā 100 000 EUR apjomā akciju emisijas gadījumā un, ne vairāk kā 20 000 EUR apjomā parāda vērtspapīru emisijas gadījumā²²⁴. Autors vērs uzmanību uz to, ka, priekš “pilotprojekta”,

²²¹ *Latvijas MVU būs pieejams atbalsts finansējuma piesaistei kapitāla tirgos*, LR Ekonomikas Ministrija, 21.01.2020. , Pieejams: <https://em.gov.lv/lv/jaunumi/26806-latvijas-mvu-bus-pieejams-atbalsts-finansejuma-piesaistei-kapitala-tirgos> (Skatīts: 22.05.2020.)

²²² *Pagarina ES fondu projektu iesniegšanas termiņu uzņēmējiem finansējuma piesaistei kapitāla tirgos*, Centrālā finanšu un līgumu aģentūra, 20.04.2020. , Pieejams: https://cfla.gov.lv/lv/jaunumi/2020/pagarina-es-fondu-projektu-iesniegšanas-termiņu-uznemejiem-finansejuma-piesaistei-kapitala-tirgos?fbclid=IwAR06zxpBSmET3GnCQHn8P_N7mf8wyClyyMuMjTOz_-zg4yQD72287AjID4 (Skatīts: 22.05.2020.)

²²³ MK noteikums par *Darbības programmas "Izaugsmes un nodarbinātība" 3.1.1.specifiskā atbalsta mērķa "Sekmēt mazo, vidējo komersantu izveidi un attīstību, īpaši apstrādes rūpniecībā un RIS3 prioritārajās nozarēs" 3.1.1.3.pasākuma "Atbalsts mazo, vidējo komersantu finansējuma piesaistei kapitāla tirgos" īstenošanas noteikumi"*, Pieejams: <http://tap.mk.gov.lv/lv/mk/tap/?pid=40475131&mode=mk&date=2020-01-21> (Skatīts: 22.05.2020.)

²²⁴ *Latvijas MVU būs pieejams atbalsts finansējuma piesaistei kapitāla tirgos*, LR Ekonomikas Ministrija, 21.01.2020. , Pieejams: <https://em.gov.lv/lv/jaunumi/26806-latvijas-mvu-bus-pieejams-atbalsts-finansejuma-piesaistei-kapitala-tirgos> (Skatīts: 22.05.2020.)

kā to dēvē LR Ekonomikas Ministrija, finansējuma apjoms ir salīdzinoši pieņemams, vērtējot cenrādi, dalības uzsākšanai *Nasdaq Baltic* biržas tirgū²²⁵.

Valsts kapitālsabiedrību daļu iekļaušana Nasdaq Baltic Regulētajā tirgū

Kā nopietns un diskutabls arguments, publiskajos medijos izskan par kapitālsabiedrību daļu iespējamu iekļaušanu biržas tirgū. Saskaņā ar 2017.gadā veikto SKDS pētījumu, 2/3 aptaujāto iedzīvotāju (67%) uzskata, ka būtu nepieciešama Latvijas valstij piederošo lielo kapitālsabiedrību akcijas daļu iekļaušana biržā (ar noteikumu, ka valsts saglabā akciju kontrolpaketi), lai kapitālsabiedrību daļu iegādi būtu iespējams brīvi iegādāties iedzīvotājiem.²²⁶ Ņemot vērā faktu, ka Latvijas iedzīvotāju uzkrājumu apjoms bankās, 2018.gadā, ieskaitot līdzekļus 2. un 3.pensiju līmeņos un dažādos finanšu instrumentos, sasniedza 11,2 miljardus EUR²²⁷, tādējādi, liekot izvērtēt samērā lielo finanšu aktīvu izmantošanas veidu un kapacitāti, kas atrodas Latvijas pensiju fondos, uztverot tos kā konkrētu avotu, no kura gūt finansējuma līdzekļus, vietējo uzņēmumu atbalstam.²²⁸ Tādējādi, darba autors secina, ka Latvijas iedzīvotāju uzkrātais finanšu kapitāls ir pietiekami liels, lai tā iespējas izmantotu kapitāla tirgus un tajā esošo uzņēmumu vajadzībām.

Lai gan, Latvijā ir mazattīstīts kapitāla tirgus, PKC, ziņojumā tiek argumentēts, ka pozitīvu iespaidu Latvijas kapitāla tirgus attīstībā varētu sniegt atsevišķu valsts kapitālsabiedrību daļas akciju kotēšana biržā.²²⁹ Publiskajā telpā izskan kritika par šādu, „sistemātisku” pieeju valsts kapitālsabiedrību attīstības veicināšanā, PKC aicinājuma ietvaros, izvērtējot 20 valsts kapitālsabiedrību akciju (vai obligāciju) emisiju tirdzniecību biržā²³⁰, bet darba autors kritikai nepiekrīt, norādot uz to, ka valsts uzņēmumu akciju kotēšana biržā nav salīdzināma ar

²²⁵ Kapitāla piesaistes Nasdaq biržā, cenrādis, Nasdaq Baltic, uz 22.05.2020., Pieejams:

<https://nasdaqbaltic.com/lv/nac-uz-birzu/piesaisti-kapitalu/> (Skatīts: 22.05.2020.)

²²⁶ *Publiskais pārskats par valsts kapitālsabiedrībām un valstij piederošajām kapitāla daļām 2017.gadā*, PKC, Rīga, 2018, 122 lpp., Pieejams: http://www.valstskapitals.gov.lv/images/userfiles/parskats_web.pdf (Skatīts:22.05.2020.)

²²⁷ *Finanšu pratība 2018: Mājsaimniecību uzkrājumi auguši teju par miljardu, pensiju sistēmas 3.līmenī iesaistīto skaits pārsniedz 300 tūkstošus*, FKTK, 26.07.2019., Pieejams: <https://www.fktk.lv/jaunumi/pazinojumi-medijiem/finansu-pratiba-2018-majsaimniecibu-uzkrajiem-auguši-teju-par-miljardu-pensiju-sistemas-3-limeni-iesaistito-skaits-parsniedz-300-tukstosus/> (Skatīts: 22.05.2020.)

²²⁸ *Latvijas nacionālā kapitāla tirgus attīstība un tā loma Latvijas ekonomikas izaugsmē*, PKC informatīvais ziņojums, Rīga, 2018, 6. – lpp., Pieejams: <http://tap.mk.gov.lv/mk/tap/?pid=40452796> (Skatīts: 22.05.2020.)

²²⁹ *Latvijas nacionālā kapitāla tirgus attīstība un tā loma Latvijas ekonomikas izaugsmē*, PKC informatīvais ziņojums, Rīga, 2018, 7. – lpp., Pieejams: <http://tap.mk.gov.lv/mk/tap/?pid=40452796> (Skatīts: 22.05.2020.)

²³⁰ *Kapitāla tirgus Latvijā – trešajā desmitgadē, bet joprojām vājš. Vai ir alternatīvas?*, Latvijas Banka, 24.10.2018, Pieejams: <https://www.makroekonomika.lv/kapitala-tirgus-latvija-tresaja-desmitgade-bet-joprojam-vajs-vai-ir-alternativas> (Skatīts: 22.05.2020.)

privatizāciju, jo lēmuma pieņemšanā, cik lielu uzņēmuma akciju daļu iekļaut tirgū, lemtu pati valsts.²³¹

Nav šaubu, ka, pirms uzsākt valsts uzņēmumu kotēšanu biržā, nepieciešama rūpīga analīze un atbilstošu investēšanas piedāvājumu izstrāde, iekļaujot atsevišķas korporatīvās pārvaldības principus un jaunu politikas nostādņu pieņemšanu, lai nodrošinātu mazākuma akcionāru interešu aizstāvību, tādejādi, lielāko valsts uzņēmumu ienākšana biržā būtiski veicinātu Baltijas kapitāla tirgus aktivizēšanu, jo šādas akcijas, ja vien ir pietiekams brīvā apgrozībā esošais šo akciju skaits, piesaistītu ne tikai vietējos, bet arī ārvalstu institucionālos un privātos investorus.²³²

Latvijas 2. līmeņa pensiju fondi.

