

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond

Elis Ruus

**20 AASTAT TALLINNA BÖRSI – ARENG JA
TULEVIKUPERSPEKTIIVID**

Magistritöö

Juhendaja: lektor Mark Kantšukov

Tartu 2016

Soovitan suunata kaitsmisele

lektor Mark Kantšukov

Kaitsmisele lubatud „2016. a.

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....
Elis Ruus

SISUKORD

Sissejuhatus	5
1. Aktsiabörside funktsioonide ja arengu teoreetiline käsitus.....	10
1.1. Aktsiabörside funktsioonid ja roll riigi majandussüsteemis	10
1.2. Aktsiabörside arengu indikaatorid ja mõjutegurid	19
1.3. Aktsiabörside areng endises idablokis	34
2. Tallinna börsi arengu ja tulevikuperspektiivide analüüs.....	46
2.1. Andmed ja meetodika	46
2.2. Tallinna börsi ajalooline areng aastast 1996	52
2.3. Tallinna börsi arengutase käesoleval ajal.....	65
2.4. Tallinna börsi tulevikustsenaariumite käsitus	73
Kokkuvõte.....	89
Viidatud allikad.....	94
1. Põhiallikad	94
2. Dokumendianalüüsi allikad.....	105
Lisad.....	116
Lisa 1. Maailmas vahemikus 1960–2005 asutatud aktsiabörsid	116
Lisa 2. Intervjuu küsimused	117
Lisa 3. Tallinna börsi arengut soodustanud tegurid aastatel 1996–2016	119
Lisa 4. Tallinna börsi arengut takistanud tegurid aastatel 1996–2016.....	125
Lisa 5. Tallinna börsi statistika aastatel 1996–2005	129
Lisa 6. Tallinna börsi statistika aastatel 2006–2015	130
Lisa 7 Tallinna börsi põhi- ja lisanimekiri ning alternatiivturg (aktsiad)	131
Lisa 8. Intervjueeritavate hinnang Tallinna börsi arengut tulevikus mõjutavatele poliitilistele teguritele.....	132
Lisa 9. Intervjueeritavate hinnang Tallinna börsi arengut tulevikus mõjutavatele majanduslikele teguritele	133

Lisa 10. Intervjueeritavate hinnang Tallinna börsi arengut tulevikus mõjutavatele sotsiaalsetele teguritele.....	135
Lisa 11. Intervjueeritavate hinnang Tallinna börsi arengut tulevikus mõjutavatele tehnoloogilistele teguritele	136
Summary	138

SISSEJUHATUS

Finantssektori areng on seoses globaliseerumisega tõusnud paljudes riikides esiplaanile ja aktsiabörside temaatika on tänapäeval finantsvaldkonnaga seotud teaduskirjanduses üks enim viidatud teemadest. Selle põhjuseks on asjaolu, et aktsiabörsidel on hübriidne olemus. Ühest küljest kirjeldatakse neid kui turumajanduse sümboleid ja kapitalismi arendajaid. Teisest küljest käsitletakse aktsiabörse kui rahvusliku majanduse infrastruktuuri keskset osa ja rahvuslike finantskeskuste sümboleid või isegi kui rahvuslikku identiteeti. Lisaks võib aktsiabörside teema käsitlemise populaarsuse põhjuseks pidada asjaolu, et nendega seotud andmed on suhteliselt kergesti kättesaadavad. (Wójcik 2005: 16)

Aktsiabörs kui reguleeritud platvorm toob kokku kapitali kaasata soovivad emitendid ja oma sääste investeerida soovivad isikud ehk investorid, börsi oluliseks eesmärgiks on kapitali ratsionaalse jaotuse tagamine. Prabina ja Raghunathan (2007: 3) väitsid, et aktsiabörsid on modernse ajastu kõige olulisemad ettevõtluse arengut soodustavad tegurid. Majanduskasvu jaoks peab raha liikuma vähem produktiivsetest harudest tootlikematesse sektoritesse ning aktsiabörs on üks kõige olulisemaid allikaid selle protsessi võimaldamiseks. Börsi hea toimimine ja arengutase sõltuvad aga oluliselt mitmetest erinevatest teguritest. Nõudlus ja pakkumine loovad küll aktsiabörsi alustalad, kuid ei garanteeri hästi toimivat turgu. Lisaks põhilisele raamistikule on oluline ka toetavate tegurite olemasolu, milleks on näiteks majanduspoliitilised tegurid ja õiguslik raamistik. Mitmed autorid (Atje, Jovanovich 1993; Levine, Zervos 1998; Filer *et al.* 2000, Caporale *et al.* 2003 jt) on uuringute tulemusena kinnitanud, et majanduskasvu ja aktsiabörside arengu vahel on samasuunaline seos, mistõttu on aktsiabörside teema uurimine väga aktuaalne.

1990. aastate esimeses pooles asutati mitmetes Ida-Euroopa endistes sotsialistlikes riikides aktsiabörsid, tänu millele aidati kaasa erastamisprotsessile. Aastal 1996 alustas tegevust Tallinna börs, mis käesoleval aastal tähistab oma 20. tegutsemisaastat. Esimese

kümne aasta jooksul alates asutamisest oli Tallinna börs ettevõtete ning kodu- ja välismaiste investorite silmis üsna atraktiivne. Viimase kümne aasta jooksul on aga mitmed olulised emitendid (näiteks Hansapank ja Eesti Telekom) börsilt lahkunud ning uusi pole põhinimekirja lisandunud. Seetõttu on Tallinna börs muutunud investorite silmis ebaatraktiivseks, kuna nende valikuvõimalused on vähenenud. Mitmed välisinvestorid on lahkunud ja tulemusena on börsi likviidsus väga madal. Tallinna börsi arengu soodustamise teemale pööratakse käesoleval perioodil palju tähelepanu, positiivseks märgiks on näiteks LHV IPO selle aasta maikuus, mis võiks motiveerida ka mitmeid teisi ettevõtteid börsile minema. Tallinna börsi ajaloolise arengu uurimine ja eelkõige selle tuleviku prognoosimine on magistritöö autori hinnangul eelnevalt tulenevalt väga aktuaalne, seejuures on oluline pöörata tähelepanu börsi mõjutavatele teguritele.

Magistritöö eesmärgiks on selgitada Tallinna börsi tulevikuperspektiive järgmise viie aasta vaates. Tulevikuperspektiivide ehk -väljavaadete all mõeldakse alternatiivseid olukordi, mille puhul käsitletakse börsi arengu ehk tegevuse tulemuslikkuse indikaatoreid ja toimimist, kasutades stsenaariumitel põhinevat analüüsi. See, milline stsenaarium tulevikus reaalsuseks saab, sõltub börsi mõjutavatest teguritest. Seega on oluline selgitada seost börsi arengutaseme ja seda mõjutavate tegurite vahel. Magistritöö tulemustest on kasu eelkõige Tallinna börsile ja Eesti riigi valitsussektorile, kuna nendel institutsioonidel on võimalus kohalikul tasandil börsi arengut kõige enam mõjutada. Töö pakub huvitavat lugemist kindlasti ka olemasolevatele ja potentsiaalsetele emitentidele ning investoritele. Eesmärgi saavutamiseks püstitas autor järgmised uurimisülesanded:

- selgitada aktsiabörside funktsioone ja rolli riigi majandussüsteemis;
- selgitada börside arengu indikaatoreid ning arengut soodustavaid ja takistavaid tegureid;
- selgitada Ida-Euroopa endiste sotsialistlike riikide börside arengu iseärasusi;
- koguda alates 1996. aastast kvantitatiivsed ja kvalitatiivsed andmed Tallinna börsi arengut iseloomustavate näitajate kohta;
- selgitada ajalooliste andmete analüüsi tulemusena minevikus Tallinna börsi arengut ja seda mõjutanud tegureid;

- koostada küsimused, viia läbi intervjuud Tallinna börsi arengu indikaatorite uurimiseks praegu ja tulevikus ning analüüsida tulemusi;
- genereerida Tallinna börsi tuleviku jaoks alternatiivsed stsenaariumid, prognoosida tõenäolisi börsi tulevikuperspektiive ja esitada ettepanekud börsi arengu soodustamiseks.

Magistritöö koosneb kahest peatükist: teoreetilisest ja empiirilisest. Teoreetiline osa jaguneb kolmeks alapeatükiks. Esimene keskendub aktsiabörside rolli ja funktsioonide selgitamisele. Teises alapeatükis on esitatud aktsiabörside arengu indikaatorid ning arengut soodustavad ja takistavad tegurid. Kolmandas alapeatükis käsitletakse börside arengut Ida-Euroopa endistes sotsialistlikes riikides. Magistritöö autor selgitab endise idabloki börside arengu iseärasusi eelkõige esimese kümne aasta jooksul alates nende asutamisest. Tähelepanu pööratakse Ida-Euroopa endiste sotsialistlike riikide aktsiabörside arengut soodustanud ja takistanud tegurite käsitlemisele. Teoreetilise peatüki koostamisel tuginetakse erinevate autorite teadustöödele, neist olulisemad on järgnevalt välja toodud: Roc (1996), Demirgüç-Kunt, Levine (1996; 2008), Aggarwal (1999), Claessens, Djankov, Klingebiel (2000), Wójcik (2005), Capasso (2006), Torre (2007), Yartey, Adjasi (2007), Caporale, Rault, Sova, Sova (2009), Trecartin, Jbantova (2009), El-Wassal (2013) ning Jun, Hongzhong, Thierry ja Yannick (2015).

Empiiriline osa jaguneb neljaks alapeatükiks. Peatüki fookuses on Tallinna börs ehk institutsioon, mille kaudu toimub väärtpaberitega kauplemiseks vajaliku keskkonna haldamine, väärtpaberitehingute arveldamine, ettevõtete noteerimine, väärtpaberite keskregistri ja kogumispensioni registri pidamine Eestis (Nasdaq Tallinn... 2015). Tallinna börsi arengu teemat on käsitlenud näiteks Luštšik (1997), Kein (1998), MTÜ Finance Estonia töögrupp (Kallas 2012) ning Balti riikide börside esindajad (Baltimaade... 2015). Metoodikat ja andmete kogumist selgitatakse empiirilise osa esimeses alapeatükis. Töö metodoloogiaks on stsenaariumitel põhinev analüüs, mille eesmärgiks on selgitada erinevate muutuste tagajärgi uurimisobjektile. Stsenaariumitel põhinev analüüs on levinud militaarses planeerimistegevuses, kuid seda kasutavad otsustusprotsessis toetava tegurina ka valitsusasutused ja ettevõtted. 2012. aastal koostas Eesti Arengufond stsenaariumitel põhineva analüüsi Eesti tulevikuväljavaadete jaoks,

mistõttu on magistritöö autori hinnangul põhjendatav ka vaadeldava meetodi kasutamine Tallinna börsi tulevikuperspektiivide väljaselgitamiseks (Stsenaariumid 2012). Tallinna börsi tulevikustsenaariumitel põhinevat analüüsi pole autorile teadaolevalt varem koostatud.

Meetoditeks, mis toetavad stsenaariumitel tuginevat analüüsi, on dokumendianalüüs ja poolstruktureeritud intervjuu. Dokumendianalüüs põhineb Tallinna börsi arengu teemal koostatud varasematel uuringutel, börsistatistikal ja ajalehes Äripäev ilmunud börsi arengu teemalistel artiklidel ja uudistel. Dokumendianalüüs on esitatud empiirilise osa teises alapeatükis ning selle eesmärgiks on selgitada Tallinna börsi arengut minevikus ja seda enim mõjutanud tegureid. Autor intervjuuerib Tallinna börsi eksperte (teadlaseid ja börsi töötajaid), finantsvahendajate esindajaid (analüütikuid, fondijuhte jt) ning emitentide esindajaid selleks, et välja selgitada, milline on Tallinna börsi arengutase käesoleval ajal, analüüs on esitatud empiirilise osa kolmandas alapeatükis. Lisaks on intervjuude eesmärgiks prognoosida Tallinna börsi arengut tulevikus.

Alapeatükis 2.4 analüüsitakse Tallinna börsi alternatiivseid tulevikustsenaariume järgmise viie aasta perspektiivis. Autor valis perioodiks viis aastat, kuna see on piisavalt pikk aeg, et olulised muutused võiksid toimuda ja börsile mõju avaldada. Stsenaariumitel põhinev analüüs toetub PEST (*political, economical, social, technological*) mudelile ehk autor selgitab dokumendianalüüsi ja intervjuude põhjal välja, millised poliitilised, majanduslikud, sotsiaalsed ja tehnoloogilised tegurid on Tallinna börsile minevikus enim mõju avaldanud ning millised võiksid tulevikus olulisemad olla. Neist teguritest kaks kõige olulisemat võetakse stsenaariumitel põhineva analüüsi aluseks ning seejärel koostatakse neli Tallinna börsi tulevikustsenaariumit. Lisaks analüüsitakse, millised stsenaariumid on tõenäolisemad ja esitatakse ettepanekud, kuidas võiks toimida selleks, et suurendada enim soovitud arengustsenaariumi realiseerumise tõenäosust.

Magistritöö autor tänab oma juhendajat lektor Mark Kantšukovi kasulike nõuannete eest. Suur tänu ka teadur Eneli Kindsikole, professor Maaja Vadile ja dotsent Laivi Laidroole, kelle kommentaaridest oli palju abi töö empiirilise osa koostamisel. Autor tänab südamest kõiki uuringus osalenud isikuid: A. Teder, L. Laidroo, T. Talpsepp, R.

Klettenberg, O. Raidla, T. Oja, A. Vallikivi, P. Koppel, K. Vähi, E. Võrklaev, R. Pent, P. Saks, J. Joost, V. Haavapuu, M. Vooremäe, T. Sild, P. Raidma, A. Viisemann.

Märksõnad: aktsiabörsid, Tallinna börs, Eesti kapitaliturg.

1. AKTSIABÖRSIDE FUNKTSIOONIDE JA ARENGU TEOREETILINE KÄSITLUS

1.1. Aktsiabörside funktsioonid ja roll riigi majandussüsteemis

Väärtpaberiturgudel kaubeldakse erinevate finantsinstrumentidega, nagu aktsiad, võlakirjad, fondiosakud ja tuletisinstrumendid. Käesoleva magistritöö autor keskendub aktsiaturgudele, kus kaubeldakse ettevõtete aktsiatega. Aktsia on väärtpaber, mis märgib osalust ettevõttes ja mille omamisega kaasneb mitmeid õigusi selle ettevõtte varade ja kasumi üle (Stock 2015; Callahan 2010: 8). Aktsiabörsidest eristab turge see, et turud hõlmavad teatud riigi kõiki börse. (Evolution... 2014: 549) Näiteks koosneb Hiina aktsiaturg kahest börsist: Shanghai ja Shenzheni börsidest. Üsna palju käsitletakse ka regioonide puhul mõistet aktsiaturg ehk võib rääkida Balti aktsiaturust, mis koosneb Tallinna, Riia ja Vilniuse börsidest. Joonisel 1 on esitatud ülevaade aktsiaturgude ja – börside erinevusest ehk Balti aktsiaturg hõlmab kolme Balti riigi aktsiabörse.

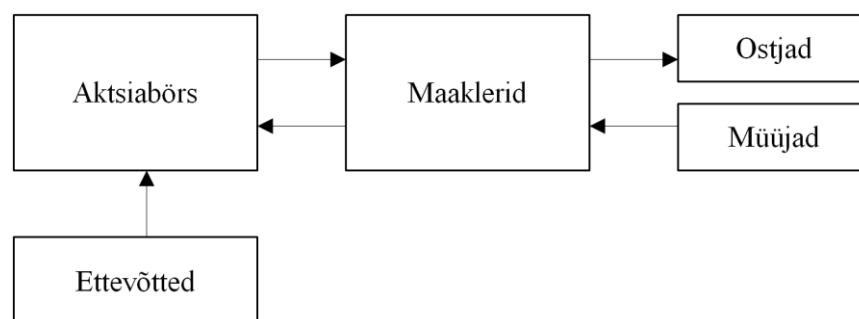


Joonis 1. Balti aktsiaturg (autori koostatud).

Magistritöö autor defineerib erinevate autorite selgitustele tuginedes aktsiabörsi kui organiseeritud platvormi, mis toob kokku vabatahtlikud aktsiate ostjad ja müüjad (Moles, Terry 1999: 520; Prabina, Raghunathan 2007: 4; Definition 2005: 5; Musonera, Safari 2009: 63; Evolution... 2014: 549). Vanimaks börsiks, kus kaubeldi aktsiatega, peetakse Amsterdamis börsi, mis avati aastal 1602 ning mis on asutamisest alates järjepidevalt töötanud (Prabina, Raghunathan 2007: 5; Petram 2011: 2). Aktsiabörsil endal pole aktsiaid, tegemist on kohaga, kus väärtpaberite ostjad saavad läbi

finantsvahendajate kontakteeruda müüjatega, et sõlmida tehinguid. Ettevõtte aktsiad jõuavad börsile läbi avaliku esmaemissiooni ehk IPO (*initial public offering*), mille korral firma müüb aktsiaid avaliku pakkumisena ning seda nimetatakse primaarseks ehk esmaseks turuks. Juhul, kui aktsiaid müüakse edasi ilma uute emiteerimiseta, on tegemist sekundaarse turuga. Aktsiabörsil jälgitakse aktsiate pakkumise ja nõudluse vahekorda, mis määrab aktsia hinna. (Harper 2015; Kakarot-Handtke 2012: 17)

Aktsiabörsi toimimiseks on vaja ettevõtteid, investoreid ja finantsvahendajaid (vt jooniselt 2). Emitentide ehk ettevõtete eesmärgiks börsil on kapitali kaasamine selleks, et rahastada erinevaid projekte. Investeeringuspankad kui finantsvahendajad aitavad ettevõtteid börsil noteerida (Aggarwal 1999: 3–4). Investorid ehk ostjad ja müüjad on isikud, kes ostavad ja müüvad börsil noteeritud ettevõtete aktsiaid eesmärgiga teenida tulu kas dividende saades või aktsiahinna muutuse pealt. (Stock Market 2015) Tänu globaliseerumisele pole riikidevahelised piirid investorite jaoks enam takistuseks ükskõik millise riigi aktsiate ostmisel. Internet on nende jaoks muutnud kauplemise suhteliselt lihtsaks ja ka odavaks, sest transaktsioonikulud on alanenud ning informatsioon on suures osas tasuta kättesaadav.



Joonis 2. Aktsiabörsi osapooled (How does... 2015).

Finantsvahendajateks on lisaks investeeringuspankadele ka maaklerid, turutegijad ja aktsiaanalüütikud, kes on sisuliselt lüliks investorite ja emitentide vahel. Maaklerite ülesandeks on emitentide ja investorite vaheliste tehingute vahendamine (vt jooniselt 2), turutegijate peamiseks eesmärgiks on pidevalt selle ettevõtte aktsiate ostu/müügi noteeringute kuvamine, mille osas nad turutegijad on, ning aktsiaanalüütik prognoosib aktsiahinna võimalikku tõusu või langust tulevikus (Charitou, Panayides 2009: 52; How does... 2015).

Magistritöös pööratakse järgnevalt tähelepanu aktsiabörside funktsioonide selgitamisele, kokkuvõtliku ülevaate nende kohta annab tabel 1. Esimeseks oluliseks funktsiooniks on organiseeritud platvormi võimaldamine emitentide ja investorite jaoks. Seejuures on oluline roll tehnoloogial ehk mida paremini börsi infotehnoloogia ja kommunikatsioonisüsteemid funktsioneerivad, seda kiiremini ja üldiselt ka madalamate kuludega saavad investorid tehinguid sooritada. Tänapäeval on mitmed börsid kasutusele võtnud automaatse tehingute sobitamise süsteemi, tänu millele on tehingukulud varasemaga võrreldes oluliselt vähenenud. (Steil 2001: 259; Wójcik 2005: 1) Seega on infotehnoloogia areng olnud oluline mõju aktsiabörsidele.

Tabel 1. Aktsiabörside funktsioonid koos selgitustega

Aktsiabörsi funktsioonid	Selgitus
Ostjate ja müüjate kokkutoomine ning tehingukulude vähendamine	Börs võimaldab ostjatele ja müüjatele organiseeritud platvormi, tänu millele on neil mugavam tehinguid teha.
Säästude mobiliseerimine investeringuteks	Tänu börsile on ressursside jaotus ratsionaalsem ehk säästud ergutavad teatud majandusharude tegevust.
Ettevõtete kapitali suurendamine	Ettevõtted saavad vajalikke ressursse äritegevuse edendamiseks.
Rikkuse ümberjaotamine	Üldsusel on võimalus saada osa ettevõtete kasumitest, omades nende aktsiaid.
Paremad investeerimisvõimalused (väike)investorite jaoks	Ka piiratud sissetulekuga osa elanikest saab omada ettevõtete aktsiaid ja saada osa nende edust.
Majanduse baromeeter	Aktsiahindade põhjal on võimalik hinnata majandusolukorda riigis.
Kontroll ettevõtete juhtimise üle	Noteerimisreeglid nõuavad ettevõtetelt suuremat läbipaistvust ja majanduslikku efektiivsust.
Investorite parem kaitse	Investorite kaitsmine tänu emitentidele reeglite kehtestamise, nende usalduse suurenemine.
Aktsiate hinnastamine	Nõudluse ja pakkumise tulemusena kujunevad aktsiate hinnad.
Likviidsuse võimaldamine	Investorid saavad vajadusel kiiresti aktsiad maha müüa.
Majanduskasvu soodustamine	Mitmed uuringud on kinnitanud, et aktsiabörside areng soodustab majanduse üldist arengut (ja vastupidi).

Allikas: (autori koostatud Wójcik 2005: 1; Musonera, Safari 2009: 63–64; Evolution... 2014: 554; Ejededawe 2014: 1–2; Comincioli 1995:1; El-Wassal 2013: 606; Pujari 2015 põhjal).

Investeerides oma säästud aktsiatesse, on ressursside jaotus ratsionaalsem, võrreldes nende hoidmisega näiteks panga deposiidis. Aktsiatesse investeeritud säästud soodustavad majandusharude tegevust tänu sellele, et ettevõtted saavad läbi aktsiate emiteerimise kaasata kapitali ning seda uutesse projektidesse investeerida või

olemasolevaid laiendada. Andes paljudele inimestele võimalus osta noteeritud ettevõtete aktsiaid ja seega olla nende kaasomanik, aitab aktsiabörs vähendada suuri sissetulekute erinevusi, sest paljud inimesed võivad osa saada ettevõtete kasumitest, mille aktsionärid nad on. Aktsiatesse investeerimise võimalus on avatud nii suur- kui väikeinvestoritele, sest investorid saavad osta nii palju aktsiaid, kui nende eelarve lubab. (Musonera, Safari 2009: 63–64; Evolution... 2014: 554; Ejededawe 2014: 1–2) Järelikult võivad tänu aktsiabörsidele kasu saada nii suured korporatsioonid kui ka piiratud sissetulekuga väikeinvestorid.

Allen (2015: 185) väitis, et väärtpaberibörs on kõige olulisem kanal, mille kaudu majandusharud saavad kapitali kaasata selleks, et seda uutesse projektidesse investeerida ja seeläbi areneda. Aktsiahindade tõusu ja languse põhjuseks on turujõud, mis ennustavad majanduskasvu või –langust. Iga suurem muutus riigi majanduses peegeldub aktsiahindades. Seega võib aktsiabörse käsitleda ka kui majanduse peeglit või baromeetrit, mis annab ülevaate majandusolukorra kohta riigis. (Musonera, Safari 2009: 63–64; Allen 2015: 185)

Aktsiabörsi rolliks on turu järelevalve teostamine selleks, et tagada turu efektiivsus, õiglus ja läbipaistvus. Eesmärgi saavutamiseks teostab börs igapäevaselt kontrolli oma liikmete, emitentide ja fondivalitsejate tegevuse üle. Börsil on õigus teha eelnevalt nimetatud isikutele kohustuslikke ettekirjutisi. (Järelevalve 2010: 2-3) Tänu börsi poolt kehtestatud reeglitele väheneb ettevõtete juhtkondade võimu kuritarvitamise tõenäosus ning suureneb turu läbipaistvus ja efektiivsus. Efektiivsus võib suurened ka tänu sellele, et erinevate finantsinstrumentide klasside vaheline konkurents tiheneb. Aktsiabörsid võivad muuta paremaks raamatupidamist ja maksude kogumise standardeid, sest investorid nõuavad börsil noteeritud ettevõtetelt rohkem ning paremat informatsiooni. (El-Wassal 2013: 606) Tänu emitentidele kehtestatud reeglitele on investorid paremini kaitstud, magistritöö autori hinnangul on see eriti oluline info asümmeetria vältimiseks emitentide ja investorite vahel.

Aktsiate hinnastamine on järgmiseks oluliseks funktsiooniks ehk hinnad kujunevad börsil nõudluse ja pakkumise vahekorra tulemusena. Kasumlikud ja/või kasvule orienteeritud ettevõtete aktsiad on enamasti kallimad, kuna nõudlus nende järele on

suurem. Aktsiahinna teadmine on oluline nii investorite kui kreditoride jaoks, esimesed saavad tänu sellele infot oma investeeringu väärtuse kohta ning teistel võimaldab see paremini ettevõtte krediitvõimekust kindlaks määrata. Lisaks eelnevatele on üheks väga oluliseks börsi funktsiooniks likviidsuse tagamine, tänu millele saavad investorid olla kindlad, et neil on võimalik kiiresti ja lihtsalt oma aktsiad maha müüa, millal iganes neil selleks vajadus peaks tekkima. Seega on tänu likviidsele aktsiabörsile võimalus investeerida pikaajalistesse projektidesse, kuid väljuda investeeringust endale sobival ajal. (Pujari 2015)

Mitmed majandusteadlased on arutlenud selle üle, kas aktsiabörside areng on seotud majanduse üldise arenguga ning suur osa neist on teinud järelduse, et samasuunaline seos eksisteerib, seega võib aktsiabörsi oluliseks funktsiooniks lugeda ka majanduskasvu soodustamist. Magistritöö autori hinnangul on töö edasises osas vajalik eelneva seose põhjalikum avamine. Joseph Schumpeter (1912, viidatud Jun *et al.* 2015: 1 vahendusel) oli üks esimestest, kes väitis, et finantsareng soodustab majanduslikku arengut ehk finantsturud ergutavad majanduskasvu tänu sellele, et ettevõtetel on võimalik läbi erinevate kanalite kaasata kapitali kõrge tulususega projektide käivitamiseks. Joan Robinsoni (1952, viidatud Beck 2010: 23 vahendusel) argumendi järgi aga järgneb finantssektori kasv majanduskasvule, mis omakorda on tingitud teiste tegurite poolt. Ka Lucas (1988: 39-40) tegi järelduse, et finantssektori roll majanduskasvu soodustava tegurina on üle hinnatud.

Gurley ja Shaw (1955; viidatud Caporale 2004: 33 kaudu) olid ühed esimestest, kes uurisid finantsturgude ja majanduskasvu vahelist seost, nad väitsid, et finantsturud on paremini arenenud kõrgema majandusarenguga riikides. Nad põhjendasid seda sellega, et hästi arenenud finantsturgudega riikides on ettevõtetel rohkem finantseerimisvõimalusi ja seega lihtsam uute projektide jaoks kapitali kaasata. Enne 1970. aastaid oli suhteliselt vähe seda teemat uuritud, aga näiteks Goldsmith (1969: 121), Shaw (1973: 112) ja McKinnon (1973: 45) tegid oma uuringute põhjal järelduse, et finantsturgude areng on positiivselt seotud sissetuleku tasemega inimese kohta riigis, mis on majanduskasvu soodustavaks teguriks. Selle seose avastasid oma uuringute tulemusena veel ka näiteks Tsuru (2000: 14), King, Levine (1993: 187) ja Wachtel

(2003: 44). Garcia, Liu (1999: 54), Demirgüç-Kunt, Levine (1996: 317-318), Yartey ja Adjasi (2007: 27-28) analüüsisid finantsturgude arengu ja makromajanduslike muutujate vahelist seost, finantsreforme ning riigispetsiifilisi tegureid. Nad jõudsid tulemuseni, et finantsturud arenevad, kui majandus kasvab ja finantsreformid on olnud edukad.

Aktsiaturud on finantsturgude üheks osaks, järgnevate autorite uuringud on kinnitanud ka konkreetselt aktsiaturgude seost majanduskasvuga. Atje ja Jovanovich (1993: 638) viisid aastatel 1979–88 läbi uuringu, kaasates 40 riiki ja keskendudes turu suuruse dünaamikale. Nad jõudsid tulemuseni, et nii finantsareng, aktsiaturu areng kui ka majanduskasv on omavahel positiivselt korreleerunud. Levine ja Zervos (1998: 335-336) tegid oma uuringu põhjal järelduse, et aktsiaturgude arengu ja majanduskasvu vahel on positiivne seos, nende uuring põhines 27 riigi andmetel aastatel 1976–1993. Sama tulemuseni jõudsid veel ka Filer koos kolleegidega (2000: 8-9) ning Caporale ja tema kolleegid (2003: 12). Becki ja Levine'i (2001: 15-16) uuring kinnitas olulist samasuunalist seost aktsiaturgude arengu ja majanduskasvu vahel, nende töö tugines ökonomeetrilistele protseduuridele ning nad testisid eraldi nii pankade kui ka aktsiaturgude mõju majanduskasvule. Bekaert ja Harvey (2005: 40-41) uurisid majanduskasvu ja kapitaliturgude vahelist suhet, keskendudes aktsiaturgudele. Nende uuringu tulemus näitab, et aktsiaturud on majanduskasvuga seotud ning seejuures on oluline aktsiaturgude efektiivsus.

Eelnevalt toodi välja, et mitmed autorid on kinnitanud aktsiabörside arengu ja majanduskasvu vahelist seost, magistritöö autor selgitab järgnevalt, kuidas aktsiabörsid täpsemalt majanduskasvu soodustavad. Vähendades transaktsioonikulusid ja suurendades likviidsust, avaldavad aktsiabörsid positiivset mõju kapitali keskmisele tootlusele (Levine 1990: 31; Bencivenga *et al.* 1996: 261-262). Bencivenga ja tema kolleegid (1996: 263) ning Levine (1991: 1460) tegid oma uuringu põhjal järelduse, et aktsiaturu likviidsusel ehk võimalusel kiirelt aktsiatega kaubelda on oluline seos majanduskasvuga. Mitmed kasumlikud investeeringud eeldavad kaasatava kapitali pikaajalist seotust. Ilma likviidse aktsiaturuta jääksid aga mitmed kasumlikud pikaajalised investeeringud toimumata, sest investorid ei soovi oma säästudega

rahastada projekte, millest ennetähtaegselt väljumise võimalus on väike. (Bencivenga *et al.* 1996: 261-262) Järelikult edendavad likviidsed aktsiaturud kapitali paremat jaotumist ning tulemusena ka majanduse pikaajalist kasvu.

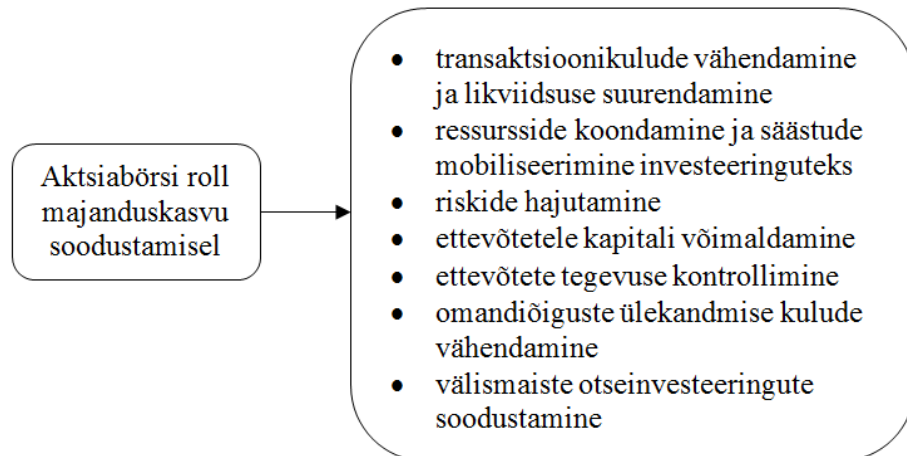
Greenwood ja Smith (1997: 175-176) töid välja, et aktsiabörs vähendab säästude investeringuteks mobiliseerimise kulusid ja tänu sellele ergutatakse investeringute kasvumäärasid. Mida suurem on aktsiabörs, seda madalamad on kulud. Globaalsete riskide hajutamise võimalus on järgmiseks teguriks, tänu millele soodustatakse majanduskasvu. Devereux, Smith (1994: 547-548) ja Obstfeld (1994: 1326-1327) väitsid, et tänu aktsiabörsile on investoritel võimalik riske hajutada ning sellest tulenevalt on säästud erinevate investeerimisvõimaluste vahel efektiivsemalt jaotunud. Aktsiabörsil toimuva nõudluse ja pakkumise poolt määratud aktsiahinnad aitavad investoritel teha paremaid investeerimisotsuseid, tänu millele on kapitali jaotus ratsionaalsem, investeringute määr kasvab ning tulemusena soodustatakse majanduskasvu. (Obstfeld 1994: 1326-1327)

Aktsiabörsidel on oluline roll ettevõtlussektori jaoks kapitali võimaldamisel. Väga oluline on see arenevatel turgudel, kus pangafinantseering on kättesaadav vaid valitud ettevõtetele. Tänu aktsiabörsidele saavad kapitali kaasata ja tegevust tänu sellele laiendada mitmed pangafinantseeringust ilma jäänud ettevõtted, tulemusena luuakse näiteks uusi töökohti ja/või investeeritakse efektiivsematesse tootmisvahenditesse ning seeläbi panustatakse majanduskasvu. (Mirakhor, Lillanueva 1990: 223) North (1991: 111) väitis lisaks, et aktsiabörs soodustab majanduskasvu seeläbi, et ettevõtete omandiõiguste ülekandmise kulud vähenevad.

Edendades ettevõtete informatsiooni avalikustamist, soodustavad aktsiabörsid ressursside ratsionaalsemat jaotumist ja suurendavad keskmist kapitali tootlust (Holmstrom, Tirole 1993: 707; Grossman, Stiglitz 1980: 404-405; Allen 1993: 104-105). Avaldades pidevat kontrolli ettevõtete juhtimise üle, mõjutavad aktsiabörsid positiivselt firmade investeerimisotsuseid ja keskmist investeringute tootlust (Laffont, Tirole 1988: 524; Jensen, Murphy 1990: 261). Kyle (1984: 117-118), Holmstorm ja Tirole (1993: 707) väitsid, et aktsiaturud motiveerivad ettevõtte juhte majanduslikult efektiivsemalt tegutsema, tänu millele suureneb emitentide tegevuse tulemuslikkus ja

seeläbi panustatakse ka majanduskasvu. Greenwood, Jovanovic (1990: 1098), King ja Levine (1993: 187) väitsid, et tänu aktsiabörsile saavad investorid õigeaegset ja täpset informatsiooni emitentide tegevuse kohta, mistõttu suureneb investorite riskiga kohandatud tulusus, mis omakorda soodustab majanduskasvu.

Singh (1997: 150) tõi välja, et majanduskasvu ja aktsiabörsi arengu vahel on positiivne seos ning lisaks käsitles ta seejuures välismaiste otseinvesteeringute mõju sihtriigile. Välismaised otseinvesteeringud on oluliseks kapitali suurendamise allikaks ja need on seotud ka uute töökohtade loomise, tehnoloogia sissevoolu ning üldilise majanduskasvuga. Errunza (1983: 56-57) tõi välja, et välismaise kapitali sissevoolul on aktsiabörside arengule pikaajaline positiivne mõju ja see suurendab investorite osalemist börsil. Välismaised otseinvesteeringud on seotud institutsionaalsete ja regulatiivsete reformide, info avalikustamise ja noteerimisdüüete paremaks muutumise ning õiglase kauplemise praktikatega, tänu millele suureneb kodumaiste turgude usaldusväärsus, mis omakorda viib suurema kapitalivooni. (*Ibid.*) Joonisel 3 on kokkuvõtlikult kujutatud aktsiabörsi rolli olulisus majanduskasvu soodustamisel.



Joonis 3. Aktsiabörsi roll majanduskasvu soodustamisel. (autori koostatud Levine 1990: 31; Bencivenga *et al.* 1996: 261-262; Greenwood ja Smith 1997: 175-176; Devereux, Smith 1994: 547-548; Obstfeld 1994: 1326-1327; Mirakhor, Lillanueva 1990: 223; North 1991: 101; Holmstrom, Tirole 1993: 707; Singh 1997: 150).

Majanduskasvu ja aktsiabörside arengu vaheline seos on vastastikune ehk aktsiabörsid soodustavad majanduskasvu eelnevalt käsitletud põhjustel ning lisaks soodustab majanduskasv aktsiabörside arengut, aktsiabörsi arengut soodustavaid ja takistavaid

tegereid käsitletakse järgmises alapeatükis. Kodumaise aktsiabörsi hea toimimine on riigi majanduse jaoks oluline ka seetõttu, et see muudab ettevõtjate finantsressursse mitmekesisemaks. Tänu aktsiabörsile on võimalik käivitada rohkem äriprojekte, luua uusi töökohti ja suurendada majanduslikku lisandväärtust. Hästi toimiv aktsiabörs avardab investorite valikuvõimalusi. Kaudseks positiivseks mõjuks on see, et aktsiaturud avaldavad mõju riskikapitali turgudele, sest tekib riskantsetest investeringutest väljumise võimalus. (Kallas 2012: 4) Kohalikul turul tegutsevate ettevõtete jaoks on aktsiabörs oluline, kuna seeläbi saavad lokaalsed börsil noteeritud ettevõtted rohkem tuntuks koduturul. Suurtel ja edukatel globaalsetel ettevõtetel on võimalus kapitali kaasata ka välismaistel börsidel, väiksemate ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks on see oluliselt keerulisem, mistõttu on vajalik kohaliku börsi olemasolu. (Claessens *et al.* 2003b: 24–25)

Lokaalne aktsiabörs on oluline ka autonoomia seisukohalt ehk see võib kohaneda konkreetse turu mikrostruktuuriga, mis vastab potentsiaalsete emitentide ja investorite omadustele. Näiteks saab välja töötada turule sobivad noteerimisnõuded ja tasude struktuuri. Kohalikud börsid võivad olla paindlikumad erinevate nõuetega kohanemise seisukohalt, tänu millele saavad kohalikud väikesed ja keskmise suurusega ettevõtted lihtsamini väärtpaberibörsile siseneda. Kauplemisteenuseid osutav tehnoloogia on aja jooksul muutunud ja tänapäeval on suhteliselt madalate kuludega kauplemissüsteemid kättesaadavad, mistõttu on aktsiabörside säilitamine varasemaga võrreldes lihtsam. (*Ibid.*) Seega on kodumaise aktsiabörsi olemasolu oluline ning tänapäeval pole selle opereerimine nii kulukas nagu varem tänu moodsa tehnoloogia kiirele arengule ja levikule.

Alapeatükist selgus, et aktsiabörs on organiseeritud platvorm, mis toob kokku pakkumise poole ehk ettevõtted ja nõudluse poole ehk investorid. Nende osapoolte vahel on finantsvahendajad, kes toetavad tehingute sooritamist. Kodumaise aktsiabörsi olemasolu on väga oluline, sest mitmed uuringud on tõestanud, et aktsiabörsi areng soodustab majanduskasvu näiteks seetõttu, et tänu aktsiabörsidele on ettevõtetel võimalus kaasata kapitali ning tegevust seeläbi laiendada. Investorid saavad oma säästusid aktsiatesse investeerida ja tulu teenida, tänu millele on kapital ratsionaalselt

jaotunud. Aktsiabörsil on lisaks paremale ressurside jaotusele ka mitmeid teisi olulisi funktsioone: aktsiatehingute osapoolte kokkutoomine ja tehingukulude vähendamine, investorite kaitse tagamine läbi emitentide kontrollimise, likviidsuse võimaldamine ja aktsiate hinnastamine. Tänu nõudluse ja pakkumise tulemusena kujunevatele aktsiahindadele on võimalik saada ülevaade riigi majandusolukorra kohta, mistõttu käsitletakse aktsiabörse majanduse baromeetrina. Järgmine alapeatükk keskendub aktsiabörside arengu indikaatorite ja arengut soodustavate ja takistavate tegurite väljaselgitamisele.

1.2. Aktsiabörside arengu indikaatorid ja mõjutegurid

Mõiste „arenenud aktsiabörsid“ on üsna laialdaselt kasutatav, kuid ei ole jõutud kokkuleppele, milliste indikaatorite põhjal tuleks arengutaset mõõta ning millised indikaatorite väärtused peavad olema. Aktsiabörside arengutaseme mõõtmise teemat on käsitlenud näiteks P. Sukcharoensin ja S. Sukcharoensin (2013: 334), kes töid oma uuringus aktsiabörsi arengu indikaatoritena välja selle suuruse, ligipääsetavuse, efektiivsuse ja stabiilsuse. Suurust mõõdetakse näiteks turukapitalisatsiooniga, ligipääsetavust turukontsentratsiooniga, efektiivsust keskmise kogukuluga ning stabiilsust noteeritud ettevõtete aktsiahinna ja majandustegevuse tulemuslikkuse vastavusega.

Magistritöö autor töötas läbi erinevad uuringud ning nendest tulenevalt võiks aktsiabörsi arengu hindamisel võtta arvesse järgnevalt välja toodud indikaatorid (El-Wassal 2013: 609–612; Capasso 2006: 5; Hernandez 2007: 45–47; Bekaert, Harvey 1998: 7; 33; Demirgüç-Kunt, Levine, 1996: 293-299; Levine 1997: 1; Lahura, Vega 2014: 2–3; Comincioli 1995: 1; Torre *et al.* 2007: 1732):

- suurus,
- likviidsus,
- volatiilsus,
- kontsentratsioon,
- emitentide majandustegevuse tulemuslikkus,
- institutsionaalse ja regulatiivse raamistiku kvaliteet,

- aktsiate hinnastamise efektiivsus.