Kā tika norādīts, konceptam par valsts kapitālsabiedrību daļu izvietojumu biržā, ir jāizvērtē Latvijas pensiju fondu ienesīguma kapacitāte tautsaimniecības izpratnē, pārstrukturizējot to ieguldīšanas stratēģiju par labu iekšējam tirgum, izmantojot iespēju ieguldīt riska kapitālos, vai gluži otrādi, ar zemāku riska līmeni apveltītos uzņēmumos Latvijā, jo, piemēram, 2017.gadā, pēc LR Ekonomikas Ministrijas sniegtās informācijas, pensiju fondu pārvaldnieki Latvijas ekonomikā ieguldīja tikai 25 – 35% aktīvu, bet tā kā riska kapitāla segmentā var iekļaut ļoti daudzus jaunus, inovatīvus uzņēmumus, šis problēmjaucājums liek to risināt nākotnē, ņemot vērā faktu, ka Latvijas gadījumā, ieguldījumi šajos kapitālos sasniedz vien 0,103 % no IKP, bet Igaunijā – 0,361 %, bet ES vidēji – 0,329 %²³³. *Nasdaq Baltic* kalpotu kā šī procesa mediators. Pēc autora viedokļa, aktīvāka 2.līmeņa pensiju fondu aktīvus novirzīšana Latvijas ekonomikā un to pārvaldes principu izmainīšana, spētu nodrošināt, lielāku, jauno un perspektīvo uzņēmumu iesaisti tirgus finansējuma sniegto iespēju izmantošanā, palielinot vērtspapīru tirgus kapitalizācijas rādītājus, veicinot inovatīvu ideju un perspektīvu uzņēmumu iespējas augt un attīstīties, bet tiem uzņēmumiem, kuri sevi jau ir pierādījuši kā veiksmīgus, turpināt atbalstīt vēl ambiciozāku projektu realizācijā.

²³¹ „*Nasdaq*”: Valsts uzņēmumu akciju kotēšana biržā nav salīdzināma ar privatizāciju, LSM, 29.05.2018. ,Pieejams: <https://www.lsm.lv/raksts/zinas/ekonomika/nasdaq-valsts-uznemumu-akciju-kotesana-birza-nav-salidzinama-ar-privatizaciju.a280127/> (Skatīts: 22.05.2020.)

²³² *Akciju publiskais piedāvājums – Baltijas ekonomiskās izaugsmes dzinējspēks*, Nasdaq Baltic, 2015, 11. – lpp. Pieejams: https://www.nasdaqbaltic.com/files/baltic/IPO_TF/Economic%20growth%20through%20IPO_LV.pdf (Skatīts: 21.05.2020.)

²³³ *Par pensiju 2.līmeņa naudas aktīvāku ieguldīšanu riska kapitālā vēl diskutēs*, Izdevums – Latvijas Vēstnesis, 19.07.2018. ,Pieejams: <https://lvportals.lv/norises/297447-par-pensiju-2-limena-naudas-aktivaku-ieguldisanu-riska-kapitala-vel-diskutes-2018> (Skatīts: 22.05.2020.)

Korporatīvās pārvaldības principu tālākā uzlabošana.

Uzņēmumiem, kuri nolēmuši izvietot vērtspapirus publiskajā apgrozībā biržā, ir jābūt atvērtākiem sabiedrībai, ar to vairāk komunicējot. Šī ir uzņēmumu īpašnieku izšķiršanās par saredzamajiem ieguvumiem un uzlikto slogu uzņēmuma vadībai²³⁴, paralēli, pēc autora domām, iespēju atrasties biržas tirgū, un šī stāvokļa uzliktos pienākumus, komersantiem ir jāuztver kā kopējo uzņēmuma zīmola un reitinga veicinošu aspektu, potenciālo investoru acīs.

Nasdaq Baltic izstrādājusi emitentiem paredzētas vadlīnijas informācijas atklāšanai, un šādi centieni, pēc autora domām, būtu jāturpina, kā arī vebināru un ikgadējo akcionāru sapulču rīkošanas pakalpojumu atvieglošanu emitentiem. investoru attiecību un atklātības pozicionēšanas paaugstināšanai, aktivizējot priekšrocības ko dod dinamiskas attiecības investoru un finansējuma piesaistītāju starpā, popularizējot vebinārus, kā vienu no visērtākajiem un emitentiem vispieejamākiem veidiem, lai sistemātiski un regulāri uzurētu kontaktus ar potenciālajiem investoriem.²³⁵

Vērtspapīru tirgus tālāka integrācijas veicināšana.

Baltijas reģiona kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus tālāka integrācija, pēc autora domām, stiprinās Baltijas valstu tirgus finansējuma sektora konkurētspēju ES līmenī. Vērtspapīru infrastruktūras sadrumstalotība, pirms *Nasdaq Baltic* kopējās stratēģijas izveides pirmsākumiem, ir arī noteikusi šādu iznākumu, tādejādi, *Nasdaq Baltic* veic, savas ietekmes robežās, vienota kapitāla tirgus stiprināšanu, kas nākotnē galarezultētos, jau visas eirozonas līmenī kā vienota tirgus finansējuma infrastruktūras segmenta daļa, tādejādi, sākotnējā emisija, kotācijas un vērtspapīru glabāšanu varētu realizēt vienotā sistēmā vai tirgū dominējošā līdera sistēmā²³⁶. Tajā pašā laikā, paralēli veidojot sabalansētu reģionālā līmeņa biržu sektora funkcionalitātes īpatnību saglabāšanu, tām veiksmīgi turpinot pastāvēt reģionālām prasībām, vērtējot investoru un finansējam piesaistītāju uzvedību. Kā viens no šādiem soļiem, tiek minēts, ECB jaunā Eiropas

²³⁴ *Kapitāla tirgus Latvijā – trešajā desmitgadē, bet joprojām vājš. Vai ir alternatīvas?*, Latvijas Banka, 24.10.2018, Pieejams: <https://www.makroekonomika.lv/kapitāla-tirgus-latvija-tresaja-desmitgade-bet-joprojam-vajs-vai-ir-alternativas> (Skatīts: 22.05.2020.)

²³⁵ *Akciju publiskais piedāvājums – Baltijas ekonomiskās izaugsmes dzinējspēks*, Nasdaq Baltic, 2015, 7. – lpp. Pieejams: https://www.nasdaqbaltic.com/files/baltic/IPO_TF/Economic%20growth%20through%20IPO_LV.pdf (Skatīts: 21.05.2020.)

²³⁶ *Kapitāla tirgus Latvijā – trešajā desmitgadē, bet joprojām vājš. Vai ir alternatīvas?*, Latvijas Banka, 24.10.2018, Pieejams: <https://www.makroekonomika.lv/kapitāla-tirgus-latvija-tresaja-desmitgade-bet-joprojam-vajs-vai-ir-alternativas> (Skatīts: 22.05.2020.)

Parāda vērtspapīru sadales iniciatīva - EDDI²³⁷, lai emitentu, investoru, starpnieku atrašanās vieta Eiropas Savienībā neietekmētu vērtspapīru emisiju, tirgošanos, klīringu un norēķinus.

Tā kā, kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus piedzīvo aizvien lielāku integrācijas nepieciešamības pakāpi, tā tālākai attīstībai²³⁸, institucionāli leģislatīvie jaunievedumi ES, ir vienlīdz nozīmīgi tāpat kā valstu līmenī realizētie vērtspapīru tirgu attīstošie pasākumi. Kā viens no šādiem, ārpus *Nasdaq Baltic* tirgus reģiona ietekmes zonas mehānismiem, pēc autora domām, ir kopējs, ES dalībvalstīs funkcionējošo biržu, kopīga, konsekventa rīcība *CMU* izvirzīto mērķu atbalstīšanai, piedaloties šajā procesā, gan reģionālo biržu, gan valsts pārvaldes finanšu sektora institūciju pārstāvjiem un speciālistiem, lai kopīgi ģenerētu jaunas idejas un pilnveidotu vērtspapīru tirgu, stiprinot *CMU* vadmotīvus.:

- **Piesaistīt lielāku ieguldījumu apjomu ES no globāliem partneriem.** *CMU* būtu jāpalīdz Eiropā mobilizēt kapitālu, to novirzīt uz visiem uzņēmumiem, it sevišķi, MVU²³⁹. Tas ne tikai efektīvās uzņēmumu attīstību un radīs jaunas darbavietas, bet arī nodrošinās reģionālo investoru segmentam – mājsaimniecībām, rast labākas iespējas to pensionēšanās mērķu īstenošanā, attīstot 3.pensiju līmeņa infrastrukturu un dažādu tautsaimniecības nozaru finansējuma fondu kapitalizācijas pieaugumu, caur biržas darbību.²⁴⁰
- **Nodrošināt efektīvāku finansējuma sasaisti ar investīciju projektiem ES līmenī.** *CMU* kalpo kā klasisks vienotā tirgus projekts, kas sniedz labumu visām dalībvalstīm, īpaši dalībvalstīm ar mazattīstītiem tirgiem, kapitalizācijas ziņā, bet ar augstu izaugsmes potenciālu.
- **Veidot stabilāku finanšu sistēmu.** Finansējuma avotu daudzveidības un ilgtermiņa ieguldījumu vides stiprināšana samazina ES iedzīvotāju un uzņēmumu ievainojamību no

²³⁷ *European Distribution of Debt Instruments (EDDI) initiative*, ECB, June 21, 2019, Pieejams: https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/events/shared/pdf/20190621/20190621_eddi_presentation.pdf (Skatīts: 22.05.2020.)

²³⁸ *Kapitāla tirgus Latvijā – trešajā desmitgadē, bet joprojām vājš. Vai ir alternatīvas?*, Latvijas Banka, 24.10.2018, Pieejams: <https://www.makroekonomika.lv/kapitāla-tirgus-latvija-tresaja-desmitgade-bet-joprojam-vajs-vai-ir-alternativas> (Skatīts: 22.05.2020.)

²³⁹ *Par Kapitāla Tirgus savienības rīcības plāna vidusposma pārskatu*, EK pārstāvniecības Latvijā, ziņojums, 08.06.2017. Pieejams: https://ec.europa.eu/latvia/news/jaut%C4%81jumi-un-atbildes-par-kapit%C4%81la-tirgu-savien%C4%ABbas-r%C4%ABc%C4%ABbas-pl%C4%81na-vidusposma-p%C4%81rskatu_lv (Skatīts: 22.05.2020.)

²⁴⁰ *Pensiju fondu apskats*, Latvijas Komerčbanku asociācija, Nr. 21, 2017.gada 1.ceturksnis, 4. – lpp. Pieejams: https://www.financelatvia.eu/wp-content/uploads/2017/12/PFA_2017_gads_1_cet.pdf (Skatīts: 22.05.2020.)

ekonomiskiem satricinājumiem banku sektorā, vērtējot finanšu krīzes radīto seku 2008. – 2013.gadā, gūto pieredzi.²⁴¹

- **Finanšu integrācijas padziļināšana un konkurences palielināšana.** Pasākumu kopums parrobežu riska dalīšanai un dziļāku, likvīdāku tirgu, un diversificētu finansējuma avotu veidošanai²⁴², pēc autora domām, paralēli samazinās piesaistītā finansējuma izmaksas no uzņēmēju puses, izvēloties gan ne-banku, gan banku finansējuma institūcijas uzņēmējdarbības projektu realizācijā, palielinot kredītēšanas sektora konkurences vidi ES.

Sadarbība Baltijas valstu valdību līmenī, pēc autora domām, ir ne mazāk svarīga. 2017.gadā, Baltijas valstis vienojās par kopēja, kapitāla tirgus izveidi un stiprināšanu Baltijas mērogā, sadarbībā ar EK un Eiropas Rekonstrukcijas un attīstības banku (ERAB)²⁴³. Iniciatīvas mērķis ir piesaistīt investīcijas, izveidojot kopēju kapitāla tirgu, apvienojot trīs Baltijas valstu tirgus finansējuma stiprās puses un pārvarēt ierobežojumus, ar kuriem Baltijas vērtspapīru tirgi bieži saskaras to mazā kapitalizācijas apjoma dēļ.²⁴⁴

Ieguldītāju un finansējuma piesaistītāju kompetences un informētības veicināšana par tirgus finansējuma aktuālajām iespējām

Noslēgumā, darba autors vērs uzmanību uz tālāku komunikatīvā kanāla attīstīšanu starp ieguldītājiem un finansējuma piesaistītājiem. Pēc autora domām, kā viens no iemesliem tirgus finansējuma sniegto iespēju neizmantošanā Baltijas valstīs, ir ne tikai uzņēmumu, bet sabiedrības kopumā, informētības trūkums, kas izpaužas kā, biržas tirgus mārketinga resursu nespēja konkurēt ar banku sektora efektīvo u kvantitatīvi lielo reklāmas kapacitāti, tādēļ, tas ir valsts pienākums, aktīvi piedalīties biržas tirgus popularizēšanas pasākumos. Tā kā, darba analītiskās daļas ietvaros, autors secina, ka palielinās to uzņēmumu skaits, kuri meklē dažādas alternatīvas finansējuma piesaistei un pastāv investoru vide ar plašiem finanšu līdzekļiem, kuri vēlas tos ieguldīt efektīvos veidos, autors vērs uzmanību uz informācijas par biržas tirgus darbību, tālākas

²⁴¹ Točelovska N. *Latvijas korporatīvo obligāciju tirgus attīstība*. Promocijas darba kopsavilkums. LU BVEF. Rīga : Latvijas Universitāte, 2018, 46. – lpp.

²⁴² *Par Kapitāla Tirgus savienības rīcības plāna vidusposma pārskatu*, EK pārstāvniecības Latvijā, ziņojums, 08.06.2017. Pieejams: https://ec.europa.eu/latvia/news/jaut%C4%81jumi-un-atbildes-par-kapit%C4%81la-tirgu-savien%C4%ABbas-r%C4%ABc%C4%ABbas-pl%C4%81na-vidusposma-p%C4%81rskatu_lv (Skatīts: 22.05.2020.)

²⁴³ *Baltijas valstis veidos Baltijas mēroga kapitāla tirgu*, izdevums – Latvijas Vēstnesis, 06.11.2017. _pārpublicēts no Finanšu Ministrijas preses relīzes. Pieejams: <https://lvportals.lv/dienaskartiba/291092-baltijas-valstis-veidos-baltijas-meroga-kapitala-tirgu-2017> (Skatīts: 22.05.2020.)

²⁴⁴ *Baltic states to create a pan-Baltic capital market*, Finanšu Ministrija, 31.01.2018. , Pieejams: <https://www.fm.gov.lv/en/news/56300-baltic-states-to-create-a-pan-baltic-capital-market> (Skatīts: 22.05.2020.)

popularizēšanas nepieciešamību, veicinot izpratni par *Nasdaq Baltic* darbību un tās sniegtajiem pakalpojumiem. Pēc autora viedokļa, dažādu *Nasdaq Baltic* rīkotu, informatīvu konferenču un pasākumu atspoguļošana medijos, pievērstu ne tikai investoru, bet arī sabiedrības kopumā, uzmanību, vērtspapīru tirgus pozitīvajiem aspektiem un faktoram, ko dod efektīvs kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus mājāsaimniecību uzkrājumu izmantošanā un pārdalē par labu perspektīvu uzņēmumu attīstībai, veicinot valsts ekonomisko izaugsmi, radot jaunas darbavietas, vairotu labklājību un veidotu jaunus uzkrājumus ilgtermiņa perspektīvā.²⁴⁵ Kā arī akcentēt *Nasdaq Baltic* biržas sarakstos esošo, veiksmīgo uzņēmumu darbību, vairojot pieredzes apmaiņu starp tirgus dalībniekiem, iedrošinot citus uzņēmumus izmantot biržas pakalpojumus, bet investoriem, vairojot pārliecību par viņu lēmumu, ieguldīt finanšu uzkrājumus tieši *Nasdaq Baltic* tirgus vērtspapīros.²⁴⁶ *Nasdaq Baltic Awards*²⁴⁷, pēc autora domām, ir apsveicama tradīcija apbalvot *Nasdaq Baltic* kotēto uzņēmumu izcilos sasniegumus caurskatāmības, pareizas korporatīvās pārvaldības un investoru attiecību jomā. *Nasdaq Baltic* iniciatīvas ietvaros, tiek godināti uzņēmumi ar labākajām attiecībām ar ieguldītājiem, labāko akcionāru atdevi, kā arī ar vislabākajiem biržas locekļiem, izceļot nozīmīgākos biržas notikumus, tiem ietekmējot Baltijas kapitāla tirgus attīstību, pasniedzot sešas balvas *Nasdaq Baltic Awards* žūrijas ieskatā²⁴⁸, lai apliecinātu izcilību uzņēmumu darbībā un veicinātu plašsaziņas līdzekļu interesi par Baltijas kapitāla un parādu vērtspapīru tirgiem.

²⁴⁵ *Akciju publiskais piedāvājums – Baltijas ekonomiskās izaugsmes dzinējspēks*, Nasdaq Baltic, 2015, 6. – lpp. Pieejams: https://www.nasdaqbaltic.com/files/baltic/IPO_TF/Economic%20growth%20through%20IPO_LV.pdf (Skatīts: 22.05.2020.)

²⁴⁶ *Birža*, FKTK klientu skola, Pieejams: <http://www.klientuskola.lv/lv/finansu-pakalpojumi/3-birza.html> (Skatīts: 22.05.2020.)

²⁴⁷ *Nasdaq Baltic Awards 2021, About*, NBA Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nba.nasdaqbaltic.com/en> (Skatīts: 22.05.2020.)