Aktsiabörsi suurust saab hinnata turukapitalisatsiooni ja noteeritud ettevõtete arvu alusel. Turukapitalisatsioon näitab aktsia turuväärtust ning see on võrdne aktsiate arvu ja aktsia turuhinna korrutisega (Turukapitalisatsioon 2016). Üheks uuringutes palju kasutatud indikaatoriks on ka turukapitalisatsiooni suhe SKP tasemesse. See suhtarv on heaks näitajaks, sest aktsiabörsi suurus on positiivses korrelatsioonis kapitali mobiliseerimise ja riskide hajutamise võimekusega. Tänu turukapitalisatsiooni ja SKP suhtele on võimalik saada ülevaade, kui suur on aktsiabörsi osatähtsus kogumajandusest. (Capasso 2006: 5) Turukapitalisatsiooni kõrgem tase SKPsse viitab üldiselt aktsiabörsi kõrgemale arengutasemele. Juhul, kui noteeritud ettevõtete arv on väike ehk börsi turukapitalisatsioon sõltub oluliselt vaid mõne ettevõtte tulemustest, võib selle näitaja tõlgendamine viia valede järeldusteni. Seetõttu kasutatakse börsi suuruse mõõtmiseks täiendava indikaatorina noteeritud ettevõtete arvu ja nende osatähtsuseid. (El-Wassal 2013: 609)

Aktsiabörside arengu puhul on väga oluliseks indikaatoriks likviidsus. Turg on likviidne, kui tehinguid on võimalik teha kiiresti ja pidevalt ilma aktsiahindu oluliselt mõjutamata. (Bekaert, Harvey 1998: 7) Suurem likviidsus võimaldab aktsiatega kaubelda lihtsalt ja odavalt, investeringute riskitase on madalam ning need on pikemas perspektiivis kasumlikumad. Likviidsus on aktsiabörside arengu indikaatoriks seetõttu, et see soodustab ratsionaalsemat kapitali jaotumist ja majanduse pikaajalist kasvu (Hernandez 2007: 46). Aktsiabörsi likviidsuse mõõtmiseks on kolm olulist indikaatorit: tehingute kogukäibe suhe SKPsse, käibekordaja ja ostu/müügi noteeringute vahe (*ask/bid spread*) (Demirgüç-Kunt, Levine, 1996; El-Wassal 2013: 611; Capasso 2006: 5). Mida suuremad on esimene ja teine näitaja ning mida madalam viimane näitaja, seda kõrgem on likviidsus. Allpool on käibekordaja ja ostu/müügi noteeringute vahe valemid (vt valemid 1 ja 2).

$$(1) \text{ Käibekordaja} = \frac{\text{Kaubeldavate aktsiate kogukäive}}{\text{Perioodi keskmine turukapitalisatsioon}},$$

$$(2) \text{ Ostu / müügi noteeringute vahe}(\%) = \frac{\text{Müügihind} - \text{Ostuhind}}{\frac{1}{2}(\text{Müügihind} + \text{Ostuhind})}$$

Levine'i (1997) uuring näitas, et nendes riikides, kus 1976. aastal olid aktsiaturud likviidsemad, oli ka järgmise 18 aasta jooksul majanduskasv oluliselt kõrgem, võrreldes vähem likviidsete aktsiaturgudega riikidega. Tulemused jäid samaks ka kohandatud uuringus, kus võeti arvesse ka teisi tegureid, nagu haridustase, inflatsioonimäärad, riigi avatus ja kaubandustegevus. Lisaks selgus, et kui vähendada rahvusvahelistele investoritele seatud piiranguid, suureneb oluliselt aktsiaturgude likviidsus ja see omakorda soodustab majanduskasvu. Mõned majandusteadlased on arvamusel, et väga likviidsed turud pärsivad majandusarengut. Selliste turgude puhul on investoritel võimalus kiiresti aktsiaid müüa ning tulemusena väheneb nende motivatsioon ettevõtte juhtide tegevuse tulemuslikkuse hindamiseks. (Levine 1997: 1) Seega müüvad rahulolematud investorid oma aktsiad maha ning ei tee midagi selle heaks, et ettevõtete opereerimist paremaks muuta.

Aktsiabörside volatiilsusriski kannavad investorid, kellele kuulub turuportfell (Guo 2002: 75). Volatiilsust saab hinnata, uurides aktsiate tulususte standardhälbeid teatud perioodil ning suurem standardhälve viitab kõrgemale volatiilsusele (Demirgüç-Kunt, Levine 1996: 298). Suurt tähelepanu aktsiabörside volatiilsuse uurimisele on pööranud Schwert (1990: 26–33). Tema peamiseks järelduseks oli see, et aktsiahindade volatiilsus suureneb oluliselt majanduslanguse ja finantskriiside mõjul. Nii juhtus näiteks 1987. aasta börsikrahhi, 1997. aasta Ida-Aasia kriisi ning 1998. aasta Venemaa finantskriisi tulemusena. (Guo 2002: 75) Aktsiahindade kõrge volatiilsus vähendab investorite soovi oma säästude eest aktsiaid osta. Lisaks nõuavad investorid magistratöö autori hinnangul kõrge volatiilsusega turgudel suuremat riskipremiat, mille tulemusena muutub kapitali kaasamine ettevõtete jaoks kallimaks. Volatiilsust võib suurendada ka näiteks makromajandusliku keskkonnaga seotud ebakindlus.

Aktsiabörsi kontsentratsioon on samuti oluliseks arengu indikaatoriks. Kõrge kontsentratsioon viitab sellele, et aktsiabörsil domineerib vähe ettevõtteid.

Turukontsentratsiooni saab mõõta Herfindahli-Hirschmani indeksiga (HHI)¹, mille järgi tuleks leida ettevõtete turuosade ruutude summa ja kui tulemus on suurem arvust 1800, siis on turg kõrge kontsentratsiooni tasemega. (Sukcharoensin, Sukcharoensin 2013: 334; Capasso 2006: 5) Kõrge kontsentratsiooni tõttu võib börsil olla madalam likviidsus ja suuremad transaktsioonikulud (Hernandez 2007: 46). Lisaks on kõrge kontsentratsiooniga aktsiabörsidel investeerimisvõimalused piiratud ehk börsi ulatus on väike. Kõrge kontsentratsiooniga aktsiabörsidel on väikese turuosaga ettevõtete aktsiate hindade ja majandustegevuse tulemuslikkuse ning kasvuperspektiivide vaheline seos nõrk. See tuleneb asjaolust, et aktsiabörsil juhtivate ettevõtete majandustegevus avaldab väiksema turuosaga ettevõtete aktsiate hindadele suuremat mõju kui nende enda tegevuse tulemuslikkus. Börsi kõrge kontsentratsioon võib soodustada spekulatsioone, tulenevalt sellest, et investeerimisvõimaluste alternatiive on vähe ja diversifitseerimise võimalused on samuti piiratud. (El-Wassal 2013: 611)

Väga oluline aktsiabörside arengu puhul on ettevõtete majandustegevuse tulemuslikkusega arvestamine. Alates Smithi 1776. aastal avaldatud traktaadist on palju tähelepanu pööratud finantssüsteemi ja reaalmajanduse vahelise seose uurimisele. Aktsiahinnad ja emitentide majanduslik tegevus on vastastikusel sõltuvuses. Aktsiahinnad sõltuvad ühest küljest noteeritud ettevõtete tegevuse tulemuslikkusest ja kasvuperspektiividest. Teisest küljest peaksid aktsiahinnad peegeldama tulevikus saadavate dividendide nüüdisväärtust või aktsiahinna oodatavat kasvu. Sellest perspektiivist lähtudes on aktsiahinnad oluliseks indikaatoriks, tänu millele saab ennustada ettevõtete majandustegevuse tulemuslikkuse muutusi tulevikus. (Lahura, Vega 2014: 2–3) Aktsiahindade väärtuse hindamise mudel viitab samuti sellele, et aktsiaturg on tulevikku suunatud ehk praegused hinnad peegeldavad ettevõtete tulu teenimise potentsiaali tulevikus. Aktsiahindu mõjutavad olulisel määral ootused majanduse tulevikuperspektiivide suhtes, kuna ettevõtete tulu teenimise võime on otseselt seotud majanduse üldise olukorraga. Näiteks, kui investorid eeldavad tulevikus majanduskasvu, usuvad nad ka suuremaid kasumeid ettevõtte jaoks ning tulemusena

¹HHI = $s_1^2 + s_2^2 + s_3^2 + \dots + s_n^2$ (s_n on ettevõtte turuosas); HHI < 1000 – madal kontsentratsioon; 1000 ≤ HHI < 1800 – keskmine kontsentratsioon; HHI ≥ 1800 – kõrge kontsentratsioon (Herfindahli-Hirschman... 2016).

muutub investeerimine atraktiivsemaks. (Janor *et al.* 2005: 117) Eeldatakse, et aktsiahindade suured langused ennustavad majanduslangust ning vastupidi. Samas viitavad skeptikud 1987. aasta börsikrahhile, millele järgnes majanduskasv. (Comincioli 1995: 1)

Riigi institutsionaalne ja regulatiivne raamistik on samuti väga oluliseks aspektiks, mida saab kasutada aktsiabörsi arengutaseme hindamise indikaatorina. Börsi arengutase on tugevalt mõjutatud regulatiivse süsteemi poolt, näiteks ettevõtetele kehtestatud kontroll ja info avalikustamise nõue suurendab investorite usaldusväarsust aktsiabörsi suhtes, mistõttu teevad nad rohkem tehinguid (Demirgüç-Kunt, Levine 1996: 300). Regulatsioonide erinevustega saab sageli selgitada ka kapitaliturgude arengu erinevusi riikide lõikes. Näiteks Suurbritannia, USA ja Kanada kapitaliturg erineb Jaapani, Saksamaa ja Prantsusmaa kapitaliturgudest, kuigi majandusareng on nendes riikides suhteliselt samal tasemel. (Capasso 2006: 5) Mitmete uuringute tulemused näitavad, et peamine põhjus, miks ettevõtted üritavad oma koduturult lahkuda, on nõrgad institutsioonid ja regulatsioonid ning seetõttu ka halvasti funktsioneerivad turud. Seega aitaksid kapitalituruga seotud reformid kaasa sellele, et kodumaised ettevõtjad ja investorid hakkavad eelistama pigem kodu-, mitte välisturge, mis omakorda mõjub positiivselt riigi kapitalituru arengule. (Torre *et al.* 2007: 1732) Institutsionaalse ja regulatiivse raamistiku kvaliteeti on võimalik hinnata, teades poliitilise, majandusliku ja finantsriski tasemeid (Yartey 2008: 17). Lisaks on võimalik seda hinnata selle järgi, millise kvaliteediga on emitentidele kehtestatud info avalikustamise nõuded, arvestusstandardid ja investoreid kaitsvad seadused (Demirgüç-Kunt, Levine 1996: 300).

Viimaseks aktsiabörsi arengu indikaatoriks on aktsiate hinnastamise efektiivsus, mida saab mõõta hinnastamisvigade järgi. See näitab kuivõrd vastab aktsiahind, mis kujuneb börsil nõudluse ja pakkumise vahekorran, ettevõtte majandustegevuse tulemustele. (Demirgüç-Kunt, Levine 1996: 299) Eelneva arutelu põhjal võib öelda, et mida suurem on aktsiabörs, mida kõrgem on selle likviidsus, mida madalam on volatiilsus, mida parem on riigi institutsionaalse ja regulatiivse raamistiku kvaliteet, mida kõrgema tegevuse tulemuslikkuse ja kasvupotentsiaaliga on noteeritud ettevõtted ning mida

efektiivsem on aktsiate hinnastamine, seda kõrgem on aktsiabörsi arengutase. Magistritöö autor koondas eelnevalt välja toodud põhilised aktsiabörside arengu indikaatorid ja mõõdikud tabelisse 2. Järgnevalt pööratakse magistritöös tähelepanu sellele, millised tegurid soodustavad ja takistavad aktsiabörside arengut, seega järgnev osa on tihedalt seotud eelnevalt välja toodud aktsiabörsi arengu indikaatoritega.

Tabel 2. Aktsiabörsi arengu indikaatorid ja nende hindamise võimalused.

Aktsiabörsi arengu indikaator	Hindamise võimalused
Suurus	<ul style="list-style-type: none"> • Turukapitalisatsioon, • Noteeritud ettevõtete arv • Turukapitalisatsioon/SKP
Likviidsus	<ul style="list-style-type: none"> • Tehingute kogukäive/SKP • Käibekordaja • Ostu/müügi noteeringute vahe
Volatiilsus	<ul style="list-style-type: none"> • Aktsiate tulususe standardhälve
Kontsentratsioon	<ul style="list-style-type: none"> • Herfindahli-Hirschmani indeks (HHI)
Emitentide majandustegevuse tulemuslikkus	<ul style="list-style-type: none"> • Noteeritud ettevõtete tegevuse tulemuslikkus ja kasvuperspektiivid
Institutsionaalse ja regulatiivse raamistiku kvaliteet	<ul style="list-style-type: none"> • Majandusliku, poliitilise ja finantsriski tase • Info avalikustamise nõuded • Arvestusstandardid • Investoreid kaitsvad seadused
Aktsiate hinnastamise efektiivsus	<ul style="list-style-type: none"> • Hinnastamisvead

Allikas: (autori koostatud El-Wassal 2013: 609–612; Capasso 2006: 5; Hernandez 2007: 45–47; Bekaert, Harvey 1998: 7; 33; Demirgüç-Kunt, Levine 1996: 293-299; Levine 1997: 1; Lahura, Vega 2014: 2–3; Comincioli 1995: 1; Torre *et al.* 2007: 1732 põhjal).

Paremad fundamentaalsed tegurid (kõrgem majanduskasv, suurem stabiilsus), struktuursed reformid (riigiettevõtete erastamine) ja poliitilised muutused (eelkõige finantsreformid) on toetanud aktsiabörside kasvu. Ka globaliseerumine on soodustanud börside levikut piiriüleste kapitalivoogude ja finantsturgude vaheliste tugevamate sidemete kaudu. Globaliseerumise üheks tunnuseks on tehnoloogia kiire areng, mis on soodustanud börside levikut. Näiteks võimaldab moodne tehnoloogia luua kauplemissüsteeme, tänu millele on aktsiabörsi poolt pakutavad teenused ligipääsetavad igal pool üle maailma. Lisaks on globaliseerumise tulemusena muutunud lihtsamaks ligipääs informatsioonile ja seda on parema võrreldavuse tagamiseks harmoniseeritud. (Claessens *et al.* 2003a: 1–2) Aktsiabörside konkurentsivõimele avaldab mõju see, kui hästi on need tehnoloogiliselt arenenud. Tänapäeval rakendavad paljud börsid

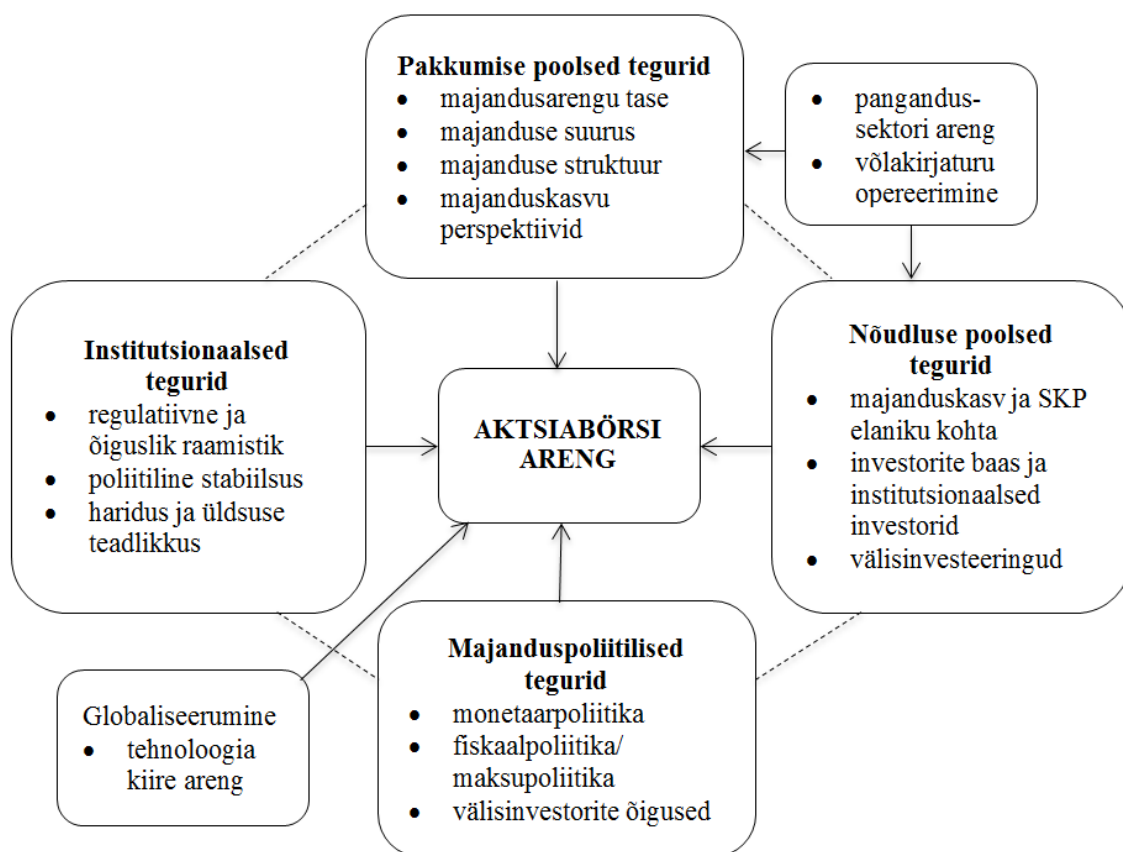
automaatseid ostu- ja müügitehingute sobitamistõrgustikke, tänu millele on transaktsioonikulud madalamad ja seega on need börsid investorite jaoks atraktiivsemad. (Steil 2001: 259) Eelnevalt välja toodud põhjustel on riikidel vajadus oma aktsiabörse pidevalt arendada kui vahendeid, mis tagavad ettevõtetele parema ligipääsu kapitalile.

Mitmed autorid uurisid aktsiabörside arengut mõjutavaid tegureid. Enamasti jagatakse uuringutes aktsiabörse mõjutavaid tegureid kahte rühma: makromajanduslikud ja institutsionaalsed. Makromajanduslikud tegurid on näiteks majandusarengu tase, inflatsioon ja kapitalivoog, institutsionaalsed faktorid on seotud riiklike regulatsioonide ja õigussüsteemiga. (Cherif, Gazdar 2010: 141-142) Need kaks põhilist tegurite gruppi on magistritöö autori hinnangul omavahel seotud, sest institutsionaalse keskkonna areng mõjutab otseselt makromajanduslike tingimusi ning niisamuti kutsuvad makroökonomiliste tegurite muutused esile reforme institutsionaalses süsteemis.

Jun ja tema kaasautorid (2015: 2) uurisid Aafrika aktsiaturgude arengut mõjutavaid tegureid ning tõid välja järgmised neli aspekti: makromajanduslik stabiilsus, pangandussektori areng, institutsionaalse raamistiku kvaliteet ja aktsionäride kaitse. El-Wassal (2013) pakkus välja faktorite grupid, mis määravad aktsiabörsi arengutaseme, nendeks on institutsionaalsed, majanduspoliitilised ning nõudluse ja pakkumisega seotud tegurid. Nõudluse ja pakkumise faktoreid käsitles ta kui alustalasi ning institutsionaalseid ja majanduspoliitilisi kui toetavaid tegureid. (El-Wassal 2013: 606) Magistritöö autor võtab aktsiabörside arengut mõjutavate tegurite selgitamisel aluseks El-Wassali mudeli, kuna see on hästi süstematiseeritud ning põhjalik, täiendades seda teiste autorite ja omapoolsete ideedega. Parema ülevaate saamiseks aktsiabörsi arengut mõjutavate tegurite ja gruppide kohta annab joonis 4. Gruppe ühendavad punktiirjooned viitavad sellele, et need on omavahel seotud.

Esmalt selgitatakse pakkumisega seotud tegureid (vt jooniselt 4). Aktsiabörsi mõttes käsitletakse pakkujatena börsil noteeritud ettevõtteid. Myersi ja Majlufi (1984; viidatud Frank, Goyal 2003: 220 vahendusel) kapitali struktuuri finantshierarhia teooria (*pecking order theory*) järgi eelistavad ettevõtted sisemisi finantseerimisallikaid rohkem kui väliseid. Juhul, kui aga tekib vajadus äritegevuse finantseerimiseks välise allikatega, on

esimeseks valikuks laenukapital (pangalaenu või võlakirjad) ning alles seejärel otsustatakse aktsiate emiteerimise kasuks. Laenukapital on sisemistest finantseerimisallikatest kallim, kuid aktsiate emiteerimine on ettevõtte jaoks veelgi kulukam, sest aktsiainvesteering on riskantne ning investorid ootavad selle riski võtmise eest kõrgemat tulusust kui alternatiivsetelt madalama riskiga investeerimisallikalt, näiteks soovitakse saada dividenditulu, mis on üldiselt kõrgem kui pangalaenu intressikulu. (Frank, Goyal 2003: 220) Lisaks peavad börsiettevõtted täitma mitmeid nõudeid, näiteks avaldama regulaarseid raporteid ettevõtte tegevuse tulemuslikkuse kohta ja arvestama aktsionäride huvidega (Keni 1998: 11). Magistritöö autori hinnangul on börsi reeglid emitentide seisukohalt väga olulised tegurid ehk mida leebemad need on, seda suurem on tõenäosus, et rohkem ettevõtteid börsi kasuks otsustab. Seejuures tuleks kindlasti silmas pidada ka investorite huve, kuna leebemad reeglid võivad vähendada investorite kindlustunnet.



Joonis 4. Aktsiabörsi arengut mõjutavad tegurid (autori koostatud El-Wassal 2013: 613, 616; Claessens *et al.* 2003a: 1–2; Yartey 2008: 20; Cherifi, Gazdari 2010: 156-157; Ndako *et al.* 2010: 24 põhjal).

Järgmiseks pakkumise poolseks teguriks on riigi majandusarengu tase. Alapeatükist 1.1 selgus, et mitmete uuringute tulemuste järgi on majanduskasv ja aktsiabörside areng positiivselt korreleerunud ehk mida kõrgem on majanduskasv, seda paremini on aktsiabörsid arenenud ja vastupidi. Vähe arenenud majandusi iseloomustab volatiilne investeerimiskeskond, nõrgad institutsioonid, nõrk õigussüsteem ja valitsus, turu läbipaistmatus ning madal SKP tase elaniku kohta. (El-Wassal 2013: 613) Eelnevast tulenevalt on kapitali kaasamine börsi vahendusel ettevõtete jaoks kulukas, sest investorite nõutav tulunorm on suuremate riskide tõttu kõrgem.

Riigi majanduse suuruse kui aktsiabörsi mõjuteguri puhul eeldatakse, et suurem majandus soodustab aktsiabörside arengut. Selle põhjuseks on asjaolu, et väikese mastaabiga majandustegevusega riikide aktsiabörsid on enamasti vähe sügavad, mittelikviidsed ning aktsiahindade volatiilsus on kõrge, mistõttu ei ole need investorite jaoks kuigi atraktiivsed. Väikesel riigil on keeruline aktsiabörsi toetamine, sest noteerimiseks sobivate ettevõtete arv on väike. Seetõttu on börsi ülalpidamine suhteliselt kallis ning suurem osa kodumaistest suurtest ja edukatest ettevõtetest eelistavad välismaiseid börse, mis on likviidsemad ning kus on madalamad tehingukulud. (Claessens *et al.* 2000: 8; Stanley 2010: 18) Magistritöö autori hinnangul on tegemist teguriga, mida on väga keeruline muuta ning seetõttu peaksid väikese majandusega riigid keskenduma rohkem teiste aktsiabörsi arengut soodustavate tegurite paremaks muutmisele.

Majanduse struktuur ehk primaar-, industriaal- ja teenindussektori proportsioonid majanduses on oluliseks teguriks, mis mõjutab aktsiabörside arengut. Roc (1996: 77-78) väitis, et aktsiate pakkumine on seotud sellega, kas riigi industriaalsektoris domineerivad suured või väikesed ja keskmise suurusega ettevõtted. Majandustes, kus domineerib primaarsektor või industriaalsektoris on suur osakaal väikestel ettevõtetel, ei ole enamasti aktiivseid aktsiabörse, sest nendes riikides pole ettevõtetel suurt kapitali kaasamise vajadust ning eelistatakse pangalaenuudel põhinevat finantseerimist, mis on odavam kui börsi vahendusel kapitali kaasamine. Majandustes aga, kus on oluline osatähtsus suurtel tootmisettevõtetel, on aktsiabörsid enamasti aktiivsed, kuna need

ettevõtted vajavad oma äritegevuse käigus uute projektide käivitamiseks tihti suurtes kogustes uut kapitali. (Roc 1996: 77-78)

Viimaste aastakümnete jooksul on toimunud majanduses palju olulisi muutusi ning Roci (1996) aktsiabörside ja majanduse struktuuri seos ei pruugi magistritöö autori hinnangul enam kehtida. Näiteks on üha suureneva tähtsusega IT ettevõtted, nagu Google ja Facebook. Neil ettevõtetel võib olla tegevuse alguses keeruline pangast finantseeringut saada ning sellest tulenevalt pöörduakse kapitali kaasamise eesmärgil alternatiivsete kanalite (sh börsi) poole. Seega on magistritöö autori arvates tulevikus tõenäoliselt aktsiabörsid rohkem arenenud nendes riikides, kus on suur IT sektori osatähtsus. Majanduskasvu kiirus on samuti oluliseks aktsiabörside arengu mõjuteguriks, sest kiirema majanduskasvu tulemusena tekivad uued turud ning ettevõtete jaoks avaneb rohkem võimalusi kasvuks ja kasumlikumaks muutumiseks. (El-Wassal 2013: 614) See omakorda muudab neid ettevõtteid investorite jaoks atraktiivsemaks.

Teiseks aktsiabörside arengu fundamentaalseks tegurite grupiks on nõudluse pool ehk investorid. Esimeseks oluliseks teguriks investorite puhul on riigi majanduskasv ja SKP elaniku kohta, mis on omavahel tihedalt seotud. Tänu kõrgemale majanduskasvu tasemele ja SKP kasvule elaniku kohta on inimestel võimalus rohkem raha säästa ning seda investeerida. Teisest küljest võib tulemuseks olla tarbimise suurenemine ja investeerimisaktiivsus ei pruugi tõusta. Lisaks on oluline tähelepanu pöörata sellele, kuhu inimesed oma raha investeerivad. Näiteks vähem arenenud riikides, kus on ebastabiilne majandus ja sellest tulenevalt ka kõrgem inflatsiooni tase, on aktsiabörsid vähem arenenud, sest investorid eelistavad välismaiseid turge või alternatiivseid finantsinstrumente. Enamasti on sellistel turgudel pangadeposiitide tulusus kõrgem ettevõtete võlakirjade ja aktsiate tulususest. (Claessens *et al.* 2000: 8)

Väga oluliseks aktsiabörside arengut mõjutavaks nõudluse poolseks teguriks on investorite baas ja eelkõige institutsionaalsete investorite (riskimaandusfondid, pensionifondid, pangad, kindlustus ja erakapitali investeerimisfondid) olemasolu. Kõrgema arengutasemega riikides on institutsionaalsed investorid enamasti kõige suuremaks investorite grupiks. Nad aitavad aktsiabörside arengule kaasa näiteks tänu sellele, et nad õhutavad konkurentsi ning vähendavad info asümmeetria probleemi

ettevõtte juhtkonna ja investorite vahel, kuna institutsionaalsed investorid motiveerivad läbi suuremahuliste aktsiatehingute ettevõtte juhtkonda kõrgema distsipliini ja efektiivsusega tegutsema. Lisaks aitavad institutsionaalsed investorid kaasa aktsiabörsi likviidsuse kasvule ja vähendavad selle volatiilsust (Development... 2012: 1; Blume, Keim 2012: 22-23) Kolmandaks nõudluse poolseks teguriks on rahvusvaheliste kapitalivoogude maht. Välisinvestorid suurendavad aktsiabörsil nõudlust ning väliskapitali sissevool aitab kaasa börsi arengule läbi likviidsuse kasvu. Välisinvestorite osalemine aktsiabörsil sõltub oluliselt riigi regulatiivsetest reformidest, turu läbipaistvusest, börsi noteerimistingimustest ning kauplemispraktikast. (El-Wassal 2013: 616; Yartey 2008: 17) Seega regulatsioonide ja seadusandluse kõrge kvaliteet suurendab aktsiabörsi usaldusväärsust investorite silmis ning nende börsil osalemise aktiivsus tõenäoliselt suureneb.

Lisaks eelnimetatud teguritele mõjutab nii nõudluse kui ka pakkumise poolt pangandussektori arengutase ja võlakirjaturu opereerimine. Yartey (2008: 20), Cherifi, Gazdari (2010: 156-157) ning Ndako ja tema kolleegide (2010: 24) uuringute tulemusena on pangandussektori areng ja aktsiaturu areng positiivses seoses, hästi arenenud pangandussektor võib aktsiaturu arengut selle algses arengustaadiumis soodustada ning hilisemates etappides toetab pangandussektor aktsiaturge läbi toetavate teenuste pakkumise. Juhul, kui pangandussektor on väga kõrgelt arenenud, võib sellel olla negatiivne mõju aktsiabörsidele, kuna ettevõtete ja investorite jaoks on pangad ja aktsiabörsid kui finantseerimisallikad teineteisega asendatavad. (Kemboi, Tarus 2012: 60) Hästi toimiva võlakirjaturu olemasolu on signaaliks sellele, et riigil on välja kujunenud kapitalituru kultuur koos toetavate institutsioonide, emitentide, investorite ning investeerimisalase teadmusega (El-Wassal 2013: 616).

Järgnevalt pööratakse tähelepanu aktsiabörside arengut mõjutavatele institutsionaalsetele teguritele. Esimeseks teguriks selles grupis on regulatiivne ja legaalne raamistik. Yartey (2008: 28) uuringu tulemustest selgus, et aktsiabörside areng on seotud poliitilise riski taseme ning seaduste ja bürokraatia efektiivsusega. Garcia ja Liu (1999: 37-38) käsitlesid institutsionaalsete aktsiabörse mõjutavate teguritena omandiõigust, tehingute arveldamisega seotud küsimusi, läbipaistvust, ettevõtete

siseinfo põhjal tehtud tehingute (insaidertehingute) probleeme, maksustamist ja arvestusstandardeid. (Murrell 2000: 251-252) Magistritöö autori hinnangul on seega oluline roll investorite kaitsel ehk regulatsioonidel, mis hõlmavad ettevõtte juhtkonna tegevuse suurema läbipaistvuse nõudeid ehk asjakohase ja õige informatsiooni esitamist investoritele, aktsionäride hääletusõigust ja kahju korral juhtkonna kohtusse kaebamise võimalust. Eelnev on vajalik selleks, et vähendada info asümmeetriat ettevõtte juhtkonna ja investorite vahel.

La Porta *et al.* (1999: 25-26) uuringu tulemustest selgus, et väga oluline on tähelepanu pööramine väikeinvestorite õiguste kaitsmisele ning mida parem see on, seda rohkem on aktsiabörsid arenenud. Selleks, et vältida võimalikke turumanipulatsioone, tuleks välja töötada regulatsioonid maaklerite, väärtpaberiemissioonide korraldajate ja raamatupidajate jaoks. Näiteks oleks vajalik hästi välja arendatud väärtpaberi- ning pankrotiseaduse väljatöötamine eesmärgiga suurendada investorite usaldusväarsust ja kindlustunnet. (*Ibid.*)

Aduda ja tema kolleegid (2012: 224-227) kasutasid Nairobi aktsiaturu arengu uurimisel institutsionaalse kvaliteedi mõõtmiseks poliitilise riski taset. Seda saab mõõta näiteks seadusandluse ja bürokraatia efektiivsuse ning korrupsiooni indeksiga. Nende uuringu tulemustest selgus, et mida kõrgem on poliitilise riski tase, seda vähem on aktsiaturud arenenud, seost kinnitas ka Revia (2013: 26) uuring. Magistritöö autori hinnangul võib seda põhjendada ühelt poolt investorite kindlustunde vähenemisega, mistõttu otsitakse teisi investeerimisalternatiive. Teiselt poolt on see selgitatav sellega, et kõrge poliitilise riski korral otsivad ettevõtted võimalusi välisturgudel, seega pole aktsiaturul tõenäoliselt piisavalt palju ettevõtteid, et tagada selle hea toimimine.

Roc (1996: 77) ning Yartey ja Adjasi (2007: 26-27) väitsid, et aktsiatesse investeerimine on seotud elanike finantsalase haridustasemega. Vähene arusaam, kuidas aktsiaturud toimivad, kahandab investorite kindlustunnet ning nende aktsiatesse investeerimise tõenäosus on madal. Lisaks sellele on laialdasemat finantsharidust pakkuvates riikides rohkem finants- ja makromajanduse analüütikuid ning raamatupidajaid, kelle olemasolu on vajalik hästi toimiva institutsionaalse ja regulatiivse raamistiku loomiseks. Seega, harides üldsust finantsturgude teemal, aitaks

suurendada investorite baasi ning seeläbi tõuseks ka aktsiabörsi likviidsus. (Winful *et al.* 2013: 32) Eelnevalt käsitletud institutsionaalsete tegurite puhul võib teha üldistuse, et mida paremini on välja töötatud regulatsioonid, seadusandlus ning haridussüsteem ja mida stabiilsema poliitikaga on riik, seda paremini on aktsiabörsid arenenud.

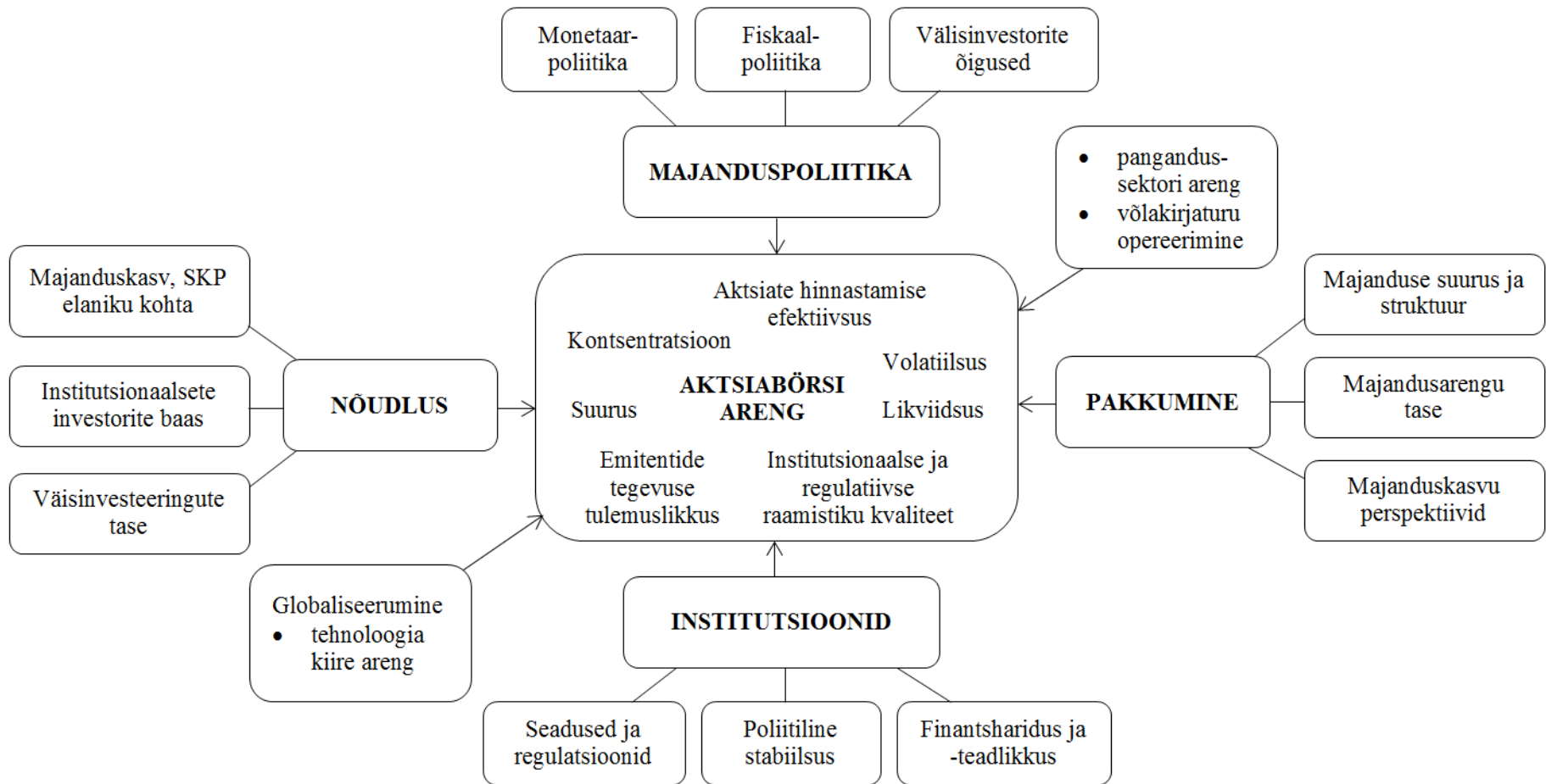
Järgnevalt käsitletakse majanduspoliitilisi tegureid, mis on seotud aktsiabörside arenguga. Ratsionaalne monetaarpoliitika mõjutab aktsiabörside arengut positiivselt, sest tänu sellele on majandus stabiilsem. Majanduse stabiilsus omakorda avaldab mõju inflatsiooni määrale ning mida madalam on inflatsioon, seda suurem on nii kodu- kui välismaiste investorite kindlustunne ja nende valmidus aktsiatesse investeerida suureneb. (Jun *et al.* 2015: 2; Yartey, Adjasi 2007: 16) Lisaks suureneb investorite kindlustunne pikaajalisse varasse investeerimise suhtes, kui lühiajalised intressimäärad on madalad. Hästi juhitud monetaarpoliitika võib vähendada aktsiahindade volatiilsust läbi selle, et turutegijatele tagatakse suurem likviidsus. (El-Wassal 2013: 620)

Fiskaalpoliitika ja eelkõige maksupoliitika mõjutab samuti aktsiabörside arengut. Investorite jaoks on oluline maksujärgne tulu, seega eelistatakse enamasti riike, kus ei pea teenitud tulu pealt kõrgeid makse maksma. (Lau, Wang 2003: 14) Eesti ettevõtete tulumaksusüsteem näiteks on üles ehitatud selliselt, et teenitud kasum pole maksustatav selle teenimise hetkel, vaid siis, kui see omanikele dividendidena välja makstakse, seega välditakse topeltmaksustamist. (Tax System 2016) Fiskaalpoliitikast tulenevalt peaks Eesti seega olema investorite jaoks atraktiivseks sihtriigiks. Nagu ka eelnevalt välja toodi, on institutsionaalsete investorite riiki meelitamine aktsiabörside arengu seisukohalt olulise tähtsusega. Tänu neile muutuvad börsid efektiivsemaks ja institutsionaalsed investorid toovad endaga kaasa finantsinnovatsioone. Nende riiki meelitamiseks on vaja võtta kasutusele makromajanduslikke meetmeid selleks, et suurendada turu läbipaistvust, vähendada transaktsioonikuluseid ja luua hästi toimiv tehingute arveldussüsteem. (Yartey, Adjasi 2007: 24)

Garcia ja Liu (1999: 54) viisid läbi uuringu Ladina-Ameerika ja Aasia riikidele tuginedes ning said tulemuse, et sissetuleku tase riigis on samuti oluliseks aktsiabörse mõjutavaks teguriks ehk mida kõrgemad on sissetulekud, seda paremini on aktsiabörsid arenenud. Sarnase tulemuseni jõudsid ka Şükrüoğlu ja Nalin (2014: 70), nende uuringu

valimiks oli 19 Euroopa riiki. Magistritöö autori hinnangul on tulemus loogiline, sest mida rohkem elanikud teenivad, seda suuremad on nende võimalused osa teenitud tuludest investeerida. Kemboi ja Tarus (2012: 59) lisasid, et kõrgema sissetulekuga riikides on eeldatavasti ka paremad omandiõigused ja hariduse omandamise tingimused ning parem üldine ettevõtluskeskkond. Nacuer (2007: 486) ja tema kolleegid aga viisid läbi uuringu Lähis-Ida ja Põhja-Aafrika riikide andmetele tuginedes ning said tulemuse, et sissetuleku taseme ja aktsiaturu arengu vahel ei ole seost.

Nagu magistritöö esimesest alapeatükist selgus, on tänu moodsale tehnoloogiale üha lihtsam investeerida välismaistesse ettevõtetesse. Rahvusvahelise varade hindamise mudeli järgi väheneb maailma finantsturgude integreerumise tulemusena kapitali kulukuse määr. Välisinvestorid on sihtriigile kasulikud, kuna tänu neile kasvab nõudlus ja suureneb turu likviidsus, lisaks paraneb turuosaliste jaoks informatsiooni kvantiteet ja kvaliteet. Nende mõjul suureneb ka turu läbipaistvus ning nad juurutavad paremaid juhtimisviise. Eelnevast tulenevalt peaksid riigid liberaliseerima välisinvestorite poliitikat ehk leevendama neile seatud piiranguid. (El-Wassal 2013: 620) Bekaerti ja tema kolleegide (2005: 40) uuringu järgi suurendas aktsiabörsidega seotud välisinvestorite poliitika liberaliseerimine majanduskasvu. Majanduskasv on aga positiivselt seotud aktsiabörside arenguga, seega on välisinvestorite piirangute vähendamine oluliseks aktsiabörside arengut soodustavaks teguriks. Peatüki võtab hästi kokku autori koostatud joonis 5.



Joonis 5. Aktsiabörside arengu indikaatorid ja mõjutegurid (autori koostatud El-Wassal 2013: 609–613; Capasso 2006: 5; Hernandez 2007: 45–47; Bekaert, Harvey 1998: 7; 33; Demirgüç-Kunt, Levine, 1996: 293-299; Levine 1997: 1; Lahura, Vega 2014: 2–3 põhjal).

Käesoleva magistritöö vaadeldavast peatükist selgus, et aktsiabörside arengutaset võib hinnata, kasutades mitmeid erinevaid indikaatoreid, nagu aktsiabörsi suurus, likviidsus, volatiilsus, kontsentratsioon, aktsiate hinnastamise efektiivsus, emitentide majandustegevuse tulemuslikkus ning riigi regulatiivse ja institutsionaalse raamistiku kvaliteet. Lisaks esitati võimalused, kuidas eelnevaid indikaatoreid oleks võimalik hinnata. Seejärel keskenduti aktsiabörside arengut soodustavate ja takistavate tegurite selgitamisele. Neid võib jagada nelja gruppi: majanduspoliitilised, institutsionaalsed, nõudluse ja pakkumise poolsed tegurid. Nõudluse ja pakkumise pooled on omakorda seotud pangandussektori arengutasemega ning võlakirjaturu opereerimisega. Lisaks on aktsiabörside arengule oluline mõju globaliseerumisel ja tehnoloogia kiirel arengul, mis muudab aktsiatega kauplemist lihtsamaks ja odavamaks. Järgmises alapeatükis pööratakse tähelepanu aktsiabörside arengu eripärale Ida-Euroopa endistes sotsialistlikes riikides.

1.3. Aktsiabörside areng endises idablokis

Kolmandas alapeatükis keskendub magistritöö autor aktsiabörside arengu selgitamisele endises idablokis, seejuures tuginetakse uuringutele, mis on sellel teemal läbi viidud. Üldiselt loetakse teaduskirjanduses endise idabloki ehk Ida-Euroopa endiste sotsialistlike riikide hulka 26 järgmist riiki: Albaania, Armeenia, Aserbaidžaan, Bosnia ja Hertsegoviina, Bulgaaria, Gruusia, Horvaatia, Eesti, Kasahstan, Kõrgõzstan, Läti, Leedu, Makedoonia, Moldova, Poola, Rumeenia, Slovakkia, Sloveenia, Tadžikistan, Tšehhi, Türkmenistan, Ungari, Ukraina, Usbekistan, Valgevene ja Venemaa. Alapeatükk on oluline seetõttu, et töö empiiriline osa keskendub Tallinna börsile, mis samuti kuulub endise idabloki börside hulka.

Weber ja tema kolleegid (2009) viisid läbi uuringu aastatel 1980–1990 asutatud börside kohta. 1980. aastatel oli börs 59 riigil, aga järgneva 25 aasta jooksul avati veel 58 börsi. Lisas 1 on esitatud tabel riikide kohta, kus avati börs aastatel 1960–2005. Börside loomise motiivid olid riikide lõikes erinevad, näiteks endiste NSV Liidu riikide jaoks oli tüüpiliselt tegemist abivahendiga, mis aitas kaasa vara erastamisele. (Weber *et al.* 2009: 1319–1320; Maxfield 2009: 43) Berliini müüri lammutamine 1989. aastal tähistab Ida-

Euroopa riikides kommunismi lagunemist. Endiste sotsialistlike riikide areng oli algusaastatel keeruline, üleminekuperioodil plaanimajanduselt turumajandusele oli palju majandus- ja finantsprobleeme. Selleks, et end ülejäänud maailmaga paremini integreerida ja elamisstandardeid parandada, ehtasid need riigid üles vajaliku finantsinfrastruktuuri ning liitusid erinevate majandus- ja kaubandusorganisatsioonidega, nagu Rahvusvaheline Valuutafond ja Maailmapank. (Lenain 1998: 1) Järgnevalt selgitatakse lühidalt nende riikide ühiseid probleeme aktsiabörside väljaarendamisel.