²⁴⁸ *Nasdaq Baltic Awards Evaluation Committee*, NBA Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nba.nasdaqbaltic.com/en#evaluation-committee> (Skatīts: 22.05.2020.)

SECINĀJUMI

Bakalaura darba ietvaros, tikai veikti sekoši secinājumi:

1. Valsts ekonomiskās izaugsmes pamatā ir likvīda un efektīvi funkcionējoša kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus vide. Attīstīts kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus veicina veicina vietējās un ārvalstu investīcijas, uzlabo finanšu apriti valstī, bet investoriem tas dažādo ieguldījumu iespējas, diversificējot finansējuma piesaistes nosacījumus uzņēmumiem..
2. Vērtspapīru tirgus kā finanšu sistēmas elements ieņem nozīmīgu lomu tautsaimniecības ekonomikā, tam raksturojot kopējo finanšu kapitāla plūsmas integrāciju, efektīvu tās izmantošanu, vairojot ekonomisko izaugsmi.
3. Valstī parasti ir attīstīta viena no divām finansējuma sistēmām: finanšu struktūra, kur dominē banku sektors un tirgus finansējuma balstīta ekonomika. ASV ir attīstīta tirgus finansējuma vide, tajā skaitā visplašākais valsts finanšu instrumentu tirgus un spēcīgs korporatīvo obligāciju tirgus kapitalizācijas īpatsvars, kamēr ES ekonomika ir vairāk balstīta uz banku sektora finanšu sistēmu, tajā skaitā Baltijas valstu ekonomika.
4. Tirgus finansējuma infrastruktūras nepieciešamība pastiprinājās pēc Globālās finanšu krīzes, uzņēmumie meklējot alternatīvus pieejas kanālus finansējuma piesaistei.
5. Vērtspapīru tirgus ir finanšu sistēmas segments, kurā tiek realizēta finanšu līdzekļu pārdale starp ieguldītājiem un finansējuma piesaistītājiem, emitējot vērtspapīrus, tos izvietojot un tirgojot fondu biržā.
6. Pēc vērtspapīru veidiem, vērtspapīru tirgu var iedalīt, kapitāla, valsts parāda un korporatīvo parāda vērtspapīru, un naudas tirgos.
7. Vērtspapīru tirgus struktūra iedalās divos sektoros: Primārajā tirgū, kurā tiek realizēts jauns finanšu instrumentu laidiens, kad tie tiek pārdoti to pirmajam īpašniekam, un Sekundārajā tirgū, kurā finanšu instrumenti nokļūst pēc Primārā tirgus posma, tiem tīkot tirgotiem fondu biržas ietvaros, nodrošinot to īpašnieku maiņu.
8. Vērtspapīru tirgus struktūru veido vērtspapīru emitenti vai to pilnvarotas personas, ieguldītāji, tirgus starpnieki un organizētāji, vērtspapīru depozitāriji kā arī tirgu regulējošas un uzraugošas valsts institūcijas.

9. Pieprasījums pēc tirgus finansējuma infrastruktūras nepieciešamības *NFC* sektora uzņēmumiem, tiek akcentēta Eiropas Savienības *CMU* iniciatīvas ietvaros, veicinot ilgtermiņa finansējuma (akciju un obligāciju emisijas veidā) piesaistes vidi.
10. Vērtspapīru emisija uzņēmumiem paplašina finansējuma piesaistes iespējas, diversificējot aizņēmuma risku, dažādojot finanšu kapitāla piesaistes noteikumu elastību.
11. Vērtspapīru tirgus attīstības koncepts Latvijā aizsākās 1993.gada 7.decembrī, tiekot reģistrētai *Rīgas Fondu biržai*, bet 1994. gadā Ministru kabinets akceptēja vērtspapīru tirgus attīstības koncepciju, tādejādi, atbalstot biržas attīstību.
12. 2001.gada 1.jūlijā nodibinoties FKTK, tiek sākts darbs pie „Finanšu instrumentu tirgus likuma” izstrādes, pieskaņojot vērtspapīru tirgus regulējošos normatīvos aktus ES prasībām.
13. Optimizējot jaunas tirdzniecības sistēmas ieviešanas procesu Igaunijā un Latvijā 2004.gada septembra beigās, bet Viļņai, uz Ziemeļvalstu un Baltijas valstu tirdzniecības sarakstu pārejot 2005.gadā, iesākas vienots Baltijas vērtspapīru tirgus attīstības etaps. 2007.gada 1.janvārī, Tallinas, Rīgas un Viļņas fondu biržās ieviesa vienotu Baltijas biedra statusu, bet 2009.gadā *Rīgas Fondu birža* mainīja savu nosaukumu uz NASDAQ OMX Riga.
14. Vērtspapīru tirgus Baltijas valstīs funkcionē *Nasdaq Baltic* tirgus ietvaros, kuru veido Tallinas, Rīgas un Viļņas, Nasdaq Baltic biržu filiāles un kopējais, 2017.gadā izveidotais, *Nasdaq CSD* depozitārijs, kuram nesen pievienojās arī *Nasdaq CSD Iceland* centrālajam depozitārijam, tam pilnībā sistēmā integrējoties ar 2020.gada 15.jūniju.
15. *Nasdaq Baltic* sastāv no Regulētā tirgus – Baltijas Oficiālā, Baltijas Otrā un Baltijas Parāda vērtspapīru saraksta, un Alternatīvā, *First North* tirgus ar akciju un obligāciju sarakstiem.
16. Baltijas kapitāla tirgus segmentā, Latvijas tirgus kapitalizācija ieņem vismazāko tirgus daļu attiecībā pret valsts IKP, uz 2019.gadu veidojot 2,66 % no IKP, Lietuvai un Igaunijai, attiecīgi – 7,58% un 9,92% no valstu IKP.
17. Darbā gaitā, autors secina, ka visattīstītākais kapitāla tirgus ir *Nasdaq Tallinn* tirgus segmentam, tam sastāvot no lieliem uzņēmumiem ar kopējo tirgus kapitalizāciju 2 780 milj.EUR, bet *Nasdaq Riga* ierindojas ar 810,6 milj.EUR kapitalizāciju uz 2019.gadu.
18. Kā viens no kapitāla tirgu kavējošiem faktoriem ir tirgus apgrozības nepietiekamais apjoms. Uz 2019.gadu, *Nasdaq Riga* akciju tirgus apgrozības koeficients sastādīja 3,12%,

Nasdaq Vilnius un *Nasdaq Tallinn*, attiecīgi – 2,65% un 6,17%, tam izskaidrojot IPO tirgus zemos apmērus Latvijas tirgū, un samazinātu, potenciālo investoru vēlmi ieguldīt finanšu līdzekļus kapitāla vērtspapīros ar vidēji zemu likviditātes rādītāju.

19. Parāda vērtspapīru *Nasdaq Baltic* tirgū, valsts parāda vērtspapīru segmentā dominē *Nasdaq Vilnius* ar kopējo kapitalizāciju 4 583,6 milj.EUR, savukārt korporatīvo obligāciju tirgus segmentā, *Nasdaq Riga* demonstrē pārliecinošu sniegumu ar 704,1 milj.EUR kapitalizācijas apjomu, esot līderpozīcijās attiecībā pret *Nasdaq Tallinn* korporatīvo obligāciju tirgus kapitalizāciju, tai, 2019.gadā, veidojot 132,2 milj.EUR.
20. Ir novērojama korporatīvo parāda vērtspapīru tirgus segmenta īpatsvara palielināšanās pret valsts parāda un akciju tirgus kopējo kapitalizāciju, *Nasdaq Riga* tirgus ietvaros, kā arī, *Nasdaq Riga* ieņem vadošo pozīciju, parāda vērtspapīru emitentu skaita ziņā no 2015. – 2019.gadam, kopējā *Nasdaq Baltic* tirgū.
21. Paralēli Regulētajam tirgum, *Nasdaq Baltic* attīsta un pilnveido, Alternatīvo *First North* tirgu, kas paredz minimālākas prasības emitentu iekļaušanai biržā. Lai gan interese par *First North* pieaug, tā kapitalizācijas apmēri 2019.gada 31.decembrī, ar akciju un obligāciju tirgus segmentiem kopā veidoja 91 519 291,16 EUR, kas attiecīgi pret kopējo Regulēto tirgu veidoja tikai 0,62%.
22. Visattīstītākais *First North* akciju tirgus segments ir *Nasdaq Riga* ietvaros, bet *First North* obligāciju tirgus dominē *Nasdaq Tallinn* tirgus platformā.
23. Palielināts „ēnu ekonomikas” īpatsvars rada negodīgu konkurenci un apdraud uzņēmumus, kuri maksā nodokļus un, kuri būtu potenciālie biržas tirgus dalībnieki, tiem pieprasot atklātuma principu par uzņēmuma finanšu datiem, pirms izvēlēties IPO, tos nostādot neizdevīgās pozīcijās pret „ēnu ekonomikā” esošiem uzņēmumiem.
24. Pieprasījums, pēc *Nasdaq Baltic* publiski kotētām akcijām un emitētām obligācijām, bieži vien pārsniedz piedāvājumu vairākas reizes, kas apliecina investoru gatavību ieguldīt ilgtermiņa vērtspapīros un definē tirgus finansējuma infrastruktūras potenciālu un nepieciešamību to attīstīt.

PRIEKŠLIKUMI

Darba autors, pamatojoties uz *Nasdaq Baltic* kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus analīzi, izstrādājis šādus priekšlikumus *Nasdaq Baltic* tirgus attīstības veicināšanai:

1. Koncentrēšanās uz *First North* tirgus paplašināšanu un jaunu emitentu piesaisti tajā, it sevišķi *Nasdaq Riga* tirgus segmentā, kur tas veiksmīgi attīstījies līdz šim, spētu popularizēt biržas darbības pamatprincipus, realizējot Latvijas uzņēmumu mērķus ilgtspējīgas attīstības un uzņēmumu vērtības palielināšanas nodrošināšanai, izmantojot tirgus finansējuma palīdzību.
2. Veicināt un attīstīt konceptu par valsts kapitālsabiedrību akciju iekļaušanu *Nasdaq Baltic*, pamatojoties uz 2017.gada SKDS pētījumu par iedzīvotāju viedokli šajā jautājumā, kurā tika secināts, ka 67% respondentu atbalstītu šādu iniciatīvu, tādejādi, darba autors secina, ka arī vietējo investoru bāze ir gatava un spējīga novirzīt uzkrātos finanšu līdzekļus valsts uzņēmumu attīstībai.
3. Veicināt 2. un 3.pensiju fondu un dažādu finanšu instrumentu aktīvu (11,2 miljardi EUR apjomā uz 2018.gadu) pārstrukturizēšanu par labu investīcijām iekšējos tirgos, jo šobrīd, pēc 2017.gadā, LR Ekonomikas Ministrijas sniegtās informācijas, pensiju fondu pārvaldnieki Latvijas ekonomikā ieguldīja tikai 25 – 35% aktīvu. Palielināts investoru kapitāls palīdzētu finansēt tos uzņēmumus, kuri būtu nolēmuši izmantot tirgus finansējuma iespējas *Nasdaq Baltic*.
4. Jāveicina korporatīvās pārvaldības principu tālākā uzlabošana uzņēmumiem, kuri nolēmuši izvietot vērtspapīrus publiskajā apgrozībā biržā, kā arī, uzņēmumiem ir jābūt atvērtākiem sabiedrībai un jāprot novērtēt saredzamos ieguvumus ar iespēju atrasties biržas tirgū, veicinot uzņēmumu zīmolu un reitingu investoru acīs.
5. Baltijas vērtspapīru tirgus integrācijas padziļināšanas nepieciešamība un tālāka visu *Nasdaq Baltic* Baltijas valstu tirgus segmentu funkciju apvienošana, lai Baltijas reģiona vērtspapīru tirgus spētu konkurēt kopējā ES vērtspapīru tirgus vidē.
6. Nepieciešams Baltijas valstu institucionāli legīslatīvo kapitāla tirgu veicinošo pasākumu pilnveidošana, veicinot izpratni par kopēju, Baltijas valstu kapitāla tirgus izveidi un stiprināšanu Baltijas mērogā, sadarbībā ar EK un Eiropas Rekonstrukcijas un attīstības banku (ERAB).

7. Komunikācijas un informācijas kanāla stiprināšanas nepieciešamība, starp ieguldītāju un finansējuma piesaistītāju pusēm, atbalstot dažādas informatīvas konferences un pasākumus biržas popularizēšanai gan no *Nasdaq Baltic*, gan uzņēmēju pārstāvju organizācijām un valdības puses.
8. Stimulēt un motivēt jaunu uzņēmumu iesaisti biržā, demonstrējot un akcentējot jau esošajo biržas tirgus dalībnieku veiksmīgo uzņēmumu darbību, vairojot pieredzes apmaiņu jaunu uzņēmumu un investoru starpā, iedrošinot citus uzņēmumus izmantot biržas pakalpojumus, turpinot popularizēt *Nasdaq Baltic Award* apbalvošanas tradīciju, veicinot uzņēmumu izcilo sasniegumu caurskatāmības, pareizas korporatīvās pārvaldības un finansējuma efektīvas piesaistes piemēru atspoguļojumu medijos.

IZMANTOTĀ LITERATŪRA UN AVOTI

1. *Akciju publiskais piedāvājums – Baltijas ekonomiskās izaugsmes dzinējspēks*, Nasdaq Baltic, 2015, 18. lpp. Pieejams: https://www.nasdaqbaltic.com/files/baltic/IPO_TF/Economic%20growth%20through%20IPO_LV.pdf (Skatīts: 21.05.2020.)
2. Allen F., Chui M., Maddaloni A. *Financial Systems in Europe, The USA, and Asia*. Oxford Review of Economic Policy vol. 20 no 4, 2004. p. – 491.
3. ALTUM saņem Nasdaq izcilības balvu „Gada notikums biržā”, Finanšu Ministrijas mājaslapa, 01.02.2019.,
Pieejams: https://www.fm.gov.lv/lv/aktualitates/nozares_zinas/altum/59795-altum-sanem-nasdaq-izcilibas-balvu-gada-notikums-birza (Skatīts: 20.05.2020.)
4. Apsītis Ģ, Aščuks I., Cērps U. Kokorevičs G., Ozols Ģ., Sedlenieks A., Zuļģis H. *Vērtspapīru tirgus zinības / zin.red. A. Klauss. R. – Rīgas Fondu birža, 2003. – 20.lpp.*
5. *Are You ready for an IPO*, Nasdaq Baltic,
Pieejams: <https://www.nasdaqbaltic.com/ipo/?lang=en>, (skatīts: 10.04.2020.)
6. *AS Latvenergo emitē zaļās obligācijas 25 miljonu eiro apmērā*, ziņu aģentūra BNN, 15.04.2016. ,
Pieejams: <https://bnn.lv/i-latvenergo-i-emite-zalas-obligacijas-25-miljonu-eiro-apmera-185283> (Skatīts: 18.05.2020.)
7. Bain K., Howells P. *Financial markets and institutions*. London : Longman, 1998. p. - 17
8. Baltijas biržu investoriem smagi zaudējumi, cer uz dividendēm, Izdevums – Dienas Bizness, 11.01.2019., Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/baltijas-birzu-investoriem-smagi-zaudejumi-cer-uz-dividendem-483070> (Skatīts: 12.05.2020.)
9. *Baltijas indeksā tiks iekļauta Lietuva*. Rīgas Fondu birža, 21.05.2004. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/baltijas-indeksa-tiks-ieklauda-lietuva/> (skatīts 04.05.2020.)
10. Baltijas saraksts paplašinās. Rīgas Fondu birža, 01.07.2004.
Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/baltijas-saraksts-paplasinas/> (Skatīts: 04.05.2020.)
11. *Baltic states to create a pan-Baltic capital market*, Finanšu Ministrija, 31.01.2018. , Pieejams: <https://www.fm.gov.lv/en/news/56300-baltic-states-to-create-a-pan-baltic-capital-market> (Skatīts: 22.05.2020.)
12. *Birža*, FKTK klientu skola, Pieejams: <http://www.klientuskola.lv/lv/finansu-pakalpojumi/3-birza.html> (Skatīts: 22.05.2020.)
13. *Birža Nasdaq OMX Riga, Latvijas Centrālais Depozitārijs (informatīvs buklets – aut.piez.)*, The NASDAQ OMX Group, Nasdaq Baltic, 2010.
Pieejams: https://www.nasdaqbaltic.com/files/riga/Q100246%20NASDAQ%20Riga%20Brochure_Revised_FINAL.pdf (skatīts: 02.05.2020.)
14. *Baltijas valstu tirgus kapitalizācijas rādītājiem 2008.-2018.*, Nasdaq Baltic. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2008-12-31&end=2018-12-31> (Skatīts: 13.05.2020.)
15. *Baltijas valstis veidos Baltijas mēroga kapitāla tirgu*, izdevums – Latvijas Vēstnesis, 06.11.2017. _pārpublicēts no Finanšu Ministrijas preses relīzes. Pieejams: <https://lvportals.lv/dienaskartiba/291092-baltijas-valstis-veidos-baltijas-meroga-kapitala-tirgu-2017> (Skatīts: 22.05.2020.)