Üheks oluliseks riikide finantssüsteemi ja eelkõige aktsiabörse mõjutavaks teguriks on makromajanduslik stabiilsus (Yartey 2008: 16). Seda võib hinnata näiteks inflatsiooni tasemega riigis ning suuremal osal endise idabloki riikidel oli aastatel 1994-1999 kõrge inflatsioon väga suureks probleemiks, millest tulenevalt olid enamasti pangadeposiitide tootlused kõrgemad kui aktsiabörsi investeringute tulusused. Vaid Ungaris, Venemaal ja Sloveenias suudeti investoritele pakkuda aktsiate ostmisega kõrgemat tootlust kui deposiidi puhul. Ida-Euroopa endistes sotsialistlikes riikides oli enamasti ka vähe institutsionaalseid investoreid, mida võib pidada üheks aktsiabörside madala likviidsuse põhjuseks. Claessens ja tema kolleegid (2000: 3) väitsid, et nendes endistes sotsialismileeri riikides, kus oli teistega võrreldes mõnevõrra paremini välja arendatud fundamentaalne raamistik (stabiilne makromajanduslik keskkond, paremad seadused ja arvestusreeglid, rangemad avalikustamise standardid), oli üldiselt kõrgem aktsiabörsi kapitalisatsiooni suhe SKPsse, kõige kõrgem oli see suhe 2000. aastal Eestil, Ungaril ja Tšehhil. (Claessens *et al.* 2000: 3-10) Nagu alapeatükist 1.2 selgus, viitab turukapitalisatsiooni ja SKP kõrgem suhe rohkem arenenud aktsiabörsidele ehk börsil on riigi majanduses olulisem roll.

Institutsionaalne raamistik on oluliseks aktsiabörside arengut mõjutavaks teguriks ning arengut soodustab läbipaistev, õiglane ja selge seadusandlus ning stabiilne pangandussüsteem. Eelkõige on kapitaliturgude arengu puhul oluline selgelt määratletud omandiõigus, et tagada investorite kaitse, seejuures on oluline börsiettevõtete järelevalve regulatsioonid, tagamaks nende läbipaistvus. (Gregory 2000: 67) Endise idabloki riikidest sai 2000. aastal parima hinnangu investorite kaitse osas

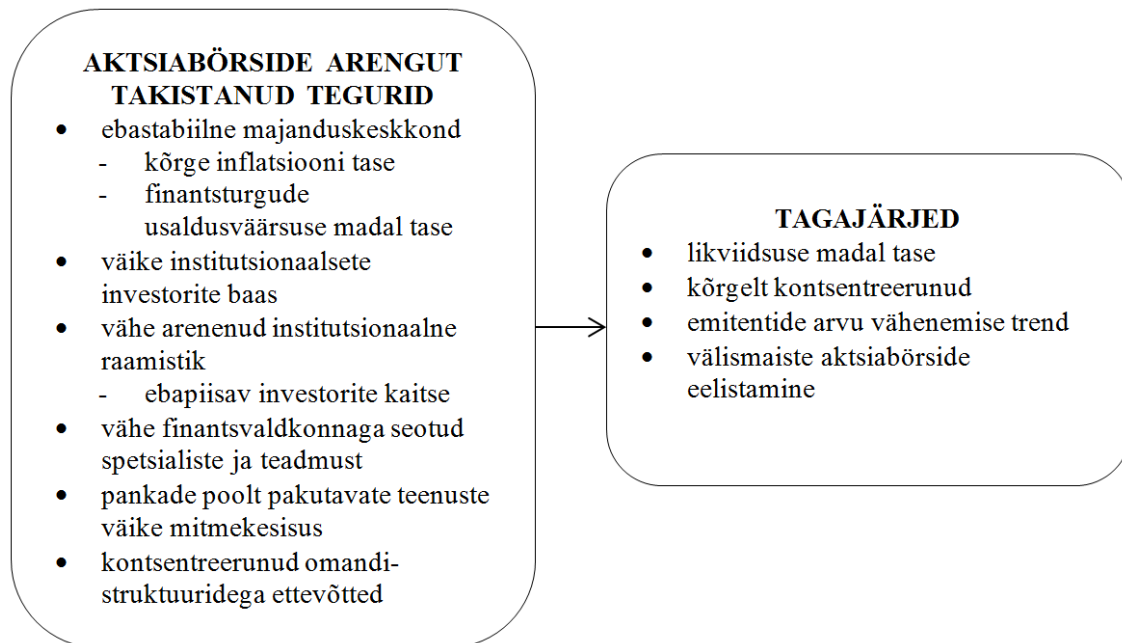
Ungari, millele järgnesid Poola, Eesti ja Bulgaaria. Teistes Ida-Euroopa endistes sotsialistlikes riikides oli investorite kaitse oluliselt halvem. (Slavova 2000: 24) Vähem arenenud õigusliku raamistikuga riikides on magistritöö autori hinnangul emitentide tegevuse üle väiksem kontroll ja sellest tulenevalt suureneb korrupsioonioht.

Endisesse idablokki kuulunud riikidel oli taasiseseisvudes üsna keeruline rajada heal tasemel finantssüsteemi, sest nendes riikides oli vähe finantsvaldkonnaga seotud spetsialiste ja teadmust. Lisaks oli elanikel huvipuudus raha investeerimise ja selle laenamise vastu, kuna finantssüsteemi ei usaldatud piisavalt. (Tamulyte 2012: 10) Endistes idabloki riikides domineerisid finantssektorites pangad, mille teenuste ulatus polnud enamasti kuigi mitmekesine. Pangad andsid laene peamiselt valitsustele ja mingil määral ka ettevõtlussektorile, kuid pangad ei tegelenud üldiselt investeringute finantseerimisega. Investeerimisvahendid tulid jaotamata kasumi arvelt või läbi välismaiste otseinvesteringute. (Berglöf, Bolton 2002: 3, 12) Eelnevast tulenevalt oli ettevõtetel keerulisem uute projektide käivitamiseks ning tegevuse laiendamiseks vajaliku kapitali kaasamine.

Järgmiseks probleemiks oli ettevõtete kontsentreerunud omandistruktuurid ja aktsiate madal ülevõtmise määr, mistõttu olid aktsiabörsid mittelikviidsed ning enamik tehingutest tehti vaid väikese arvu ettevõtete aktsiatega. Claessens ja tema kolleegid (2000: 3) analüüsisid Ida-Euroopa endiste sotsialistlike riikide börside likviidsust aktsiaturu käibe alusel ning andsid likviidsuse tasemele väga madala hinnangu. Börsil noteeritud ettevõtete arv vähenes järjest, mille tingis ettevõtete ülevõtmised välismaiste investorite poolt, ühinemised ja denoteerimised. (Berglöf, Bolton 2002: 9, 12; Claessens *et al.* 2000: 3-7) Maailmapanga uuringu tulemused näitavad, et madala ja keskmise sissetulekuga riikides langes börsil noteeritud ettevõtete arv kümne aastaga (1995–2005) keskmiselt 33%. Turukapitalisatsiooni langus polnud aga nii järsk, see oli keskmiselt 17%. (Maxfield 2009: 45) Suuremad ja edukamad ettevõtted eelistasid välismaiseid börse parema likviidsuse ja efektiivsuse pärast. Näiteks 1999. aastal oli endise idabloki 72 ettevõtet noteeritud New Yorgi aktsiabörsil või Nasdaqil. (Berglöf, Bolton 2002: 12)

Camilleri (2006) käsitles sarnaselt Berglöfide ja Boltonile (2002: 12) rahvusvahelistumise väljakutset aktsiabörside jaoks. Tehnoloogia areng ja finantsturgude dereguleerimine on andnud investoritele parema võimaluse välisaktsiatega kauplemiseks, lisaks on paremini kättesaadav informatsioon. Ka ettevõtetel on võimalus aktsiad noteerida mitte kodu-, vaid välismaisel börsil, seda võimalust kasutavad enamasti suuremad ja edukamad firmad. Seega, kui koduturule jäävad väiksemad ja madalama kasvupotentsiaaliga ettevõtted, mis pole investorite jaoks kuigi atraktiivsed, on oht, et aktsiabörsi likviidsuse tase on madal. Ida-Euroopa endiste sotsialistlike riikide börside puhul on magistritöö autori hinnangul oht väga suur, et edukamad ettevõtted eelistavad välismaiseid börse. Olukorra parandamiseks võiks kodumaine väike ja mittelikviidne börs sõlmida näiteks liite teiste suuremate börsidega, et likviidsust tõsta, kulusid vähendada ning seega emitentidele ja investoritele paremaid võimalusi pakkuda. (Camilleri 2006: 2-3)

Magistritöö autor koondas parema ülevaate saamiseks eelnevalt välja toodud endise idabloki aktsiabörside arengut takistanud tegurid ning tagajärjed joonisele 6. Selgub, et Ida-Euroopa endistel sotsialistlikel riikidel oli mitmeid erinevaid probleeme, mis avaldasid olulist mõju aktsiabörside arengule. Magistritöö autor näeb kõige suurema probleemina ebapiisavat investorite kaitset, mis on väga oluliseks põhjuseks, miks institutsionaalsete investorite baas kuigi suur ei olnud. Ebapiisavatest regulatsioonidest tulenevalt ei usaldanud investorid oma raha aktsiabörsile, mistõttu olid need mittelikviidsed. Likviidsus aga on magistritöö autori hinnangul üheks kõige olulisemaks aktsiabörsi arengu indikaatoriks, kuna investorid on meelsamini nõus ettevõtete aktsiaid ostma, kui nad saavad need ka vajadusel kiirelt ja mugavalt maha müüa. Ka ettevõtted on meelsamini nõus sisenema likviidsele börsile, mis on ka põhjuseks, miks endise idabloki riikide suuremad ja edukamad ettevõtted eelistasid pigem välismaiseid aktsiabörse.



Joonis 6. Ida-Euroopa endiste sotsialistlike riikide börside arengut algusaegadel takistanud tegurid ning neist põhjustatud probleemid (autori koostatud Berglöf, Bolton 2002: 12, 3; Claessens *et al.* 2000: 3-10; Tamulyte 2012: 10; Slavova 2000: 24 põhjal).

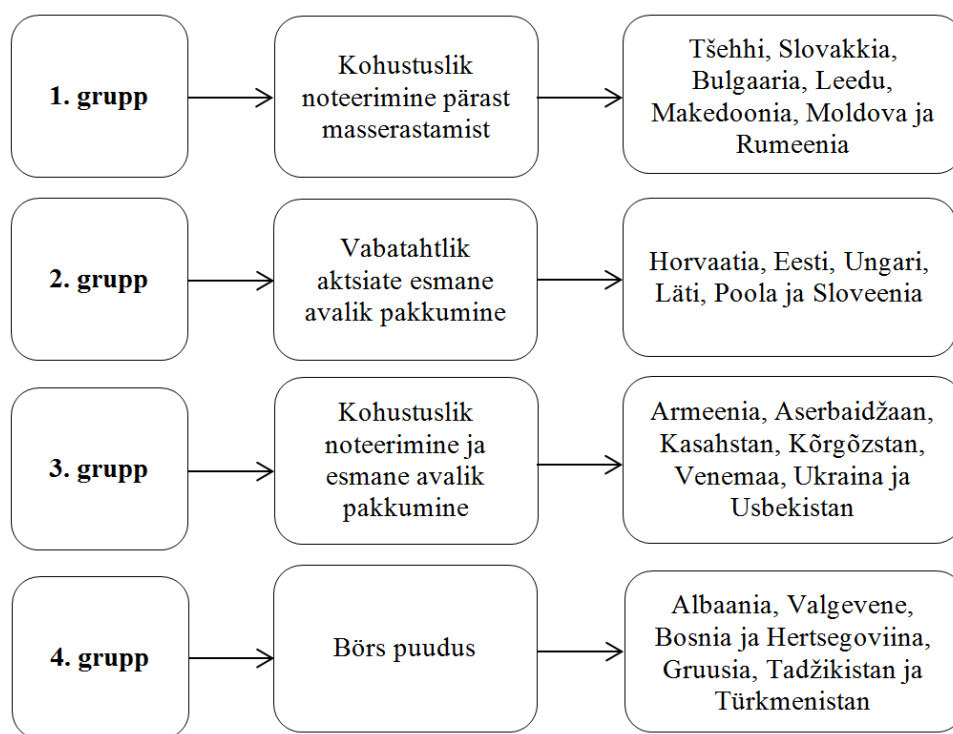
Magistritöö esimeses alapeatükis arutleti selle üle, kas aktsiabörside areng on seotud majanduskasvuga. Nilsson (2012) viis läbi uuringu, mille valimisse kuulusid järgnevalt välja toodud Ida-Euroopa endised sotsialistlikud riigid: Bulgaaria, Horvaatia, Tšehhi, Eesti, Ungari, Läti, Leedu, Moldova, Poola, Rumeenia, Venemaa, Slovakkia, Sloveenia ja Ukraina. Uuring põhines ajaperioodil 1998-2009 ning tulemustest selgus, et aktsiabörsi arengul on positiivne mõju majanduskasvule ja vastupidi. (Nilsson 2012: 28-30) Sellest tulenevalt teeb magistritöö autor järelduse, et endise idabloki puhul on aktsiabörside arendamine väga oluline, kuna see soodustab majanduskasvu.

Järgnevalt tuuakse välja tegurid, mis endiste sotsialistlike riikide aktsiabörside arengut soodustasid. 2015. aastal viisid Cojocar ja tema kolleegid läbi uuringu, käsitledes perioodi 1990-2008 ning nende valimisse kuulusid riigid endisest idablokist. Uuringu autorite eesmärgiks oli välja selgitada, millistel finantsarengu teguritel on kõige olulisem roll majanduskasvu ergutamisel. Tulemustest selgus, et finantsüsteemi efektiivsus ja konkurentsivõime ning erasektorile antavate pangalaenu tase olid endistes sotsialistlikes riikides majanduskasvu enim soodustavateks teguriteks, kaks esimest olid seejuures olulisemad. (Cojocar *et al.* 2015: 19-20; Koivu 2002: 18-19)

Caporale ja tema kolleegid viisid 2009. aastal läbi uuringu, mille valimisse kuulusid 2004. aastal EL-i vastu võetud riigid (Eesti, Läti, Leedu, Poola, Ungari, Tšehhi, Slovakkia, Sloveenia, Malta ja Küpros), neist suuremat osa loetakse endisteks sotsialistlikeks riikideks. Uuring tugineb perioodi 1994-2007 andmetele ning tulemusena selgus, et erinevad reformid, näiteks välismaiste pankade turule sisenemine ja endiste riigipankade erastamine, on tõstnud oluliselt nende riikide pangandussektori efektiivsust tänu transaktsioonikulude alanemisele ja paremale laenude kättesaadavusele. Lisaks oli väga oluline roll paremate regulatsioonide juurutamisel, mis oli suures osas tingitud vajadusest oma süsteemid EL-i standarditega kohandada. Uuringu autorid tegid järelduse, et uute paremate regulatsioonide väljatöötamine nendes riikides selleks, et finantssektori stabiilsust tõsta, on oluliseks finantsarengut ning majanduskasvu soodustavaks teguriks. (Caporale *et al.* 2009: 28-30)

2003. aastal ilmus Claessensi ja tema kolleegide uuring (2003b), mis tugines sel ajal Euroopa Liidu kandidaatriikide (Bulgaaria, Tšehhi, Eesti, Ungari, Läti, Leedu, Poola, Rumeenia, Slovakkia ja Sloveenia) näitajatele. Sel ajal olid börsid nendes riikides suhteliselt uued ning madala likviidsusega, mille põhjuseks oli enamasti noteeritud ettevõtete lühike ajalugu ja vähe arenenud lokaalsete institutsionaalsete investorite baas, nagu ka eelnevalt selgus. Nende riikide aktsiabörsidel oli algusaegadel keerulisem rahvusvahelistumise tingimustes ellu jääda, eriti puudutas see väiksemaid börse. Endised EL-i kandidaatriigid tegid mitmeid olulisi muutusi, et tagada aktsiabörside püsijäämine, näiteks tugevdati börsi noteerimisstandardeid ning täiustati kauplemis- ja ettevõtete juhtimissüsteeme. Lisaks sõlmiti erinevaid liite teiste aktsiabörsidega Euroopas, näiteks sõlmis Varssavi börs liidu Euronextiga ja Balti börsid HEX Grupiga. Claessens ja tema kolleegid (2003b: 5) soovitasid, et need eelnevalt välja toodud riigid peaksid keskenduma paremate tingimuste loomisele, mis võimaldaksid aktsiaid efektiivsemalt emiteerida ja nendega kaubelda, näiteks võiks suurendada aktsionäride õigusi ja tõsta õigussüsteemi kvaliteeti. Lisaks tuleks täiustada ettevõtete juhtimist, raamatupidamist, börsil noteerimist ja mõnes riigis tugevdada väärtpaberite turuga seotud regulatsioone. (Claessens *et al.* 2003b: 3-5)

Järgnevalt annab magistritöö autor ülevaate selle kohta, kuidas endises idablokis aktsiabörsidele alus pandi erinevate riikide lõikes ning kuidas kulges nendes riikides börside areng. Sotsialismi ajal olid aktsiabörsid suletud, kuid ülemineku perioodil plaanimajanduselt turumajandusele hakati neid asutama või taasavama. Näiteks Varssavi börs avati esmakordselt 1817. aastal ja Praha börs 1871. aastal, taasavamisaastad vastavalt 1991 ja 1992. Paljude endiste sotsialistlike riikide jaoks olid aktsiabörsid 1990. aastate alguses vajalikud eelkõige ettevõtete erastamisprotsessi kiirendamiseks. Claessens ja tema kolleegid (2003b: 7) jagasid riigid gruppidesse selle alusel, kuidas nendes riikides aktsiaid alguses pakuti, täpsema ülevaate selle kohta annab joonis 7.

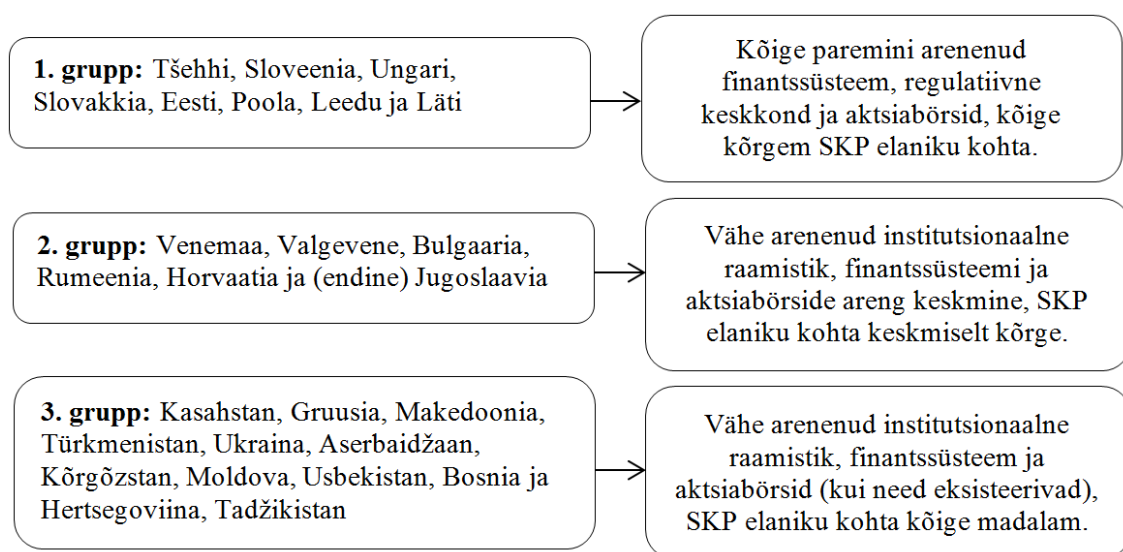


Joonis 7. Börsil noteeritud ettevõtete kujunemise mehhanismid endises idablokis (autori koostatud Claessens *et al.* 2003b: 7; Claessens *et al.* 2000: 1 põhjal).

Esimesse gruppi kuulusid riigid, mille puhul toimus omandiõiguse ülekandmine läbi masserastamise ehk töötati välja programmid riigiettevõtete massiliseks erastamiseks ning investoritele pakuti nende ettevõtete aktsiaid. Esialgu kasvas nende riikide börsidel noteeritud ettevõtete arv märkimisväärselt, aga pärast esialgset kõrget kauplemissahtu vähenes oluliselt likviidsus. Aja jooksul palju ettevõtteid denoteeriti ning aktsiabörside

konsentratsioon tõusis, kuid samas muutus selgemaks fookus. Regulatsioonid olid minimaalsed, näiteks Tšehhis polnud isegi formaalseid regulatsioone aktsiabörsi kohta. Teise grupi riikides alustati aktsiabörside tegevust väikese aktsiate arvuga ja aktsiad erastati traditsioonilisel viisil läbi vabatahtliku esmase avaliku pakkumise (IPO). Enamikes nendes riikides olid aktsiate kauplemismahud suhteliselt kõrged. Kolmandasse gruppi kuulunud riikides toimus aktsiabörside väljaarendamine läbi masserastamise ja IPOde. Kuues endises sotsialistlikus riigis polnud 2000. aastate alguseks aktsiabörsile alust pandud (vt jooniselt 7). (Claessens *et al.* 2003b: 7; Claessens *et al.* 2000: 1)

Trecartini ja Jbantova (2009: 1-2) jagasid endisesse idablokki kuulunud riigid kolme gruppi ja võrdlesid nende finantssüsteeme ning börside arengutasemeid. Esimesse gruppi kuuluvad riigid, mis ühinesid 2004. aastal Euroopa Liiduga (vt joonist 8). Neid iseloomustab tugevam finantsinfrastruktuur ja paremini arenenud aktsiabörsid, lisaks on neil riikidel soodne geograafiline asukoht, tänu millele on nende puhul tegemist olulise transpordi koridoriga Lääne-Euroopa ning 2. ja 3. gruppi kuuluvate riikide vahel.



Joonis 8. Ida-Euroopa endiste sotsialistlike riikide finantsarengu võrdlus gruppide lõikes (autori koostatud Trecartin, Jbantova 2009: 2 põhjal).

Teise gruppi kuuluvates riikides on samuti välja arendatud finantsinfrastruktuur ning aktsiabörsid, kuid nende riikide institutsionaalsete tegurite ehk (nagu alapeatükist 1.2

selgus) aktsiabörse oluliselt mõjutavate faktorite arengutase on esimese grupi riikidest madalam. Ka SKP elaniku kohta on esimese grupi riikides kõrgem kui teise grupi riikides. Kolmandasse gruppi kuuluvad riigid, kus on aktsiabörside aktiivsus väga madal, juhul kui need üldse eksisteerivad, lisaks ka madal SKP elaniku kohta. (Trecartin, Jbantova 2009: 1-2)

Trecartini ja Jbantova (2009: 3-4) viisid läbi uuringu, tuginedes joonisel 8 esitatud riikide andmetele. Nad said tulemuse, et aktsiabörsi küpsus on seotud SKP tasemega elaniku kohta, uuringu teguritena käsitlesid nad järgmisi aspekte: börsi olemasolu enne 1940. aastat, kodumaise börsi eluea pikkus, börsitehingute arv aastas, noteeritud ettevõtete turukapitalisatsioon ning väärtpaberite kauplemisväärtus. Saadud tulemused sarnanevad väga joonise 8 gruppidele ehk 1. grupi riikide börsid on kõige küpsemad, neile järgnevad 2. grupi riigid ning 3. grupi riikide börside küpsus on kõige madalam.

Magistritöö autor näeb eelnevate grupeeringute ehk jooniste 7 ja 8 vahel teatud riikide ja gruppide suhtes ühiseid jooni. Näiteks Claessensi ja tema kolleegide (2003b) poolt koostatud riikide jaotuses kattub enamik 2. grupi riikidest (Eesti, Ungari, Läti, Poola ja Sloveenia) Trecartini ja Jbantova (2009) 1. grupi riikidega. Seega teeb magistritöö autor järelduse, et nendes riikides, kus aktsiate pakkumine toimus 1990. aastate alguses läbi IPOde, on aktsiabörside areng olnud parem. Loomulikult on nende joonisel 8 välja toodud 1. grupi riikide aktsiabörside edu võtmeks peamiselt siiski hästi välja arendatud regulatiivne keskkond ning börside tegevust toetav finantsinfrastruktuur.

Bergölfli ja Boltoni (2002: 13) uuringust selgus, et 2000. aastate alguses olid siirderiikidest finantsiliselt kõige rohkem arenenud Poola, Eesti ja Ungari, mis kuulusid joonise 7 järgi 2. ja joonise 8 järgi 1. gruppi. Nendes riikides oli pangandussüsteem selleks ajaks hästi välja arenenud ning pangad pakkusid mitmekesiseid teenuseid ja nende riikide kapitaliturud olid suhteliselt likviidsed. Lisaks olid nendes riikides hästi välja arendatud seadused ja regulatsioonid, mis toetasid üldist finantsarengut. Ukrainas ja Venemaal oli suurem osa pankadest erakätes, 1998. aasta finantskriis avaldas nende riikide pankadele tugevat negatiivset mõju. Ukrainas ja Venemaal oli kõrge korruptsiooni ja kuritegevuste tase, mis segas õigusliku ja regulatiivse raamistiku toimimist. Bulgaaria, Horvaatia, Rumeenia ja Slovakkia pangad olid suures osas riigi

omanduses ning tegutses mitmeid maksejõuetuid panku, mis nõrgestasid konkurentsi. Regulaatiivne keskkond nendes riikides oli samuti suhteliselt nõrk. (Berglöf, Bolton 2002: 13) Seega võib teha järelduse, et endise idabloki börside arengu puhul oli väga oluline roll regulaatiivse raamistiku kvaliteedil ning selle hea toimimine soodustas aktsiabörside arengut.

Claessens ja tema kolleegid (2003b) on ühed vähesed, kes on käsitlenud endise sotsialismileeri aktsiabörside võimalikke tulevikuväljavaateid. Nende uuring käsitles järgmisi riike: Bulgaaria, Tšehhi, Eesti, Ungari, Läti, Leedu, Poola, Rumeenia, Slovakkia ja Sloveenia. Nende riikide börsid pole suhteliselt väikesed mitte ainult rahvusvahelises plaanis, vaid ka lokaalsel tasandil. Neil aktsiabörsidel on valik järgnevate variantide vahel: otsida ise võimalusi börsi arendamiseks läbi kulude vähendamise ja tulude suurendamise (nn ellujäämise strateegia), üritada üles ehitada suurem virtuaalne turg, luues piiriüleseid sidemeid teiste börsidega (nn sidemete loomise strateegia), ühineda või omandada börse (nn ühinemiste ja omandamiste strateegia). Järgnevalt on neid nimetatud valikuvariante selgitatud (Claessens *et al.* 2003b: 25-26):

Ellujäämise strateegia. Selleks, et ise kasvada olemasolevas kliimas, peab börs nii kulusid vähendama kui ka tulusid suurendama. Tulude kasvatamise võimalused on aga piiratud. Üheks oluliseks kulude vähendamise võimaluseks on põhiliste kuluallikate asendamine allhankega. Mõne börsi puhul oleks odavam kasutada allhanke korras IT tark- ja riistvara kui selle ise ülesehitamine ja opereerimine. Allhanke korras võtmetehnoloogia rakendamine võib soodustada tugevamaid sidemeid või ühinemist teiste börsidega. Näiteks 2001. aasta veebruaris sõlmisid HEX Group ja Tallinna börs strateegilise liidu. Tehnoloogia on seega vahendiks, kuidas tagada tugevam konkurentsivõime. Schmiedeli (2001: 25) uuringu tulemused näitavad, et tehnoloogiline koostöö börside vahel võib soodustada turukapitalisatsiooni suurenemist ning alandada tehingukulusid. Börside vahel jagatud kulud tekitavad mastaabisäästu efekti ehk börsid hoiavad kulude pealt kokku ning neil on rohkem ressursse, mida uute kauplemissüsteemide arendamisse investeerida. (*Ibid.*; Schmiedeli 2001: 25)

Sidemete loomise strateegia. Börsivahelised sidemed võivad töötada ka ilma ühinemise või ülevõtmiseta. Mitmeid börsi poolt üle võetud funktsioone saab jagada, näites turundust, noteerimist, informatsiooni levitamist, tehingute sobitamist, arveldamist ja administratiivseid teenuseid. Lisaks on erinevaid lepingulisi protseduure, mida on võimalik rakendada tänu teenuste jagamisele. Näiteks üks börs saab osta teenuseid teise börsi käest ja mõlemad börsid võivad omakorda sõlmida allhankelepingu kolmanda poolega. Sidemete loomise peamine eesmärk on kulude alandamine ja suurema likviidsuse tagamine. Kulude vähendamine on võimalik näiteks nii, et börs lepib teiste börsidega kokku ühises tehingute arvelduses. Tänu sellele on nende kokkuleppe sõlminud börside kauplejatel odavam ligipääs ka teiste börside toodetele ja teenustele. Seega on võimalik majanduslik mastaabisääst, kui töövahendite kulude summa börside jaoks on tänu koostööle madalam kui nende kulude summa ilma koostööta. Jagatud standardid (näiteks kommunikatsiooni, sõnumite vahetamise ja tehnoloogia osas) vähendavad samuti kulusid. Nende eelnimetatud võimaluste rakendamine on üsna keeruline ja eeldab suuri investeeringuid juhtimis- ja finantsvaldkonda. (Claessens *et al.* 2003b: 26)

Ühinemiste ja omandamiste strateegia. Börside puhul on olnud suhteliselt vähe ühinemisi ja ülevõtmisi. Ühinemise käigus võib ühinev börs kaduda, mille tulemusena võib tekkida olulisi poliitilisi probleeme, ühinemise edukas näide on Euronext. Ühinemist on väga keeruline ellu viia, kuid sellel on sidemete loomise ees mitmeid eeliseid. Näiteks on ühinemise puhul börside vahelised kokkulepped usaldusväärsemad kui sidemete loomise puhul. Lisaks sellele ei pea ühinemise puhul kokkulepete sisu olema varem täielikult kindlaks määratud. (Claessens *et al.* 2003b: 29-30; Camilleri 2006: 3)

Vaadeldavast alapeatükist selgus, et 1990. aastate algul avati esmakordselt või taasavati paljudes endise idabloki riikides aktsiabörse. Kahjuks aga ei olnud nende börside tulemuslikkus kuigi hea, näiteks olid need enamasti madala likviidsuse ja kõrge kontsentratsiooni tasemega. Aktsiabörside arengut takistasid ebastabiilne majanduskeskkond, eelkõige kõrge inflatsioon, vähe arenenud institutsionaalne raamistik, finantsspetsialistide puudus ning eelnevast tulenevalt väike institutsionaalsete

investorite baas. Suuremad ja edukamad ettevõtted eelistasid oma aktsiate noteerimist pigem välismaistel aktsiabörsidel. Endistes sotsialistlikes riikides alustati börside tegevust enamasti kas läbi vabatahtliku aktsiate avaliku esmaemissiooni (IPO) või masserastamise strateegiast tuleneva ettevõtete kohustusliku noteerimise kaudu. IPO varianti kasutanud riikide aktsiabörside arengutase oli esimese kümne aasta kokkuvõttes kõrgem, teiste riikidega võrreldes oli näiteks kõrgem turukapitalisatsiooni ja SKP suhe Eestil, Ungaril ja Tšehhil. Aktsiabörside arendamine on väga oluline, kuna nagu ka alapeatükist 1.1 selgus, on tegemist olulise majanduskasvu soodustava teguriga. Seetõttu peaksid Ida-Euroopa endised sotsialistlikud riigid rohkem tähelepanu pöörama paremate regulatsioonide ja hästi toimiva finantsinfrastruktuuri väljatöötamisele. Börsi olemasolu on magistritöö autori hinnangul riigi jaoks väga oluline ning idabloki riigid peaksid välja arendama strateegia, mis võimaldaks lokaalsetel aktsiabörsidel ellu jääda. Näiteks on võimalik teha seda tulude suurendamise, kulude alandamise, teiste börsidega koostöösidemete loomise või nendega ühinemise kaudu.

Magistritöö teoreetilisest peatükist selgus, et aktsiabörsid on organiseeritud platvormid, mis toovad kokku vabatahtlikud aktsiaid müüa ja osta soovivad osapooled ehk investorid ning emitendid. Aktsiabörsi olulisteks funktsioonideks on näiteks ressursside parema jaotuse tagamine, aktsiate hinnastamine, emitentide äritegevuse kontrollimine, investoritele parema kaitse võimaldamine ja likviidsuse tagamine. Börsi arengut saab hinnata järgmiste näitajate kaudu: suurus, likviidsus, volatiilsus, kontsentratsioon, emitentide tegevuse tulemuslikkus, institutsionaalse ja regulatiivse raamistiku kvaliteet ning aktsiate hinnastamise efektiivsus. Arengut mõjutavad tegurid võib jagada nõudluse ja pakkumise poolseteks ning institutsionaalseteks ja majanduspoliitilisteks. Ida-Euroopa endiste sotsialistlike riikide uurimisest selgus, et aktsiabörside arengut takistavateks teguriteks olid ebastabiilne majanduskeskkond (kõrge inflatsioon), vähe arenenud institutsioonid, regulatsioonid ja pangandussektor ning väike institutsionaalsete investorite baas. Eelnevast tulenevalt olid endise sotsialismileeri börsid algusaegadel vähelikviidsed ja kontsentreerunud. Magistritöö empiirilises osas keskendutakse Tallinna börsi arengu selgitamisele ning tulevikuperspektiivide prognoosimisele. Seejuures on suureks abiks käesolevas peatükis loodud teoreetiline raamistik.

2. TALLINNA BÖRSI ARENGU JA TULEVIKUPERSPEKTIIVIDE ANALÜÜS

2.1. Andmed ja meetodika

Magistritöö metodoloogiaks on stsenaariumitel põhinev analüüs, tänu millele on võimalik välja selgitada Tallinna börsi võimalikud arengualternatiivid. Seda analüüsi kasutatakse toetava tegurina näiteks valitsusasutuste planeerimistegevuses, ettevõtete juhtimisotsustes ja militaarses analüüsis. Stsenaariumid on hea meede otsustamiseks määramatuse tingimustes, need aitavad vähendada võimalust, et tulevikus tekib ootamatu ebameeldiv väljund. Stsenaariumite analüüs ei tugine ainult ajaloolistele andmetele ehk ei eeldata, et mineviku sündmused korduvad tulevikus. Otsitakse võimalikke pöördpunkte, mis küll võivad olla minevikuga seotud, kuid ei pruugi. (Aaker 2001: 108; Mietzner, Reger 2005: 220)

Warfield (1996; viidatud Ratcliffe 2000: 5 kaudu) on stsenaariume selgitanud kui jutustavaid kirjeldusi võimalikust arengust tulevikus ning nende väljatöötamisest võib kasu olla selleks, et spekuloida erinevate tulevikuväljavaadete üle. Stsenaariumid tuginevad kvalitatiivsel ja/või kvantitatiivsel informatsioonil. Stsenaariumite põhisel analüüsil on mitmeid eeliseid, näiteks võimaldab see vastu võtta ratsionaalsemaid otsuseid. Stsenaariumid kirjeldavad erinevaid majanduslikke, sotsiaalseid, poliitilisi ja tehnoloogilisi elemente ja viisi, kuidas need tegurid tulevikus uuritavat objekti mõjutavad. Erinevate stsenaariumite teadmine aitab teha paremaid plaane igaks võimalikuks olukorraks. Tänu sellele on organisatsioonidel lihtsam muutustega kohaneda. (Bloom, Menefee 1994: 225) Seega on stsenaariumitel põhineva analüüsi tulemuseks paremad otsused ja kiirem reageerimine tulevikus aset leidvate võimalike olukordade tingimustes.

Eestis on stsenaariumitel põhinevaid avalikult kättesaadavaid analüüse tehtud üsna vähe. Üheks näiteks on Eesti Arengufondi poolt 2012. aastal koostatud uuring, mille tulemusena töötati välja neli võimalikku tulevikustsenaariumit Eesti jaoks 2018. aastaks. Analüüsi aluseks olevad andmed koguti kahepäevase töötoa arutelude käigus. (Stsenaariumid 2012) Seega leiab stsenaariumitel põhinev analüüs rakendust ka näiteks riigi tuleviku prognoosimisel, mistõttu on magistritöö autori hinnangul põhjendatav selle rakendamine ka Tallinna börsi võimalike arengustsenaariumite väljatöötamise jaoks. Stsenaariumite analüüsil on kindlad etapid, mille läbimine on vajalik selleks, et analüüs oleks usaldusväärne. Magistritöö autor võtab aluseks Schoemakeri (1993: 197) 10 etapist koosneva stsenaariumitel põhineva planeerimise protsessi (vt tabelist 3).

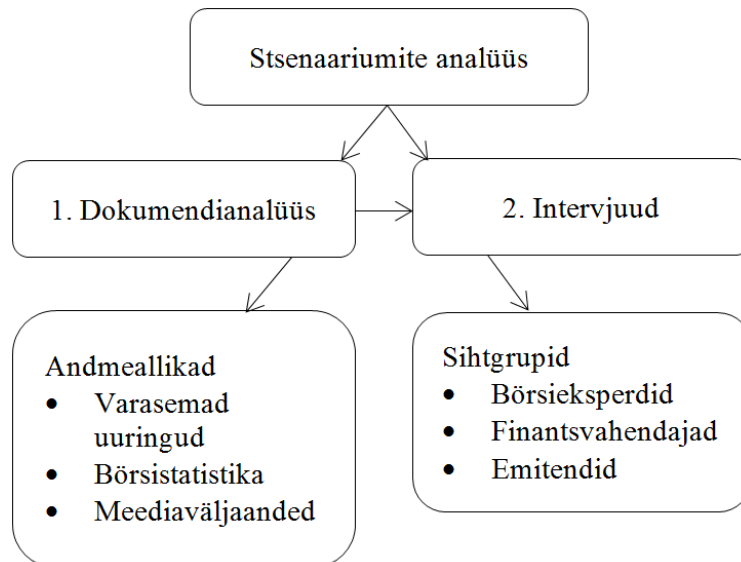
Tabel 3. Stsenaariumitel põhineva analüüsi etapid koos selgitustega

	Etapp	Selgitus
1.	Probleemi defineerimine	Oluline on määrata kindlaks aeg, probleemi ulatus ja muutujad. Ülevaate saamine mineviku baasil, et mõista määramatuse ja volatiilsuse ulatust.
2.	Peamiste huvigruppide identifitseerimine	Oluline on kaasata nii neid osapooli, keda probleem mõjutab, kui ka neid, kes seda ise mõjutavad.
3.	Nimekirja koostamine teadaolevatest uurimisobjekti mõjutavatest elementidest	Lühidalt nende kirjeldamine ehk kuidas ja miks nad mõju avaldavad. Diagrammi konstrueerimine, et paremini elementide omavahelisi seoseid mõista.
4.	Peamiste mõjutegurite ehk võtmetegurite identifitseerimine	Lühikirjelduse andmine, miks need tegurid uurimisobjekti mõjutavad.
5.	Kahe juhtiva ehk kõige positiivsema ja negatiivsema stsenaariumi koostamine.	Ühte stsenaariumisse pannakse kõikvõimalikud võtmetegurite poolt tulenevad positiivsed ning teise negatiivsed tulemid. Neile ekstreemsetele stsenaariumidele lisatakse teadaolevad elemendid
6.	Stsenaariumite sisemise kooskõla ja usaldusväarsuse hindamine	Väljaselgitamine, kas, kus ja miks on need stsenaariumid sisemiselt vastuolus.
7.	Ebareaalsete kombinatsioonide elimineerimine.	Uute stsenaariumite koostamine, kus saavutatakse sisemine kooskõla.
8.	Stsenaariumite hindamine.	Huvigruppide käitumise selgitamine erinevate stsenaariumite korral.
9.	Vajaduse korral kvantitatiivse mudeli koostamine.	Kasutada võib näiteks Monte Carlo simulatsiooni.
10.	Lõplike stsenaariumite koostamine.	Strateegia arendamine, et suurendada positiivsete stsenaariumite realiseerumise tõenäosust.

Allikas: (autori koostatud Schoemaker 1993: 197 põhjal).

Autor rakendas neid eelpool kirjeldatud etappe selleks, et stsenaariumitel põhinevat analüüsi koostada. Esmalt on vaja defineerida selgelt probleem, käesoleva magistritöö autor defineeris selle järgmiselt: “millised on Tallinna börsi tulevikuperspektiivid?”.

Ajahorisondiks valiti viis aastat ehk välja töötatavad stsenaariumid oleksid järgmise viie aasta perspektiivis. Joonisel 9 on kujutatud meetodid, kuidas stsenaariumitel põhinevaks analüüsiks sisendid saadi.



Joonis 9. Intervjuu metodoloogia (autori koostatud).

Schoemakeri (1993: 197) poolt välja toodud etappide järgi oleks vaja välja selgitada, millised tegurid Tallinna börsi arengut mõjutavad ning millised on neist olulisemad. Selleks, nagu ka jooniselt 9 selgub, analüüsis magistritöö autor esmalt teiseseid allikaid ning seejärel viis läbi intervjuud börsiga seotud huvigruppidega. Töö teoreetilisest osast selgus, et börsiga seotud huvigruppe võib jagada pakkumise, nõudluse, institutsioonide ja majanduspoliitika poolseteks. Antud juhul jagunevad intervjuueeritavad kolme sihtgruppi: börsiekspertid, finantsvahendajate esindajad ja emitentide esindajad. Börsiekspertide alla kuuluvad Tallinna börsi töötajad ja börsi temaatikaga hästi kursis olevad isikud ning finantsvahendajate alla maaklerid, analüütikud ja fondijuhid. Täpsema ülevaate uuringus osalenud isikutest saab tabelist 4. Esialgu soovis autor kaasata ka investoreid ning majanduspoliitika poolt, kuid töö eesmärgist lähtuvalt tundus õigem keskenduda süvendatult valituks osutunud kolmele sihtgrupile, kuna hinnanguliselt on nende teadmised Tallinna börsi osas kõige paremad ning seega on neilt kogutav informatsioon usaldusväärne.

Tabel 4. Intervjueeritud isikud

Börsi eksperdid	<ul style="list-style-type: none"> • Allan Teder (TÜ rahanduse lektor) • Laivi Laidroo (TTÜ rahanduse ja majandusteooria instituudi dotsent) • Tõnn Talpsepp (TTÜ rahanduse ja majandusteooria instituudi lektor) • Rauno Klettenberg (Nasdaq Tallinna börsi juht) • Ott Raidla (Nasdaq Tallinna börsi turundusjuht) • Tõnis Oja (ajalehe Postimees reporter)
Finantsvahendajate esindajad	<ul style="list-style-type: none"> • Alo Vallikivi (LHV Panga maaklertegevuse juht) • Peeter Koppel (SEB privaatpanganduse strateeg) • Kristofer Vähi (SEB Balti aktsiate analüütik) • Endriko Võrklaev (SEB pensionifondide juht) • Reino Pent (Avaroni fondijuht) • Peeter Saks (BaltCapi juhtivpartner) • Joonas Joost (LHV vanemanalüütik)
Emitentide esindajad	<ul style="list-style-type: none"> • Veiko Haavapuu (AS-i Tallink Grupp finantsjuht) • Marit Vooremäe (AS-i Tallinna Kaubamaja Grupp finantsjuht) • Tarmo Sild (AS-i Arco Vara juht) • Pirje Raidma (AS-i Ekspress Grupp finantsjuht) • Andres Viisemann (LHV asutaja ja pensionifondide juht)

Allikas: (autori koostatud).

Magistritöö autor analüüsis enne intervjuude koostamist Tallinna börsi ajaloolisi andmeid ehk läbi töötati varasemad uuringud, mis käsitlesid kodumaise börsi arengut. Lisaks analüüsiti aastate 1996-2015 börsistatistikat ja tähelepanu pöörati näitajatele, mis viitasid börsi tegevuse tulemuslikkusele. Näiteks on börsi suurust võimalik hinnata turukapitalisatsiooni ja emitentide arvu alusel, likviidsust käibekordaja kaudu ning börsi rolli majandussüsteemis saab mõõta, tuginedes börsiettevõtete turukapitalisatsiooni ja SKP suhtele (vt alapeatükist 1.2). Börsistatistika pole suures osas avalikult kättesaadav ning andmete saamiseks pöördus magistritöö autor Tallinna börsi turundusjuhi poole.