16. *Birža var palīdzēt pārvarēt krīzi. Intervija ar „Nasdaq Riga” valdes priekšsēdētāju Daigu Auziņu – Melalksni*, Izdevums – Latvijas Avīze, 28. aprīlis 2020, Pieejams: <https://www.la.lv/birza-var-palidzet-parvaret-krizi> (Skatīts: 22.05.2020.)
17. *Bond Prices at Default and at Emergence of Bankruptcy for US Corporate Issuers*, Moody's Investors Service, 2005, p. – 12. , Pieejams: <https://www.moodys.com/sites/products/DefaultResearch/20034000004277132.pdf> (Skatīts: 22.05.2020.)
18. *CMU – Kapitāla tirgu savienība „Capital Market Union”*, Eiropas Savienības Padomes mājas lapa. Pieejams: <https://www.consilium.europa.eu/lv/policies/capital-markets-union/> (skatīts 01.04.2020.)
19. *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*, OECD Capital Market Series, OECD, Paris, 2020, p. – 58.
Pieejams: <http://www.oecd.org/corporate/ca/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-Monetary-Policy.pdf>
20. Darškuviene V. *Finanšu tirgi*. Rīga., 2010, 161 lpp.
21. Daiga Auziņa – Melalksne, *Kas mainīs spēles noteikumus Baltijas kapitāla tirgū*, EK konferences „Nauda un reformas: Eiropas investīciju nākamā paaudze” ietvaros , Nasdaq Baltic, 20.09.2019. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/kas-mainis-speles-noteikumus-baltijas-kapitala-tirgu/>
22. *Demand for bonds by institutional investors and bond yield developments in the euro area*, ECB, Monthly Bulletin, May 2007, Monetary and Financial developments, Pieejams: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb200705_focus03.en.pdf (Skatīts: 18.05.2020.)
23. *Doing Business 2018/2019*, Ekonomikas Ministrija, 19.11.2019,
Pieejams: https://www.em.gov.lv/lv/nozares_politika/nacionala_industriala_politika/uznemejdarbibas_vidē/uznemejdarbibas_vides_pilnveidosana/doing_business/ (Skatīts: 22.05.2020.)
24. European Commission, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, 2015. p. – 30. , Pieejams: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN> (Skatīts: 14.04.2020.)
25. *European Distribution of Debt Instruments (EDDI) initiative*, ECB, June 21, 2019, Pieejams: https://www.ecb.europa.eu/paym/intro/events/shared/pdf/20190621/20190621_eddi_presentation.pdf (Skatīts: 22.05.2020.)
26. *European IPO Report 2020*: European IPO Task Force,
Pieejams: <https://fese.eu/app/uploads/2020/03/European-IPO-Report-2020.pdf> , p. - 56. (Skatīts: 14.04.2020.)
27. European Parliament, *'Impact Assessment and European Added Value' report*, 2018., Pieejams: https://europarl.europa.eu/EPRS/EPRS_631.723_IA-EAV-Activity_Report_2018.pdf (Skatīts: 14.04.2020.)
28. ES direktīvas 2003/124/EC un 2004/72/EC (zaudējušas spēku 02.07.2016., aizvietotas ar EP Regulation No 596/2014, 16.04.2014. un grozījumiem stājoties spēkā 03.07.2016. Pieejams: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02014R0596-20160703> (skatīts: 03.05.2020.)
29. *European Union Market Capitalization*, CEICdata.
Pieejams: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/european-union/market-capitalization--nominal-gdp> (Skatīts: 13.05.2020.)

30. *Evidence on finance and economic growth*. December 2017. ECB mājas lapa. Pieejams: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2115.en.pdf> (skatīts 08.04.2020.)
31. *Ēnu ekonomika*, Finanšu Ministrija, 10.12.2019., Pieejams: https://www.fm.gov.lv/lv/sadalas/nodoklu_politika/enu_ekonomika/23666-enu-ekonomika (Skatīts: 20.05.2020.)
32. F. De Fiore, H. Uhling. *Bank finance versus bond finance. What explains the differences between US and Europe?* ECB Working Paper Series. No. 547. November 2005. Pieejams: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp547.pdf?f9a7f66304128caad4c81e87341cbae6>
33. *Financial integration in Europe*. ECB, May 2018, p. – 101. Pieejams: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fie/ecb.financialintegrationineurope201805.en.pdf> (Skatīts: 09.04.2020.)
34. *Finanšu pratība 2018: Mājsaimniecību uzkrājumi auguši teju par miljardu, pensiju sistēmas 3.līmenī iesaistīto skaits pārsniedz 300 tūkstošus*, FKTK, 26.07.2019. , Pieejams: <https://www.fktk.lv/jaunumi/pazinojumi-medijiem/finansu-pratiba-2018-majsaimniecibu-uzkrajumi-augusi-teju-par-miljardu-pensiju-sistemas-3-limeni-iesaistito-skaits-parsniedz-300-tukstosus/> (Skatīts: 22.05.2020.)
35. Galliani C., Petrella G., Resti A. *The liquidity of corporate and government bonds: drivers and sensitivity to different market conditions*. European Commission, 2014. Pieejams: http://publications.europa.eu/resource/ellar/3f1e38ea-746f-4e70-b50a-6e9590cfa781.0001.01/DOC_1
36. *Gross Domestic Product in EU*, Eurostat, Pieejams: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00001/default/table?lang=en> (Skatīts 12.05.2020.)
37. *FKTK vēsture*, FKTK. Pieejams: <https://www.fktk.lv/par-mums/vesture/> (Skatīts: 03.05.2020.)
38. Hartmann P., Heider F., Papaioannou E., *Role of Financial Markets and Innovation in Productivity and Growth in Europe*. ECB, No 72, September 2007, p.-11. Pieejams: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp72.pdf> (Skatīts:08.04.2020.)
39. *HEX Group un Rīgas Fondu birža noslēdz akciju iegādes procesu*. Izdevums – Dienas Bizness, 12.08.2002. Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/hex-group-un-rigas-fondu-birza-nosludz-akciju-iegades-procesu-171632> (Skatīts 03.05.2020.)
40. Hirt Geoffrey A., Block Stanley B. *Fundamentals of investment management / 7th ed*. Boston (Mass.) : McGraw-Hill, 2003. p. – 29.
41. *Iekšējā aizņēmuma vērtspapīri*. LR Valsts kases mājaslapa. Pieejams: <https://www.kase.gov.lv/valsts-parada-vadiba/iekseja-aiznemuma-vertspapiri> (Skatīts: 09.04.2020)
42. *Investoru pieprasījums pēc Altum zaļajām obligācijām 6,5 reizes pārsniedz emitēto piedāvājumu*, izdevums – Dienas Bizness, 11.10.2017. Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/investoru-pieprasijums-pec-altum-zalajam-obligacijam-6-5-reizes-parsniedz-emiteto-apjomu-467523> (Skatīts: 20.05.2020.)
43. *IFRSs – International Financial Reporting Standards*, EUR-Lex, Pieejams: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/LV/ALL/?uri=uriserv:l26040> (Skatīts: 12.05.2020.)
44. *Improving European Corporate Bond markets*, Report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds, November 2017, Pieejams: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-report_en.pdf p. – 11. (Skatīts: 15.04.2020.)