Ainuüksi ajalooliste trendide väljatoomine ei anna magistritöö autori hinnangul piisavalt terviklikku pilti Tallinna börsi arengust. Seetõttu analüüsis autor alates 1996. aastast kuni tänapäevani meediaväljaandes Äripäev ilmunud artikleid. Äripäev valiti sellel põhjusel, et tegemist on usaldusväärse allikaga, mis on ajast aega väga põhjalikult pööranud tähelepanu Tallinna börsiga seotud artiklite ja teadete avaldamisele. Äripäev edastab ka mitmete teiste väljaannete (nt Postimees, Eesti Ekspress, Bloomberg, Financial Times jne) olulisi uudiseid, mistõttu on magistritöö autori hinnangul tegemist usaldusväärse andmebaasiga. Lisaks sellele on andmebaas kättesaadav internetikeskkonnas ja seda on mugav kasutada. Magistritöö autor sisestas arhiivi

otsingumootorisel termini „Tallinna börs“ ning väljaandeid otsiti alates 1996. aasta algusest. Tegemist oli mahuka tööga, kuna pea 20 aasta jooksul on sel teemal ilmunud väga palju artikleid ja uudiseid. Tulenevalt sellest, et töö eesmärk on seotud Tallinna börsi arengu uurimisega, pööras magistr töö autor tähelepanu seda teematikat käsitletud materjalidele, mis käsitlesid seda, kuidas Tallinna börs on oma funktsioone täitnud, milline on olnud selle roll Eesti majanduses, kui head on olnud börsi tegevuse tulemuslikkuse ehk arengutaseme näitajad ning millised tegurid on seda arengut soodustanud ja takistanud. Seega on Tallinna börsi ajalooline ülevaade tihedalt seotud magistr töö teoreetilise osaga.

Dokumendianalüüs on esitatud alapeatükis 2.2 ning selle tulemusena selgitas magistr töö autor, millised poliitilised, majanduslikud, sotsiaalsed ja tehnoloogilised tegurid on börsi arengule enim mõju avaldanud ning kas need tegurid on arengut pigem soodustanud või takistanud. Seega võttis autor aluseks PEST (*political, economical, social, technological*) mudeli ning teostas analüüsi, tänu millele on võimalik organisatsiooni arengut mõjutavaid tegureid analüüsida. Poliitilised tegurid on seotud näiteks maksupoliitika, poliitilise stabiilsuse ning institutsionaalse ja regulatiivse raamistikuga. Majanduslikeks teguriteks võivad olla majanduse suurus, selle usaldusväärsus ning kasvuperspektiivid. Sotsiaalsete all mõeldakse ühiskondlikke hoiakuid, väärtusi ja haridust. Tehnoloogiliste tegurite all võib käsitleda seda, mil viisil tehnoloogia areng on uurimisobjektile mõju avaldanud. (Ho 2014: 6480)

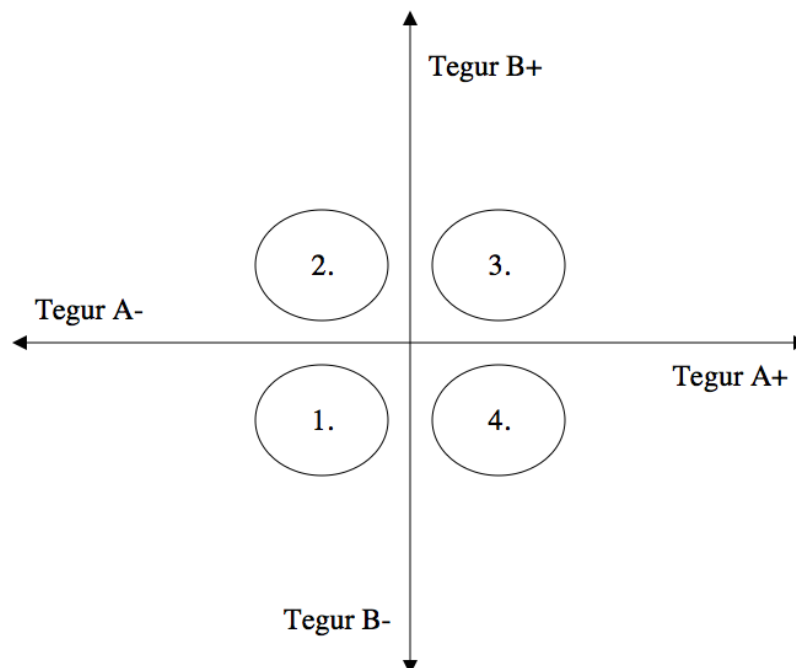
Järgmiseks etapiks pärast dokumendianalüüsi oli intervjuu küsimuste väljatöötamine ja sihtgruppide valimine. Dokumendianalüüsi tulemused toetasid oluliselt intervjuu küsimuste koostamist (vt lisast 2). Magistr töö autor sai toetavat tagasisidet meetodika osas lisaks juhendajale ka kahelt TÜ juhtimise õppejõult ning TTÜ rahanduse dotsendilt. Intervjueeritavate nimekirja koostamisel oli palju abi autori isiklikest kontaktidest ning meediaväljaannete analüüsist, kust selgusid Tallinna börsi teemal sõna võtnud isikud, sh näiteks SEB privaatpanganduse strateeg Peeter Koppel ja LHV vanemanalüütik Joonas Joost. Intervjueeritavatega kontakteerus magistr töö autor e-posti teel ning seejärel lepiti kokku aeg intervjuu läbiviimiseks (vt intervjueeritavate

nimekirja tabelist 4). Autor küsis iga sihtgrupi käest ühesuguseid küsimusi selleks, et intervjuude tulemused oleksid paremini üldistatavad.

Autor viis läbi 18 poolstruktureeritud intervjuud veebruarist aprillini. Poolstruktureeritud intervjuu oli valitud seetõttu, et koostati kaheksa põhiküsimust, kuid vajadusel lisati neid juurde, et kogu vajalik informatsioon kätte saada. Tulenevalt sellest, et intervjuude läbiviimise ajaks oli töö teoreetiline peatükk ja dokumendianalüüs valmis, oli magistritöö autor börside arengu ja eelkõige Tallinna börsi teemal piisavalt pädev, et intervjuueeritavatega antud teema üle põhjalikumalt arutada. Magistritöö autori hinnangul oli põhjalik ettevalmistus enne intervjuude läbiviimist väga kasulik, tänu sellele tekkis nii mõnelgi korral elav arutelu Tallinna börsi arengu teemal.

Järgnevalt selgitatakse intervjuu põhiküsimuste vajalikkust (vt lisast 2). Esimesed kolm küsimust olid vajalikud selleks, et selgitada välja Tallinna börsi rolli, funktsioone ja tegevuse tulemuslikkust käesoleval perioodil ning nende vastuste põhjal on koostatud alapeatükk 2.3. Neljandas küsimuses paluti uuringus osalejatel välja tuua poliitilised, majanduslikud, sotsiaalsed ja tehnoloogilised tegurid, mis soodustavad või takistavad Tallinna börsi arengut. Järgmises ehk viiendas küsimuses paluti vastajatel nimetada kaks Tallinna börsile enim mõju avaldavat tegurit. Stsenaariumitel põhineva analüüsi puhul on vajalik kahe võtmeteguri väljaselgitamine (vt Schoemakeri etappi nr 4), mille kõige positiivsem olukord läheb telje ühte otsa ja kõige negatiivsem teise otsa. Enne intervjuude läbiviimist polnud magistritöö autor aga kindel, kas intervjuueeritavad jõuavad nende võtmetegurite osas ühisele arvamusele, seetõttu oli võimalus tugineda dokumendianalüüsi tulemustele. Võtmetegurite võimalikult hea valik muudab alternatiivsed tulevikustsenaariumid realistlikumaks.

Pärast võtmetegurite valimist konstrueeriti horisontaalne ja vertikaalne telg, kumbki telg vastab ühele võtmetegurile ning otspunktides on ühel juhul kõige parem ja teisel juhul kõige halvem võimalik olukord. Nende telgede vahele genereeriti neli stsenaariumit Tallinna börsi tuleviku jaoks (vt joonis 10). Joonisel 10 on A ja B on peamised Tallinna börsi arengut tulevikus mõjutavad tegurid ning „+“ tähistab positiivset ja „-“ negatiivset olukorda. Mullikesed, mille sees on numbrid, tähistavad stsenaariume ehk antud juhul oleks kolmas stsenaarium kõige positiivsem ning esimene kõige negatiivsem.



Joonis 10. Stsenaariumite kujunemise loogika (autori koostatud).

Intervjuu kuuenda küsimusega soovis autor välja selgitada, millisena nähakse Tallinna börsi viie aasta pärast ning kas selle roll Eesti majanduses on intervjuueeritavate hinnangul kasvanud või kahanenud. Seitsmendana küsiti intervjuueeritavatelt, milline oleks nende hinnangul mõju investoritele, emitentidele ja Eesti riigile üldiselt, kui kodumaist aktsiabörsi enam poleks. See küsimus on seotud Tallinna börsi võimaliku negatiivse stsenaariumiga ehk olukorraga, kui börs hääbub. Kaheksanda ehk viimase küsimuse eesmärgiks oli teada saada, milliseid ettepanekuid intervjuueeritavad esitavad selleks, et Tallinna börsi arengut soodustada.

2.2. Tallinna börsi ajalooline areng aastast 1996

Empiirilise osa teises alapeatükis analüüsitakse Tallinna börsi arengut alates asutamisest ehk 1996. aastast. Eelkõige keskendutakse börsi rollile Eesti majanduses, selle arengut soodustanud ja takistanud tegurite väljaselgitamisele ning lisaks analüüsitakse, kuidas on Tallinna börs oma funktsioone seni täitnud ja millisel tasemel on olnud tegevuse tulemuslikkuse näitajad. Alapeatükk tugineb dokumendianalüüsile ehk analüüsitakse Tallinna börsi arengu temaatikat käsitlevaid varasemaid teadustöid, meediaväljaandeid, Tallinna börsi kodulehel avaldatud informatsiooni ning börsistatistikat. Tallinna börsi

arengu teemalisi uuringuid on üsna vähe. Ühe esimese uuringu sellel teemal tegi Luštšik (1997), kes andis ülevaate Tallinna börsi rollist, mikrostruktuurist, staatusest ja arengust. Lisaks on seda teemat käsitlenud Kein (1998) ja Kallas (2012). Seetõttu tugineb analüüs peamiselt meediaväljaandes Äripäev ilmunud artiklitele.

Nasdaq Tallinn ja Eesti Väärtpaberikeskus on juhtivad Eesti väärtpaberituru ettevõtted, mille kaudu toimub väärtpaberitega kauplemiseks vajaliku keskkonna haldamine, väärtpaberitehingute arveldamine, ettevõtete noteerimine, väärtpaberite keskregistri ja kogumispensioni registri pidamine Eestis. Nasdaq Tallinna börs on ainus reguleeritud väärtpaberite järelturg Eestis, mis viib kokku raha paigutavad investorid, täiendavat kapitali kaasata soovivad ettevõtted ning börsi liikmed, kes vahendavad investorite väärtpaberitehinguid ühtses elektroonilises kauplemissüsteemis. Tallinna börs kasutab Põhja- ja Baltimaade kauplemisplatvorme INET ja SAXESS, kuhu lisaks Tallinnale on ühendatud veel kuue riigi börsid: Soome, Rootsi, Taani, Island, Läti ja Leedu. Nasdaq Tallinn on alates 2004. aastast Põhja- ja Baltimaade börsiliidu NOREX liige. Tallinna börsil kaubeldavad aktsiad jagunevad Balti põhi- ja lisanimekirja, lisaks on loodud ka alternatiivturg, millel puudub reguleeritud turu õigus. Täpsem ülevaade Tallinna börsi põhi- ja lisanimekirja ning alternatiivturu ettevõtete ja nõuete kohta on esitatud lisa 7. (Nasdaq Tallinn...2015; Nasdaq OMX... 2016: 1) Tallinna börsil on lisaks ettevõtete aktsiatele ka teisi instrumente, kuid käesoleva töö autor keskendub edaspidi aktsiaturgude temaatikale.

Eestil polnud enne taasiseseisvumist oma aktsiabörsi, küll aga peetakse Tallinna börsi eelkäijaks 1920. aastal loodud Tallinna fondibörsi, mille ülesanne oli välisvaluuta- ja väärtpaberikursside fikseerimine. Fondibörs aga likvideeriti 1941. aastal seoses Eesti okupeerimisega Nõukogude Liidu poolt. (Ajalugu 2015) Väärtpaberite turu väljaarendamine sõltub mitmete õiguslike, institutsionaalsete, majanduslike, sotsiaalsete ja poliitiliste tingimuste täitmisest. Eestis muutus taasiseseisvumise järel oluliseks regulatiivse raamistiku loomine väärtpaberituru jaoks, järgnevalt on välja toodud selle vajalikkus (Kein 1998: 7):

- kontrolli saavutamine väärtpaberituru ja selle osaliste üle ning üldsuse usalduse suurendamine väärtpaberite suhtes;

- põhilise investorite kaitse võimaldamine ning aluste loomine õiglaseks ja efektiivseks turuks;
- areneva süsteemi stabiilsuse kaitsmine, vältides ebaõnnestumisi turul.

Eesti väärtpaberituru regulatiivne raamistik loodi 1993. aastal ning see koosnes väärtpaberituru seadusest ja mitmetest normatiivaktidest (Luštšik 1997: 3; Ajalugu 2015). Need regulatsioonid olid olulised, lähtudes kolmest järgnevalt välja toodud aspektist (Kein 1998: 8–9):

- väärtpaberituru olemasoluks vajalike aluste loomine,
- väärtpaberituru arengu ja institutsioonide kontrollimine,
- väärtpaberituruga seotud kvaliteedistandardite ja –normide väljatöötamine.

12. augustil aastal 1994 tuli välja valituse määrus investeerimisfondide kohta, tänu millele muutusid investeerimisfondid legaalseks ja lisaks loodi nendega seotud tegevuste jaoks õiguslik raamistik. Sama aasta 14. oktoobril anti välja Vabariigi Valitsuse määruse nr. 374 "Eesti väärtpaberite keskregistri asutamine" vastuvõtmisega. 15. veebruaril 1995 võeti vastu Äriseadustik, kus oli selgelt määratletud aktsionäride õigused. (Luštšik 1997: 4; Kein 1998: 9) Järgmise aasta kevadel täiendati ja parandati väärtpaberiturgude seadusandlust ning Tallinna börs (algselt Tallinna väärtpaberibörs) asutati 19. aprillil aastal 1995. Asutajateks oli kümme kommertsbank, üheksa maaklerfirmat, Hüvitusfond, Eesti Pank ja Rahandusministeerium, millest igäüks oli võrdse osakaaluga. Tallinna börsil algas kauplemine 3. juunil 1996 ning see oli asutamisest peale elektrooniline väärtpaberiturg. (Kein 1998: 17; Ajalugu 2015) Nagu alapeatükist 1.3 selgus, ei olnud Tallinna börsil algusaegadel suurt rolli masserastamise protsessis, võrreldes mitmete teiste endise idabloki börsidega. Seetõttu kujunes Eesti väärtpaberiturg välja ilma aktiivse riigipoolse sekkumiseta ning piiratud regulatsioonidega.

Luštšik (1997: 49-50) tõi oma uuringus välja, millist kasu Eesti riik Tallinna börsist sai ning need on esitatud järgneva loeteluna:

1. Eestit käsitleti oma börsi loomisest alates kui riiki, millel on arenenud finantssüsteem. See oli investorite silmis väga oluline ning soodustas nende soovi osta mitte ainult börsiettevõtete, vaid ka börsiväliste ettevõtete aktsiaid ja osakuid.

2. Tallinna börsi nähti algusaegadel kui märki turumajandusest, mis võimaldab edukatel ettevõtetel oma aktsiaid börsil noteerida ning seeläbi tegevust laiendada.
3. Tallinna börsi indeks on oluliseks majanduse indikaatoriks, tänu millele on võimalik seal noteeritud ettevõtete väärtuse objektiivne hindamine.
4. Investorid saavad tänu Tallinna börsile oma säästud investeerida, võimaldades seeläbi ettevõtetele lisakapitali ning neil on võimalus oma säästude pealt tulu teenida.
5. Ettevõtted, mis on noteeritud Tallinna börsil, muutuvad läbipaistvamaks ja usaldusväärsemaks, kuna neil on ranged info avalikustamise nõuded.

Periood 1996-1998: 1996. aastal, mil Tallinna väärtpaberibörs avati, oli börsiga liitunud 13 ettevõtet: Foreksbank, Hansapank, Hoiupank, Innovatsioonipank, Ühispank, Põhja-Eesti Pank, Tallinna Pank, AS Talinvest, AS Eesti Ekspressi Investeeringute, AS Traader, AS Aktoris, ICI Trust ja AS HF Arenduse. Kasutusele võeti ühtne börsiindeks. (Börsi... 1996) Börs oli aastatel 1996-1998 ettevõtete jaoks atraktiivne ning paljud seadsid eesmärgiks aktsiate börsil noteerimise, uusi emitente üha lisandus (Mida... 1996; Börs... 1996; Börsile... 1998; Börsinimekiri 1998). Ettevõtete börsile mineku soovi takistas hirm info avalikustamise ees (Börs... 1996).

Tallinna väärtpaberibörs muutus atraktiivsemaks nii kodu- kui välismaiste investorite jaoks (Börsile! 1997). Börsi arengut takistas ebapiisav investorite kaitse ehk seadusandluses ja regulatsioonides oli mitmeid puudusi. Emitendid rikkusid info avalikustamise nõudeid ning ebaetiliste insaidertehingute maht kasvas, kuna nendega seotud reeglid olid mitmemõttelised ning investorite usaldus börsi vastu vähenes. (Hästi... 1996; Börs on liikumas... 1997; Insiderlus... 1998; Infosulg... 1998) Kaaluti ühtse Balti börsi moodustamist, kuid sellele ideele olid vastu Läti ja Leedu, kuna kardeti Tallinna väärtpaberibörsi varju jäämist. Läti ja Leedu väärtpaberibörsid toimisid tellimusraamatu alusel, Eestis oli asutamisest alates tunduvalt atraktiivsem *on-line* kauplemisega börs. (Balti 1996; Tallinna... 1997)

Periood 1999-2001: 1999. aastal tihenes Balti börside vaheline koostöö ning plaaniti luua ühisnimekirja ja ühtseid baasregulatsioone (Balti... 1999) Tallinna börs omandas EVK aktsiad ning Eesti väärtpaberituru infrastruktuur koondus ühtsesse efektiivsesse gruppi (Raesaar 2000b). Investorite parema kaitse nimel kiitis Riigikogu heaks

muudatused väärtpaberituru seadustes, millega sätestati ettevõtte ülevõtmispakkumise tegemise kohustus, lisaks hakati internetis avalikustama aktsionäride nimekirju (Koovit 2000a; Aktsiaraamatud... 2001). 1999. aastal investorid pigem lahkusid börsilt, kuid järgmisel aastal muutus börs nii institutsionaalsete kui väikeinvestorite jaoks atraktiivsemaks (Tallinna börs:... 2000).

Perioodi oluliseks sündmuseks oli Euroopa Börside liidu liikmeks saamine (Koovit 2000b). Helsingi börs (HEX) omandas üle 50% Tallinna väärtpaberibörsi aktsiatest ning Tallinna väärtpaberibörsist sai kasumit taotlev ettevõtte (Tähismaa 2001a; Tallinna... 2001) Endiselt oli probleemiks hästi toimiva finantsjärelevalve puudumine, emitentide finantsaruanded polnud omavahel võrreldavad ning insaidertehinguid ei suudetud kontrollida (Koovit 2000c; Koovit 2000d; Koppel 2001a). Eeldati, et HEXiga ühinemine toob tulevikus kaasa järelevalve karmimaks muutumise ja seega investorite kaitse suurenemise (Rumessen 2001b). Sel perioodil lisandus börsile näiteks Telekom, kuid mitmed ettevõtted noteeriti (Truuverk 1999a; Tähismaa 2000c; Koppel 2001b). Perioodi iseloomustas üldjoontes vajadus investorite parema kaitse järele.

Periood 2002-2004: Tallinna väärtpaberibörs ja Eesti väärtpaberite keskdepositoorium võtsid 2002. aastal kasutusele uued nimed Tallinna börs ja Eesti Väärtpaberikeskus. Kahte ettevõtet ühendava kontserni nimeks sai HEX Tallinn. (Heinsalu 2002a) Sel perioodil paranes investoreid kaitsvate regulatsioonide kvaliteet, näiteks pööras Finantsinspeksioon suuremat tähelepanu ebaeetiliste insaidertehingute takistamisele (Finantsinspeksioon... 2002; Stamberg 2004). Tallinna börsi noteerimis- ja järelevalvekomisjon ühendati efektiivsema töö eesmärgil (Tallinna... 2002). Rahandusminister allkirjastas 2003. aastal noteerimismääruse, mis sätestas detailset väärtpaberibörsil noteerimise, noteerimisprospekti, teabe avalikustamise ja määruse rakendamise, arvestades Euroopa Liidu standarditega (Olev 2003).

Tallinna, Riia ja Helsingi börsid võtsid koostöö tihendamise eesmärgil kasutusele uue kauplemissüsteemi SAXESS, mis oli kasutusel juba Taanis, Islandil, Norras ja Rootsis (OMHEX... 2004). OMHEX väärtpaberiturgude divisjon HEX Integrated Markets astus Põhjamaade börsiliidu liikmeks ning tulemusena kuulus NOREXi koosseisu kõik Põhjamaade väärtpaberiturud ja 2/3 Baltikumi turust (Männik 2004). Alustati hea

ühingujuhtimise tava väljatöötamist, tänu millele peaks emitentide tegevus muutuma läbipaistvamaks ning nende finantsaruanded omavahel paremini võrreldavamaks (Feldmanis 2004). Aktuaalseks muutus riigiettevõtete vähemusosaluste börsil noteerimise idee, mis aitaks börsi elavdada (Oja 2004). Emitente jäi Tallinna börsil järjest vähemaks ning kodumaiste väikeaktsionäride osatähtsus oli Eestis oluliselt madalam kui mujal maailmas (Koovit 2002a; Koovit 2003). Aastad 2002-2004 olid seega Tallinna börsi arengut soodustavad, sest regulatsioonid muutusid paremaks ning koostöö teiste börsidega tihenes.

Periood 2005-2007: Sel perioodil asutati Investorite Liit, mille ülesandeks on väikeinvestoritele investeerimisvõimaluste tutvustamine ning nende huvide kaitsmine (Taim 2005). Käivitati konkurss „Baltic Market Awards“, mille eesmärgiks oli Balti riikide börside põhi- ja lisanimekirjas noteeritud ettevõtete hindamine vastavalt nende investorsuhetele ja kauplemissuhtele (OMX... 2006). Eelmiste perioodidega võrreldes oli investorite kaitse tunduvalt paranenud ning mitmed ettevõtted said reglemendi rikkumise eest karistada (Pinn 2007d). Tallinna börs võttis kasutusele GICS standardid, et muuta börsiettevõtteid omavahel paremini võrreldavaks (Tallinna... 2005). Börsile lisandus uusi emitente, näiteks Tallinna Vesi, Starman, Tallink Grupp, Eesti Ehitus, Olympic kasiino, Ekspress Grupp ja Arco Vara (Matsulevitš 2005a; Kärssin 2005; Matson 2005d; Börsiülevaade... 2006; Matson 2005b; Pinnk 2007d). 2006. aasta oli eriline selle poolest, et majanduskasvuprognosid lähiaastateks olid väga positiivsed ning meediaväljaannetes tehti ettepanekuid, et majanduskasvust osa saamiseks tuleks osta börsil noteeritud aktsiaid (Muuda... 2006). Seega, nagu ka teoreetilisest peatükist selgus, muudab majanduskasvu ootus aktsiabörse investorite jaoks atraktiivsemaks, kuna eeldatakse ettevõtete paremaid majandustulemusi tulevikus. Ka ettevõtted on majanduskasvu tingimustes meelsamini valmis börsile minema, kuna investeeritakse rohkem ja kapitali kaasamise vajadus suureneb.

Swedbank omandas enam kui 98% Tallinna börsi ühe olulisema emitendi Hansapanga aktsiatest, mille tagajärjel ettevõtte denoteerimine muutus paratamatuks. Tegemist oli olulise börsiettevõttega, sest aastatel 2002-2004 andis Hansapank Tallinna börsi käibest ligi 60%. (Pikkani 2005) Riigiettevõtete börsil noteerimise idee oli aktuaalne ka sel

perioodil, kuid poliitikud olid sellele vastu (Kitt 2005; Toomsalu 2005; Pinn 2007a). Poliitikud polnud Tallinna börsi suhtes kuigi positiivselt meelestatud, näiteks väitis J. Reiljan (2005; viidatud Toomsalu 2005 vahendusel), et Tallinna börs on mängubörs, kus tegeletakse vaid tulumaksu optimeerimisega. Lääne- ja Kesk-Euroopa ning Skandinaavia investorite poolne kasvav huvi Tallinna börsi vastu soodustas börsi arengut (Ojala 2007a). Kodumaiste investorite osatähtsus Tallinna börsil suurenes järkjärgult, kasvades perioodi lõpuks 51,3%ni (Börsiülevaade: Tallinna... 2005; Oja 2007). Nasdaq Stock Market Inc ehk USA suuruselt teine börs teatas Tallinna börsi omaniku OMX AB ostmisest, mille tulemusena liitus Tallinna börs maailma ühe juhtiva börsioperaatoriga (Pinn 2007b). Perioodi oluliseks sündmuseks oli Eesti Väärtpaberikeskuse ja Tallinna börsi poolt välja töötatud Balti väärtpaberiarvelduste juhend ning Korporatiivsete sündmuste hea tava, neist esimene oli suunatud professionaalsetele investoritele ja turuosalistele ning teine emitentidele. (Ajalugu 2015)

Periood 2008-2010: 2008. aasta oli Tallinna börsi arengu seisukohalt üsna pessimistlik, Statistikaameti andmetel moodustas Tallinna börsi emitentide käive ettevõtete kogukäibest vaid 7%, mis näitas, et Tallinna börsi roll Eesti majanduses oli marginaalne (Börsikommentaar... 2008). Ettevõtete jaoks ei olnud börsile minek sel perioodil kuigi atraktiivne, põhjuseks oli halb majandusolukord ning sellest tulenev börsiettevõtete madal hinnatase ja investorite vähenenud huvi. Kui likviidsus on olematu, nagu antud juhul oli, ei peegelda aktsiahinnad ettevõtte õiglast väärtust. (Lahe 2008; Alber... 2008; BÖRS... 2008). Tallinna börsi poolt tellitud uuringu tulemustest selgus, et 35% elanikkonnast toetas riigifirmade börsile minekut, pooldajate seas oli palju aktiivseid investoreid, kuid poliitikute hinnangul võis see otsus kahjustada ühiskonna huve (Pinn 2008; Tallinna börsil... 2008). Olari Taal väitis, et riigiettevõtete erastamine oleks vajalik, kuna riigiettevõtete nõukogudes olevad poliitikud olid sel ajal selleks tööks ebakompetentsed ning riigiettevõtteid tuleks muuta läbipaistvamaks. (Jakobson 2009) Tallinna börsi tuleviku suhtes oldi pessimistlikud, sest välisfondid lahkusid ning nende jaoks polnud stiimuleid, et tagasi tulla (Kommentaar... 2008; Koppel... 2008). Uudis, et Eesti liitub 2011. aastal eurosooniga, oli börsi arengu seisukohalt positiivne, kuna välisinvestorite silmis tõuseks Eesti majanduse usaldusväärsus ning eeldatavasti suureneks ka nende investeerimisaktiivsus (Bank 2010; Oja 2010).

Carlsberg omandas 75% Saku Õlletehase aktsiatest ning tegi kohustusliku ülevõtmispakkumise 25% väikeaktsionäridele, tulemusena lahkus järjekordne emitent börsilt, lahkus ka teisi emitente, näiteks Luterma (endine Kalev) ja Starman (Pinn 2008; BÖRS... 2009; Matson 2009). Telia Sonera ülevõtupakkumine Eesti Telekomile viitas sellele, et Tallinna börsilt kaob üks olulisemaid ettevõtteid. Seda näitas asjaolu, et ülevõtupakkumise tulemusena sai Tallinna börsist üks suurimaid tõusjaid maailmas. (Vaarmets 2009) Tallinna börs oli sel perioodil väike, mittelikviidne ja kõrge volatiilsuse tasemega ning kohalike pensionifondide huvi selle vastu järjest vähenes (Kaks... 2009; Kruusmaa 2010b; Kruusmaa 2010c). Tallinna börsi indeks ei kuulunud ühegi rahvusvahelise laialt kasutatava indeksi hulka, mistõttu polnud siin välismaiste indeksfondide raha (Kruusmaa 2010c). Perioodi positiivseks sõnumiks oli Premia Foodsi IPO Tallinna börsil (Krjutshkova 2010). Sel perioodil võeti kasutusele volatiilsuslimiidid, mille eesmärgiks oli vähendada kauplemisintsendide ja -anomaaliat esinemise tõenäosust (Kreek 2010). 2010. aastal läks Eesti Väärtpaberikeskus üle uuele standardile ja infosüsteemile DEPEND. Siis said heakskiidu ka mitmed investeerimiskeskonda mõjutavad seadusemuudatused, näiteks tulumaksuseaduse muudatused lubavad investeerimiskontot kasutades edasi lükata finantsinvesteeringutelt saadud tulude maksustamist. (Ajalugu 2015)

Period 2011-2013: Euro kasutuselevõtmine ei parandanud oluliselt Tallinna börsi olukorda, 2011. aastal oli emitentide nimekiri endiselt liiga lühike ja ka investoreid oli börsil vähe (Rozental 2011; Homme 2011; Esse, Pilvinski 2011). Eesti Panga finantsstabiilsuse ülevaates hinnati Eesti kapitaliturgu liialt väikeseks ning selle mõju Eesti finantsüsteemis pea olematuks. Selle tõestuseks oli turukapitalisatsiooni ja SKP madal suhe ning lisaks oli börs kontsentreerunud ehk nelja suurima ettevõtte noteeritud aktsiad hõlmasid börsi kapitalisatsioonist üle kahe kolmandiku. (Esse 2011a) Börsi arengut soodustati väärtpaberituru seaduse muudatusega, millega sai avada väärtpaberikonto otse EVKs ilma panga või muu kontohalduri vahendusega. Eeldatavasti suurendaks uus regulatsioon Eesti väärtpaberiringluse tasuvust, atraktiivsust, läbipaistvust ja usaldusväärsust ning koos sellega ka tema konkurentsivõimet. (Kruusmaa 2011a) 2011. aastal tähistati Tallinna börsi 15.

tegutsemisaastat ning selle puhul väitis president Ilves oma kõnes, et kodumaine börs on Eesti majanduse peegel ning selle säilitamine on väga oluline (Kruusmaa 2011b).

Kohalikud pensionifondid ja institutsionaalsed välisinvestorid sel perioodil jätkuvalt ei investeerinud olulisel määral Tallinna börsi ettevõtetesse, kuna Tallinna börs oli madalast likviidsusest tingituna nende jaoks liiga riskantne (Tallinna... 2012; Esse 2012; ÄP... 2012). 2013. aastal lokaalsete pensionifondide aktiivsus Tallinna börsil suurenes mõnevõrra (Pensioniraha... 2013). Eelnev oli magistritöö autori hinnangul väga oluline, kuna seeläbi panustati kohalike elanike raha kodumaiste ettevõtete kasvu ja arengusse. Börs aga oli endiselt madala kauplemisaktiivsuse ja likviidsusega, likviidsuse parandamiseks käivitati uus ja senisest efektiivsem turutegemise programm, millega liitumine oli vabatahtlik (Kreek 2013a; Börs... 2013). Perioodi positiivne sõnum tuli LHV Pangalt, kes kuulutas oma soovi lähitulevikus kodumaisel börsil aktsiad noteerida (LHV... 2012). Tallinna börs hakkas rohkem tähelepanu pöörama sellele, et paremini informeeritud finantsvahendajad ei kuritarvitaks kasu teenimise eesmärgil oma positsiooni (Saad, Kald 2013).

Periood 2014-2016: Nii Rahandusministeerium kui ka Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium kinnitasid 2014. aastal, et riigiettevõtete börsile viimine ei ole neil lähiajal plaanis (Eesti... 2014; Tallinna... 2014). Tallinna börs oli väga kontsentreerunud ehk 13 kaubeldavast aktsiast moodustasid 2014. aastal kuus suurimat ligi 90% turu koguväärtusest (Saad 2014a). TNS Emori uuringu tulemustest selgus, et börsiettevõtetest ei jõudnud mainekamate ettevõtete top 10 hulka mitte ükski (Saad 2014b). Börsi muutis mõnevõrra läbipaistvamaks võimalus seal noteeritud ettevõtete juhtide palku välja arvutada (Esse 2014). Tallinna börsi arengu soodustamiseks pakuti välja järgmised võimalused: uute ettevõtete (eeskätt riigifirmade) noteerimine, pensionifondide suurem aktiivsus koduturul ning ühtse Balti börsi moodustamine (Tammemäe 2014).

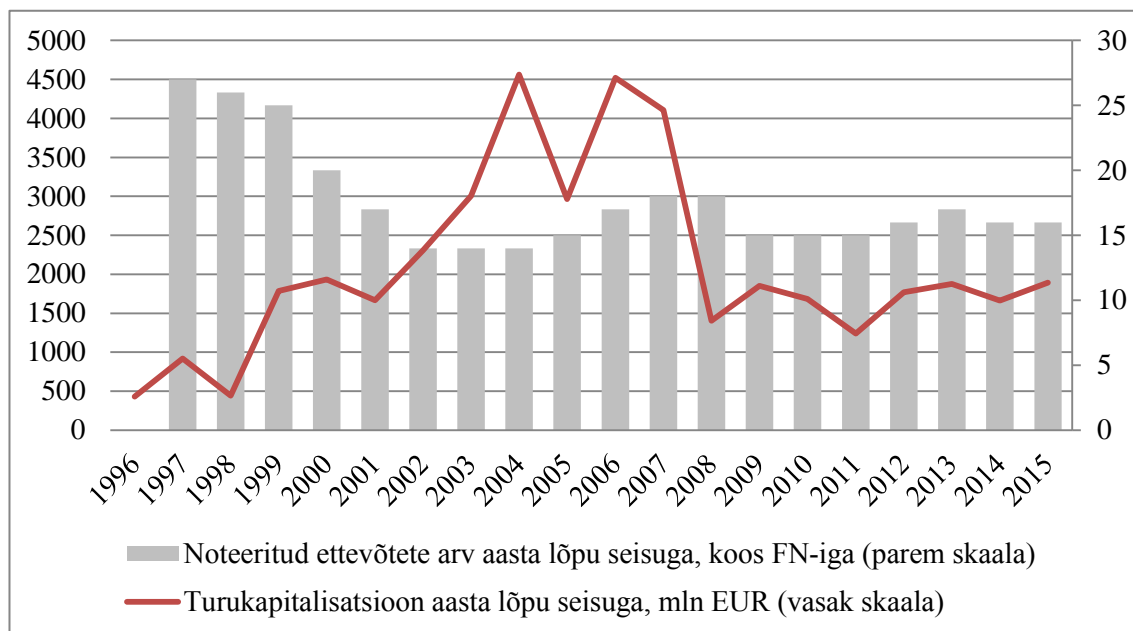
Vaatamata headele eeldustele (nt heale majandusolukorrale), ei kasutanud Eesti ettevõtted 2015. aastal võimalust Tallinna börsile tulekuks. Turukapitalisatsiooni ja SKP suhe (ca 10%) jäi Tallinna börsil oluliselt alla Euroopa riikide mediaanväärtusele (35,8%). (Joost 2015) Positiivseks uudiseks oli see, et Eestis ei kehtestata plaanitud

finantstehingute maksu (Tsahkna 2015). Äripäeva hinnangul on kodumaine börs olenemata oma madalast arengutasemest siiski ühe riigi majandusedu ja tema kodanike finantstuleviku kindlustamise jaoks ülioluline. Lootus on tärkamas ka avalikust sektorist ehk üle aastate räägitakse valitsuses riigiettevõtete erastamise teemal. Lisaks on peagi börsile tulemas LHV Pank. Viimane IPO toimus 2010. aastal, investorid ootavad juba uut. (Tallinna... 2015) 2015. aasta üheks oluliseks sündmuseks oli Nasdaq'i otsus Tallinna börsil katsetama asuda bitcoini tehnoloogiat. Eesti osutus valituks, sest riigi IT infrastruktuur annab selleks hea võimaluse. Seda tehnoloogiat vaadeldakse finantsmaailmas kui järgmist murrangulist turu arendajat. (Saad 2015) Seega võib öelda, et Tallinna börs on tehnoloogiliselt väga kõrgelt arenenud.

2016. aasta alguses on endiselt aktuaalne riigiettevõtete börsile viimise teema. Kangur (2016) väitis, et suurte riigiettevõtete aktsiatest tuleks erastada vähemalt 20%, tänu sellele saaksid elanikud parema investeerimisvõimaluse. Tõenäoliselt investeeriksid ka kohalikud ja välismaised fondid ehk institutsionaalsed investorid sel juhul rohkem Tallinna börsil ning riigiettevõtete majanduslik efektiivsus kasvaks. (Kangur 2016). Oluliseks uuenduseks, mis võiks Tallinna börsi investorite silmis atraktiivsemaks muuta, on uus e-hääletamise võimalus aktsionäride üldkoosolekutel. Tänu sellele ei pea aktsionärid enam hääletamiseks füüsiliselt kohal olema. (Saad 2016b, Hankewitz 2016) Tallinna börsi arengu seisukohalt oli väga positiivne LHV kinnitus, et nad on otsustanud maikuus IPO korraldada (Saad 2016c).

Lisades 5 ja 6 on esitatud Tallinna börsi arenguga seotud olulisemad absoluutnäitajad ja suhtarvud aastatel 1996-2015. Eelnevalt küll esitati põhjused, millised tegurid ühel või teisel aastal börsi arengut soodustasid või takistasid, kuid järgnevalt antakse ülevaade olulisematest trendidest. Börsi suurust saab hinnata näiteks turukapitalisatsiooni ja börsiettevõtete arvu järgi. Selgub, et turukapitalisatsioon oli börsi algusaastatel madal, kuid 2004. aastal saavutati ajalooliselt kõrgeim tase (4 564 mln EUR), järgmisel aastal see langes mõnevõrra ning 2006. aastal jälle tõusis (vt jooniselt 11). Alates sellest ajast on turukapitalisatsioon langenud, millel on mitmeid põhjuseid, kuid oluline roll on seejuures olnud globaalsel majanduslangusel. Aastatel 2008-2015 püsis turukapitalisatsiooni tase enam-vähem samal tasemel, mis oli oluliselt madalam kui

2006. ja 2007. aastal. Noteeritud ettevõtete ehk emitentide arv oli börsi algusaastatel suurem, kuid see on viimase 15 aasta jooksul püsinud stabiilselt madalal tasemel ning uusi ettevõtteid on nende aastate jooksul lisandunud üsna vähe (vt jooniselt 11). Madal turukapitalisatsioon ja väike ettevõtete arv viitavad börsi madalamale arengule.



* FN- First North ehk alternatiivturg

Joonis 11. Tallinna börsi turukapitalisatsiooni ja noteeritud ettevõtete arvu dünaamika aastatel 1996-2015 (autori koostatud lisade 5 ja 6 põhjal).

Likviidsust saab hinnata kolme näitaja kaudu, nagu ka alapeatükist 1.2 selgus, nendeks on käibe suhe SKPsse ja käibe suhe turukapitalisatsiooni (vt lisadest 5 ja 6), lisaks ostu/müügi noteeringute vahe. Kahe esimese näitaja kõrgem väärtus viitab paremale likviidsusele, nagu selgus alapeatükist 1.2. Üldiselt on likviidsus Tallinna börsil olnud terve ajaloo vältel suhteliselt madal, mis selgus ka dokumendianalüüsist. Mõnevõrra kõrgem oli likviidsus börsi algusaegadel kuni 1998. aastani, mil algas börsiajaloo esimene ulatuslik finantskriis. Seega, ka likviidsuse näitajate järgi on Tallinna börsi arengutase viimastel aastatel olnud suhteliselt madal. Börsi rolli olulisust Eesti majanduses saab hinnata turukapitalisatsiooni ja SKP suhtena. Kõrgelt arenenud riikides on see tase enamasti väga kõrge, kuid Tallinna börsi ettevõtete turukapitalisatsioon oli kõrgeim 2004. aastal ning näitaja väärtuseks oli 47,11%. Alates sellest ajast on see oluliselt langenud ning aastatel 2008-2014 püsis see stabiilselt suhteliselt madalal tasemel, umbes 10% juures. Seega ka börsistatistikast, nagu ka dokumendianalüüsist,

selgus, et Tallinna börsi roll Eesti majanduses on marginaalne. Kauplemissaktiivsuse näitajate (aktsiatehingute arv aastas ja vähemalt 5 tehingut teinud investorite arv) trend on alates 2007. aastast olnud langev, mis samuti viitab börsi pigem madalale arengutasemele (vt lisadest 5 ja 6).

Magistritöö autor koondas Tallinna börsi arengut soodustanud ja takistanud tegurid parema ülevaate saamiseks tabelitesse, mis on esitatud lisades 3 ja 4. Aastate lõikes kujunes välja aga teatud muster ehk on võimalik välja tuua olulisemad poliitilised, majanduslikud, sotsiaalsed ja tehnoloogilised tegurid, mis avaldavad Tallinna börsi arengule mõju (vt tabelist 5).

Tabel 5. Tallinna börsi arengut mõjutavad poliitilised, majanduslikud, sotsiaalsed ja tehnoloogilised tegurid.

POLIITILISED	MAJANDUSLIKUD
<ul style="list-style-type: none"> • aja jooksul on investorite kaitse poliitika muutunud üha paremini reguleeritumaks ning sellele võib anda kõrge hinnangu; • mida aeg edasi, seda stabiilsemaks on muutunud poliitiline keskkond; • EL-iga liitumine ning poliitikate ühtlustamine EL-i standarditele vastavalt on positiivne; • emitentide läbipaistvus on aastate jooksul suurenenud; • riigifirmad ei ole endiselt börsil, kuigi teema on väga aktuaalne; • kodumaistel pensionifondidel pole kohustust ega soovi investeerida Tallinna börsil. 	<ul style="list-style-type: none"> • majanduskasv soodustab ettevõtete motive börsile tulekuks, langus takistab; • Eesti majanduse mastaap on liiga väike, et isoleeritult tegutseda, mistõttu on vajalik koostöö teiste riikidega; • tänu EL-iga liitumisele ja euro kasutuselevõtule on Eesti majandus (välis)investorite silmis usaldusväärne; • tulumaksuseaduse järgi saab investeerimiskontot kasutades edasi lükata finantsinvesteeringutelt saadud tulude maksustamist.
<ul style="list-style-type: none"> • elanike suhteliselt nõrgad teadmised aktsiabörside temaatikast; • investorihaldusprogramm „Invest Mentor“, mille eesmärgiks on kodumaiste teadlike investorite teadmiste suurendamine investeerimisvaldkonnas; • eestlaste jaoks ei ole olemasolevad börsiettevõtted kuigi atraktiivsed; • kohalike elanike seas on huvi näha börsil ka riigiettevõtteid; • ühiskond peab üldiselt kodumaise börsi säilimist vajalikuks; • elanike investeerimisvalmidus on madal. 	<ul style="list-style-type: none"> • alates asutamisest elektrooniline börs ehk <i>on-line</i> kauplemissüsteemil põhinev; • ettevõtetal on võimalik registreerida end internetis; • läbipaistvuse eesmärgil on aktsionäride nimekirjad internetis üleval; • aktsionäridel on võimalik üldkoosolekul e-hääletada; • Tallinna börsil katsetatakse bitcoini tehnoloogiat.
SOTSIAALSED	TEHNOOLOOGILISED

Allikas: (autori koostatud lisade 3 ja 4 põhjal).