45. *Integration of Securities Market Infrastructures in the euro-area*. ECB, Occasional Paper Series, No.33, July 2005. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp33.pdf> pp. 5.-7. (50) (Skatīts: 12.04.2020.)
46. *Kapitāla piesaiste*, Nasdaq Baltic. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/nac-uz-birzu/piesaisti-kapitalu/> (Skatīts: 12.05.2020.)
47. *Kapitāla tirgus Latvijā – trešajā desmitgadē, bet joprojām vājš. Vai ir alternatīvas?*, Latvijas Banka, 24.10.2018, Pieejams: <https://www.makroekonomika.lv/kapitāla-tirgus-latvija-tresaja-desmitgade-bet-joprojam-vajs-vai-ir-alternativas> (Skatīts: 01.05.2020.)
48. *Latvia Market Capitalization*, CEICdata. Pieejams: <https://www.ceicdata.com/datapage/en/indicator/latvia/market-capitalization--nominal-gdp> (skatīts 01.04.2020.)
49. *Latvijas MVU būs pieejams atbalsts finansējuma piesaistei kapitāla tirgos*, LR Ekonomikas Ministrija, 21.01.2020., Pieejams: <https://em.gov.lv/lv/jaunumi/26806-latvijas-mvu-bus-pieejams-atbalsts-finansejuma-piesaistei-kapitala-tirgos> (Skatīts: 22.05.2020.)
50. *Latvijas nacionālā kapitāla tirgus attīstība un tā loma Latvijas ekonomikas izaugsmē*, PKC informatīvais ziņojums, Rīga, 2018., 7. – lpp., Pieejams: <http://tap.mk.gov.lv/mk/tap/?pid=40452796> (Skatīts: 20.05.2020.)
51. *Lietuvos Enerģija Green Bond 2*, European Bank for Reconstruction and Development, Pieejams: <https://www.ebrd.com/work-with-us/projects/psd/lietuvos-enerģija-green-bond-2.html> (Skatīts: 19.05.2020.)
52. *Lithuania's Lietuvos Enerģija sells EUR -300 m green bond, ziņu aģentūra – Renewables Now*: <https://renewablesnow.com/news/lithuanias-lietuvos-enerģija-sells-eur-300m-green-bond-618963/> (Skatīts: 19.20.2020.)
53. LR Finanšu instrumentu tirgus likums. Pieņemts: 20.11.2003, stājies spēkā: 01.01.2004. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/81995-finansu-instrumentu-tirgus-likums/redakcijas-datums/2017/01/01> (skatīts: 09.04.2020.)
54. LR Komerclikums. Pieņemts 13.04.2000, stājies spēkā 01.01.2002 (Skatīts: 05.05.2020.)
55. LR Konkurences padomes lēmums „Par tirgus dalībnieku apvienošanos”, Nr.62, Pieņemts: 10.12.2003. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/82377-par-tirgus-dalibnieku-apvienosanos>, (skatīts 04.05.2020.)
56. Konkurences padomes lēmums Nr.62, laikraksts „Latvijas Vēstnesis” 181/23.12.2003. Pieejams: <https://www.vestnesis.lv/ta/id/82377-par-tirgus-dalibnieku-apvienosanos> (skatīts: 04.05.2020.)
57. *Kopš novembra – Baltijas fondu biržu priekšgalā Rīga*. laikraksts – Latvijas Vēstnesis, Nr.38/39, 13.02.1998. Elektroniskā versija pieejama: <https://www.vestnesis.lv/ta/id/31507> (Skatīts: 02.05.2020.)
58. *Latvijas Kuģniecība AS akcijas izslēdz no Baltijas biržas Oficiālā saraksta*, Nasdaq Baltic, 13.02.2018. Pieejams: <https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=823192&messageId=1034809> (Skatīts: 13.05.2020.)
59. LR likums „Par vērtspapīriem”. Pieņemts: 23.08.1995. Stājies spēkā: 26.09.1995. Zaudējis spēku: 01.01.2004. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/36719-par-vertspapiriem>
60. LR likums, „Par Vērtspapīru tirgus komisiju”. Pieņemts: 24.08.1995. Stājas spēkā: 14.09.1995. Zaudēja spēku: 01.07.2001. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/36762-par-vertspapiru-tirgus-komisiju> (skatīts: 02.05.2020.)
61. LR Valsts kases mājaslapa. <https://www.kase.gov.lv/>

62. *Madara Cosmetic atver jaunu ražotni – modernāko Ziemeļeiropā*, LSM, 29.09.2016. Pieejams: <https://www.lsm.lv/raksts/zinas/ekonomika/madara-cosmetics-atver-jaunu-razotni--modernako-ziemeleiropa.a203165/> (Skatīts: 20.05.2020.)
63. *Madara Cosmetic pierāda, ka birža ir piemērota arī mazākiem uzņēmumiem*. Ziņu aģentūra – LETA, pārpublicēts, BNN, 10.11.2017. Pieejams: <https://bnn.lv/uznemumi-izrada-interesi-par-akciju-kotaciju-birza-ta-i-nasdaq-riga-i-vaditaja-253990> (Skatīts: 20.05.2020.)
64. *Madara Cosmetics: Sākas jauns posms uzņēmuma attīstībā, izdevums – Dienas Bizness*, 10.11.2017. Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/papildinata-madara-cosmetics-sakas-jauns-posms-uznemuma-attistiba-468726> (Skatīts: 20.05.2020.)
65. M. Mackenzie and E.Platt. *US corporate bonds: the weight of debt*, Financial Times, December 4, 2016, Pieejams: <https://www.ft.com/content/41213b02-b87e-11e6-ba85-95d1533d9a62> (Skatīts: 08.04.2020.)
66. *Maksātnespējas sistēma atbaida investorus*, Izdevums – Dienas Bizness, 29.06.2015. Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/maksatnespejas-sistema-atbaida-investorus-434463> (Skatīts: 22.05.2020.)
67. MK noteikum par *Darbības programmas "Izaugsme un nodarbinātība" 3.1.1.specifiskā atbalsta mērķa "Sekmēt mazo, vidējo komersantu izveidi un attīstību, īpaši apstrādes rūpniecībā un RIS3 prioritārajās nozarēs" 3.1.1.3.pasākuma "Atbalsts mazo, vidējo komersantu finansējuma piesaistei kapitāla tirgos" īstenošanas noteikumi"*, Pieejams: <http://tap.mk.gov.lv/lv/mk/tap/?pid=40475131&mode=mk&date=2020-01-21> (Skatīts: 22.05.2020.)
68. *Nasdaq Announces Winners of Nasdaq Baltic Awards 2019*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/news/nasdaq-announces-winners-of-nasdaq-baltic-awards-2019/> (Skatīts: 19.05.2020.)
69. *Nasdaq Baltic akciju tirgus kapitalizācija par 31.12.2014.-31.12.2019*. Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2014-05-31&end=2019-05-31> (Skatīts: 12.05.2020.) un *Gross Domestic Product in EU*, Eurostat, Pieejams: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00001/default/table?lang=en> (Skatīts 12.05.2020.)
70. *Nasdaq Baltic Awards 2021, About*, NBA Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nba.nasdaqbaltic.com/en> (Skatīts: 22.05.2020.)
71. *Nasdaq Baltijas Parāda vērtspapīru sarakstā iekļauj Ignitis Group obligācijas*, Nasdaq Riga, 22.05.2020., Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/nasdaq-baltijas-parada-vertspapiru-saraksta-iekļauj-ignitis-group-obligācijas/> (Skatīts: 22.05.2020.)
72. *Nasdaq Baltic tirgus kapitalizācija uz 31.12.2009*. Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/capitalization?filter=1&preset=&start=2009-12-31&end=2009-12-31> (Skatīts: 12.05.2020.)
73. Nasdaq Baltic mājaslapa <https://nasdaqbaltic.com/lv/>
74. *Nasdaq Baltija – par mums*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/par-mums/par-nasdaq-baltic/> (Skatīts: 11.05.2020.)
75. *NasdaqCSD mērķi un stratēģija (angļu val.)*, NasdaqCSD mājas lapa. Pieejams: <https://nasdaqcsd.com/wp-content/uploads/Objective-and-Strategies-of-Nasdaq-CSD.pdf> (Skatīts: 01.04.2020)
76. *NASDAQ noslēdz apvienošanās darījumu ar OMX un izveido NASDAQ OMX biržu grupu*. Nasdaq Baltic, 28.02.2008. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/nasdaq-nosledz-apvienosanas-darijumu-ar-omx-un-izveido-nasdaq-omx-birzu-grupu/> (Skatīts: 06.10.2020.)

77. *Nasdaq Baltic publicē priekšlikumus akciju publisko piedāvājumu (IPO) politikai un rīcībai*, Nasdaq Baltic, 29.04.2015. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/nasdaq-baltic-publice-priekslikumus-akciju-publisko-piedavajumu-ipo-politikai-un-ricibai/> (Skatīts: 21.05.2020.)
78. *Nasdaq sveic Lietuvas enerģija zaļās obligācijas Baltijas tirgū*, Nasdaq Baltic, Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/nasdaq-sveic-lietuvas-enerģija-zalas-obligācijas-baltijas-tirgu/> (Skatīts: 19.05.2020.)
79. *Nasdaq sveic Sakret Holdings obligācijas Baltijas First North tirgū*, Nasdaq Baltic, 02.03.2020. , Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/news/nasdaq-sveic-sakret-holdings-obligācijas-baltijas-first-north-tirgu/> (Skatīts: 22.05.2020.)
80. *Nasdaq”: Valsts uzņēmumu akciju kotēšana biržā nav salīdzināma ar privatizāciju*, LSM, 29.05.2018. ,Pieejams: <https://www.lsm.lv/raksts/zinas/ekonomika/nasdaq-valsts-uznemumu-akciju-kotesana-birza-nav-salidzinama-ar-privatizaciju.a280127/> (Skatīts: 22.05.2020.)
81. *„Nauda un reformas: Eiropas investīciju nākamā paaudze”*, EK, Konferencē atskats pieejams: https://ec.europa.eu/latvia/news/atskats-uz-konferenci-par-es-invest%C4%ABcij%C4%81m-baltij%C4%81-%E2%80%9Cnauda-un-reformas-eiropas-invest%C4%ABcijun%C4%81kam%C4%81_lv (Skatīts: 14.05.2020.)
82. *Pagarina ES fondu projektu iesniegšanas termiņu uzņēmējiem finansējuma piesaistei kapitāla tirgos*, Centrālā finanšu un līgumu aģentūra, 20.04.2020. , Pieejams: https://cfla.gov.lv/lv/jaunumi/2020/pagarina-es-fondu-projektu-iesniegšanas-terminu-uznemejiem-finansejuma-piesaistei-kapitala-tirgos?fbclid=IwAR06zxupBSmET3GnCQHn8P_N7mf8wyClyyMuMjTOz_-zg4yQD72287AjdID4 (Skatīts: 22.05.2020.)
83. *Par emitentu AS Venstpils Nafta*, Nasdaq Baltic, Pieejams:<https://nasdaqbaltic.com/statistics/lv/instrument/LV0000100816/company?date=2015-12-30> (Skatīts 13.05.2020.)
84. *Par Kapitāla Tirgus savienības rīcības plāna vidusposma pārskatu*, EK pārstāvniecības Latvijā, ziņojums, 08.06.2017. Pieejams: https://ec.europa.eu/latvia/news/jaut%C4%81jumi-un-atbildes-par-kapit%C4%81la-tirgu-savien%C4%ABbas-r%C4%ABc%C4%ABbas-pl%C4%81na-vidusposma-p%C4%81rskatu_lv (Skatīts: 22.05.2020.)
85. *Par Nasdaq CSD*, Nasdaq CSD SE, Pieejams: <https://nasdaqcsd.com/lv/par-nasdaq-csd/vispareja-informacija/> (Skatīts: 11.05.2020.)
86. *Par pensiju 2.līmeņa naudas aktīvāku ieguldīšanu riska kapitālā vēl diskutēs*, Izdevums – Latvijas Vēstnesis, 19.07.2018. ,Pieejams: <https://lvportals.lv/norises/297447-par-pensiju-2-limena-naudas-aktivaku-ieguldisanu-riska-kapitala-vel-diskutes-2018> (Skatīts: 22.05.2020.)
87. *„Par vērtspapīriem”*. MK noteikumi. Pieņemts: 23.08.1995. Stājies spēkā: 26.09.1995. Zaudējis spēku: 01.01.2004. Pieejams: <https://likumi.lv/ta/id/36719-par-vertspapiriem>
88. *Pensiju fondu apskats*, Latvijas Komerbanku asociācija, Nr. 21, 2017.gada 1.ceturksnis, 4. – lpp. Pieejams: https://www.financelatvia.eu/wp-content/uploads/2017/12/PFA_2017_gads_1_cet.pdf (Skatīts: 22.05.2020.)
89. *Pieprasījums pēc Latvenego zaļajām obligācijām 5,8 reizes pārsniedz piedāvāto apjomu*, izdevums – Dienas Bizness, 08.04.2016. Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/pieprasijums-pec-latvenego-zalajam-obligacijam-58-reizes-parsniedz-piedavato-apjomu-447943> (Skatīts: 20.05.2020.)
90. Pires F. *Non-banks in EU: ensuring a smooth transition to a Capital Market Union*, SUERF Policy note, Issue No 103, ECB, September 2019, p. – 18.

- Pieejams:<https://www.suerf.org/policynotes/8061/non-banks-in-the-eu-ensuring-a-smooth-transition-to-a-capital-markets-union> (Skatīts: 11.04.2020.)
91. Praude V. *Finanšu instrumenti*. Rīga: SIA Burtene, 2009. 446 lpp.
 92. *Publiskais pārskats par valsts kapitālsabiedrībām un valstij piederošajām kapitāla daļām 2017.gadā*, PKC, Rīga, 2018, 122 lpp.,
Pieejams: http://www.valstskapitals.gov.lv/images/userfiles/parskats_web.pdf
(Skatīts:22.05.2020.)
 93. *Related Indicators for Latvia Market Capitalization: % of GDP*, CEIC data, Pieejams:
<https://www.ceicdata.com/datapage/en/indicator/latvia/market-capitalization--nominal-gdp>
(Skatīts 05.05.2020.)
 94. «*RICI*» indekss pārsniedz 300 punktus, izdevums – Dienas Bizness, 10.04.2003. Pieejams:
<https://www.db.lv/zinas/rici-indekss-parsniedz-300-punktus-182365> (iekļauts vēsturisks RICI
apskats, - *aut.piezīme*), (Skatīts: 02.05.2020.)
 95. *Rīgas Fondu biržā – jauns cenu indekss*, laikraksts – Latvijas Vēstnesis, Nr.32/33, 06.02.1998.
Digitālā versija pieejama: <https://www.vestnesis.lv/ta/id/31420> (Skatīts: 02.05.2020.)
 96. *Rīgas Fondu birža maina nosaukumu uz "NASDAQ OMX Riga"*, izdevums – Diena, 14.01.2009.
Pieejams: <https://www.diena.lv/raksts/uznemeja-diena/finanses/rigas-fondu-birza-maina-nosaukumu-uz-nasdaq-omx-riga-646387> (Skatīts: 02.05.2020.)
 97. *Rīgas Fondu biržas pieci gadi*, laikraksts – Latvijas Vēstnesis, Nr.367/368, 11.12.1998.
elektroniskā versija pieejama: <https://www.vestnesis.lv/laidiens/1998/12/11/nr/367/368> (Skatīts:
02.05.2020.)
 98. *Rīgas Fondu birža vēstures krustcelēs*, izdevums - Dienas Bizness, 2003.5.decembris. Pieejams:
<http://www.db.lv/zinas/rigas-fondu-birza-vestures-krustceles-137947>
(Skatīts: 01.05.2020.)
 99. Ryan Lewis, *Corporate Debt Markets and Recovery Rates with Vulture Investors*, University of
Colorado Boulder, October 7 2016, p – 67,
Pieejams: http://www.fmaconferences.org/Vegas/Papers/JMP_Vultures_Lewis.pdf
(skatīts: 22.05.2020.)
 100. Rupeika-Apoga R., Zelgalve E. *Finanšu tirgus un tā analīzes metodes*. Rīga: LU Akadēmiskais
apgāds, 2009 6.lpp.
 101. *Stock Turnover Ratio*, EDUCBA, Pieejams: <https://www.educba.com/stock-turnover-ratio/>
(Skatīts: 14.05.2020.)
 102. *Tirgus informācija*, Nasdaq Baltic. Pieejams: <https://nasdaqbaltic.com/lv/tirgus-informacija/viss-par-tirgiem/> (Skatīts: 12.05.2020.)
 103. Točelovska N. *Latvijas korporatīvo obligāciju tirgus attīstība*. Promocijas darba kopsavilkums.
LU BVEF. Rīga : Latvijas Universitāte, 2018. 113 lpp.
 104. *Trends in the external financing structure of euro area non-financial corporations*, ECB
Economic Bulletin, Issue 5, 2016, p – 123,
Pieejams: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201605_focus05.en.pdf (Skatīts
10.04.2020.)
 105. Vaidere I., *Banku sistēmas attīstība Latvijā, 1987-1997* ; [recenzenti: Šteinbuka I, Zelgalvis E. ;
lit.red: Pārupe A, Rīga : LU Akadēmiskais apgāds, 2006. – 90 lpp.
 106. *Uzņēmumi arvien biežāk meklē finansējumu ārpus bankas*, izdevums – Dienas Bizness,
01.11.2019., Pieejams: <https://www.db.lv/zinas/uznemumi-arvien-biezak-finansejumu-mekle-arpus-bankas-492785> (Skatīts: 18.05.2020.)

107. *Ventspils Naftas akcijas izslēdz no baltijas Oficiālā saraksta*, BNN, Pieejams: <https://bnn.lv/i-ventspils-naftas-i-akcijas-izsledz-baltijas-oficiala-saraksta-178153> (Skatīts: 13.05.2020.)
108. Zaghini, A. *Fragmentation and heterogeneity in the euro-area corporate bod market: Back to normal?*, Goethe University, Center for Financial Studies(CFS) Working Paper Series No. 530., p – 32 ,
Pieejams: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/128501/1/848030605.pdf>