Poliitiliste tegurite all käsitletakse näiteks investorite kaitse poliitikat ehk regulatsioone ning magistritöö autori hinnangul on selles valdkonnas läbitud murranguline progress ehk algselt üsna nõrgast regulatiivsest raamistikust on tänapäevaks kujunenud tugev ning usaldusväärne süsteem. Arengule on palju kaasa aidanud EL-i standarditega kohanemise vajadus. Negatiivseks küljeks on poliitikute soovimatus riigifirmasid börsile viia, millest oleks kapitalituru arendamise seisukohalt tõenäoliselt palju abi, teema on olnud aktuaalne viimased 15 aastat. 2011. aastal esitas töögrupp Finance Estonia ettepanekud Eesti kapitalituru edendamiseks ning ka nende nägemuse järgi oleks vajalik riigifirmade aktsiate noteerimine, kuid lisaks ka Eesti riigi võlakirjade emiteerimine (Kallas 2012: 9-10).

Majanduslikest teguritest on oluline roll sellel, kas riigis või globaalsel tasandil on majanduskasv või –langus ehk majanduskasvu tingimustes on inimestel rohkem sääste, mida investeerida, ning lisaks on ettevõtete kasvupotentsiaal kõrgem. Kahjuks ei ole võimalik oluliselt muuta asjaolu, et Eesti majanduse mastaap on väike, kuid sellest tulenevalt oleks vajalik tihedam koostöö teiste (nt Balti või Põhjamaade) börsidega. Eesti tulumaksuseadus, mille järgi saab edasi lükata finantsinvesteeringutelt saadud tulude maksustamist, on magistritöö hinnangul oluliseks börsi arengut soodustavaks teguriks. Lisaks on positiivne ka Eesti kuulumine eurosooni, mis lisab kindlustunnet eelkõige välisinvestoritele.

Sotsiaalne raamistik mõjutab Tallinna börsi väga palju, sest mida rohkem on aktiivseid kodumaiseid investoreid, seda suurem on likviidsus ning tänu sellele oleks võimalik ka rohkem välismaiseid investoreid Tallinna börsile meelitada. Kahjuks on aga eestlaste investeerimishuvi üsna madal, mis võib olla tingitud sellest, et baasharidus ei käsitle piisaval määral investeerimistemaatikat ning aktsiaturge tajutakse väga riskantsetena. Teiseks põhjuseks on muidugi ka see, et olemasolevaid börsiettevõtteid ei peeta kuigi atraktiivseteks, olukorda võiks parandada uute ettevõtete (sh riigifirmade) aktsiate noteerimine. Ühiskonnas aga peetakse börsi oluliseks ning selle säilimist vajalikuks. Tehnoloogia osas on magistritöö autori hinnangul Tallinna börs väga hästi arenenud ning selleks loodi eeldused juba algstaadiumis ehk börs on asutamisest alates olnud

elektrooniline. Tehnoloogia võimalusi on kasutatud selleks, et börsi nii emitentide kui investorite jaoks mugavamaks muuta.

Järgmises alapeatükis analüüsitakse Tallinna börsi arengutaset käesoleval ajal ning ülejäärmises börsi tulevikutsenaariume. See, milliseks Tallinna börsi tulevik kujuneb, oleneb oluliselt sellest, kuidas börsi arengut enim soodustavad ja takistavad tegurid käituvad. Börsi ajaloolise arengu analüüsimise tulemusena võiks börsile tulevikus enim mõju avaldada majanduslikud ja poliitilised tegurid. Majanduslikest mõjutab börsi hinnanguliselt enim selle kasv või langus ehk kasvu tingimustes on elanikel rohkem sääste, mida investeerida, lisaks on ettevõtetele soodsamad kasvuvõimalused ning suurem vajadus kapitali kaasamiseks. Eelnevad tegurid ilmned ka magistriritöö teoreetilisest peatükist. Poliitilistest teguritest on oluline mõju võimul olevate poliitikute hoiakul Eesti kapitalituru edendamise suhtes. Juhul, kui poliitikud pooldavad kapitalituru arengut, suureneb võimalus näiteks riigiettevõtete börsile minekuks ja riigi võlakirjade emiteerimiseks. Lisaks on poliitikute hoiak seotud ka sotsiaalse valdkonnaga. Tõenäoliselt hakatakse reformima ka hariduspoliitikat eesmärgiga suurendada teadlikku kodumaist investorite baasi juhul, kui valitsev poliitiline kontingent soovib rohkem kapitalituru arengusse panustada.

2.3. Tallinna börsi arengutase käesoleval ajal

Empiirilise osa kolmandas alapeatükis analüüsitakse intervjuude kolme esimest küsimust, mis käsitlevad intervjuueeritavate hinnangut Tallinna börsi suhtes käesoleval ajal. Selgitatakse välja, milline on Tallinna börsi roll Eesti majanduses, millised on peamised börsi hea ja halva toimimise näitajad ning millisel tasemel on börsi tegevuse tulemuslikkuse tegurid. Intervjuueeritavate gruppide vahel vastuste põhjal olulisi erinevusi ei ilmnenu.

Hinnang Tallinna börsi rollile Eesti majanduses. Kõik intervjuueeritavad olid samal arvamusel, et Tallinna börsi roll Eesti majanduses on käesoleval perioodil marginaalne. *“Eesti majanduses Tallinna börsil rolli ei ole. Börsi roll peaks olema n-ö üks majanduse vereringe komponentidest, kus kapital liigub säästjatelt investoritele. Tallinna börsi kontekstis sellist asja ei toimu.”* (Koppel 2016) *“Börsi roll Eesti*

majanduses oli algusaegadel ehk aastatel 1997–1998 suur ja börs mõjutas oluliselt majanduses toimuvat, aga kahe börsikriisi tulemusena (aastatel 1998 ja 2008) on börsi roll tunduvalt vähenenud” (Vallikivi 2016).

Mitmed intervjueeritavad lisasid ka põhjuseid, miks nad börsi rolli marginaalseks hindasid. Näiteks toodi välja, et kui vaadata börsi turukapitalisatsiooni suhet SKP tasemesse (umbes 10%, vt lisast 6), on see tõenäoliselt üks Euroopa kõige madalamaid näitajaid. *“Maailmapanga andmetel (viimati avaldatud andmed, kus ka Eesti kajastub, on aastast 2012) edestab Tallinna börs turukapitalisatsiooni ja SKP suhtarvu poolest vaid selliseid Euroopa riike nagu Rumeenia, Leedu, Küpros, Gruusia, Makedoonia, Slovakkia ja Läti. 2012 aasta lõpus mõõdetuna jäi Eesti selle näitaja alusel alla ka Kasahstanile, Ukrainale, Mongooliale, Bulgaariale, Sloveeniale, Ungarile, Kreekale, Serbiale ja Islandile, rääkimata suurematest ja arenenumatest riikidest.”* (Joost 2016) Mõned intervjueeritavad täpsustasid, et väga hea oleks, kui turukapitalisatsiooni ja SKP suhe oleks 100% või isegi üle selle, mis viitaks börsi olulisele rollile majanduses. Intervjueeritavad tõid välja, et iga börsi roll majanduses on oluline, kuna tänu sellele on ettevõtetel võimalus kapitali kaasata ja investorid saavad oma sääste investeerida, mis tagab kapitali ratsionaalse jaotuse.

Mitmete uuringus osalenute hinnangul on Eesti majanduses börsi roll väike seetõttu, et enamik ettevõtteid on väikesed ning börsile minek käib paljudele neist üle jõu ehk börsireglemendi täitmine on liiga kulukas. Juhul, kui Eesti ettevõtetel oleks lihtsam börsile siseneda ja sealt lahkuda, võiks Tallinna börsi roll Eesti majanduses olla suurem kui käesoleval perioodil. Seega, kui ettevõtetel oleks madalate kulude ja sisenemisbarjääridega atraktiivne kapitali kaasamise koht, oleks sellest ka rohkem kasu Eesti majandusele. Reeglite leebemaks muutmise tulemusena näevad mõned intervjueeritavad ohtu investorite kaitse nõrgenemises, see probleem ilmnis ka töö teoreetilisest osast. Lisaks väitsid mitmed intervjueeritavad, et tänapäevases majanduskeskkonnas, kus intressimäärad on väga madalad, on ettevõtetel kapitali kaasamine laenu vormis odav, kuid pikas perspektiivis oleks börs siiski vajalik ja seda nii aktsiate kui võlakirjade mõttes. Magistritöö autor on samal arvamusel uuringus

osalenute hinnanguga ehk Tallinna börsi osatähtsus Eesti majandusest on tõepoolest väga madal ja seda tuleks tõsta.

Hinnang Tallinna börsi toimimisele. Intervjueeritavad tõid välja nii positiivseid kui negatiivseid tegureid seoses Tallinna börsi funktsioonidega, üldistest börsi funktsioonidest annab hea ülevaate töö teoreetilise osa 2. alapeatükk. Mitmete intervjuus osalenute hinnangul on börsi poolt loodud väga head eeldused nii emitentide kui investorite jaoks. Mõned intervjueeritavad väitsid, et positiivne on see, et Tallinna börs on osa suurest börsiliidust, lisaks on börs väga heade regulatsioonidega ning innovaatilise ja hea tehnoloogiaga, tänu millele on investorite jaoks tehingute tegemine lihtne ja odav. Börsi tiim on emitentide hinnangul toetav, tehakse aktiivset ettevõtetele ja poliitikutele suunatud lobitööd, tutvustades neile börsiga seotud kasutegureid ja riske. Börsil noteerimise oluliseks motiiviks ettevõtete jaoks on lisaks kapitali kaasamisele suurem tuntus ja meedia tähelepanu. Väikeinvestorite õigused on intervjueeritavate hinnangul väga hästi kaitstud, mis tuleneb nii börsireguleerimisest kui seadusandlusest. Tänu sellele on ettevõtted läbipaistvad ja viimastel aastatel pole Tallinna börsil turumanipulatsioonid läbi läinud. Börsiekspertidest tõid Oja (2016) ja Laidroo (2016) välja, et regulatsioonid on Tallinna börsil isegi liiga ranged ehk emitentidele tehakse trahve ja hoiatusi üsna teisejärguliste rikkumiste pärast ja info avalikustamisega seotud reegleid on palju.

Laidroo (2016): *“Ettevõtetele kehtestatud teabekvaliteedi regulatsioonid on selgelt ikka väga karmid. Kui võrrelda teiste Euroopa riikidega, siis siin nõutakse oluliselt rohkem. See on arusaadav, sest Eesti on väike riik ja kui tahta siia välisinvestoreid, siis on näiteks vajalik informatsiooni avaldamine ka inglise keeles. Kui vaadata teisi Kesk- ja Ida-Euroopa riike (näiteks Poolat), siis suurem osa infost on ikka ainult emakeeles.”*

Magistritöö autori hinnangul on emitentidele kehtestatud ranged regulatsioonid investorite seisukohalt positiivne ja see peaks börsi nende jaoks atraktiivsemaks muutma, kuid ranged regulatsioonid võivad vähendada börsi atraktiivsust ettevõtete silmis. Arco Vara juht T. Sild (2016) väitis, et temal ei ole Tallinna börsi regulatsioonide kohta kriitikat välja tuua. Ka Ekspress Grupi finantsjuhi P. Raidma (2016) hinnangul pole regulatsioonid ettevõtete jaoks liiga ranged, kuid need võiksid

olla selgemad. Tallinna Kaubamaja finantsjuht M. Vooremäe (2016) aga näeb rangetes regulatsioonides probleemi: *“Börsiregulatsioonid on Eesti majanduse suuruse juures väga karmid, mistõttu on börsil olek ettevõttele väga koormav ja selleks peab olema hea põhjus, et see koorem endale võetakse.”* Vooremäe (2016) tõdes samas, et regulatsioonide osas erisuste tegemine võib mõjuda negatiivselt Tallinna börsi usaldusväärsusele välisinvestorite silmis. Mõned finantsvahendajad tõid regulatsioonide ja seadusandluse nõrkusena välja selle, et õigusemõistjad pole piisavalt kompetentsed ehk neil puudub laiem arusaam kapitaliturgude toimimise kohta.

Suurem osa intervjueeritavatest hindas regulatsioonide kvaliteedi heaks, kuid finantsvahendajad tõid näiteid selle kohta, et börs siiski ei suuda üksikute emitentide tegevust distsiplineerida. Näiteks on üks emitent korduvalt andnud signaale, mida võib nimetada tulevikuprognosideks ja mille baasilt võivad inimesed teha investeerimisotsuseid, kuid millel pole reaalsusega seost. Selline tegevus on börsireglemendi järgi keelatud, kuid börs pole suutnud selle tegevuse vastu midagi ette võtta ning seda toimub endiselt. Juhul, kui Tallinna börsil oleks rohkem välisinvestoreid, siis tõenäoliselt poleks nad sellise börsiettevõtte käitumisega rahul.

Tallinna börsi juht Klettenberg (2016) kommenteeris Tallinna börsi funktsioone järgmiselt: *“Regulatsioonid vastavad kõigile nõuetele ja lisaks on need piisavalt lihtsad, et ettevõtetele oleks võimalik Tallinna börsile tulla. Tehnoloogia pool on samuti börsil väga hea, samaväärne Nordicuga. Eelnevad funktsioonid on kõige olulisemad börsi puhul. Seega ei arva, et Tallinna börsi puhul on funktsioonide mõttes takistusi. Suurem sünergia on tekkinud tänu sellele, et sisuliselt on Tallinna börs regionaalne börs ehk Nasdaq opereerib börse nii Põhjamaades kui Baltikumis. Baltikumis on ka üks nimekiri, mis on positiivne, sest see võimaldab meie investoritel osta samadel tingimustel ka Läti ja Leedu ettevõtete aktsiaid.”*

Maksusüsteem soodustab intervjueeritavate hinnangul investeerimist, kuna tänu investeerimiskontole saavad eraisikud investeringutelt teenitava tulu maksustamist edasi lükata. Tulumaksukohustus tekib alles siis, kui investeerimiskontolt võetakse rohkem raha välja, kui sinna sisse on makstud. (Investeerimiskonto 2016) Tänu sellele ei ole väikeinvestorid kohustatud reinvesteeritud tulu pealt makse maksma ning näiteks

kahjumi korral on võimalus see järgmise aasta kasumist maha arvestada. Maksustamisele kuulub ainult see kasumi osa, mida enam ei reinvesteerita.

Negatiivsena töid mitmed intervjuueeritavad välja, et börs ei täida hästi ettevõtete kapitali kaasamisega seotud funktsiooni, kuna emitentide arv on väga väike ja viimase viie aasta jooksul pole toimunud ühtegi IPOt (viimane IPO leidis aset 2010. aastal). *“Uute börsiettevõtete vähesus tuleneb paljuski meie riigi ja regiooni väiksusest: suuri, turgu tõeliselt elavdada suutvaid ettevõtteid ongi meil vähe. Mis ei tähenda, et meie börs ei toimi ja et seal ei võiks olla rohkem ettevõtteid. Toimib küll, nii esmas- kui järelturg.”* (Raidla 2016) Mitmed intervjuueeritavad usuvad aga, et LHV Panga börsile tulek 2016. aasta maikuus võiks börsi elavdada.

Teder (2016) väitis, et paljude ettevõtete jaoks on kapitalile ligipääs halb, kuna regulatsioonidest tulenevalt on kulud liiga kõrged. Seetõttu ei ole ka väikeinvestoritel kuigi palju valikuvõimalusi oma säästude investeerimiseks ja kapital ei ole ratsionaalselt jaotunud. Vallikivi (2016) lisas, et likviidsuse tase on viimastel aastatel olnud väga madal ja see annab tagasisidet väikeinvestoritele ehk vähem likviidsemate aktsiate positsioone on üha keerulisem müüa või soetada. See mõjutab omakorda väga palju aktsiahindu, seega on madal likviidsus Tallinna börsil probleemiks. Samas töid mitmed intervjuueeritavad kõigist sihtgruppidest välja selle, et Tallinna börsi enda võimalused börsi elavdamiseks on suhteliselt piiratud, seejuures on oluline roll ka näiteks majanduse üldisel olukorral ja poliitikal.

Eelnevalt selgus, et börsi juhi hinnangul on Balti riikide ühine nimekiri positiivne, kuid Oja (2016) arvates on seejuures negatiivne asjaolu, et Tallinna börsi kodulehekülg pole kodumaise väikeinvestori jaoks kuigi lihtsalt üles ehitatud ehk sisuliselt üritatakse käesoleval perioodil juurutada ühtset Balti turu kontseptsiooni. Eesti väikeinvestorid aga investeerivad enamasti kodumaistesse ettevõtetesse, mis on nende jaoks tuttavad ning neid üldiselt ei huvita Läti ja Leedu börsidega seonduv info. Börsi veebilehel aga kuvatakse kogu info Balti riikide ettevõtete kohta ning esilehelt on kättesaadav ainult Balti indeks. Positiivne on aga asjaolu, et välismaiste institutsionaalsete investorite jaoks on seeläbi Balti riikide börsid mõnevõrra atraktiivsemad, kuna välisfondid tajuvad Balti turgu ühtsena ja seega on neile vajalik info kiirelt kättesaadav. Raidma (2016)

arvates võiks börsi kodulehel olla mugavamalt korraldatud ettevõtete majandustulemuste (nt olulisemate suhtarvude) võrdlus, tänu millele saaksid investorid kiiresti erinevaid ettevõtteid analüüsida.

Vähi (2016) väitis, et Tallinna börsi oluliseks funktsiooniks on aktsiate hinnastamine. Eestil ei ole riigivõlakirju, mistõttu on keeruline määrata baasintressimäära, mida võtta aluseks varade hinnastamisel. Tallinna börsil ettevõtteid saab teiste börsil mittenoteeritud ettevõtete hinnastamisel aluseks võtta ehk börs toimib väärtuse mõõdupuuna ning kodumaise börsi hääbumine oleks sellest aspektist tulenevalt negatiivne. Tabelis 6 on välja toodud kokkuvõtlikult näitajad, mis viitavad Tallinna börsi heale ja halvale toimimisele.

Tabel 6. Tallinna börsi toimimisele viitavad tegurid

Positiivsed näitajad	Negatiivsed näitajad
<ul style="list-style-type: none"> • Kuulumine ülemaailmsesse börside liitu • Innovaatilise ja kõrgetasemelise tehnoloogiaga platvorm • Tehingute tegemise mugavus investori jaoks • Investorite kaitse seisukohalt toetav seadusandlus ja börsireglement • Börsiettevõtete läbipaistvuse tagamine • Börsi poolne toetus emitentidele • Ettevõtetele ja poliitikutele suunatud lobitöö • Meedia tähelepanu emitentidele • Seotus teiste Balti börsidega • Investeerimiskonto süsteem • Börs kui väärtuse mõõdupuu 	<ul style="list-style-type: none"> • Ettevõtete jaoks liiga karmid regulatsioonid • Regulatsioonide ebaselgus • Eesti ettevõtete üldine soovimatus börsi vahendusel kapitali kaasata • Õigusemõistjate ebakompetentsus kapitaliturgude teemaga seoses • Üksikud juhtumid börsi suutmatusest emitente distsiplineerida • Mitteratsionaalne kapitali jaotus • Vähe valikuvõimalusi investorite jaoks • Madal likviidsus • Ebamugavalt üles ehitatud info pakkumine Tallinna börsi kodulehel kohaliku väikeinvestori jaoks • Börsi kodulehel pole võimalik kiirelt ettevõtete majandustulemusi võrrelda

Allikas: (Autori koostatud).

Magistritöö teoreetilisest osast selgus, et maksupoliitika on oluliseks aktsiabörside arengut mõjutavaks teguriks (Lau, Wang 2003: 14), seega on magistritöö autori arvates investeerimiskonto süsteem väga oluliseks teguriks, mis muudab Tallinna börsi investorite jaoks atraktiivsemaks. Teoreetilisest peatükist selgus ka, et ettevõtete läbipaistvus ning hea investorite kaitse on börsi arenguks vajalikud (La Porta 1999: 25-26) ning ka selles osas toimib Tallinna börs hästi. Suureks probleemiks Tallinna börsi puhul on aga madal likviidsus, mis takistab börsi arengut, sest nagu ka alapeatükist 1.2

selgus, ei saa investorid sel juhul kindlad olla, et nad saavad vajadusel kiiresti aktsiad maha müüa. Seetõttu väheneb nende soov Tallinna börsi ettevõttesse investeerida (Bekaert, Harvey 1998: 7).

Hinnang Tallinna börsi tegevuse tulemuslikkusele. Uuringus osalenud töid välja, et börsi madalale arengutasemele viitab madal käive, mis on börsi tipuajaga võrreldes oluliselt langenud. Vallikivi (2016) hinnangul on see oluline ohumärk, et turg on hääbumas. Arco vara juht Sild (2016) väitis järgmist: *“Börsi arengu indikaatoritest viitab madalale arengutasemele käive. Muud peale käibe ma ei vaatakski. Börs on turg. Kui börsil kaubeldakse, siis ta toimib, kui ei kaubelda, siis ta ei toimi.”*

Negatiivsena toodi välja veel ka järgmised asjaolud: vähe emitente, viimastel aastatel pole toimunud ühtegi aktsiate esmaemissiooni, turu väike sügavus (ehk ostu/müügi noteeringute väike arv), suur ostu/müügi noteeringute vahe, kõrge kontsentratsioon ja volatiilsus ning madal likviidsus. *“Probleem on emitentide väikeses arvus ja madalas börsi päevakäibes, kui on börsi maht on väike, siis tahes-tahtmata tekib likviidsusega probleem. Likviidsus omakorda tagab noteeritud aktsiate ja muude instrumentide õige hinnastamise, kui seda ei ole, siis ei emitendi ega investori jaoks ei too börs oodatud lisaväärtust läbi aktiivse investorite baasi tekkimise ja ettevõtte väärtuse suurendamise.”* (Haavapuu 2016)

“Kui mõni välisfond, näiteks Rootsi pensionifond, tahaks siia suuremas mahus investeerida, siis igasugune sisenev välisraha tekitaks palju hinnasurvet üles, tulenevalt emitentide vähesusest. Järelikult on aktsiahinnad volatiilsemad, kui nad võiksid olla ehk kui hinnad tõusevad, siis oluliselt, ja kui langevad, siis samuti suurel määral” (Teder 2016). Ka mitmed teised juhtisid tähelepanu probleemile, et üks suuremahuline tehing võib oluliselt mõjutada seda, mis juhtub aktsiahindadega börsil. Seega on Tallinna börsi aktsiate hinnastamise efektiivsus suhteliselt halb.

Börsi kontsentreerituse osas olid intervjuueeritavad enamasti arvamusel, et see siiski on probleemiks. Pent (2016): *“Börs on ikka väga kontsentreeritud, kui me vaatame institutsionaalsete investorite poolt, siis ma olen optimist, kui ütlen, et vaatame umbes viit nime. Suuremad investorid kui meie (Avaron) tõenäoliselt vaataksid kahte nime.”*

Klettenberg (2016) aga väitis, et tema hinnangul ei domineeri üks või teine ettevõtte ning ta lisas, et börsi arengule mõjuks hästi, kui tekiks n-ö liideraktsia. Börsi arengu indikaatoreid hinnates selgus, et nende puhul on väga palju negatiivseid aspekte, kuid mitmed intervjueeritavad tõdesid, et selles ei saa ka ainult börsi süüdistada. Ajalooliselt kujunes niimoodi, et suuromanikud viisid likviidsemad ja atraktiivsemad ettevõtted (nt Telekomi ja Hansapanga) börsilt minema ja asemele samaväärseid ei tulnud.

Klettenberg (2016) ja Raidla (2016) tõid välja, et börsi kõrgele arengutasemele viitab uute ettevõtete lisandumine Balti alternatiivturule ehk First Northile. 2015. aastal lisandus seitse uut ettevõtet, neist kolm Tallinna börsile (aktsiatega lisandus Linda Nektar). Tegemist oli üle pika aja väga positiivse sündmusega ja selle põhjuseks oli aktsiaturu kõrval ka võlakirjaturu avamine First Northil. Kahjuks aga ei lisandunud ettevõtteid börsi põhinimekirja, tänu millele oleks käive suurenenud. Intervjueeritavate hinnangul aitab LHV IPO 2016. aasta maikuus börsi arengule tõenäoliselt kaasa. Mitmed intervjueeritavad tõid börsi arengut soodustavatest teguritest välja selle, et väikeaktsionäride osakaal on börsil läbi aja kasvanud ehk keskmine inimene muutub investeerimise suhtes teadlikumaks. Vallikivi (2016): *“Positiivne on üllatavalt suur tehingute arv viimasel ajal, millesse panustavad eelkõige väikeinvestorid. Kui käive on väike, samas tehingute arv on suur, siis see viitab asjaolule, et väikeinvestorid on siin turgu üle võtmas. Nende jõud aga on selgelt väiksem ja see mõjub negatiivselt likviidsusele.”* Toodi välja, et viimasel aastal on kauplemisaktiivsus börsil suurenenud, kuid kui vaadata pikka trendi, siis on viimase kümne aasta trend olnud langev. Lisaks on börsi arengu indikaatoriks ka regulatiivse ja institutsionaalse raamistiku kvaliteet, mis on väga heal tasemel, nagu selgus ka börsi funktsioonide analüüsist.

“Ettevõtete läbipaistvus ja avatus on oluline, sest just need määravad paljuski ära inimeste suhtumise ettevõtetesse ja finantsturgudesse. Investorid peaksid olema rahul – Nasdaq Balti börsid hindavad igal aastal Baltic Market Awardsi konkursi raames börsiettevõtete investorsuhtlust ja on rõõm tõdeda, et kvaliteet paraneb iga aastaga. Baltic Market Awardsi raames hinnatud ettevõtete keskmine punktisumma oli 75,8 punkti 100st, mis tähendab ca 50% tõusu võrreldes aastaga 2006, mil Balti börsiettevõtete investorsuhete hindamisega alustati. 2014. aasta kõrgeim skoor oli ligi

95 punkti 100st.” (Raidla 2016) Tabelis 7 on kokkuvõtlikult esitatud käesoleval ajal Tallinna börsi arengutasemele viitavad tegurid.

Tabel 7. Tallinna börsi tegevuse tulemuslikkuse näitajad käesoleval ajal

Börsi arengu indikaator	Tallinna börsi tegevuse tulemuslikkus
Suurus	Üsna väike, sellele viitab väike emitentide arv (vt lisast 11), madal turukapitalisatsiooni tase ja selle suhe SKPsse (umbes 10%).
Likviidsus	Väga madal likviidsus, mis tuleneb sellest, et börs pole eelkõige institutsionaalsete investorite jaoks atraktiivne.
Volatiilsus	Väga kõrge volatiilsus, üksikute suuremahuliste tehingute suur mõju aktsiahindadele.
Kontsentratsioon	Suhteliselt kõrgelt kontsentreerunud, kuid juhtaktsiat pole.
Institutsionaalse ja regulatiivse raamistiku kvaliteet	Investorite õigused on väga hästi kaitstud, seda toetavad nii seadusandlus kui börsi regulatsioonid. Ettevõtetele kehtestatud regulatsioonid on üsna karmid.
Aktsiate hinnastamise efektiivsus	Ei ole kuigi efektiivne, mis tuleneb madalast likviidsusest ja üksikute suuremahuliste tehingute olulisest mõjust aktsiahindadele.

Allikas: (Autori koostatud).

Tabel 7 koostati teoreetilise osa alapeatükis 1.2 esitatud tabeli (vt tabel 2) põhjal, magistr töö autor ei hinnanud emitentide majandustegevuse tulemuslikkuse aspekti, sest käesolev töö ei keskendu põhjalikult sellele temale. Tegemist on valdkonnaga, mida võiks edasistes uuringutes käsitleda. Selgub, et enamik tabelis 7 välja toodud näitajatest viitavad praegu pigem börsi madalale arengutasemele ehk tegevuse tulemuslikkusele. Mitmed intervjueritavad väitsid, et üheks kõige olulisemaks põhjuseks, miks börsi tegevuse tulemuslikkus kuigi hea ei ole, on selle väike mastaap, mis on seotud Eesti majanduse väikese mastaabiga. Ka teoreetilisest peatükist selgus, et väikestes riikides on aktsiabörside arengu soodustamine keeruline, sest noteerimiseks sobivate ettevõtete arv on väike ning selle muutmine on raske (Claessens *et al.* 2000: 8; Stanley 2010: 18). Magistr töö autori hinnangul tuleks seega tähelepanu pöörata teguritele, mille mõjutamine kohalikul tasandil on võimalik.

2.4. Tallinna börsi tulevikustsenaariumite käsitlemine

Tallinna börsi stsenaariumite analüüs tugineb peamiselt dokumendianalüüsile ja intervjuude vastustele. Intervjuus uuris magistr töö autor, millised poliitilised, majanduslikud, sotsiaalsed ja tehnoloogilised tegurid intervjueritavate hinnangul enim börsi arengut mõjutavad. Lisaks uuriti, milline võib olla tegurite mõju suund lähima viie

aasta jooksul. Need intervjuudest selgunud tegurid koos põhjendustega on esitatud lisades 8-11 ja neid on huvitav võrrelda dokumendianalüüsi tulemustes esitatud teguritega (vt tabelist 5). Magistritöö autor võtab neid tegureid koos põhjenduste ja võimaliku mõju suunaga aluseks stsenaariumite koostamisel. Varasemalt pole magistritöö autorile teadaolevalt Tallinna börsi tulevikustsenaariumitel põhinevat analüüsi tehtud. Värskeimad kodumaise kapitalituru arendamise teemalised uuringud on läbi viidud MTÜ Finance Estonia töögrupi poolt 2011. aastal (Kallas 2012) ning Tallinna, Riia ja Vilniuse börside poolt 2015. aastal (Baltimaade... 2015). Mõlemas eelnevalt välja toodud uuringus esitati ettepanekud, kuidas oleks võimalik kohaliku kapitalituru arengut soodustada.

Stsenaariumite analüüsi jaoks selgitas autor järgnevalt välja võtmetegurid, tuginedes nii dokumendianalüüsile kui ka intervjuudele. Intervjueeritavatelt küsiti, millised on kaks kõige olulisemat tegurite gruppi (poliitilised, majanduslikud, sotsiaalsed või tehnoloogilised) ning millised tegurid neist valitud gruppidest võiksid lähima viie aasta jooksul enim Tallinna börsi arengut mõjutada. Kõik intervjueeritavad välistasid tehnoloogia grupi (vt lisa 11), kuna tõdeti, et Tallinna börs on juba käesoleval ajal tehnoloogiliselt kõrgelt arenenud, kuid see ei ole motiveerinud ettevõtteid börsile tulema ega investoreid aktiivsemalt investeerima. Loomulikult on magistritöö autori hinnangul börsi hea tehnoloogiline tase oluline, kuid järgneva viie aasta jooksul muutused selles valdkonnas tõepoolest ei ole määrava tähtsusega. Mõned intervjueeritavad väitsid, et sotsiaalsed tegurid (vt lisa 10) on arengu puhul tulevikus väga olulised, kuid toodi välja, et see on pikaajaline protsess. Enamik intervjueeritavatest olid samal arvamusel, et järgmise viie aasta perspektiivis avaldavad Tallinna börsile enim mõju majanduslikud ja poliitilised tegurid. Dokumendianalüüsi põhjal jõudis ka magistritöö autor võtmetegurite osas samale järeldusele. Majanduslikest teguritest pidasid intervjueeritavad kõige olulisemaks mõjuteguriks majanduskasvu/-langust ja poliitiliselt olulisi tegureid võiks kokku võtta kui poliitikute panust/panuse puudumist kapitalituru arengusse (vt lisadest 8-9 ja jooniselt 12).

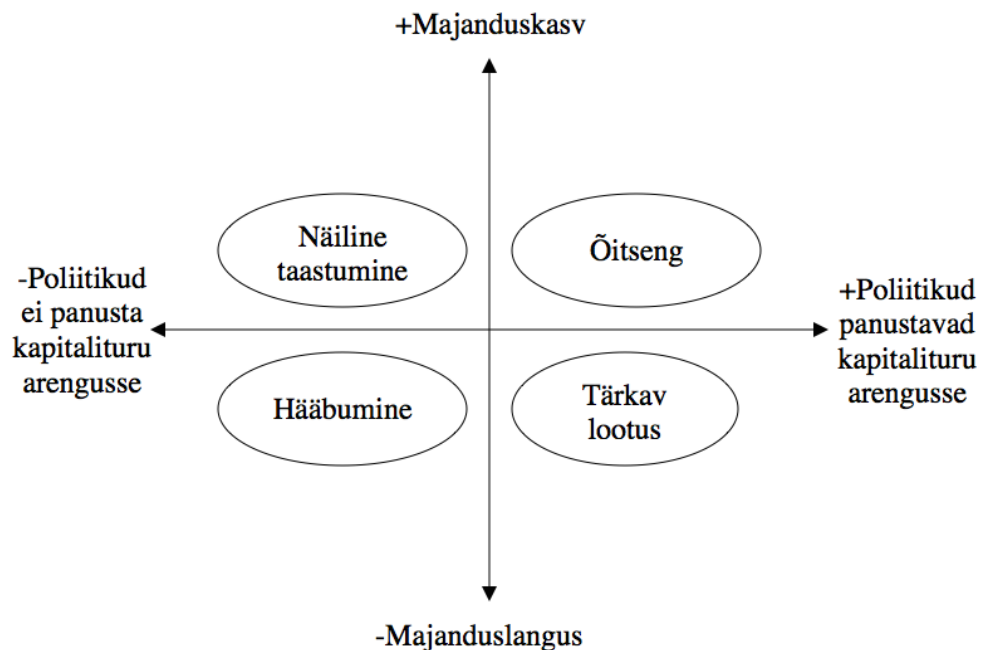


Joonis 12. Stsenaariumitel põhineva analüüsi võtmetegurid (autori koostatud intervjuude ja dokumendianalüüsi põhjal).

Järgnevalt koostas magistritöö autor stsenaariumitel põhineva analüüsi, et vastata küsimusele, millised on Tallinna börsi tulevikuperspektiivid järgmise viie aasta vaates. Joonisel 13 on esitatud Tallinna börsi võimalikud tulevikustsenaariumid: hääbumine, näiline taastumine, õitseng ja tärkav lootus.

Hääbumine: Esimese stsenaariumi korral on järgmise viie aasta perspektiivis majanduslangus ning poliitikud ei panusta kapitalituru arengusse. Tegemist on Tallinna börsi jaoks kõige negatiivsema stsenaariumiga. Ettevõtted on majanduslanguse tingimustes riskikartlikumad ja investeringuid tehakse vähem. Ettevaatlikumad on ka investorid, kes väldivad riskantseid aktsiabörse. Tallinna börsi turukapitalisatsiooni tase on madal ja see moodustab SKPst alla 10%lise osa ehk börsi roll Eesti majanduses on marginaalne. Börsi madalale arengutasemele viitavad veel ka madal käive, langev tehinguaktiivsus ning olematu likviidsus. Ettevõtete jaoks pole Tallinna börs atraktiivne ning need, kes on seadnud eesmärgiks tulevikus majanduskasvu tingimustes börsile mineku, ei kaalu variandina kodumaist börsi. Kohalike pensionifondide huvi Tallinna börsi vastu järjest väheneb ning kodumaised säästud investeeritakse välisurgudele,

ergutades teiste riikide majandust. Poliitikud ei kaalu pensionifondidele regulatsioonide kehtestamist, et innustada neid rohkem kodumaisele aktsiabörsile investeerima. Pensionifondide investeerimisstrateegiale ei saa etteheiteid teha, kuna nende eesmärgiks on parima riski-tulu suhte saavutamine ning mittelikviidse Tallinna börsi ettevõtete aktsiatesse investeerimine oleks nende jaoks liialt riskantne.



Joonis 13. Tallinna börsi võimalikud tulevikustsenaariumid järgmise viie aasta perspektiivis (autori koostatud intervjuude ja dokumendianalüüsi põhjal).

Riigivõlakirju pole emiteeritud ja seda ei plaanita teha ka tulevikus, kuna riigivõla võtmises nähakse negatiivset mõju. Välisinvestorite aktiivsus on väga madal, olukord on muutunud 2016. aastaga võrreldes veelgi halvemaks. Hariduspoliitikas pole sisse viidud reforme selleks, et noortele paremaid finantsalaseid baastadmisi pakkuda. Inimeste teadmised ja oskused investeerimise valdkonnas on paranemas, kuid sellesse panustavad rohkem kohalikud finantsinstitutsioonid ja Tallinna börs. Valitsussektori hinnangul peaks kapitaliturg arenema vabalt ilma riigipoolse sekkumiseta.

Meedias on aktuaalne teema, et Tallinna börs tõenäoliselt hääbub tulevikus, kui midagi selle päästmiseks ette ei võeta. Emitente börsile ei lisandu ning olemasolevad börsiettevõtted kaaluvad lahkumist, sest börs ei täida ühte kõige olulisemat funktsiooni ehk likviidsuse võimaldamist. Juhul, kui emitente ei lisandu (eeskätt põhinimekirja) ja

börsi turukapitalisatsioon ei suurene, ei ole võimalik eeldada, et börs võiks tulevikus rohkem areneda. Selles probleemis ei saa süüdistada Tallinna börsi kui platvormi, sest tegemist on väga hästi reguleeritud ja kõrgetasemelise tehnoloogiaga kauplemisskeskkonnaga.

Korraldatakse erinevaid arutelusid teemal, kuidas Tallinna börsi elavdada. Balti ühisbörsi loomisest tõenäoliselt poleks erilist kasu, see küll võimaldaks mõnevõrra börsi kulusid vähendada, kuid likviidsus oluliselt ei paraneks. Tallinna, Riia ja Vilniuse börse nähakse paljude investorite poolt juba käesoleval perioodil ühise regionaalse börsina, kuna nimekirja on ühine ja reeglid sarnased. Tallinna börsi liitmist Helsingi börsiga ja ühise nimekirja loomist ei peeta samuti väga heaks plaaniks, kuna kardetakse, et Eesti börsiettevõtted jääksid suurte Helsingi börsi ettevõtete varju. Olulise Tallinna börsi arengut soodustava võimalusena nähakse endiselt riigiettevõtete vähemusosaluste börsil noteerimist, kahjuks on see aga poliitiline otsus ning selle realiseerumine on järjest ebatõenäolisem.

Majanduslanguse ja poliitikute olematu toetuse tulemusena on reaalne, et Tallinna börs hääbub ja Eestil polegi enam kodumaist aktsiabörsi. Paljude intervjuueeritavate hinnangul on see stsenaarium üsna reaalne ning tulemusena näiliselt midagi väga ei juhtukski, finantsturg muutuks veelgi rohkem panganduskeskseks. Suuremad ja edukamad ettevõtted noteeritakse välismaistel (näiteks Skandinaavia riikide) börsidel ja väiksemad ettevõtted eelistaksid alternatiivseid finantseerimisallikaid. Finantsvahendajad ja börsiekspertid (2016) tõid aga välja, et rahvusvahelise kuvandi mõttes oleks börsi kadumine Eestile negatiivne. Raidla (2016) hinnangul oleks kodumaise börsi hääbumine halb, sest on oluline, et regionaalselt tegutsevad ettevõtted saaksid kaasata kapitali ja olla tuntud turul, kus nad tegutsevad. Ka kohalikud väikeinvestorid jääksid ilma kodumaisele börsile investeerimise võimalusest, mistõttu osa neist pöörduks välisbörside poole, kuid teise osa investeerimisaktiivsus väheneb, sest välisaktsiaid tajutakse riskantsematena. Vähi (2016) ja Saksi (2016) hinnangul oleks Tallinna börsi hääbumine negatiivne, kuna käesoleval perioodil on võimalik börsiettevõtteid võtta aluseks teiste börsil mittenoteeritud kodumaiste ettevõtete väärtuse hindamiseks. Börsi hääbudes see võimalus kaoks. Magistritöö autori arvates on

Tallinna börsi olemasolu Eesti majanduse jaoks oluline ning selle arengut tuleks toetada.

Näiline taastumine: Teise Tallinna börsi stsenaariumi puhul kasvab majandus, kuid poliitikud ei panusta kapitalituru arengusse. Majanduskasvu tingimustes on ettevõtetel suurem vajadus kapitali kaasamiseks, kuna tuleviku suhtes ollakse optimistlikumad ja tehakse rohkem investeringuid. Investeringuid finantseeritakse põhiliselt laenukapitaliga ning omanike laenudega. Suuremad ja edukamad ettevõtted eelistavad aktsiate noteerimist välismaistel aktsiabörsidel, kuna kodumaise börsi turukapitalisatsiooni tase on madal ja börs on vähe likviidne ehk aktsiate ostu/ müügi noteeringute vahe on suur. Lisaks on madalad Tallinna börsi käive ja tehingute aktiivsus, mis on seotud sellega, et börs pole investorite silmis atraktiivne. Eesti ettevõtete jaoks, kelle põhiturg on Baltikumis, oleks tuntuse suurendamise eesmärgil atraktiivsem aktsiate noteerimine kodumaisel börsil. Kahjuks seda ei ole mõistlik teha, kuna aktsiate hinnastamine pole börsil kuigi efektiivne. Välismaistel börsidel on edukad suuremad ettevõtted, väiksema turukapitalisatsiooniga emitendid jäävad seal teiste ettevõtete kõrval märkamatuks.

Poliitikute üldine arvamus on selline, et kapitaliturg peaks arenema vabalt ja riik ei peaks sellesse protsessi sekkuma. Riigivõlakirju pole emiteeritud, millest tulenevalt ei hinda välismaised institutsionaalsed investorid siia investeerimist kuigi atraktiivseks, sest Eesti võlakirjaturg on suhteliselt vähe arenenud ning välisinvestoritel puuduvad riskide neutraliseerimise võimalused. Riigiettevõtete börsile viimine on endiselt aktuaalne, kuid seda pole tehtud ega plaanita teha ka lähiaastatel. Peamine põhjus seisneb selles, et poliitikute hinnangul ei ole mõistlik riigi jaoks oluliste infrastruktuuri ettevõtete erastamine. Kardetakse, et erastamise korral muutub nende ettevõtete põhieesmärgiks kasumi taotlemine ning ühiskondlik aspekt unustatakse. Lisaks nähakse probleemi selles, et riigiettevõtete osalise erastamise korral jääks riik tulevikus osaliselt ilma dividenditulust.

Tallinna börsile on lisandunud üksikud uued ettevõtted, nii põhinimekirja kui ka First Northile. Ettevõtete peamine motiiv kapitali kaasamise kõrval on suurem meediatähelepanu ja tuntus koduturul. Börsi turukapitalisatsioon on 2016. aastaga

võrreldes mõnevõrra kasvanud peamiselt tänu majanduse üldisele kasvule. Tallinna börsi turukapitalisatsiooni suhe SKPsele on natuke üle 10% ehk börsi roll Eesti majanduses on suhteliselt marginaalne. Lokaalsed pensionifondid ei ole huvitatud suurel määral Tallinna börsi ettevõtetesse investeerimisest, kuna börsi likviidsuse tase on madal. Poliitikud ei kaalu pensionifondidele reeglite kehtestamist, mis sunniksid neid teatud osa kapitalist kodumaisele aktsiabörsile investeerima, sest likviidsus börsil on madal ning sellised regulatsioonid tekitaksid kunstlikku hinnatõusu.

Lokaalsete väikeinvestorite investeerimisaktiivsus suureneb, mis tuleneb peamiselt sellest, et majandus kasvab ja inimestel on rohkem sääste, mida investeerida. Välismaiste aktsiabörside eelistamine kodumaisele on üsna levinud, kuna valikuvõimalused on arenenud riikide börsidel oluliselt mitmekesisemad ning aktsiaturgude likviidsus kõrgem ehk investorid saavad soovi korral kiiresti investeringust väljuda. Siiski sooviksid väikeinvestorid, et Tallinna börsil oleks rohkem ettevõtteid, kuna lokaalsetesse ettevõtetesse investeerimise riske tajutakse madalamana, mis tuleneb sellest, et nende ettevõtete tegevusega ollakse üldiselt paremini kursis. Üha populaarsemaks muutuvad börsi kõrval vähem reguleeritud alternatiivsed kapitali kaasamise platvormid.

Hariduspoliitikas pole sisse viidud olulisi reforme selles suunas, et inimeste investeerimisaktiivsust suurendada ja finantsvaldkonna spetsialistide kvaliteeti tõsta. Küll aga korraldavad pangad, Tallinna börs ja Äriatel aktiivselt investeerimiskoolitusi, mis edendab Eesti investorkultuuri. Poliitikud Tallinna börsi teemal oluliselt sõna ei võta, olulisemaks peetakse panustamist teistesse valdkondadesse. Ettevõtlussektori arengut endiselt toetatakse ning eeldatakse, et sellest piisab, et kodumaine kapitaliturg ise arenema hakkaks ilma riigipoolsete otsuste meetmeteta.

Tärvav lootus: Selle stsenaariumi puhul järgmise viie aasta perspektiivis majandus langeb ja poliitikud panustavad kapitalituru arengusse. Ettevõtted on majanduslanguse ajal riskikartlikumad ja investeerivad vähem, mistõttu on väiksem kapitali kaasamise vajadus. Pangalaenude portfelli maht on madalam ning börsil aktsiate noteerimisele eriti ei mõeldaks. Nii ettevõtete kui investorite kindlustunne majanduse suhtes on langenud ning aktsiabörsi tajutakse riskantsena. Paljude inimeste aktsiaturgudele investeeritud

vahendid vähenevad, tulenevalt ettevõtete kehvematest majandustulemustest. Lisaks väheneb ka elanike investeerimise võimekus, sest palkade kasv aeglustub ja tööpuudus suureneb majanduslanguse tingimustes. Järelejäänud sääste eelistatakse investeerida aktsiatest vähem riskantsematesse instrumentidesse.

Riigiettevõtete vähemusosalused on Tallinna börsil noteeritud, sh edukamate ja suuremate ettevõtete aktsiad (Eesti Energia, Elering, Tallinna Sadam, Riigi Kinnisvara). Need ettevõtted on muutunud noteerimiseelse perioodiga võrreldes oluliselt läbipaistvamaks ja nende juhtimine on majanduslikult efektiivsem. Tänu riigiettevõtete vähemusosaluste noteerimisele on börsi turukapitalisatsioon suurem kui 2016. aastal ning selle suhe SKPse on kõrgem. Seega on börsi roll Eesti majanduses kasvanud. Ka börsi likviidsus on suurenenud ehk ostu/müügi noteeringute vahe on väiksem, tänu millele on efektiivsem aktsiate hinnastamine. Riigiettevõtete noteerimine toob turule uusi investoreid, kes näevad riigifirmasid kui head võimalust iga-aastast dividenditulu teenida. Tehingute tegemise aktiivsust takistab majanduskriisist tulenev suurem riskikartlikkus, eriti on sellest mõjutatud väikeinvestorid.

Kohalikud pensionifondid investeerivad varasemaga võrreldes rohkem Tallinna börsi ettevõtetesse. Poliitikud arutavad idee üle, et kehtestada kohalikele pensionifondidele reegel teatud osa kapitalist Tallinna börsile investeerimise osas. See idee on päevakorras tänu suuremale riigiettevõtete vähemusosaluste noteerimisele, mistõttu on investeerimisvõimalusi rohkem ja lisaks on börs likviidsem. Poliitikute hinnangul on riigi seisukohalt oluline, et elanike pensionisäästudest suunatakse suurem osa kodumaistesse ettevõtetesse, et Eesti majandust seeläbi ergutada. Tänu sellele toetatakse ettevõtteid, luuakse uusi töökohti ning taastatakse majanduslangusest. Eelnevat ideed propageeritakse meedia vahendusel ning selgitatakse üldsusele, miks on oluline koduturu eelistamine. Mitmed erasektori ettevõtted on seadnud eesmärgiks Tallinna börsile mineku, nad järgivad riigiettevõtete ja LHV eeskju ning soovivad osa saada pensionifondide kapitalist. Börsile mineku plaani aga tõenäoliselt ei soovita realiseerida enne majanduslanguse lõppu.

Investoritel on võimalus oma kapitali Eesti riigivõlakirjadesse investeerida. Riigivõlakirjade emiteerimise tulemusena pole võlakoormus oluliselt suurenenud 2016.

aastaga võrreldes, mil riigivõlg oli umbes 10% SKPst (National Debt... 2016). Olemasolevaid laene on võlakirjadega refinantseeritud ning kaasatud kapital suunatakse riigi jaoks strateegiliselt oluliste valdkondade (näiteks infrastruktuuri) arendamisse. Riigivõlakirjade intressimäära võetakse aluseks teiste varade hinnastamisel ning välismaiste institutsionaalsete investorite jaoks on Eesti kapitaliturg tänu võlakirjadele atraktiivsem. Valitsussektor väldib maksude ja aktsiiside kehtestamist, mis võiksid pärssida kodumaiste ettevõtete konkurentsivõimet teiste riikide ettevõtetega võrreldes. Poliitikud kaaluvad pikaajaliste jaeinvesteeringute soodustamist läbi maksupoliitika ehk füüsilisel isikul võiks olla võimalus paigutada teatud osa oma sissetulekust börsil kaubeldavatesse instrumentidesse nii, et riik maksab investeeritud summalt tulumaksu teatud mahus tagasi.

Haridussüsteemis on läbi viidud mitmeid reforme, suuremat tähelepanu pööratakse parema finantshariduse pakkumisele koolides baastasemel. Valitsussektor teeb suuremat koostööd finantsinstitutsioonide ja Tallinna börsiga ning üheskoos on välja töötatud strateegia, kuidas üldsuse teadlikkust ja oskusi investeerimisest suurendada. Üha rohkem korraldatakse kohalikele olemasolevatele ja potentsiaalsetele väikeinvestoritele suunatud erinevaid investeerimiskoolitusi ja –konverentse, mis on muutumas populaarsemaks eeskätt noorte seas. Lisaks pööratakse rohkem tähelepanu ettevõtjate harimisele ehk neile tutvustatakse kasutegureid, mida börsil noteerimine neile annaks. Ülikoolide finantsõppekavasid on täiendatud, tänu millele suureneb kõrgelt kvalifitseeritud finantsspetsialistide ja –analüütikute osatähtsus. Võimul olevad poliitikud levitavad ühiskonnas sõnumit, et ettevõtluse ja kapitalituru arengu toetamine on majanduskasvu seisukohalt väga oluline ning vajadusel peab valitsussektor võtma kasutusele otseseid sekkumismeetmeid. Riigi rahvusvahelisele turundusele pööratakse oluliselt rohkem tähelepanu kui minevikus, Eestit reklaamitakse kui mugavat ja innovaatilist investeerimiskeskonda. Seeläbi üritatakse siia meelitada nii välismaiseid investoreid kui ka ettevõtteid.

Õitseng: Kõige positiivsema stsenaariumi korral kasvab majandus ning poliitikud mõistavad kodumaise kapitalituru arendamise olulisust ja panustavad sellesse üha rohkem. Tänu majanduskasvule on inimestel rohkem vahendeid, mida investeerida.

Lisaks on nende kindlustunne ja optimism tuleviku suhtes suurem, mistõttu investeeritakse rohkem riskantsetesse instrumentidesse (nagu aktsiad), kuna soovitakse kõrgemat tootlust. Ettevõtetal on paremad eeldused laienemiseks, tehakse uusi investeeringuid ning kapitali kaasamise vajadus kasvab. Suureneb pankade korporatiivklientide laenuportfell, kuid mitmed ettevõtted on eesmärgiks seadnud oma aktsiate börsil noteerimise. Ettevõtjad mõistavad üha enam, et lisaks kapitali kaasamisele pakub börs emitentidele ka teisi kasutegureid, näiteks ettevõtte tuntus koduturul suureneb ja börsil noteerimine enamasti suurendab ka emitentide läbipaistvust ning muudab juhtimist efektiivsemaks. Suuremad, edukamad ja kiirema kasvutempoga ettevõtted on seadnud eesmärgiks Tallinna börsi põhinimekirjas aktsiate noteerimise, väiksemad ja keskmised ettevõtted kaasavad kapitali tänu Tallinna börsi alternatiivturule First North.

Võimul olevad poliitikud mõistavad, et kodumaise aktsiabörsi areng avaldab positiivset mõju riigi majanduskasvule, mistõttu on hakatud oluliselt rohkem panustama kapitalituru arendamisse 2016. aastaga võrreldes. Riik on emiteerinud võlakirju ning kaasatud vahendid investeeritakse infrastruktuuri ja neid kasutatakse olemasolevate laenude refinantseerimiseks. Mitmete riigiettevõtete (näiteks Eesti Energia, Eleringi Tallinna Sadama, Eesti Posti, Riigi Kinnisvara) vähemusosalused on Tallinna börsil noteeritud, sh on ka edukamad ja suuremad ettevõtted. Tänu sellele on börsi turukapitalisatsioon ja selle suhe SKPsse oluliselt kasvanud 2016. aastaga võrreldes. Samuti on suurenenud börsi käive, tehinguaktiivsus ja likviidsus, mis on omavahel seotud. Riigiettevõtete börsile viimine ja börsi tegevuse tulemuslikkuse paranemine on innustanud ka mitmeid erasektori ettevõtteid, kes on seadnud eesmärgiks aktsiate börsil noteerimise. Võrreldes 2016. aastaga, on aktsiate hinnastamise efektiivsus oluliselt parem tänu kõrgemale likviidsuse tasemele. Riigiettevõtete juhtimine on muutunud varasemaga võrreldes läbipaistvamaks ja majanduslikult efektiivsemaks. Börsi vahendusel kaasatud kapitali on panustatud riigiettevõtete kasvu ja arengusse.

Elanikel on suurem valikuvõimalus, kuhu oma sääste investeerida. Kodumaiste investorite baas suureneb aasta-aastalt. Riigiettevõtete aktsiad on väga atraktiivsed, kuna need ettevõtted on edukad, maksavad enamasti dividende ning eestlased soovivad

saada osa riigiettevõtete edust. Seega võib riigiettevõtete börsile minekut käsitleda ka kui nn rahvaaktsiate tekkimist. Kodumaised pensionifondid investeerivad rohkem Tallinna börsi ettevõtetesse, kuna börs on tänu riigiettevõtetele muutunud likviidsemaks. Tänu Tallinna börsi paremale toimimisele kaalub valitsussektor pensionifondidele reeglite seadmist, et osa kapitalist tuleb investeerida kodumaistesse ettevõtetesse. Poliitikute ja ka üldsuse hinnangul on oluline, et kohalike inimeste säästud panustatakse võimalikult suures osas Eesti ettevõtetesse, tänu millele saavad kodumaised ettevõtted rohkem investeringuid teha, uusi töökohti luua ja kokkuvõttes majanduse arengusse panustada. Poola puhul andis selline poliitika pikas perspektiivis häid tulemusi, sest börsil noteeriti ka mitmeid ettevõtteid, kes vastasel juhul poleks Poola börsile minekut kaalunud. Lokaalsete pensionifondide suurem aktiivsus Tallinna börsil on saatnud signaali ka välismaistele institutsionaalsetele investoritele, kes on samuti hakanud Tallinna börsi vastu suuremat huvi üles näitama. Nende aktiivsus on suurenenud ka seetõttu, et tänu riigivõlakirjadele on neil võimalus aktsiaturuga seotud riske neutraliseerida.

Nii kodu- kui välismaiste era- ja institutsionaalsete investorite baas kasvab järk-järgult ning börs muutub atraktiivsemaks ka ettevõtete silmis. Valitsussektor toetab rohkem ettevõtlust, sest just seda peetakse majanduskasvu mootoriks. Erilist tähelepanu pööratakse start-up ettevõtete jaoks parema majanduskeskkonna kujundamisele. Välditakse maksude ja regulatsioonide kehtestamist, mis võiksid Eesti ettevõtjate konkurentsivõimet vähendada. Maksupoliitikas kaalutakse jaeinvestoritele väärtpaberinvesteeringute osas tulumaksusoodustuste kehtestamist. Mitmed start-up ettevõtted on noteeritud Tallinna börsil, nende börsil noteerimise eesmärgiks on tuntuse kasv, algsete investorite investeringust väljumise soov ja asjaolu, et pangad ei julge tihti start-up ettevõtete laienemist finantseerida. Need start-up ettevõtted on investorite seas väga populaarsed, kuna soovitakse osa saada nende ettevõtete edulugudest.

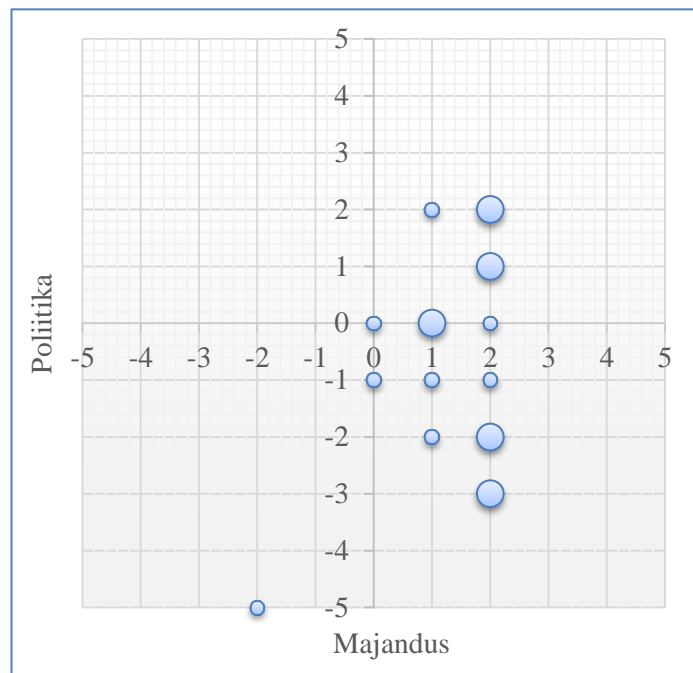
Hariduspoliitikas pööratakse suuremat tähelepanu praktilise finantshariduse pakkumisele, eeskätt keskendutakse eraisiku investeerimisvõimaluste selgitamisele. Kooliprogrammides on levinud mänguportfellide kujul investeerimine, tänu millele mõistavad noored paremini erinevaid võimalusi ja nendega kaasnevaid riske. Riik

panustab investeerimisega seotud koolitusprogrammidesse rohkem. Poliitikud mõistavad, et riigi seisukohalt on oluline, et inimesed suudaksid ise teadlikult oma sääste investeerida selleks, et tagada endale pensionieas parem finantsiline kindlus. Ülikoolides on reformitud finantshariduse õppekavasid eesmärgiga koolitada välja kvaliteetne finantsanalüütikute ja –spetsialistide baas. Poliitikud võtavad kapitaliturgude teemaga seoses üha rohkem sõna ja propageerivad rohkem Tallinna börsi ettevõtetesse investeerimise olulisust. Riigi rahvusvahelisele turundusele pööratakse rohkem tähelepanu, et siia välisinvestoreid meelitada.

Järeldused ja ettepanekud. Magistritöö autori hinnangul on üsna ebatõenäoline, et ükski eelnevalt välja toodud neljast stsenaariumist täpselt sellisena, nagu kirjeldatud, järgmise viie aasta perspektiivis reaalsuseks saab. Stsenaariumite koostamise eesmärgiks aga polegi teha täpseid tulevikuennustusi, vaid analüüsida erinevate muutuste võimalikke tagajärgi ning tõenäoliselt saab tulevikus tegelikkuseks kombinatsioon erinevates stsenaariumites välja toodud teguritest. Selleks, et Tallinna börsi arengu visioon ja strateegia välja kujundada, on vaja mõelda, millised neljast stsenaariumist on enim eelistatud ning millised mitte. Lisaks tuleks mõelda sellele, millised tegurid on kohalikul tasandil mõjutatavad ja millised mitte. Magistritöö autori arvates oleks Tallinna börsi võimalik hääbumine majanduslanguse ja poliitikute toetuse puudumise tulemusena kõige negatiivsem stsenaarium, sest see võtaks kodumaistelt ettevõtetelt võimaluse koduturul kapitali kaasata ja tuntust koguda ning lisaks väheneks välisinvestorite motiiv Eestisse investeerimise osas. Kõige positiivsem oleks õitsengu stsenaarium majanduskasvu ja poliitikute toetuse tulemusena. *“Kuna Eesti on väike ja suuresti sõltuv globaalsetest trendidest, siis majanduslike tegurite üle väga palju otsust kontrolli ei ole, seega saab Tallinna börsi arengut aktiivselt soodustada sisuliselt ainult läbi poliitiliste tegurite.”* (Joost 2016)

Intervjueeritavatel paluti hinnata skaalal -5...+5, milliseks nad hindavad majanduskasvu väljavaateid ja poliitikute toetust kapitalituru arendamise osas. +5 tähendaks majanduskasvu ootuste osas seda, et tuleb väga tugev majanduskasv, -5 viitaks olulisele majanduslangusele. Poliitikute panustamise osas tähendaks +5, et poliitikud panustavad

kapitalituru arengusse rohkem, ja -5, et nad ei panustaks sellesse üldse. Intervjueeritavate hinnangud sihtgruppide lõikes on esitatud joonisel 14.



Poliitika- intervjueeritavate hinnang poliitikute panuse suhtes kapitalituru arengusse skaalal -5...+5. Majandus- intervjueeritavate hinnang majanduskasvu suhtes skaalal -5...+5; suurem mull viitab suuremale vastajate hulgale.

Joonis 14. Intervjueeritavate ootused majanduskasvu ja poliitikute panuse suhtes kapitalituru arengusse järgmise viie aasta perspektiivis (autori koostatud intervjuude põhjal).

Jooniselt selgub, et enamik intervjueeritavaid ootavad lähiaastateks mõõdukat majanduskasvu. Arvamus selles osas, kas poliitikud panustavad kapitalituru arengusse või mitte, varieerub vastajate lõikes. Tuginedes intervjueeritavate hinnangutele, võiks järeldada, et tõenäoliselt lähiaastatel hakkavad ettevõtted rohkem investeerima, nende kapitali kaasamise vajadus suureneb, elanikel on rohkem sääste ning suureneb optimism tuleviku suhtes ja sellest tulenevalt kasvab ka investeerimisvalmidus (vt stsenaariume “õitseng” ja “näiline taastumine”). Seega eeldatakse, et Tallinna börsi oluline mõjutegur, mida kohalikul tasandil on keeruline mõjutada, liigub lähiaastatel Tallinna börsi arengut soodustavas suunas. Juhul, kui poliitikud ei toeta kapitaliturgude arengut ja realiseerub stsenaariumile “näiline taastumine” sarnane olukord, on Tallinna börsi areng autori hinnangul ohus. Sellest tulenevalt on magistritöö autori ja mitmete intervjueeritavate arvates poliitikute otsene panus kodumaise kapitalituru arengusse

väga oluline. Valitsussektori poolsed olulisemad meetmed, mida Tallinna börsi arendamiseks teha tuleks ja mida ka stsenaariumites käsitleti, on kokkuvõtlikult koos põhjendustega esitatud tabelis 8.

Tabel 8. Poliitikute panustamise võimalused Tallinna börsi arengusse

Ettepanek	Põhendus
Riigiettevõtete (sh suuremate) vähemosaluste noteerimine börsil	<ul style="list-style-type: none"> • Riigiettevõtted muutuvad läbipaistvamaks ja nende juhtimine majanduslikult efektiivsemaks • Kaasatud kapital suunatakse hästi läbi mõeldud projektide käivitamisse • Börsi tegevuse tulemuslikkus (emitentide arv, turukapitalisatsioon, likviidsus jne) paraneb • Kohalike väikeinvestorite huvi börsi vastu suureneb • Lokaalsed pensionifondid investeerivad rohkem Tallinna börsile • Välismaiste institutsionaalsete investorite huvi Tallinna börsi vastu suureneb • Mitmed erasektori ettevõtted võtavad riigiettevõtetest eeskuju ja noteerivad aktsiad börsil
Riigivõlakirjade emiteerimine	<ul style="list-style-type: none"> • Välismaistel institutsionaalsetel investoritel on riskide neutraliseerimise võimalus, nende aktiivsus suureneb • Kodumaiste investorite aktiivsus suureneks, sest nende valikuvõimalused laienevad • Riigivõlakirjade tootlust on võimalik aluseks võtta teiste varade hinnastamisel • Võlakirjadega kaasatud kapital suunatakse riigi konkurentsivõime seisukohalt olulistesse valdkondadesse
Hariduspoliitikas investeerimisele suurema tähelepanu pööramine	<ul style="list-style-type: none"> • Baashariduses käsitletakse erainvesteeringute temaatikat – kodumaiste teadlike investorite baas suureneb ja inimesed hakkavad ise rohkem pensionilisa teenimise eest vastutama • Propageeritakse finantsalast kõrgharidust – kõrgema kvalifikatsiooniga finantsvahendajate osatähtsus suureneb
Valitsussektori positiivne hoiak Tallinna börsi suhtes	<ul style="list-style-type: none"> • Poliitikud võtavad kodumaise börsi teemal rohkem sõna ja selgitavad, miks on investeerimine kapitali ratsionaalse jaotuse seisukohalt oluline • Kodumaiste investorite aktiivsus Tallinna börsil suureneb, ettevõtted saavad uusi projekte käivitada ning tänu sellele ka uusi töökohti luua – majandus areneb kiiremini
Eesti riigi rahvusvaheline turundus	<ul style="list-style-type: none"> • Võiks turundada laiemalt Eesti riiki kui soodsat investeerimiskeskonda, näiteks võiks seda teha rahvusvaheliselt tuntud väljaannetes Financial Times ja Economist • Välisinvestorite teadlikkus Eesti kapitalituru kohta suureneks
Tulumaksu-soodustuse kehtestamine ja investoorile	<ul style="list-style-type: none"> • Füüsilisel isikul võiks olla võimalus paigutada teatud osa oma sissetulekust börsil kaubeldavatesse instrumentidesse nii, et riik maksab investeeritud summalt tulumaksu teatud mahus tagasi, see võiks muuta väärtpaberitesse investeerimist teiste (nt kinnisvara) kõrval populaarsemaks

Tabeli 8 järg

Ettepanek	Põhjendus
Pensioni- fondidele regulatsioonide kehtestamine	<ul style="list-style-type: none"> • Juhul, kui riigiettevõtted on vähemusosalused börsil noteerinud ja Tallinna börsi tegevuse tulemuslikkus on paranenud (eeskätt mastaap ja likviidsus), oleks põhjendatav lokaalsetelt pensionifondidelt nõuda, et nad teatud osa varadest kodumaistesse ettevõtetesse investeeriksid • Ettevõtete huvi börsi vastu suureneks, kuna loodetakse osa saada pensionifondide kapitalist • Välismaised institutsionaalsed investorid järgiksid kodumaiste eeskuju ja nende aktiivsus suureneks
Kapitalituru arengut takistavate regulatsioonide vastu seismine	<ul style="list-style-type: none"> • Võimalusel mitte vastu võtta regulatsioone, mis võiksid takistada väärtpaberitesse investeerimist • Juhul, kui regulatsioonid muudavad tulevikus aktsiatesse investeerimist kallimaks, on oht, et investorid hakkavad eelistama börsile alternatiivseid investeerimisvõimalusi

Allikas: (autori koostatud intervjuude ja dokumendianalüüsi põhjal).

“Kindlasti on palju neid, kes ütlevad, et riik peab praegu tegelema rohkem haridus-, kultuuri- ja sotsiaalvaldkonna toetamisega, mitte pankade, börside ja majanduse teemadega. See on väga lühiajaline nägemus, sest efektiivselt toimiv kapitaliturg on eelduseks, et ettevõtted saaksid areneda, töökohti luua ja selle kaudu ka riigile rohkem makse maksta. Vaadates maailma riikide börsi ja väärtpaberituru suurust võrdluses nende riikide jõukusega, selgub, et mida arenenum on kohalik kapitaliturg, seda jõukam on riik ja selle kodanikud. Suureneb inimeste seotus riigi majanduse käekäiguga ning teadlikkus säästmisest, investeerimisest ja ettevõtlikkusest. Börs on majanduse peegel. Börsiga seotud hirmud on riigi majandushirmude peegelpildiks.” (Alber 2011b)

Magistritöö autori hinnangul võiksid lähima viie aasta perspektiivis kõige kiiremini Tallinna börsi arengule kaasa aidata kaks esimest meedet tabelist 8 ehk riigiettevõtete vähemusosaluste noteerimine ja riigivõlakirjade emiteerimine. Suuremate riigiettevõtete noteerimise tulemusena suureneks börsi mastaap, mis on enamiku intervjuueeritavate hinnangul arenguks hädavajalik. Nii riigiettevõtted kui ka -võlakirjad meelitaksid siia institutsionaalseid välisinvestoreid ja suurendaksid ka kohalike fondide aktiivsust. Üks finantsvahendaja (2016) tõi välja, et arenevate riikide turgudel investeerivate fondide huvi Balti börside vastu on viimasel ajal tõusnud. Arenevate turgude majandused on enamasti seotud toorainete ja Hiina majandusega. Käesoleval perioodil on toorainete hinnad langenud ja Hiina majanduskasv aeglustunud. Eelnevast tulenevalt otsivad need

fondid uusi investeerimisvõimalusi ning Balti börsid (sh Tallinna börs) on nende jaoks muutumas huvitavamaks. Valitsussektori võimuses on Tallinna börsi atraktiivsuse kasvule kaasa aidata selle arengut tabelis 8 välja toodud meetmete abil soodustades. Teoreetilisest peatükist selgus, et majanduskasv ja börsi areng on seotud ehk ühest küljest soodustab majanduskasv börsi arengut, kuid teisest küljest soodustab börs majanduskasvu (Levine 1990: 31; Bencivenga *et al.* 1996: 261-262; Greenwood ja Smith 1997). Sellest tulenevalt on magistritöö autori hinnangul Tallinna börsi arengu soodustamine väga oluline.

KOKKUVÕTE

Aktsiabörsidel on mitmeid olulisi funktsioone: ostjate ja müüjate kokkutoomine, emitentide üle kontrolli kehtestamine, tänu millele suureneb ettevõtete läbipaistvus ja nende juhtimine muutub majanduslikult efektiivsemaks ning investorite huvid on paremini kaitstud. Tänu börsile saavad ettevõtted kapitali kaasata ja investorid oma sääste investeerida, mis tagab kapitali ratsionaalse jaotuse. Börsi ülesandeks on likviidsuse võimaldamine ehk investoritel peaks olema võimalus kiiresti aktsiaid osta ja müüa. Oluliseks börsi funktsiooniks on aktsiate hinnastamine ehk ettevõtete õiglase väärtuse määramine, mis sõltub nõudlusest ja pakkumisest. Lisaks võib börsi käsitleda kui majanduse baromeetrit, sest aktsiahindades kajastuvad riigi majandusolukorra muutused. Mitmed autorid on uurinud aktsiabörside seost majanduskasvuga ning paljud neist on jõudnud tulemuseni, et börside areng soodustab majanduskasvu ja vastupidi, mistõttu on aktsiabörs riigi jaoks väga oluline.

Aktsiabörside arengutaset saab hinnata järgmiste tegurite kaudu: suurus, likviidsus, volatiilsus, kontsentratsioon, emitentide majandustegevuse tulemuslikkus, institutsionaalse ja regulatiivse raamistiku kvaliteet ning aktsiate hinnastamise efektiivsus. Eelnevad tegurid on omavahel seotud, näiteks suurem aktsiabörs ehk rohkem emitente ja kõrgem turukapitalisatsiooni tase muudavad investeerimist atraktiivsemaks, millest tulenevalt on kauplemisaktiivsus kõrgem ning börs on likviidsem. Börsi arengut mõjutavaid tegureid võib jagada nelja gruppi: nõudluse ja pakkumise poolsed, institutsionaalsed ning majanduspoliitilised. Nõudluse poolsed tegurid on näiteks institutsionaalsete investorite baas, välisinvesteeringute tase ja SKP elaniku kohta. Mida kõrgemad on nende eelnevate tegurite tasemed, seda suurem on tõenäoliselt nõudlus aktsiate järele. Pakkumise poolsed tegurid on näiteks majanduse suurus ja struktuur, majandusarengu tase ning majanduskasvu perspektiivid. Eelnevad tegurid mõjutavad oluliselt ettevõtete soovi ja valmisolekut börsile minna.

Majanduspoliitilised tegurid on seotud näiteks monetaar- ja fiskaalpoliitika ning välisinvestorite õigustega. Institutsionaalsete tegurite alla kuuluvad seadusandlus ja regulatsioonid, poliitiline stabiilsus ning finantsalane haridus. Lisaks mõjutab börsi arengut globaliseerumine ja tehnoloogia areng ning pangandussektor ja võlakirjaturg.

1990. aastate algul avati või taasavati Ida-Euroopa endistes sotsialistlikes riikides mitmeid aktsiabörse. Nende börside arengutase ehk tegevuse tulemuslikkus oli algusaastatel üsna halb, üldiselt iseloomustas neid madal likviidsus ja kõrge kontsentratsioon. Arengut takistasid ebastabiilne majanduskeskkond, mis tulenes kõrgest inflatsioonist ja finantsturgude vähesest usaldusväärsest. Probleemiks oli ka madal institutsionaalse ja regulatiivse raamistiku kvaliteet ehk investorite kaitse oli nõrk. Ida-Euroopa endistes sotsialistlikes riikides takistas börside arengut veel ka finantsspetsialistide ja teadmuse puudus ning vähe arenenud pangandussektor. Suuremad ja edukamad ettevõtted eelistasid rohkem arenenud välismaiseid aktsiabörse. Aktsiabörsi arendamine on riigi majanduskasvu perspektiivist lähtudes oluline ning Ida-Euroopa endised sotsialistlikud riigid peaksid rohkem sellesse valdkonda panustama, eeskätt tegelema paremate regulatsioonide loomisega, mida on mitmed neist riikidest juba ka teinud. Lisaks on võimalik börse arendada läbi kulude alandamisele, kui tehakse koostööd teiste börsidega või ühinetakse nendega.

Magistritöö empiirilises osas keskendus autor Tallinna börsi tulevikuperspektiivide väljaselgitamisele järgmise viie aasta vaates. Töö metodoloogiaks oli stsenaariumitel põhinev analüüs ning meetoditeks dokumendianalüüs ja intervjuu. Dokumendianalüüsis käsitleti Tallinna börsi arengut alates aastast 1996. Poliitilistest teguritest selgus, et algusaastatel takistasid börsi arengut nõrgad regulatsioonid ja seadusandlus, kuid olukord on aastate jooksul paranenud. Oluliselt panustas regulatsioonide paremaks muutmisesse EL-iga liitumine ja vajadus regulatsioone EL-i direktiividega kohandada. Börsi algusaastatel oli probleemiks ka emitentide tegevuse halb läbipaistvus, mis on samuti aastatega paranenud, ka see on seotud seaduste ja börsireglemendi paremaks muutumisega. Aastate jooksul kirjutati palju vajadusest riigiettevõtete vähemusosalused börsil noteerida, kuna tänu sellele suureneks börsi mastaap, kahjuks pole seda ettepanekut tänaseni ellu viidud. Kohalikud pensionifondid investeerivad vaid

marginaalse osa varadest Tallinna börsil, kuna nende jaoks on vähe likviidse börsi liiga kõrge riskiga.

Dokumendianalüüsist selgus, et majanduskasv ja –langus on Tallinna börsi puhul olnud väga olulisteks teguriteks, mis on soodustanud või takistanud ettevõtete börsile tulekut ning investorite aktiivsust. Euro vastuvõtmine 2011. aastal muutis Tallinna börsi välisinvestorite jaoks usaldusväärsemaks. Maksusüsteem soodustab investeerimist: alates 2011. aastast kehtib Eestis eraisikutele investeerimiskonto süsteem ehk finantsinvesteeringutelt saadud tulu maksustamist on võimalik edasi lükata. Eelnevad tegurid peaksid börsi arengule kaasa aitama. Majanduslikest teguritest on negatiivne Eesti majanduse väike mastaap ja suurte ettevõtete vähesus. 2016. aasta kõige positiivsemaks börsiga seotud teadaandeks oli LHV otsus aktsiad Tallinna börsil noteerida.

Sotsiaalsetest teguritest selgusid dokumendianalüüsi tulemusena eestlaste suhteliselt nõrgad teadmised aktsiabörside temaatika kohta, mistõttu on suurema osa elanike investeerimisvalmidus madal. Pangad, Ärikatel ja Tallinna börs on palju panustanud eestlastele finantsalaste koolituste korraldamisse selleks, et välja kujundada investeerimise kasuteguritest ja riskidest teadlik kodumaiste investorite baas. Tehnoloogilise poole pealt on Tallinna börs olnud asutamisest alates väga heal tasemel ning see on aastatega üha paremaks muutunud.

Dokumendianalüüsile tuginedes koostas magistritöö autor intervjuu küsimused. Intervjueeritavateks olid börsiekspertid (börsi töötajad ja teadlased), finantsvahendajate esindajad (aktsiaanalüütikud, fondijuhid, maaklerid jt) ning emitentide esindajad. Gruppide vahel vastuste osas olulisi erinevusi ei ilmnenu. Intervjuu tulemustest selgus, et uuringus osalenute hinnangul on Tallinna börsi roll käesoleval ajal marginaalne, moodustades umbes 10% SKPst. Börs on majanduse vereringe üks olulistest komponentidest ning selle roll peaks olema suurem. Tallinna börs täidab hästi näiteks järgmisi funktsioone: innovaatilise ja kõrgetasemelise tehnoloogiaga platvormi haldamine, ettevõtete läbipaistvuse tagamine ning ühtlasi ka hea investorite kaitse, emitentide tuntumaks muutmine koduturul ja seotus teiste Balti börsidega. Negatiivsed näitajad on aga Eesti ettevõtete soovimatus börsi vahendusel kapitali kaasata,

mõnevõrra liiga ranged ja ebaselged regulatsioonid emitentide jaoks, vähe valikuid investeerimiseks ning madal likviidsus. Tallinna börsi arengut ehk tegevuse tulemuslikkust hindasid intervjueeritavad käesoleval perioodil pigem halvaks. Sellele viitavad näiteks madal turukapitalisatsiooni tase, vähe emitente, madal likviidsus, kõrge volatiilsus ja kontsentratsioon ning ebaefektiivne aktsiate hinnastamine.

Dokumendianalüüsi ja intervjuude tulemuste põhjal ilmnes, et Tallinna börsile avaldavad viie järgmise aasta jooksul enim mõju majanduslikud ja poliitilised tegurid, mis võeti stsenaariumite analüüsis võtmeteguriteks. Täpsemalt on nendeks majanduskasv või -langus ja poliitikute panus või panuse puudumine kapitalituru arengusse. Autor töötas välja järgmised neli alternatiivset stsenaariumit:

- **Hääbumise** puhul on majanduslangus ja poliitikud ei panusta kapitalituru arengusse, mistõttu on oht, et Tallinna börs võib hääbuda. Uusi emitente ei lisandu ning börs pole atraktiivne ei kodu- ega välismaiste investorite jaoks. Börsi roll Eesti majanduses on marginaalne ning selle arengutase on väga madal, millele viitavad näiteks börsi väike mastaap, madal likviidsus, kõrge volatiilsus ja kontsentratsioon.
- **Näilise taastumise** korral kasvab majandus, aga poliitikud ei panusta kapitalituru arengusse. Majanduskasv küll motiveerib ettevõtteid rohkem investeerima ja kapitali kaasama, kuid enamasti ei eelistata seda teha läbi Tallinna börsi. Ka investorid eelistavad pigem välismaiseid börse. Tallinna börsi arengutase on küll tänu majanduskasvule mõnevõrra parem kui eelmise stsenaariumi puhul, kuid endiselt on mitmeid probleeme, näiteks madal turukapitalisatsiooni tase ja likviidsus.
- **Tärkava lootuse** stsenaariumi puhul majandus langeb ning poliitikud panustavad kapitalituru arengusse. Ettevõtted investeerivad majanduslanguse tingimustes vähem ja investorid eelistavad aktsiatest madalama riskitasemega investeerimisallikaid. Mitmed poliitilised sammud (nt riigiettevõtete vähemusosaluste noteerimine ja riigivõlakirjade emiteerimine) on aga Tallinna börsi arengut soodustanud, näiteks on suurenenud turukapitalisatsioon ja börs on likviidsem. Tänu börsi tegevuse paremale tulemuslikkusele on see muutumas nii erasektori ettevõtete kui ka investorite silmis atraktiivsemaks.

- **Õitseng** on kõige positiivsem stsenaarium, mille korral majandus kasvab ja poliitikud panustavad kapitalituru arengusse. Ettevõtted on majanduskasvu tingimustes tuleviku suhtes optimistlikumad ning investeringuid tehakse rohkem, mistõttu suureneb kapitali kaasamise vajadus. Tänu riigiettevõtete vähemusosaluste noteerimisele on Tallinna börsi turukapitalisatsioon suurem ning börs on likviidsem kui varem. Ka mitmed teised poliitilised otsused on Tallinna börsi arengut soodustanud, tulemusena on börs atraktiivne nii ettevõtete kui ka investorite jaoks.

Intervjueeritavate vastustest selgus, et lähiaastateks oodatakse mõõdukat majanduskasvu ning hinnang poliitikute toetuse osas varieerub, seega on reaalsemad stsenaariumid „õitseng“ ja „näiline taastumine“. Magistritöö autori arvates on „näilise taastumise“ stsenaariumi puhul Tallinna börsi tulevik siiski ohus. Võtmetegurit majanduskasv või -langus on Eestis kohalikul tasandil keeruline mõjutada, poliitikute panus või selle puudumine kapitalituru arengusse see-eest on kohalikul tasandil mõjutatav. Valitsussektori võimuses on Tallinna börsi arengut soodustada näiteks läbi järgmiste meetmete: riigiettevõtete vähemusosaluste noteerimine, riigivõlakirjade emitteerimine, hariduspoliitikas investeerimisele suurema tähelepanu pööramine, Eesti riigi kui hea investeerimiskeskonna rahvusvahelisele turundusele suurema tähelepanu pööramine, pensionifondide motiveerimine rohkem Tallinna börsi ettevõtetesse investeerima ning kapitaliturgude arengut takistavate regulatsioonide vastu seismine. Magistritöö autori hinnangul on Tallinna börsi arengusse panustamine väga oluline, sest tegemist on vahendiga, mis soodustab majanduse kui terviku arengut.

Magistritöö edasiarendamiseks on mitmeid võimalusi. Huvitav oleks põhjalikumalt uurida, milline oleks riigiettevõtete (AS Eesti Energia, AS Elering, AS Tallinna Sadam, AS Riigi Kinnisvara jne) aktsiate noteerimise mõju Tallinna börsile ja Eesti kapitaliturule üldiselt. Muuhulgas võiks analüüsida, kuidas oleks võimalik läbi emitentidele kehtestatud regulatsioonide leebemaks muutmise motiveerida ettevõtteid rohkem börsile tulema ning seejuures võiks uurida ka võimalikku mõju investorite jaoks. Lisaks oleks põnev käsitleda alternatiivturu First North arendamise võimalusi ning võrrelda seda teiste kapitali kaasamise platvormidega (nt Funderbeamiga).

VIIDATUD ALLIKAD

1. Põhiallikad

1. **Aaker, D.** Strategic Market Management. New York: John Wiley and Sons, 2001, 352 p.
2. **Aduda, J., Masila, J. M., Onsongo, E. N.** The Determinants of Stock Market Development: The Case for the Nairobi Stock Exchange. – International Journal of Humanities and Social Science, Vol. 2, No 9, 2012, pp. 214–230.
3. **Aggarwal, R.** McDonough School of Business, Georgetown University, World Bank Group Workshop paper, 1999, 14 p.
4. **Agyeman, C. A.** How the Ghana Stock Exchange (GSE) can be improved? Department of Business Administration, Ashesi University College, 2010, 70 p.
5. Ajalugu. Nasdaq. [<http://www.nasdaqomxbaltic.com/et/bors/ettevottest/nasdaq-omx-tallinn/ajalugu/>]. 07.09.2015
6. **Allen, B.** The Stock Exchange. – Emerald Insight, Vol. 22, Iss 6, 2015, pp. 185–186.
7. **Allen, F.** Stock Markets and resource allocation. Capital Markets and Finance Intermediation, Cambridge University Press, 1993, pp 81-108.
8. **Atje, R., Jovanovic, B.** Stock markets and development. – European Economic Review, No 37, 1993, pp 634-640.
9. Balti aktsiad. Nasdaq, 2016.
[<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=mainlist&lang=et>]. 13.03.2016
10. Balti turu struktuur. Nasdaq, 2016. [<http://www.nasdaqbaltic.com/et/meie-teenused/kauplemismudel/balti-turu-struktuur-4/>]. 13.03.2016
11. **Beck, T.** Financial Development and Economic Growth: Stock Markets versus Banks? – Private Sector Development, No 5, 2010, pp. 23—25.
12. **Beck, T., Levine, R.** Stock Markets, Banks and Growth: Correlation or Casuality. – World Bank, Working Paper, 2001, 30 p.

13. **Bekaert, G., Harvey, C. R.** Capital Markets: An Engine for Economic Growth. – The Brown Journal of Word Affairs, No. 1, 1998, pp. 33-53.
14. **Bekaert, G., Harvey, C. R., Lundbald, C.** Does financial liberalization spur growth? – Journal of Financial Economics, No 8245, 2005, pp 3—55.
15. **Bencivenga, V., Smith, B., and Starr, R.M.** Equity Markets, Transactions Costs, and Capital Accumulation: An Illustration. The World Bank Economic Review, Vol 10, No 2, 1996, pp 241-265.
16. **Berglöf, E., Bolton, P.** The Great Divide and Beyond – Financial Architecture in Transition. – Journal of Economic Perspectives, No 16, 2002, pp 77-100.
17. **Blume, M. E., Keim, D. B.** Institutional Investors and Stock Market Liquidity Trends and Relationships. 2012, 29 p.
18. **Callahan, T.** Stock Market Simulation and Analysis. An Interactive Qualifying Project Report. 2010, 78 p.
19. **Camilleri, S. J.** Strategic Priorities for Stock Exchanges in New EU Member States. University of Malta, 2006, 15 p.
20. **Capasso, S.** Stock Market Development and Economic Growth. United Nations University, 2006, 25 p.
21. **Caporale, G. M., Rault, C., Sova, A., Sova, R.** Financial Development and Economic Growth: Evidence from Ten New EU Members. Economics and Finance Working Paper, 2009, 39 p.
22. **Caporale, G. M., Howells, P. G., Soilman, A. M.** Endogenous growth models and stock market development: evidence from four countries. 2003. [<http://carecon.org.uk/DPs/0302.pdf>]. 30.01.2016
23. **Caporale, G. M., Howells, P. G., Soilman, A. M.** Stock Market Development and Economic Growth: The Casual Linkage. – Journal of Economic Development, Vol. 29, No. 1, 2004, pp. 33–50.
24. **Charitou, A. Panayides, M.** Market making in international capital markets. Challenges and benefits of its implementation in emerging markets. – International Journal of Managerial Finance, Vol. 5, No. 1, 2009, pp. 50–80.
25. **Cherif, M., Gazdar, K.** Macroeconomic and institutional determinants of stock market development in MENA region: new results from a panel data analysis. – International Journal of Banking and Finance, Vol 7, No 1, 2010, pp. 139—159.

26. **Claessens, S., Djankov, S., Klingebiel, D.** Stock Markets in Transition Economies. Financial Sector Discussion Paper No. 5, The World Bank, 2000, 32 p.
27. **Claessens, S., Klingebiel D., Schmukler, S. L.** The Future of Stock Exchanges in Emerging Economies: Evolution and Prospects. London: Corporation of London, 2003a, 50 p.
28. **Claessens, S., Lee, R., Zechner, J.** The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries. Corporation of London, 2003b, 35 p.
29. **Cojocaru, L., Falaris, E. M., Hoffman, S. D., Miller, J. B.** Financial System Development and Economic Growth in Transition Economies: New Empirical Evidence from the CEE and CIS Countries. Department of Business, Gallaudet University, 2015, 31 p.
30. **Comincioli, B.** The Stock Market as a Leading Economic Indicator: An Application of Granger Causality. Illinois Wesleyan University, 1995, 21 p.
31. Definition. 2005.
[<http://nccur.lib.nccu.edu.tw/bitstream/140.119/33947/6/93306406.pdf>].
03.09.2015
32. **Demirgüç-Kunt, A., Levine, R.** Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts. – The World Bank Economic Review, Vol 10, No 2, 1996, pp 291-321.
33. **Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., Levine, R.** The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. The World Bank, Development Research Group, Finance and Private Sector Development Team, 2011, 31 p.
34. Development and Regulation of Institutional Investors in Emerging Markets. The International Organization of Securities Commission, 2012, 67 p.
[<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD384.pdf>]. 12.01.2016
35. **Devereux, M.B., Smith, G.W.** International risk sharing and economic growth. – International Economic Review, Vol 35, No 4, 1994, pp 535-550.
36. Eesti majanduse aastanäitajad. Eesti Pank. 2016.
[<http://statistika.eestipank.ee/?lng=et#listMenu/2053/treeMenu/MAJANDUSKOND>]. 05.03.2016

37. **Ejededawe, A.** The Role of Stock Market on Nigeria's Economic Development. – International Journal of Science and Research Publications, Vol. 4, No. 4, 2014, 7 p.
38. **El-Wassal, K. A.** The Development of Stock Markets: In Search of a Theory. – International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 3, No. 3, 2013, pp. 606-624.
39. **Errunza, V. R.** Emerging Markets – A New Opportunity for Improving Global Portfolio Performance. – Financial Analysts Journal, Vol 39, No 5, 1983, pp 51-58.
40. Evolution of Stock Markets and Role of Stock Exchange. CDA Gagandeep kaur. – International Journal of Commerce, Business and Management, Vol. 3, No. 4, 2014, pp. 2319 – 2828.
41. **Filer, H., Hanousek, J., Campos, N. F.** Do stock markets promote economic growth? 2000. [<https://www.cerge-ei.cz/pdf/wp/Wp151.pdf>]. 30.01.2016
42. **Frank, M. Z., Goyal, V. K.** Testing the pecking order theory of capital structure. – Journal of Financial Economics, No. 57, 2003, pp. 217–248.
43. **Garcia, V. F., Liu, L.** Macroeconomic Determinants of Stock Market Development. – Journal of Applied Economics, Col 11, No 1, 1999, pp. 29—50.
44. **Goldsmith, R. W.** Financial Structure and Development. New Haven, CT, Yale University Press, 1969, pp 114—123.
45. **Greenwood J, Jovanovic, B.** Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. – he Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 5, 1990, pp. 1076-1107.
46. **Greenwood, J., Smith, B.** Financial markets in development, and the development of financial markets. – Journal of Economic Dynamics and Control 21, 1997, pp 145-181.
47. **Gregory, H. J.** Building the Legal and Regulatory Framework: Discussion. 2000, pp 67-78.
48. **Grossman, S., Stiglitz, J. E.** On the impossibility of informationally efficient markets. – American Economic Review, No 70, 1980, pp 393-408.
49. **Guo, H.** Stock Market Returns, Volatility, and Future Output. 2002. [<https://research.stlouisfed.org/publications/review/02/09/75-86Guo.pdf>]. 08.11.2015

50. **Haavapuu, Veiko.** (AS-i Tallink Grupp finantsjuht). Autori intervjuu. Elektronposti kiri. Tallinn, 21. märts 2016.
51. **Hankewitz, S.** E-residency enables Nasdaq Tallinn-listed companies' shareholders to e-vote. 2016. [<http://estonianworld.com/technology/nasdaq-tallinn-listed-companies-shareholders-to-use-e-residencys-e-voting/>]. 13.02.2016
52. **Harper, D.** Getting To Know The Stock Exchanges. [<http://www.investopedia.com/articles/basics/04/092404.asp>]. 14.08.2015
53. Indeksite kirjeldused. Nasdaq. [<http://www.nasdaqomxbaltic.com/et/indexes/about-indexes/indeksite-kirjeldused/>]. 12.09.2015
54. **Hernandez, V. S. P.** Stock Market Anomalies: The Latin American Evidence. Springer Science & Business Media, 2007, 195 p.
55. Herfindahl-Hirschman Index – HHI. Investopedia, 2016. [<http://www.investopedia.com/terms/h/hhi.asp>]. 05.05.2016
56. **Ho, J.K.K.** Formulation of a Systematic PEST Analysis for Strategic Analysis. – European Academic Research, Vol II, No 5, 2014, pp 6478—6492.
57. **Holmstrom, B., Tirole, J.** Market liquidity and performance monitoring. – Journal of Political Economy, Vol 101, No 4, 1993, pp 678-709.
58. How does a Stock Exchange Function? – Smart with Money, 2015. [http://www.smarterwithmoney.in/Trading/Equity/Articles/How_Does_a_Stock_Exchange_Function/]. 07.05.2016
59. Investeerimiskonto. LHV Finantsportaal, 2016. [<https://www.lhv.ee/investeerimine/investeerimiskonto/>]. 27.03.2016
60. **Janor, H., Halid, N., Rahman, A. A.** Stock Market and Economic Activity in Malaysia. Investment Management and Financial Innovation, No. 4, 2005, pp. 116–123.
61. **Jensen, M.C., Murphy, K.J.** Performance pay and top-management incentives. – Journal of Political Economy, No 98, 1990, pp 225-264.
62. **Joly, A.** The Future of Stock Exchanges: How Issuers look at it. – Revue d'économie financière (English ed.), Vol 82, 2006, 7 p.
63. **Joost, Joonas.** (LHV vanemanalüütik). Autori intervjuu. Elektronposti kiri. Tallinn, 3. aprill 2016.

64. **Jun, Z.**, Hongzhong, Z., Thierry, B., Yannick, G. Z. S. Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Cameroon. – International Journal of Scientific and Research Publications, Vol. 5, No. 1, 2015, pp. 1–11.
65. Järelevalve. 2010.
[<http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates18082008/Jarelevalve-01-01-2010-est-clean.pdf>]. 27.01.2016
66. **Kakarot-Handtke, E.** Primary and Secondary Market. Institute of Economics and Law, University of Stuttgart, Working paper no 741, 27 p.
67. **Kallas, Ü.** Development Proposals for Capital Markets. Capital market working group of the FinanceEstonia cluster. 2012, 26 p.
68. **Kein, A.** Development of Capital Markets and its Institutions in Estonia. 1998, 48 p. [<http://www.nato.int/acad/fellow/96-98/kein.pdf>]. 12.08.2015
69. **Kemboi, J. K., Tarus, D. K.** Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets: Evidence from Kenya. – Research Journal of Finance and Accounting, Vol 3, No 5, 2012, pp 57—68.
70. **King, R.E., Levine, R.** Financial Intermediation and Economic Development. Financial Intermediation in the Construction of Europe. London: Centre for Economic Policy and Research, 1993, pp 156-189.
71. **Klettenberg, Rauno.** (Nasdaq Tallinna börsi juht). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 3. märts 2016.
72. **Koivu, T.** Do efficient banking sectors accelerate economic growth in transition countries? Bank of Finland. Institute for Economies in Transition, BOFIT, 2002, 28 p.
73. **Koppel, Peeter.** (SEB privaatpanganduse strateeg). Autori intervjuu. Helisalvesti. Tallinn, 24. märts 2016.
74. **Kyle, A.** Market Structure, Information, Future Markets and Price Formation. In G. Gary, A. Schmitz, & A. Sarris (Eds.), International Agricultural Trade Advanced Reading in Price Formation. Market Structure and Price Instability, 1984, pp. 105-121.
75. **Laffont, J., Tirole, J.** Repeated auctions of incentive contracts, investment and bidding party with an application to takeovers. – Rand Journal of Economics, Vol 19, 1988 pp 516-537.

76. **Lahura, E.**, Vega, M. Stock Market Development and Real Economic Activity in Peru. Banco Central de Reserva del Peru, 2014, 28 p.
77. **Laidroo, Laivi.** (TTÜ rahanduse ja majandusteooria instituudi dotsent). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 9. märts 2016.
78. **La Porta, R., Lopez-de-Manes, F., Shleifer, A., Vishny, R.** Investor protection and corporate valuation. Cambridge: Harvard Institute of Economic Research, 1999, 40 p.
79. **Lau, L. J., Wang, G.** Tax Reforms for Enhancing the Stable Development of the Chinese Financial System. Asia/Pacific Research Centre. 2003, 36 p.
80. **Lenain, P.** Ten Years of Transition: A Progress Report. – Finance and Development, Vol 35, No 3, 1998.
81. **Levine, R.** More on Finance and Growth: More Finance, More Growth? Federal Reserve Bank of St Louis, 2003, 46 p.
82. **Levine, R.** Stock markets, growth, and policy. International Finance Discussion Paper, 1990, 47 p.
83. **Levine, R.** Stock Markets, Growth and Tax Policy. – Journal on Finance, Vol 46, No 4, pp. 1445—1465.
84. **Levine, R.** Stock Markets, Economic Development, and Capital Control Liberalization. – Perspective, Vol. 3, No. 5, 1997, 8 p.
85. **Levine, R., Zervos, S.** Stock Market Development and Long-Run Growth. – The World Bank Economic Review, Vol 10, No 2, 1996, pp 323-339.
86. **Lo, S.-F.** Which stock exchanges are more attractive? The competition analysis of listing and trading performance. – International Division, Chuang-Hua Institution of Economic Research, Taiwan, ROC, 2012, pp. 501 – 509.
87. **Lucas, R. E.** On the mechanics of economic development. – Journal of Monetary Economics, 1988, pp 3-42.
88. **Luštšik, O.** The Anatomy of the Tallinn Stock Exchange. Review of Economies in Transition, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, BOFIT, No 7, 1997, 30 p.
89. Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP). The World Bank. Data. [<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>]. 12.01.2016

90. **Maxfield, S.** Stock exchanges in low and middle income countries. – International Journal of Emerging Markets, 2009, Vol. 4 No. 1, pp. 43 – 55.
91. **McKinnon, R. I.** Money and Capital in Economic Development. Washington D.C: Brookings Institution Press, 1973, 184 p.
92. **Mietzner, D., Reger, G.** Advantages and disadvantages of scenario approaches of strategic foresight. – Int. J. Technology Intelligence Planning, Vol 1, No 2, 2005, pp 220—239.
93. **Mirakhor, S., Lillanueva, R. M.** Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets. World Bank Discussion Paper, No. 216, 1990, 221-255.
94. **Moles, P., Terry, N.** The Handbook of International Financial Terms. Oxford: Oxford University Press, 1999, 688 p.
95. **Murrell, P.** Assessing the Value of Law in Transition Economies. Ann Arbor: 2000, pp. 249—287.
96. **Musonera, E., Safari, V.** Establishing a Stock Exchange in Emerging Economies: Challenges and Opportunities. – The Journal of International Management Studies, Vol. 3, No. 2, 2008, pp. 62 – 68.
97. Nasdaq OMX Tallinn Aktsiaseltsi põhikiri. 2016.
[http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/pohikiri/ee_bors_pohikiri.pdf].
12.01.2016
98. Nasdaq Tallinn ja Eesti Väärtpaberikeskus. 2015.
[<http://www.nasdaqbaltic.com/et/bors/ettevottest/nasdaq-omx-tallinn/>]. 10.12.2015
99. National Debt of Estonia. National Debt Clocks. 2016
[<http://www.nationaldebtclocks.org/debtclock/estonia>]. 23.04.2016
100. **Nilsson, M.-W.** Stock Market and Economic Growth in Centre Eastern European Countries. Örebro University, 2012, 36 p.
101. **Ndako, U.** Stock Markets, Banks and Economic Growth: Time Series Evidence from South Africa. – The African Finance Journal, 2010, Vol 12, No 2, pp. 72—92.
102. Nasdaq Tallinn ja Eesti Väärtpaberikeskus. Nasdaq.
[<http://www.nasdaqomxbaltic.com/et/bors/ettevottest/nasdaq-omx-tallinn/>].
16.06.2015

103. **Noble, G., White, A.** Stock Exchange Development & Strengthening in Least Developed Countries. 2013.
[<http://inflectionpointcm.com/downloads/SEDSLDCs.pdf>]. 16.06.2015
104. **North, D. C.** Institutions. – The Journal of Economic Perspectives, Vol 5, No 1, 1991, pp. 97—112.
105. **Oja, Tõnis.** (ajalehe Postimees reporter). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 3. märts 2016.
106. **Pent, Reino.** (Avaroni fondijuht). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 3. märts 2016.
107. **Petra, L. O.** The World's first stock exchange. 2011.
[<http://dare.uva.nl/document/2/85961>]. 28.09.2015
108. **Prabina V., Rajib Raghunathan.** Stock Exchanges, Investments and Derivatives: Straight Answers to 250 Nagging Questions. Tata McGraw-Hill Education, 2007, 440 p.
109. **Pujari, S.** 9 Most Important Functions of Stock Exchange/ Secondary Market. 2015 [<http://www.yourarticlelibrary.com/economics/market/9-most-important-functions-of-stock-exchangessecondary-market/8766/>]. 20.12.2015
110. **Raidla, Ott.** (Nasdaq Tallinna börsi turundusjuht). Autori intervjuu. Elektronposti kiri. Tallinn, 15. märts 2016.
111. **Raidma, Pirje.** (AS-i Ekspress Grupp finantsjuht). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 6. aprill 2016.
112. **Ratcliffe, J.** Scenario Building: a Suitable Method for Strategic Property Planning. – Property Management, Vol 18, No 2, 2000, pp 127—144.
113. **Revia, A.** Business Environment and Stock Market Development: An Empirical Analysis. 2013, 53 p.
114. **Roc, C.** Emerging Asian Equity Markets Development: A Historical Perspective in The Changing Capital Markets of East Asia, 1996, editor K. Cao, London: Routledge, 1996, 356 p.
115. **Saks, Peeter.** (BaltCapi juhtiv partner). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 4. aprill 2016.

116. **Schoemaker, P. J. H.** Multiple Scenario Development: Its Conceptual and Behavioural Foundation. – Strategic Management Journal, Vol 14, No 3, 1993, pp 193-213.
117. **Schwert, G.** Stock Market Volatility. – Financial Analyst of Journal, 1990, pp. 23–34.
118. **Shaw, E. S.** Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press, pp 112-114.
119. **Sild, Tarmo.** (AS-i Arco Vara juht). Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 10. märts 2016.
120. **Singh, A.** Take-Overs: Their Relevance to Stock Market and the Theory of the Firm. Cambridge: Cambridge University Press, 1971, 174 p.
121. **Slavova, S.** Law and Finance in Transition Economies. London School of Economics, Department of Economics, 2000, 31p .
122. **Şükrüoğlu, D., Nalin, H. T.** The Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Selected European Countries: Dynamic Panel Data. – International Journal of Economics and Finance, Vol 6, No 3, 2014, pp 64-71.
123. **Steil, B.** Creating Securities Markets in Developing Countries: A New Approach for the Age of Automated Trading. – International Finance, Vol. 4, No. 2, pp. 257 – 278.
124. Stock. Investopedia. 2015. [<http://www.investopedia.com/terms/s/stock.asp>]. 31.10.2015
125. Stock Market. Investopedia. 2015. [<http://www.investopedia.com/terms/s/stockmarket.asp>]. 02.11.2015
126. Stsenaariumid 2018. Neli lugu Eesti majanduse võimalikust tulevikust. Eesti Arengufond, 2012, 53 lk. [<http://www.arengufond.ee/upload/Editor/Publikatsioonid/stsenaariumid-2018-neli-lugu-eesti-majanduse-tulevikust.pdf>]. 28.02.2016
127. **Sukcharoensin, P., Sukcharoensin, S.** The Analysis of Stock Market Development Indicators: Evidence from the ASEAN-5 Equity Markets. – International Journal of Trade, Economics and Finance, Vol. 4, No. 6, 2013, pp. 343–446.

128. **Talpsepp, Tõnn.** (TTÜ rahanduse ja majandusteooria instituudi vanemteadur).
Autori intervjuu. Helisalvestis. Tallinn, 16. märts 2016.
129. **Tamulyte, J.** The determinants of capital structure in the Baltic States and Russia.
– Electronic Publications of Pan-European Institute, 2012, 36 p.
130. Tax System. Estonian Investment Agency, 2016.
[<http://www.investinestonia.com/en/investment-guide/tax-system>]. 17.01.2016
131. **Teder, Allan.** (Tartu Ülikooli rahanduse lektor). Autori intervjuu. Helisalvestis.
Tartu, 26. veebruar 2016.
132. **Thimann, C.** Financial Sectors in EU Accession Countries. European Central
Bank, 2002, 232 p.
133. **Torre, A. de la T., Schmuckler, S. L., Gozzi, J. C.** Stock market development
under globalization: whither the gains from reforms? World Bank Publications,
2007, pp. 1731 – 1754.
134. **Trecartin, R., Jbantova, M.** Stock Exchange Maturity and GDP per capita. –
Journal of Business and Economic Research, Vol. 1, No. 11, 2009, 6 p.
135. **Tsuru, K.** Finance and Growth: Some theoretical considerations, and a review of
the empirical literature. Economic Department Working papers no 228, 2000, 53 p.
136. Turukapitalisatsioon. Eesti Väärtpaberikeskus, 2016. [<http://statistics.e-register.ee/et/capitalization>]. 29.04.2016
137. **Vallikivi, Alo.** (LHV Panga maaklertegevuse juht). Autori intervjuu. Helisalvestis.
Tallinn, 26. veebruar 2016.
138. **Viisemann, Andres.** (LHV asutaja ja pensionifondide juht). Autori intervjuu.
Helisalvestis, Tallinn 12. aprill 2016.
139. **Vooremäe, Marit.** (AS-i Tallinna Kaubamaja Grupp finantsjuht). Autori intervjuu.
Helisalvestis. Tallinn, 30. märts 2016.
140. **Vörklaev, Endriko.** (SEB Varahalduse fondijuht). Autori intervjuu. Helisalvestis.
Tallinn, 28. märts 2016.
141. **Vähi, Kristofer.** (SEB Marketsi Balti aktsiate analüütik). Autori intervjuu.
Helisalvestis. Tallinn, 30. märts 2016.
142. **Wachtel, P.** How Much Do We Really Know about Growth and Finance? Federal
Reserve Bank of Atlanta, 2003, pp 33-47.

143. **Weber, K., Davis, G. F.** The global spread of stock exchanges, Working Paper, University of Michigan, Ann Arbor, MI, 2000, p 341.
144. **Weber, K., Davis, G. F., Lounsbury, M.** Policy as Myth and Ceremony? The Global Spread of Stock Exchanges, 1980–2005. *Academy of Management Journal*, 2009, Vol. 52, No. 6, pp. 1319 – 1347.
145. **Winful, E., Koranteng, P. K., Owusu-Mensah, M.** „Investment Education on Stock Market Performance: Case of Ghana Stock Exchange. – *Journal of Contemporary Management*, 2013, pp. 29—45.
146. **Wójcik, D.** Geography and future of stock exchanges: between real and virtual space. Jesus College, Oxford, 2005, 24 p.
147. **Yartey, C. A.** The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different? *IMF Working Paper*, 2008, 31 p.
148. **Yartey C. A., Adjasi, C. K.** Stock Market Development in Sub-Saharan Africa: Critical Issues and Challenges. *IMF Working Paper*, 2007, 35 p.

2. Dokumendianalüüsi allikad

1. Aktsiaraamatud tänasest Tallinna börsilehel üleval. – Äripäev, 4. september 2001.
2. **Alber, A.** Kardame börsipeeglist paistvat pilti. – Äripäev, 24. september 2011a.
3. **Alber, A.** Kas me kardame pilti, mis börsipeeglist paistab? – Äripäev, 23. september 2011b.
4. **Alber, A.** Riigi hirm börsi ees on asjatu. – Äripäev, 21. aprill 2008a.
5. **Alber:** rohkem ettevõtteid börsile. – Äripäev, 15. oktoober 2008.
6. Avalikus ettevõttes olgu ka juhtkonna palgad avalikud. – Äripäev, 2. mai 2011.
7. Balti börside juhid allkirjastasid sisuka ühisprotokolli. – BNS, Äripäev, 26. aprill 1999.
8. Balti väärtpaberibörsi loomist takistab hirm. – Äripäev, 14. oktoober 1996.
9. **Bank, K.** Tallinna börs 2010 ehk lootus ja mure käsikäes. – Äripäev, 7. jaanuar 2010.
10. Börs alandab teenustasusid alates uuest aastast. – Äripäev, 20. detsember 2000.
11. Börs karmistab noteerimisnõudeid. – Äripäev, 2. september 1997.

12. Börs muudab automaatselt sobitatud tehingud odavamaks. – Äripäev, 16. juuni 2003.
13. Börs määras Faktole 100 000 krooni trahvi. – Äripäev, 21. august 2001.
14. Börs nõuab firma aruannet. – Äripäev, 29. mai 1997.
15. Börs on liikumas imagokriisi poole. – Äripäev, 1. september 1997.
16. Börs on metsistumas. – Äripäev, 29. september 1997.
17. Börs tegi Hansapangale trahvi. – Äripäev, 8. oktoober 2002.
18. Börs võidab ettevõtete hulgas populaarsust. – Äripäev, 10. september 1996.
19. Börs õhutab likviidsust. – Äripäev, 3. juuli 2013.
20. BÖRS: Starman in memoriam. – Äripäev, 23. jaanuar 2009.
21. BÖRS: tulemus pole oluline, likviidsus on põhiline. – Äripäev, 27. oktoober 2008.
22. Börsi järelevalve hambutus jätab investorid kaitseta. – Äripäev, 7. veebruar 2012.
23. Börsi mõju aktsia hinnale. – Äripäev, 3. juuni 1996.
24. Börsikommentaar: börsifirmade tähtsus on Eesti majanduses marginaalne. – Äripäev, 13. märts 2008.
25. Börsil saab erandist reegel. – Äripäev, 26. august 1998.
26. Börsile jõudis uus aktsia. – Äripäev, 28. jaanuar 1998.
27. Börsile tulevad uued väärtpaberid. – Äripäev, 31. oktoober 1996.
28. Börsile! – Äripäev, 18. juuli 1997.
29. Börsinimekiri saab täiendust. – Äripäev, 11. mai 1998.
30. Börsistaatus aitab ettevõtteid paremini majandada. – Äripäev, 31. oktoober 2006.
31. Börsiülevaade: Eesti Ehituse börsiletulek nagu välk selgest taevast. – Äripäev, 2. mai 2006.
32. Börsiülevaade: palju õnne Tallinna börs! – Äripäev, 31. mai 2006.
33. Börsiülevaade: Tallinna börs taas eestlaste kontrolli all. – Äripäev, 4. oktoober 2005.
34. Börsiülevaade: turul vaid väikeinvestorid. – Äripäev, 7. aprill 2005.
35. Eesti ei plaani riigifirmasid börsile viia. – Äripäev, 21. jaanuar 2014.
36. ESS lahkub börsilt. – Äripäev, 26. oktoober 1998.
37. **Esse, F. E.** Eesti Pank: Tallinna börsi mõju finantssüsteemile on väike. – Äripäev, 23. mai 2011a.
38. **Esse, F. E., Pilvinski, K.** "Tallinna börs kuivab kokku". – Äripäev, 8. mai 2011.

39. **Esse, F.E.** Börsifirmade palgad poolavalikud. – Äripäev, 5. mai 2014.
40. **Esse, F.E.** Osa pensionirahast koju, osa välismaale. – Äripäev, 9. märts 2012.
41. **Esse, F.E.** Tallinna börs ärgu riigilt abi lootku. – Äripäev, 11. november 2011b.
42. **Esse, F.E., Kald, I.** Suurusest jääb puudu. – Äripäev, 7. juuni 2012.
43. **Esse, F.E., Lepik, A.** Investoreid võiks olla topeltarv. – Äripäev, 13. aprill 2012.
44. **Feldmanis, A.** Tallinna börs ja finantsinspeksioon töötavad välja hea ühingujuhtimise tava. – Äripäev, 14. detsember 2004.
45. Finantsinspeksioon soovib suuremaid õigusi insaiderluse uurimisel. – Äripäev, 24. september 2002.
46. **Haavsalu, V.** Pensionifondi juht: napib oskustega meeskondi. – Äripäev, 6. mai 2015b.
47. **Haavsalu, V.** Üllatus: Eesti ettevõtja kardab võõrast raha. – Äripäev, 4. märts 2015a.
48. **Heinsalu, K.** Tallinna börs läks edukalt üle HEXi kauplemissüsteemile. – Äripäev, 25. veebruar 2002b.
49. **Heinsalu, K.** Uued nimed on Tallinna börs ja Eesti väärtpaberikeskus. – Äripäev, 12. veebruar 2002a.
50. Helenius: Tallinna börs tuleks liita Helsingi börsiga. – Äripäev, 13. aprill 2009.
51. Hoiupangale miljon krooni trahvi. – Äripäev, 27. mai 1998.
52. Homme oma börs või konnatiik. – Äripäev, 6. mai 2011.
53. **Hääni, K.** Väikeaktsionäri õigused seadusesse. – Äripäev, 30. jaanuar 2015.
54. Infosulg loob korruptiivse börsi. – Äripäev, 16. september 1998.
55. Insaiderlus peletab investoreid. – Äripäev, 6. oktoober 1998.
56. Insaiderlus pole kadunud: Telekom tüssas aktsionäre. – Äripäev, 8. veebruar 2002.
57. **Jakobson, K.** Riigiettevõtted müüki või börsile. – Äripäev, 7. september 2009b
58. Joost, J. Eesti vaikiv börs. – Äripäev, 16. juuli 2015.
59. Kaks kuud Tallinna börsil ja 100% tootlus on lapsemäng. – Äripäev, 17. september 2009.
60. Kalev sai börsilt hoiatuse. – Äripäev, 7. jaanuar 2009.
61. **Kangur, P.** Riigifirmade aktsiatest 20% tuleb erastada. – Äripäev, 26. jaanuar 2016.
62. Kas Tallinna börs on väikeinvestorile atraktiivne? – Äripäev, 31. august 2000.

63. **Kitt, R.** Uus kapital hoiaks börsi hinges. – Äripäev, 8. märts 2005. 19.02.2016
64. **Koit, P.** Uute ettevõtete tulek Tallinna börsile on vajalik. – Äripäev, 4. märts 2005.
65. Kommentaar: Kas Tallinna börs on saamas surmahoopi? – Äripäev, 8. november 2008a.
66. **Koovit, K.** Aruanded tuleb muuta investorisõbralikuks. – Äripäev, 10. juuli 2000c.
67. **Koovit, K.** Börs: finantsjärelvalve venimine kahjustab Eesti mainet. – Äripäev, 6. detsember 2000d.
68. **Koovit, K.** Eesti investorid jäävad börsil vähemusse. – Äripäev, 2. aprill 2003.
69. **Koovit, K.** Fakto lahkub börsilt. – Äripäev, 20. veebruar 2001b.
70. **Koovit, K.** Gert Tiivas: börs jääb, kui suudame luua Põhjalas efektiivse koostöö. – Äripäev, 22. veebruar 2001a.
71. **Koovit, K.** HEXi süsteem kasseerib aktsionärit topelttasu. – Äripäev, 4. märts 2002b.
72. **Koovit, K.** Raskustes XXL.EE saadetakse börsilt ära. – Äripäev, 6. veebruar 2002a.
73. **Koovit, K.** Riigikogu muutis väärtpaberituruseadust. – Äripäev, 18. jaanuar 2000a.
74. **Koovit, K.** Tallinna börs Euroopa Börside Liidu liikmeks. – Äripäev, 15. mai 2000b.
75. **Koovit, K.** Tallinna börs hakkab kasumit taotlema. – Äripäev, 3. mai 2001c.
76. **Koppel, P.** Huvasti, Pro Kapital! – Äripäev, 3. september 2001b.
77. **Koppel, P.** Insaiderid börsilt. – Äripäev, 1. juuni 2001a.
78. Koppel: meid paigutatakse makromajandusliku pörgu eeskotta. – Äripäev, 17. november 2008.
79. **Kreek, R.** Börs hoiatas Järvevana. – Äripäev, 24. august 2012.
80. **Kreek, R.** Börs muudab kauplemist Tallinna börsil. – Äripäev, 21. september 2010.
81. **Kreek, R.** Börs võtab Arco Varalt 2000 eurot. – Äripäev, 3. oktoober 2013c.
82. **Kreek, R.** Eesti seadusandlust võiks muuta. – Äripäev, 16. juuli 2004.
83. **Kreek, R.** Swed: börs paneb meid sundseisu. – Äripäev, 2. juuli 2013b.
84. **Kreek, R.** Tallinna börsil on likviidsus likvideeritud. – Äripäev, 11. juuni 2013a.

85. **Kreek, R.** USAs insaiderite nimekirjad ja tehingud avalikud, Eestis mitte. – Äripäev, 20. september 2002.
86. **Krjutshkova, K.** Premia aktsia jäi toppama. – Äripäev, 6. mai 2010.
87. **Kruusmaa, S.** Analüütik: erafirmad Tallinna börsi märgatavalt ei elavdaks. – Äripäev, 5. oktoober 2011c.
88. **Kruusmaa, S.** Esiinvestor liigub vastuvoolu. – Äripäev, 19. märts 2010a.
89. **Kruusmaa, S.** Igasta: pensionirahata börs jalgu alla ei saa. – Äripäev, 21. märts 2010b.
90. **Kruusmaa, S.** President Ilves: börsil pakutav peaks olema mitmekesine ja rikkalik. – Äripäev, 20. mai 2011b.
91. **Kruusmaa, S.** Riik ei saa pensioniraha vägisi Eesti börsile pressida. – Äripäev, 23. märts 2010c.
92. **Kruusmaa, S.** Seadus: väärtpaberikonto avamine lihtsamaks. – Äripäev, 25. jaanuar 2011a.
93. **Kärssin, A.** Starman toob börsile kolmandiku ettevõtte aktsiatest. – Äripäev, 23. mai 2005.
94. **Lahe, V.** Tallinna börsil napib uustulnukaid. – Äripäev, 26. märts 2008a.
95. **Lahe, V.** Väikefirma ootab alternatiivturgu. – Äripäev, 12. märts 2007.
96. **Lang, J.** Arco Vara sai börsilt hoiatuse. – Äripäev, 10. juuli 2014b.
97. **Lang, J.** Börs trahvis Baltikat, Telescan sai hoiatuse. – Äripäev, 10. juuli 2014c.
98. **Lang, J.** Viisemann: kaks aastat teel börsile. – Äripäev, 27. mai 2014a.
99. **Lang, J.** Ekspress Grupp sai börsilt hoiatuse. – Äripäev, 28. mai 2015.
100. LHV laieneb ja sihib börsile. – Äripäev, 5. juuni 2012.
101. Linnamäe, L. Finantsinspeksioon hakkab Tallinna börsiga koostööd tegema. – Äripäev, 8. september 2003.
102. Marjamaa nimi on Börs. Äripäev, – 28. veebruar 1997.
103. **Matson, A.** Börs trahvis Tallinki juhte peo halva kajastamise pärast. – Äripäev, 6. november 2007.
104. **Matson, A.** Hansapank sai börsilt veerand miljonit trahvi. – Äripäev, 15. aprill 2005b.
105. **Matson, A.** Kalevi järeltulija aktsiad kaovad börsilt. – Äripäev, 11. juuni 2009.

106. **Matson, A.** Olympic kasiino aktsia kallines päevaga viiendiku. – Äripäev, 23. oktoober 2006b.
107. **Matson, A.** Swedbank jäi vassimisega vahele. – Äripäev, 21. veebruar 2005a.
108. **Matson, A.** Tallink jättis eisel börsipäeval väikeinvestorid infosulgu. – Äripäev, 26. jaanuar 2006a.
109. **Matson, A.** Tallink korraldab Balti riikide suurima börsidebüüdi. – Äripäev, 22. november 2005d.
110. **Matson, A.** Tallinna börsi juht Kaidi Oone tunneb muret Eesti ärikultuuri eetilise pärast. – Äripäev, 2. november 2005c.
111. **Matsulevits, L.** Tallinna börs tegi reglemendis muudatusi. – Äripäev, 3. aprill 2006.
112. **Matsulevits, L.** Tallinna börs trahvis ja jagas hoiatusi. – Äripäev, 23. november 2005c.
113. **Matsulevits, L.** Tallinna Vee esmaemissioon märgiti seitsmekordselt üle. – Äripäev, 30. mai 2005b.
114. **Matsulevits, L.** Tallinna börs alustas AS Tallinna Vesi noteerimisdokumentide menetlust. – Äripäev, 4. aprill 2005a.
115. Milliseks hindate Tallinna väärtpaberibörsi tegevust? – Äripäev, 6. juuni 1996.
116. **Must, B.** LHV teeb ajalugu. – Äripäev, 6. oktoober 2015.
117. **Must, B.** Väikeinvestor valib ettevõtteid ja väldib фонде. – Äripäev, 22. mai 2015.
118. **Must, B.,** Hundimägi, A. Investorite arv kuivab kokku. – Äripäev, 22. mai 2014.
119. Muuda Eesti kiire areng enda tuluks. – Äripäev, 14. november 2006.
120. **Männik, S.** Helsingi, Tallinna ja Riia börsid said NOREXi liikmeteks. – Äripäev, 7. aprill 2004.
121. **Oja, A.** Riigi Kinnisvara AS võib saada börsiettevõtteks. – Äripäev, 7. jaanuar 2004.
122. **Oja, T.** Hansapanga lahkumisele järgneb börsikrahh. – Äripäev, 11. märts 2005.
123. **Oja, T.** Irvik Kiisu naeratus börsil. – Äripäev, 15. jaanuar 2010.
124. **Oja, T.** Likviidsus börsil likvideeritud. – Äripäev, 12. juuli 2012b.
125. **Oja, T.** Pool börsist kuulub Eesti kapitalile. – Äripäev, 30. märts 2007a.
126. **Oja, T.** Tallinna börs on formalist. – Äripäev, 19. september 2007b.
127. **Oja, T.** Uus süsteem pole börsi elavdanud. – Äripäev, 10. mai 2002a.

128. **Ojala, A.** Andrus Alberi: riigifirmad on börsile tulekuks valmis. – Äripäev, 12. märts 2007b.
129. **Ojala, A.** Balti börsid muudavad kauplemisreegleid. – Äripäev, 11. oktoober 2007d.
130. **Ojala, A.** Börsile tuleb kaks miljonit uut Silvano aktsiat. – Äripäev, 10. september 2007c.
131. **Ojala, A.** Tallinna börsi hoiab tõusul välisraha sissevool. – Äripäev, 16. jaanuar 2007a.
132. **Olev, L.** Investor saab usaldusväärsema kauba. – Äripäev, 27. jaanuar 2003.
133. OMHEX turud lähevad üle ühisele kauplemissüsteemile. – Äripäev, 19. veebruar 2004.
134. OMX grupi börsiettevõtted said oma konkursi. – Äripäev, 15. märts 2006.
135. Peeter Koppel: Tallinna börs on ülispekulatiivne. – Äripäev, 10. september 2009.
136. Pensioniraha usub Eestisse, usume siis meie ka. – Äripäev, 8. märts 2013.
137. **Pikkan, R.** Majanduskasv peegeldub kõige selgemini börsil. – Äripäev, 12. aprill 2005.
138. **Pinn, M.** 35% eestlastest ootab riigifirmasid börsile. – Äripäev, 19. mai 2008.
139. **Pinn, M.** Arco Vara IPO märgiti 2,1 korda üle. – Äripäev, 15. juuni 2007c.
140. **Pinn, M.** Saku: börsilt lahkumise otsustasid väikeaktsionärid. – Äripäev, 8. september 2008.
141. **Pinn, M.** Tallinna börs läheb Nasdaq'i kätte. – Äripäev, 25. mai 2007b.
142. **Pinn, M.** Tallinna börs andis välja Eesti esimese investeerimisõpiku. – Äripäev, 8. oktoober 2007d.
143. **Pinn, M.** Uus börsi juht: riigifirmad tuleks börsile tuua. – Äripäev, 20. veebruar 2007a.
144. Pro Kapital tuleb ikka börsile! – Äripäev, 19. november 2012.
145. **Raesaar, K.** Börs ootab liitu. – Äripäev, 11. august 1999.
146. **Raesaar, K.** Miks jäävad insaiderid karistuseta? – Äripäev, 10. veebruar 2000a.
147. **Raesaar, K.** Tallinna börs sai Väärtpaberite Keskdepositooriumi omanikuks. – Äripäev, 8. september 2000b.
148. **Raidla, P.** OMHEXi uus nimi on tänasest OMX. – Äripäev, 31. august 2004.

149. Rain Lõhmus: Tallinna börs võtab kasutusele Helsingi kauplemissüsteemi. – Äripäev, 27. veebruar 2001.
150. **Rohelaan, K.** Niru Eesti börs. – Äripäev, 17. jaanuar 2015.
151. **Rozenal, V.** Gert Jostov: raha ootab kannatamatult uusi börsifirmasid. Äripäev, 2011.
152. **Rumessen, I.** Vähi: Tallinna börsi ju ei eksisteeri! – Äripäev, 27. veebruar 2001a.
153. **Rumessen, I.** Ühinemisel laienevad Tallinna börsile Soome rangemad nõuded. – Äripäev, 28. veebruar 2001b.
154. **Saad, R.** Börs trahvis Harju Elektrit, Tallinki ja Ekspressi. – Äripäev, 4. detsember 2013.
155. **Saad, R.** Eesti börsifirmad pole mainekad. – Äripäev, 24. september 2014b.
156. **Saad, R.** Miks on Tallinna börs madalseisus? – Äripäev, 18. august 2014a.
157. **Saad, R.** Kus on meie megabörs? – Äripäev, 21. märts 2016a.
158. **Saad, R.** Tallinna börsil saab investor e-hääletada. – Äripäev, 12. jaanuar 2016b.
159. **Saad, R.** Tallinna börsist saab bitcoini tehnoloogia katsejänes. – Äripäev, 26. oktoober 2015.
160. **Saad, R.** Tallinna börs: LHV tulek suurepärase uudis. – Äripäev, 29. märts 2016c.
161. **Saad, R., Kald, I.** Kuidas vältida Tallinna börsi huvide konflikti? – Äripäev, 27. november 2013.
162. **Sooman, P.** HEX süsteemi ajal on Tallinna börs kasvanud 8%. – Äripäev, 24. mai 2002.
163. **Sooman, P.** Tallinna väärtpaberibörs on huvitatud Soome eeskujul insaidertehingute avaldamisest. – Äripäev, 4. september 2001.
164. **Sormunen, R.** Tallinna börs hoiatas Ekspress Gruppi. – Äripäev, 15. veebruar 2013.
165. **Sormunen, R.** Tallinna börs tänavu Euroopa parim. – Äripäev, 21. november 2012.
166. **Stadnik, A.** Börs: Pro Kapitali juhtum pole suur ime. – Äripäev, 10. september 2012.
167. **Stamberg, P.** Tallinna börs määras Estikole reglemendi rikkumise eest hoiatuse. – Äripäev, 1. märts 2004.
168. **Taim, K.** Asutati Investorite Liit. – Äripäev, 12. mai 2005.

169. Tallinn erastab enamiku veevärki. – Äripäev, 17. märts 1997.
170. Tallinna Balti koostöøbörs. – Äripäev, 27. august 1997.
171. Tallinna börs liitub Skandinaavia NOREX kauplemissüsteemiga. – Äripäev, 2. mai 2000.
172. Tallinna börs muudab aktsiaid atraktiivsemaks. – Äripäev, 16. aprill 2001.
173. Tallinna börs on kärbumas. – Äripäev, 22. jaanuar 2009.
174. Tallinna börs teeb, aga ei taha vastutada. – Äripäev, 17. detsember 1998.
175. Tallinna börs tegi neli hoiatust. – Äripäev, 21. aprill 2009.
176. Tallinna börs tuleb börsil noteerida. – Äripäev, 23. oktoober 2000.
177. Tallinna börs vajab hädasti turgutussüsti. – Äripäev, 23. mai 2014.
178. Tallinna börs vajab restarti. – Äripäev, 16. jaanuar 2012.
179. Tallinna börs võtab kasutusele GICS standardid. – Äripäev, 19. jaanuar 2005.
180. Tallinna börs: institutsionaalsetele investoritele järgnevad väikeinvestorid. – Äripäev, 6. juuli 2000.
181. Tallinna börs: plaanime tehingutasusid alandada. – Äripäev, 7. august 2008.
182. Tallinna börsi noteerimis- ja järelevalvekomisjon ühendatakse. – Äripäev, 13. detsember 2002.
183. Tallinna börsi seotus suurte turgudega on tagasihoidlik. – Äripäev, 21. jaanuar 1998.
184. Tallinna börsi terviseks! – Äripäev, 22. mai 2015.
185. **Tammemäe, A.** Kuidas börsile elu sisse puhuda? – Äripäev, 2. oktoober 2014.
186. **Tammeväli, V.** Ühendame Tallinna ja Helsingi börsi. – Äripäev, 25. september 2013.
187. Teder, P. Tallinna börs: Ekspress Grupi lendstart. – Äripäev, 5. aprill 2007.
188. Telekomid väikeaktsionär: Tallinna börs lakkab olemast. – Äripäev, 22. september 2009.
189. Tiivas: ühinemine HEXiga lõpetab kõnelused NOREXiga. – Äripäev, 27. veebruar 2001.
190. **Toomsalu, Ü.** EPL: Riigifirmade börsile viimise plaan kütab kirgi. – Äripäev, 1. märts 2005.
191. **Tressum, H.** Börs trahvis Starmani 25 000 krooniga. – Äripäev, 3. juuni 2008.

192. **Truuverk, T.** Miks ei ole Tallinna börs võtnud kasutusele online-kauplemist? (vastab Gert Tiivas). – Äripäev, 15. mai 2000b.
193. **Truuverk, T.** Mis kasu toob Tallinna börsi ühinemine Norexiga? (vastab Gert Tiivas). – Äripäev, 15. mai 2000c.
194. **Truuverk, T.** Nasdaq'i kukkumine raputab Tallinna börsi. – Äripäev, 4. aprill 2000a.
195. **Truuverk, T.** SKT kasv viib aktsiaturu tõusule. – Äripäev, 7. detsember 1999d.
196. **Truuverk, T.** Tallinna börs teel Põhjamaade liitu. – Äripäev, 25. oktoober 1999c.
197. **Truuverk, T.** Telekom'i IPO algus börsi ei elavdanud. – Äripäev, 26. jaanuar 1999a.
198. **Truuverk, T.** Välisinvestorid hiilivad minema. – Äripäev, 24. september 1999b.
199. **Tsahkna, M.** Eestis ei kehtestata finantstehingute maksu. – Delfi, 7. detsember 2015.
200. TVB hakkab aktsiaid registreerima internetis. – Äripäev, 15. august 2001.
201. **Tähismaa, I.** Börs ja väärtpaberite keskdepositoorium uuendasid www-lehekülgi, lähiajal lähevad netti aktsionäride nimekirjad. – Äripäev, 11. mai 2000a.
202. **Tähismaa, I.** Börs lasi Ühispanga minema. – Äripäev, 22. detsember 2000d.
203. **Tähismaa, I.** Börs päästis Leks Kindlustuse minema. – Äripäev, 16. juuni 2000c.
204. **Tähismaa, I.** Insaider-tehingute eest näeb börsi reglement ette karmi karistuse. – Äripäev, 20. juuni 2012.
205. **Tähismaa, I.** Põldoja: Helsingi börs tagab suurema likviidsuse. – Äripäev, 27. veebruar 2001b.
206. **Tähismaa, I.** Tallinna börs avalikustab ettevõtetes üle 5% osalust omavad aktsionärid. – Äripäev, 15. mai 2000b.
207. **Tähismaa, I.** Tallinna börs väljastab uusi aktsiaid. – Äripäev, 27. veebruar 2001a.
208. **Vaarmets, T.** Kogu Tallinna börsi ülevõtt. – Äripäev, 25. august 2009.
209. **Veskimägi, T.** Riigifirmade viimine börsile jätab pensioniraha Eestisse. – Äripäev, 2. märts 2005.
210. **Vikat, M.** Riigifirmad vajavad reformi. – Äripäev, 16. juuli 2015.
211. Väikeaktsionärid on Eestis põlu all. – Äripäev, 16. mai 2002.
212. **Väikenurm, M.** Eesti on välisinvestoritele Sambia. – Äripäev, 7. märts 2016.

213. Väärtpaberibörs vastab oodatule. Vastab Tallinna väärtpaberibörsi tegevdirektor Helo Meigas. – Äripäev, 26. august 1996.
214. Väärtpaberibörsile neli uut firmat. – Äripäev, 16. juuli 1997.
215. Väärtpaberiinspeksioon tahab Hoiupanga Fonde trahvida. – Äripäev, 11. märts 1998.
216. ÄP: Tallinna börs vajab vedurit. – Äripäev, 12. aprill 2013.
217. ÄP: Tallinna börs vajab vedurit. – Äripäev, 17. jaanuar 2012.

LISAD

Lisa 1. Maailmas vahemikus 1960–2005 asutatud aktsiabörsid

Aasta	Riigid	Aasta	Aasta
1960	Nigeeria	1983	-
1961	Taiwan	1984	Saudi Araabia, Kuveit
1962	-	1985	Island
1963	-	1986	-
1964	Malaisia	1987	Bahrein, Barbados
1965	-	1988	Omaan
1966	Iraan	1989	Ghana, Mauritius, Guatemala, Jugoslaavia
1967	-	1990	Honduras, Hiina, NSV Liit, Malta, Svaasimaa, Panama, Ungari
1968	Jamaika	1991	Horvaatia, Poola, Bulgaaria
1969	Ecuador, Tuneesia	1992	Tšehhoslovakkia, Ukraina, Namiibia, Leedu, Mongoolia, El Salvador
1970	-	1993	Armeenia, Läti, Bhutan, Küpros
1971	-	1994	Botswana, Usbekistan, Nepal
1972	-	1995	Kõrgõzstan, Malawi, Moldova, Sambia, Makedoonia, Rumeenia, Eesti
1973	-	1996	Liibanon
1974	Elevandiluurannik, Tai	1997	Uganda, Kasahstan, Katar
1975	-	1998	Tansaania
1976	Jordaania, Costa Rica	1999	Gruusia, Alžeeria
1977	Indoneesia, Paraguai	2000	Araabia Ühendemiraadid, Paapua Uus-Guinea, Aserbaidžaan, Vietnam, Bahama
1978	-	2001	-
1979	Boliivia	2002	Maldiivid
1980	Fidži	2003	Guyana
1981	Trinidad ja Tobago	2004	Iraak
1982	-	2005	Cabo Verde Vabariik
		2005+	Suriname, Liibüa, Süüria, Kambodža, Laos, Albaania, Afganistan

Allikas: (Weber *et al.* 2009: 1320).

Lisa 2. Intervjuu küsimused

Olen Tartu Ülikooli 2. kursuse magistrant ja viin oma lõputöö raames läbi uuringu Tallinna börsi tulevikuperspektiivide kohta. Börsi tulevase arengu seisukohast on väga oluline selle arengut soodustavate ja takistavate tegurite väljaselgitamine, mis on üheks ülesandeks intervjuude läbiviimisel. Eelneva põhjal töötatakse välja stsenaariumid, vastamaks küsimusele Tallinna börsi rolli ja arengutaseme kohta viie aasta pärast. Et Tallinna börs tähistab sellel aastal ka 20. tegutsemisaastat, oleks käesolev uuring omamoodi börsi senise tegevuse tulemuslikkuse vahekokkuvõtte.

Suur tänu Teile uuringus osalemise eest!

1. Kuidas hindaksite Tallinna börsi rolli Eesti majanduses?
2. Milliseid funktsioone täidab Tallinna börs käesoleval perioodil hästi ja milliseid halvasti?
3. Millised indikaatorid (tegevuse tulemuslikkuse näitajad) viitavad Tallinna börsi kõrgele ja madalale arengutasemele?
4. Järgnevalt palun Teil hinnata Tallinna börsi arengut soodustavaid ja takistavaid tegureid ning nende võimalikku mõju järgneva viie aasta jooksul järgmise nelja grupi lõikes:
 - a) poliitilised,
 - b) majanduslikud,
 - c) sotsiaalsed,
 - d) tehnoloogilised.
5. Nimetage kaks eelnevalt välja toodud tegurite gruppi, mis avaldavad Tallinna börsi arengule kõige rohkem mõju. Valige mõlemast grupist üks tegur, mis tulevikus Tallinna börsi Teie hinnangul enim mõjutab.
6. Millisena näete Tallinna börsi viie aasta pärast ja millist rolli see täidab?
7. Mis juhtuks Teie hinnangul, kui Eestil poleks enam kodumaist börsi? Kuidas näeks välja Eesti finantsturg ilma Tallinna börsita?
8. Kuidas soodustada Tallinna börsi arengut?

Lisa 2 järg

Tere!

Suur tänu Teile, et uuringus osalesite. Selle teemaga seoses on mul Teile veel kaks hinnangulist küsimust, millele palun Teil vastata e-maili teel.

1. Milliseks hindate järgmise 5 aasta jooksul Eesti majanduskasvu väljavaateid? Palun vastake numbriga skaalal -5...+5 ehk "-5" tähendaks kõige negatiivsemat olukorda (tugev majanduslangus) ja "+5" tähendaks kõige positiivsemat olukorda (tugev majanduskasv).

2. Milliseks hindate järgmise 5 aasta jooksul Eesti poliitikute panust kodumaise kapitalituru arengusse (näiteks positiivne olukord oleks, kui riigiettevõtted noteeritakse börsil, edendatakse finantshariduse pakkumist, võlakirjade emiteerimine jms)? Palun vastake numbriga skaalal -5...+5 ehk "-5" tähendaks kõige negatiivsemat olukorda (poliitikud ei toeta kapitalituru arengut) ja "+5" kõige positiivsemat olukorda (poliitikud toetavad kapitalituru arengut).

Ette tänades ja Teie vastust oodates,

Elis Ruus

Lisa 3. Tallinna börsi arengut soodustanud tegurid aastatel 1996–2016

	Börsi arengut soodustav
1996	<ul style="list-style-type: none"> • Algusest peale on tegemist olnud elektroonilise börsiga (Milliseks... 1996). • Piisavalt palju oli regulatsioone, et börsi loomine oleks võimalik, üsna madalad börsi tasud emitentide jaoks (Hästi... 1996). • Ettevõtete silmis oli börs atraktiivne ning selle poole püüeldi (Mida... 1996). • Börsil noteeriti üha uusi ettevõtteid (nt Tallinna lihatööstus, Naviplast, Farmaatsiatehas jne) (Börs... 1996). • Tallinna väärtpaberibörsi arengut võiks soodustada ühtse Balti börsi loomine, Tallinna väärtpaberibörs oleks domineeriv (Balti... 1996).
1997	<ul style="list-style-type: none"> • Tallinna väärtpaberibörsi põhinimekirja jõudmine oli mitmete Eesti ettevõtete tulevikueesmärgiks, üritati parandada oma majandustulemusi ja läbipaistvust (Marjamaa... 1997; Börsile! 1997). • Börsile lisandus ettevõtteid nii põhi-, lisanimekirja kui ka vabaturule: VKME, Merko Ehitus, Fakto ja Leksi ning Viru Ranna (Tallinn... 1997; Väärtpaberibörsile... 1997). • Börs kaitstes investoreid ehk peatas ettevõtete aktsiatega kauplemise, kes ei olnud õigeks ajaks majandustulemusi avaldanud (Börs on... 1997; Väärtpaberibörsile ... 1997). • Väärtpaberibörsi atraktiivsus kodumaiste ja välisinvestorite silmis suurenes järkjärgult (Börsile! 1997). • Hinnanguliselt oleks Balti börsi loomine hea idee, kuna seeläbi liidetakse paremini kolme riigi majanduskeskkondi (Tallinna... 1997).
1998	<ul style="list-style-type: none"> • Tallinna väärtpaberibörsi emitentide arv suurenes, uus ettevõtte oli näiteks Reval Hotelligrupp. Seni vabaturul tegutsenud AS Rakvere Lihakombinaat, AS Kalev, AS Viru Rand ja AS Tallinna Külmoone lisandusid börsi ametliku noteeritud ettevõtete nimekirjaga (Börsile.. 1998; Börsinimekiri... 1998). • Börs täitis investorite kaitse funktsiooni, näiteks Hoiupank sai investorite usalduse petmise eest karistada (Väärtpaberiinspeksioon... 1998; Hoiupangale... 1998).
1999	<ul style="list-style-type: none"> • Telekomid IPO soodustasid mõnevõrra börsi arengut (Truuverk 1999a). • Balti riikide börside vaheline koostöö tihenes, kavas oli luua atraktiivsem ühisnimekiri ja ühtsed baasregulatsioonid (Balti... 1999). • Tallinna väärtpaberibörs plaanis liituda mõne suurema süsteemiga, näiteks NOREXiga. Tulemusena loodeti börsi elavnemist. (Raesaar 1999; Truuverk 1999c) • Investorid tajusid aasta lõpus majanduskasvu seost börsi arenguga, tänu majanduskasvuprognosidele tõusis kauplemisaktiivsus (Truuverk 1999c).
2000 (1)	<ul style="list-style-type: none"> • Riigikogu kiitis heaks muudatused väärtpaberituruseaduses, millega sätestati ettevõtte ülevõtupakkumise tegemise kohustus (Koovit 2000a). • Tallinna börs plaanis peagi NOREXiga liitumist, tänu sellele suureneks likviidsus ja väheneks volatiilsus (Tallinna börs avalikustab... 2000; Truuverk 2000c). • Börs ja väärtpaberite keskdepositoorium otsustasid aktsionäride nimekirjad internetis avalikustada (Tähismaa 2000a; 2000b). • Tallinna börs sai Euroopa Börside liidu liikmeks, tänu sellele suurem sõnaõigus väärtpaberiturgude arengu teemal (Koovit 2000b). • Plaaniti lähitulevikus kasutusele võtta veelgi rohkem automatiseeritud kauplemine (Truuverk 2000b). • Institutsionaalseid investoreid lisandus börsile, ka väikeinvestorid järgisid nende eeskujuga (Tallinna börs:... 2000; Kas... 2000).

Lisa 3 järg

	Börsi arengut soodustav
2000 (2)	<ul style="list-style-type: none"> Tallinna börs omandas kõik EVK aktsiad, koondades nii kogu Eesti väärtpaberituru infrastruktuuri ühtsesse efektiivsemasse gruppi (Raesaar 2000b). Börs alandas investorite jaoks teenustasusid ja ettevõtete jaoks registreerimiskulusid (Börs... 2000).
2001	<ul style="list-style-type: none"> Tallinna börs võttis kasutusele Helsingi kauplemissüsteemi, iseseisev börs säilis. Tänu sellele börside vaheline koostöö tihenes, loodeti, et see toob kaasa ka kodumaise börsi likviidsuse suurenemise. (Rain... 2001; Koovit 2001a; Tähismaa 2001b) HEX omandas üle 50% Tallinna börsi aktsiatest, Helsingi börsi motivatsioon aidata kaasa Tallinna börsi arengule suurenes (Tähismaa 2001a). Eeldati, et Tallinna börsi ühinemine HEXiga toob tulevikus kaasa järelevalve karmimaks muutumise, tõenäoliselt suudetakse paremini võidelda insaidertehingute vastu (Rumessen 2001b). Tallinna börs kehtestas senisest väiksemad miinimumkogused ja hinnasammud, tänu millele peaks kauplemissüsteemi suurenema (Tallinna... 2001). Tallinna börsist sai kasumit taotlev ettevõtte, mistõttu tõusis omanike motivatsioon selle arengule kaasa aidata (Koovit 2001c). Algas aktsiate registreerimine internetis, tänu millele on protsess ettevõtete jaoks mugavam (TVB... 2001). Börs täitis investorite kaitse funktsiooni, eksitava teabe eest määrati trahv näiteks Faktole (Börs... 2001). Tallinna väärtpaberibörs plaanis hakata avalikustama insaidertehinguid, et turgu läbipaistvamaks muuta (Sooman 2001). Internetti jõudsid täielikud aktsionäride nimekirjad (Aktsiaraamatud... 2001).
2002	<ul style="list-style-type: none"> HEX süsteemist polnud alguses küll eriti abi börsi elavdamiseks, kuid mõne aja pärast siiski aktiivsus kasvas, turukapitalisatsiooni kasv oli näiteks aasta keskpaigas 8,2% (Sooman 2002). Börsi relemendi ehk reeglistiku järgi määratleti konfidentsiaalse info põhjal sõlmitud tehingute keelu nõude rikkumise eest 1000 kuni 500 000 krooni trahvi (Tähismaa 2002). Finantsinspeksioon pööras suuremat tähelepanu insaidertehingutele ning taotles suuremaid õigusi (Finantsinspeksioon... 2002). Börs kaitses väikeinvestoreid edukalt ning trahvis reegleid rikkunud emitenti Hansapank. Investorite usaldusväarsus börsi suhtes tõusis. (Börs... 2002). Tallinna börsi nõukogu otsustas ühendada Tallinna börsi noteerimis- ja järelevalvekomisjoni üheks komisjoniks, mis peaks võimaldab nende töö senisest efektiivsemat korraldamist (Tallinna... 2002).
2003	<ul style="list-style-type: none"> Rahandusminister allkirjastas noteerimismääruse, mis sätestas detailselt väärtpaberi börsil noteerimise, noteerimisprospekti, teabe avalikustamise ja määruse rakendamise, arvestades Euroopa Liidu standarditega (Olev 2003). Börs muutis automaatselt sobitatud tehingud odavamaks, eesmärgiks oli investorite aktiivsuse tõus (Börs... 2003). Finantsinspeksioon ja Tallinna börs leppisid kokku väärtpaberituru järelevalve funktsioonide täpsustamises ja koostöö tõhustamises (Linnamäe 2003).

Lisa 3 järg

	Börsi arengut soodustav
2004	<ul style="list-style-type: none"> • AS-i Riigi Kinnisvara juht E. Teimann pooldas ettevõtte viimist börsile, see oli üks esimesi kordi, kui riigiettevõtete börsile viimise teema oli aktuaalne (Oja 2004). • Balti- ja Põhjamaade ühendatud väärtpaberituru loomiseks võtsid Tallinna, Riia ja Helsingi börsid kasutusele uue kauplemissüsteemi SAXESS. See süsteem oli kasutusel juba Taanis, Islandil, Norras ja Rootsis. Tänu sellele loodeti tihedamat koostööd. (OMHEX... 2004) • Tallinna börsi noteerimis- ja järelevalvekomisjon seisis investorite õiguste eest, reglemendi rikkumise eest sai karistada näiteks Estiko (Stamberg 2004). • OMHEX väärtpaberiturgude divisjon HEX Integrated Markets astus Põhjamaade börsiliidu liikmeks. Leppe tulemusena olid NOREXi koosseisus kõik Põhjamaade väärtpaberiturud ja 2/3 Baltikumi turust. (Männik 2004) • Tallinna börs ja finantsinspeksioon alustasid Eesti ettevõtetele hea ühingujuhtimise tava väljatöötamist. Selle eesmärgiks oli ettevõtete tegevuse läbipaistvamaks ja avatumaks muutmine ning tänu sellele peaks tulevikus muutuma lihtsamaks ettevõtete võrdlemine. (Feldmanis 2004)
2005	<ul style="list-style-type: none"> • Tallinna börs võttis kasutusele GICS standardid, et muuta börsiettevõtte omavahel paremini võrreldavaks (Tallinna... 2005). • Mitmetes ringkondades peeti Tallinna börsi Eesti majanduse jaoks väga oluliseks, selle säilimist peeti pikaajalise stabiilsuse märgiks ning börsi arengu soodustamiseks soovitati riigiettevõtete vähemusosaluste noteerimist börsil (Veskimägi 2005; Kitt 2005). • AS-i Tallinna Vesi 20 000 000 aktsiat noteeriti börsi põhinimekirjas, börsile tulek oli edukas, kuna nõudlus ületas pakkumist 1,6 korda (Matsulevitš 2005a; 2005b). • Suudeti tõestada, et Hansapank rikkus börsi reegleid ning selle eest sai ettevõtte karistada, lisaks sai karistada AS Rakvere Lihakombinaat – börs seisis seega investorite huvide eest (Matson 2005b; Matsulevitš 2005c). • Eestisse loodi Investorite Liit, mille ülesandeks on investeerimismaastiku ja selle võimaluste tutvustamine ning väikeinvestorite huvide kaitsmine (Taim 2005). • Tallinna börsi emitentide arv suurenes, Starmani aktsiatest noteeriti 1/3 börsil (Kärssin 2005). • Kodumaiste investorite osakaal börsil oli suurem kui varem ehk 42,2% (Börsiülevaade: Tallinna... 2005). • Tallink Grupp otsustas Tallinna börsile minna läbi IPO (Matson 2005d).
2006 (1)	<ul style="list-style-type: none"> • Käivitati konkurss „Baltic Market Awards“, mille eesmärgiks oli Balti riikide börside põhi- ja lisanimekirjas noteeritud ettevõtete hindamine vastavalt nende investorsuhetele ja kauplemistegevusele (OMX... 2006). • Tallinna börs muutis börsi reglemendis vabaturuga seotud reegleid leebemaks ehk emitendi riskitase võis olla kõrgem ning kaubeldavate väärtpaberite arv väiksem kui seni, see peaks muutma turgu ettevõtetele lihtsamini ligipääsetavamaks (Matsulevits 2006). • Ettevõtte Eesti Ehitus noteeris aktsiad Tallinna börsil läbi IPO (Börsiülevaade... 2006). • Tallinna börsiga liitus Olympic kasiino ja selle aktsiahind kallines esimesel kauplemispäeval 20% (Matson 2005b).

Lisa 3 järg

	Börsi arengut soodustav
2006 (2)	<ul style="list-style-type: none"> • Levis arvamus, et Olympic kasiinost saab uus n-ö juhtaktsia, tänu millele börs ei hääbu (Börsistaatus... 2005). • Äripäeva toimetused soovitas aktsiatesse investeerida, kuna börs peegeldab majanduskasvu ning lähituleviku prognoosid olid väga head (Muuda... 2005).
2007	<ul style="list-style-type: none"> • Lääne- ja Kesk-Euroopa ning Skandinaavia investorite poolne kasvav huvi Tallinna börsi vastu soodustas selle arengut (Ojala 2007a). • Tallinna börsi juhi Andrus Alberi hinnangul soodustaks riigiettevõtete noteerimine oluliselt börsi arengut (Pinn 2007a;b). • Eestlaste osakaal kodumaisel börsil oli suhteliselt kõrge – 51,3% (Oja 2007a). • Tallinna börsil noteeriti Ekspress Grupi aktsiad (Teder 2007). • Nasdaq Stock Market Inc ehk USA suuruselt teine börs teatas Tallinna börsi omaniku OMX AB ostmisest, Tallinna börs liitus maailma ühe juhtiva börsioperaatoriga (Pinn 2007b). • Börsil noteeriti Arco Vara aktsiad, esmase pakkumise kogunõudlus ületas tehingu baasmahtu 2,1 korda (Pinn 2007c). • Silvano Fashion Group otsustas aktsiad Tallinna börsil noteerida ja sai selleks heakskiidu (Ojala 2007c). • Tallinna börs täitis edukalt investorite kaitse funktsiooni, Tallinna Vesi, Starman ja Tallink said börsi reeglite rikkumise eest karistada (Oja 2007b; Matson 2007). • Tallinna börs ja väärtpaberiturud tippspetsialistid andsid välja investeerimisõpiku "Investeerimise teejuht" (Pinn 2007d). • Balti riikide börsid ühtlustasid väärtpaberitehingute tüübid, võtsid kasutusele tehingueelse anonüümsuse, kehtestasid uued blokktehingute kriteeriumid ja kasutusele võeti suuremahuliste tehingute viiteaja avaldamine (Ojala 2007d)
2008	<ul style="list-style-type: none"> • Tallinna börsi poolt tellitud uuringu tulemustest selgus, et 35% elanikkonnast toetas riigifirmade börsile minekut, pooldajate seas oli palju aktiivseid investoreid (Pinn 2008). • Tallinna börs kaitses investorite õigusi, nende rikkumise eest sai trahvi näiteks Starman (Tressum 2008). • Tallinna börsi tehingutasud olid madalad ning eesmärgiks oli neid veelgi vähendada, et investorite jaoks börsi atraktiivsemaks muuta (Tallinna börs... 2008).
2009	<ul style="list-style-type: none"> • Tallinna börsi noteerimis- ja järelevalvekomisjon täitis emitentide järelevalve ja investorite kaitse funktsiooni edukalt, hoiatuse said näiteks Kalev, Arco Vara, Ekspress Grupp, SEB Bank ja Olympic kasiino (Kalev... 2009; Tallinna börs tegi... 2009). • Tallinna börsi arendamise seisukohalt tehti ettepanek liitumiseks Helsingi börsiga, kuna see avardaks Eesti ettevõtete rahastamisvõimalusi ning lisaks antakse signaal, et Eesti läheneb Skandinaaviale (Helenius... 2009). • Populaarsemaks muutusid arutelud selle üle, kas riigiettevõtted peaksid börsile minema, Olari Taali sõnul oleks see vajalik, kuna riigiettevõtete nõukogudes olevad poliitikud olid sel ajal selleks tööks ebakompetentsed ning riigiettevõtteid oleks vaja muuta läbipaistvamaks. (Jakobson 2009)

Lisa 3 järg

	Börsi arengut soodustav
2010	<ul style="list-style-type: none"> • Prognoositi börsi kauplemissaktiivsuse kasvu eelkõige välisinvestorite arvelt, kuna võeti vastu otsus, et Eesti saab alates 2011. aastast euro, mistõttu muutub majanduskeskkond usaldusväärsemaks (Bank 2010; Oja 2010; Kruusmaa 2010a). • Premia Foodsi aktsiad noteeriti börsil (Krjutshkova 2010). • Kasutusele võeti volatiilsuslimiidid, mille eesmärgiks oli vähendada kauplemissintsentide ja -anomaaliate esinemise tõenäosust (Kreek 2010).
2011	<ul style="list-style-type: none"> • Väärtpaberituru seaduse muudatuse vastuvõtmisel saaks avada väärtpaberikonto otse EVKs ilma panga või muu kontohalduri vahendusega (Kruusmaa 2011a). • Tallinna börsi 15. sünnipäeva puhul võttis börsi teemal sõna president, kes väitis, et börs on Eesti majanduse peegel ning tänu sellele on kodumaised turud lõimunud muu maailmaga, mistõttu on börsi säilimine väga oluline (Kruusmaa 2011b).
2012	<ul style="list-style-type: none"> • LHV Pank andis teada, et neil on soov minna börsile ning see peaks toimuma 2015. aasta teises pooles (LHV... 2012). • Tallinna börsi noteerimis- ja järelevalvekomisjon tegi AS-ile Järvevana hoiatuse olulise info mitte õigeaegse avaldamise eest ehk täideti investorite kaitse funktsiooni (Kreek 2012). • Pro Kapital viis aktsiad börsi lisanimekirja, IPO ebaõnnestus (Stadnik 2012; Pro... 2012).
2013	<ul style="list-style-type: none"> • Tallinna börs kaitses investorite huve ning määras Ekspress Grupile ja Merco Ehitusele börsireglemendi rikkumise eest hoiatuse ning Arco Varale, Baltikale, Nordeconile, Harju Elektrile, Tallinkile ja Eesti Ekspressile trahvi (Sormunen 2013; Kreek 2013b; Saad 2013). • Eesti pensionifondid hakkasid aktiivsemalt investeerima Tallinna börsi ettevõtetesse (Pensioniraha... 2013). • Poliitikute ringkonnas leidis üha rohkem toetust mõtte viia riigiettevõtted börsile (ÄP... 2013). • Balti börsid käivitasid uue turutegemise programmi, mille eesmärgiks on suurendada kaubeldavate väärtpaberite likviidsust (Börs... 2013). • Swedbanki privaatpanganduse divisjoni tegevjuhi C. Tammevälja hinnangul oleks Tallinna börsi arenguks vajalik liitumine Helsingi börsiga (Tammeväli 2013). • Tallinna börs hakkas rohkem tähelepanu pöörama sellele, et paremini informeeritud finantsvahendajad ei kuritarvitaks kasu teenimise eesmärgil oma positsiooni (Saad, Kald 2013).
2014	<ul style="list-style-type: none"> • Börsiettevõtete juhtide palku oli võimalik välja arvutada, see suurendas läbipaistvust (Esse 2014). • LHVI oli endiselt kindel plaan Tallinna börsile minekuks ja prognoositi, et see juhtub 2016. aastal (Lang 2014a). • Tallinna börsi noteerimis- ja järelevalvekomisjon kaitses investoreid ja määras Arco Varale hoiatuse reeglite rikkumise eest (Lang 2014c). • Pakuti välja kolm lahendust Tallinna börsi arengu soodustamiseks: 1) tuua börsile uusi ettevõtteid, nt riigifirmad; 2) pensionifondide suurem aktiivsus koduturul; 3) ühtse Balti börsi moodustamine (Tammemäe 2014).

Lisa 3 järg

Börsi arengut soodustav	
2015	<ul style="list-style-type: none"> • Tehti ettepanek väikeaktsionäride huve kaitsvad sätted Euroopa eeskujul äriseadustikku üle võtta, täpsemaks tuleks teha näiteks kolme järgmise õigusega seotud seadusandlust: õigus olulisele infole, õigus dividendidele ja õigus välja astuda (Hänni 2015). • Väikeinvestori hinnangul võiks riigiettevõtete börsile tulek seda oluliselt atraktiivsemaks muuta, näiteks Eesti Energia noteerimise tulemusena oleks eestlastel nn rahvaaktsia, millesse investeerimine oleks tõenäoliselt väga populaarne (Must 2015a; Vikat 2015). • Tallinna börsi noteerimis- ja järelevalvekomisjon otsustas määrata Ekspress Grupile hoiatuse keelatud insaidertehingu eest, seega seisti investorite huvide eest (Lang 2015). • LHV Pank oli üha lähemal aktsiate börsile viimisele, seega järgmisel aastal oleks oodata esimest IPOt pärast 2010. aastat (Must 2015b). • Nasdaq asub Tallinna börsil katsetama bitcoini kasutatavat tehnoloogiat tänu sellele, et Eesti IT infrastruktuur annab selleks hea võimaluse. Seda tehnoloogiat vaadeldakse finantsmaailmas kui järgmist murrangulist turu arendajat. (Saad 2015) • Võeti vastu otsus, et Eestis ei kehtestata finantstehingute maksu (Tsahkna 2015).
2016	<ul style="list-style-type: none"> • Hinnang, et suurte riigiettevõtete aktsiatest tuleks erastada 20% või rohkem. Tänu sellele saaksid investorid parema investeerimisvõimaluse ning pangad teeniksid tehingute pealt tulu, pensionifondid tõenäoliselt investeeriksid rohkem Eestisse ning riigiettevõtete majanduslik efektiivsus kasvaks. (Kangur 2016) • Eesti digitaalidentiteedi platvorm hakkab toetama e-hääletuse teenust, mis võimaldab aktsionäridel hääletada üldkoosolekul ilma füüsiliselt kohal olemata (Saad 2016b). • LHV kinnitus korraldada 2016. aasta maikuus IPO (Saad 2016c).

Allikas: (autori koostatud väljaande Äripäev arhiivi põhjal aastatel 1996—2016).

Lisa 4. Tallinna börsi arengut takistanud tegurid aastatel 1996–2016

Börsi arengut takistav	
1996	<ul style="list-style-type: none"> • Regulatsioonide kvaliteedi osas oli veel arenguruumi (Hästi... 1996). • Ettevõtted küll soovisid börsile minna lootuses, et nende maine seeläbi paraneb, kuid enamasti takistas neid hirm info avalikustamise ees (Börs...1996). • Balti väärtpaberibörsi loomist takistas Läti ja Leedu hirm, et Eesti kõrval jäädakse tagaplaanile (Balti... 1996).
1997	<ul style="list-style-type: none"> • Balti börsi endiselt ei loodud, kuna kolme riigi börsidel olid erinevad kauplemiskeskonnad ning Tallinna, Riia ja Vilniuse börsid konkureerisid omavahel (Tallinna... 1997). • Tallinna väärtpaberibörsi inspeksioon oli suhteliselt nõrk, mistõttu oli Eesti väärtpaberiturule kujunemas insaiderite ja mängurite börsi pahaendeline imago (Börs on liikumas... 1997; Börs on metsistumas 1997). • Noteerimisnõue karmistus ehk ettevõtete turukapitalisatsioon pidi olema 300 mln krooni varasema 100 mln asemel, mistõttu oli ettevõtetel keerulisem börsi põhinimekirja pääseda (Börs karmistab... 1997).
1998	<ul style="list-style-type: none"> • Negatiivne hinnang anti Tallinna börsi järelevalvefunktsioonile ehk börsil noteeritud ettevõtetel olid suhteliselt vabad käed ja karistused neid ei motiveerinud eetilisel käitumal. Ettevõtted ei avalikustanud väikeaktsionäridele olulist infot. (Hoiupangale... 1998; Börsil... 1998; Infosulg... 1998) • Ebaeetiliste insaidertehingute maht kasvas, väikeinvestorite usaldus vähenes (Insaiderlus... 1998). • Ettevõtted hakkasid börsilt lahkuma (nt ESS) (Ess... 1998). • Tallinna väärtpaberibörs ei vastutanud oma kodulehe info eest, maine langes veelgi (Tallinna börs... 1998).
1999	<ul style="list-style-type: none"> • Väikeinvestoreid üha lahkus ja uusi eriti juurde ei tulnud, mistõttu vähenes börsi likviidsus (Truuverk 1999b).
2000	<ul style="list-style-type: none"> • Insaidertehinguid endiselt tehti ja selle eest pääseti karistuseta (Raesaar 2000a). • Tallinna börsil oli suur sõltuvus välisurgudest, Nasdaq'i suur langus avaldas olulist negatiivset mõju (Truuverk 2000a). • Börsilt lahkusid emitendid, nt AS Leks Kindlustus ja AS Eesti Ühispank, investoritel oli vähem valikuvõimalusi (Tähismaa 2000c; 2000d). • Börsiettevõtete majandusaasta aruanded polnud investoritele piisavalt arusaadavad ega võrreldavad, juhid üritasid majandustegevusest paremat muljet jätta (Koovit 2000c). • Tallinna börs oli kasumit mittetaotlev ettevõtte, mille omanikuks olid pangad ja maaklerfirmad. Olukord vajaks muutmist, seeläbi panustatakse börsi arengusse rohkem (Tallinna börs tuleb... 2000). • Hästi toimiva finantsjärelevalve puudumine oli oluliseks Eesti mainet ja finantsturgude arengut kahjustavaks teguriks (Koovit 2000d).
2001	<ul style="list-style-type: none"> • Tallinna börsiettevõtete aktsiahindu mõjutas rohkem valitsuse tegevus kui ettevõtete tulemused, mistõttu hinnati börsi funktsioneerimist nõrgaks (Rumessen 2001a). • Insaidertehingud olid endiselt probleemiks, kuid oli lootus, et uus loodav seadus selle probleemi lahendab (Koppel 2001a). • Emitentide arv vähenes, Pro Kapital AS denoteeriti, kuid ettevõtte rikkus korduvalt reglementi, nii et õigustatult (Koppel 2001b).

Lisa 4 järg

Börsi arengut takistav	
2002	<ul style="list-style-type: none"> • Emitente jäi vähemaks, näiteks XXL.EE lahkus majandusraskuste tõttu (Koovit 2002a). • Insaidertehinguid endiselt tehti ja nende vastu oli keeruline midagi ette võtta, Telekomiga seoses näiteks (Insaiderlus... 2002). • HEXi kauplemissüsteemis tehingute tegemine oli aktsionäride jaoks kulukam kui varasem süsteem (Koovit 2002a, 2002b). • HEXi süsteem ei elavdanud alguses Tallinna börsi (Oja 2002a). • Väikeaktsionäride kaitse oli endiselt nõrk, nt Sampo Pank võttis väikeaktsionäridelt jõuga aktsiad üle, Eesti seadusandlus oli selle vastu võimetu (Väikeaktsionärid... 2002). • Tallinna börsi likviidsus jäi endiselt madalaks ja noteeritud ettevõtteid oli börsil vähe (Oja 2002b). • Endiselt polnud kasutusele võetud insaidertehingute avalikustamise listi (Kreek 2002).
2003	<ul style="list-style-type: none"> • Eestis oli väga vähe kodumaiseid investoreid, nende osakaal oli oluliselt madalam kui mujal maailmas (Koovit 2003).
2004	<ul style="list-style-type: none"> • Eesti seadusandluses oli ekspertide hinnangul endiselt nõrkusi. Hinnanguliselt võiks kaaluda USA näitel seaduste muutmist ehk börsifirmadelt võiks nõuda dividendide maksmist kord kvartalis. Sel juhul jaguneks riigile dividendide maksustamisest saadav rahavoog ühtlasemalt kogu aasta peale. Investorid saaksid dividende sagedamini kui vaid kord aastas, muutes investeerimist populaarsemaks. (Kreek 2004)
2005	<ul style="list-style-type: none"> • Kahtlus, et Swedbank ja EBRD tegid börsireeglite vastase kokkuleppe Hansapanga aktsiate ostu-müügi tehinguga seoses, kuid seda oli keeruline tõestada (Matson 2005b). • Riigiettevõtete (nt Eesti Energia) börsile viimist takistasid võimul olnud poliitikud, ärieliit pooldas ideed (Toomsalu 2005). • Kardeti võimalikku Hansapanga ja Eesti Telekom (juhtaktsiate) lahkumist börsilt, sel juhul väheneks turukapitalisatsioon umbes 80% võrra (<i>Ibid.</i> 2005; Kitt 2005; Oja 2005). • Tallinna börsil olid suures enamuses ainult väikeinvestorid, millest tulenevalt oli madal ka käive (Börsiülevaade: turul... 2005). • Swedbank omandas enam kui 98% Hansapanga aktsiatest, ettevõtte denoteerimine muutus paratamatuks. Tegemist oli olulise börsiettevõttega, sest aastatel 2002-2004 andis Hansapank Tallinna börsi käibest ligi 60%. (Pikkani 2005) • Börsiettevõtete ausa ja läbipaistva tegevuse kontrollimine oli üha keerulisem, tähelepanu juhiti LHV skandaalile USA firmade siseinfo kasutamise pärast (Matson 2005c).
2006	<ul style="list-style-type: none"> • Värske emitent Tallink rikkus oluliselt info avalikustamise nõuet, ignoreerides väikeaktsionäre, börs küll reageeris, kuid investorite usaldusväärsus langes (Matson 2006a).
2007	<ul style="list-style-type: none"> • Alternatiivturgu endiselt polnud, mistõttu oli väiksematel ettevõtetel keerulisem kapitali kaasata (Lahe 2007). • Riigiettevõtteid endiselt ei noteeritud Tallinna börsil, kuigi see oleks arengu soodustamiseks väga vajalik olnud (Pinn 2007a).

Lisa 4 järg

Börsi arengut takistav	
2008	<ul style="list-style-type: none"> • Statistikaameti andmetel moodustas börsiettevõtete käive ettevõtete kogukäibest vaid 7% ehk börsi tähtsus Eesti majanduses oli üsna väike (Börsikommentaar... 2008). • Ettevõtete jaoks ei olnud börsile minek atraktiivne, põhjuseks oli halb majandusolukord, börsiettevõtete madal hinnatase ja investorite vähene huvi. Kui likviidsus on olematu, nagu antud juhul oli, ei peegelda aktsiahinnad ettevõtte õiglast väärtust. (Lahe 2008; Alber... 2008; BÖRS... 2008). • Poliitikutel oli hirm selle ees, et riigiettevõtete noteerimine võib mõjuda halvasti elanikele, kuna viimaste huvidega arvestatakse vähem (Tallinna börsil... 2008). • Carlsberg omandas 75% Saku Õlletehase aktsiatest ning tegi kohustusliku ülevõtmispakkumise 25% väikeaktsionäridele, seega järjekordne ettevõtte lahkus börsilt (Pinn 2008). • Tallinna börsi tuleviku suhtes oldi pessimistlikud, sest välisfondid lahkusid ning nende jaoks polnud stiimuleid, et tagasi tulla (Kommentaar... 2008; Koppel... 2008).
2009	<ul style="list-style-type: none"> • Tallinna börs oli muutumas üha vähem atraktiivsemaks nii emitentide kui investorite silmis (Tallinna börs on... 2009). • Starman lahkus börsilt, väikeaktsionäridele tehti aktsiate üleostupakkumine (BÖRS... 2009). • AS Luterma (endine Kalev) lahkus Tallinna börsilt (Matson 2009). • Telia Sonera ülevõttupakkumine Eesti Telekomile viitas sellele, et Tallinna börsilt kaob üks olulisemaid ettevõtteid. Seda näitas asjaolu, et ülevõttupakkumise tulemusena sai Tallinna börsist üks suurimaid tõusjaid maailmas (Vaarmets 2009). • Eesti Telekom lahkumine börsilt oleks tõenäoliselt selle hääbumiseni viinud, kuna tegemist oli väga olulise ettevõttega (Peeter... 2009; Telekom... 2009). • Tallinna börsil oli väga kõrge volatiilsuse tase (Kaks... 2009).
2010	<ul style="list-style-type: none"> • Tallinna börs oli väike ja mittelikiidne (Kruusmaa 2010b). • Kohalikel pensionifondidel polnud ei kohustust ega soovi lokaalsel turul tegutsemiseks (<i>Ibid.</i>; Kruusmaa 2010c). • Tallinna börsi indeks ei kuulunud ühegi rahvusvahelise laialt kasutatava indeksi hulka, mistõttu polnud siin välismaiste indeksfondide raha (<i>Ibid.</i>).
2011	<ul style="list-style-type: none"> • Tallinna börsil oli endiselt liiga vähe emitente ja investoreid, investeerimine oli riskantne, kuna likviidsust eriti polnud (Rozenal 2011; Homme 2011; Esse, Pilvinski 2011). • Börsiettevõtete juhtide palgad, boonused ja motivatsioonipaketid polnud avalikud, mis vähendas ettevõtete läbipaistvust (Avalikus... 2011). • Eesti Panga finantsstabiilsuse ülevaates hinnati Eesti kapitaliturgu liialt väikeseks ning selle mõju Eesti finantsüsteemis pea olematuks. Selle tõestuseks oli turukapitalisatsiooni ja SKP madal suhe ning lisaks oli börs kontsentreerunud ehk nelja suurima ettevõtte noteeritud aktsiad hõlmasid börsi kapitalisatsioonist üle kahe kolmandiku. (Esse 2011a) • Riigiettevõtete börsile tulek ja kohalike pensionifondide huvi Tallinna börsi vastu oli üha ebatõenäolisem (Alber 2011a; Kruusmaa 2011c; Esse 2011b).

Lisa 4 järg

Börsi arengut takistav	
2012	<ul style="list-style-type: none"> Kohalikud pensionifondid ei saanud investeerida Tallinna börsi ettevõtete aktsiatesse, kuna see oleks madala likviidsuse tõttu liiga riskantne olnud (Tallinna...2012; Esse 2012) Endiselt ei suudetud juurde meelitada välisinvestoreid (ÄP... 2012). Äripäeva hinnangul ei kaitsnud Finantsinspeksioon ja Tallinna börs piisavalt hästi investoreid Baltika juhtimisotsustega seoses, mis kahjustasid investorite huve (Börsi... 2012). Ettevõtete jaoks polnud börsile minek kuigi atraktiivne, mistõttu börs oli hääbumas (Esse, Lepik 2012).
2013	<ul style="list-style-type: none"> Tallinna börs oli endiselt madala kauplemissaktiivsuse ja likviidsusega (Kreek 2013). Tallinna börs tõstis teenustasusid (Kreek 2013b).
2014	<ul style="list-style-type: none"> Nii Rahandusministeerium kui ka Majandus- ja Kommunikatsiooniministeerium kinnitasid, et riigifirmade börsile viimine ei ole käesolevalt neil plaanis (Eesti... 2014; Tallinna... 2014) Sel aastal ei lisandunud börsile ettevõtteid, millest tulenevalt ei kasvanud ka investorite poolne aktiivsus (Must, Hundimägi 2014). Tallinna börs oli kontsentreerunud ehk põhinimekirjas kaubeldavast 13 aktsiast moodustasid turu koguväärtusest kuus suurimat ligi 90% (Saad 2014a). TNS Emori uuringust selgus, et börsiettevõtetest ei kuulunud ükski mainekate ettevõtete top 10 hulka (Saad 2014b).
2015-2016	<ul style="list-style-type: none"> Tallinna börsi aktsiate valik oli endiselt kesine ja Eesti ettevõtted ei näidanud üles huvi börsiga liitumise suunas (Rohelaan 2015; Haavsalu 2015a). Vaatamata headele eeldustele, ei ole Eesti ettevõtted kasutanud võimalust Tallinna börsile tulekuks. Turukapitalisatsiooni ja SKP suhe (10,3%) jäi Tallinna börsil oluliselt alla Euroopa riikide mediaanväärtusele (35,8%). (Joost 2015) Menetlusse võeti seadus, mis lubab pensionifondidel senisest enam paigutada raha väärtpaberibörsil noteerimata väärtpaberitesse, taristuprojektidesse ja kinnisvarasse, samuti väärismetallidesse ning nendega seotud väärtpaberitesse (Haavasalu 2015b). Rootsi börsile lisandus eelmisel aastal 80 uut ettevõtet, Soome börsile 15, Tallinna börsile vaid 1 ja mitte põhinimekirja. Viimasest IPOst 2010. aastal on päris palju aega möödas. Valitsus peaks kapitalituru arengut toetama, riigiettevõtete börsile toomine oleks väga vajalik, kuid seda ei ole siiani tehtud. (Saad 2016a) Välisinvestorite jaoks ei ole Eesti atraktiivne, mida näitab asjaolu, et Eesti kapital ostab välisfirmade ettevõtteid järjest välja ja uusi välisinvestoreid ei tule (Väikenurm 2016).

Allikas: (autori koostatud väljaande Äripäev arhiivi põhjal aastatel 1996—2016).

Lisa 5. Tallinna börsi statistika aastatel 1996–2005

Näitaja/aasta	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Turukapitalisatsioon aasta lõpu seisuga, mln EUR	430	919	443	1785	1932	1665	2309	3005	4564	2963
Tallinna Börsi käive, mln EUR	145	1393	851	280	349	259	263	494	664	1939
Börsitehingute arv (aktsiad)	19114	123233	92502	42906	35082	29302	21638	22445	19992	41278
Keskmise börsitehingu väärtus, EUR (aktsiad)	7583	11301	9195	6519	9937	8831	12135	21998	33188	46972
Vähemalt 5 tehingut teinud investorite arv (börs)	n/a	n/a	n/a	1151	1400	1372	1003	852	842	2434
Noteeritud ettevõtete arv aasta lõpu seisuga, koos FN-iga	n/a	27	26	25	20	17	14	14	14	15
Uued noteeringud (aktsiad)	18	11	2	1	0	0	0	0	0	3
Käive/turukapitalisatsioon, %	33,70%	151,56%	192,10%	15,67%	18,04%	15,54%	11,37%	16,43%	14,54%	65,44%
SKP, mln EUR	3639	4493	5050	5371	6155	6968	7773	8732	9687	11237
Turukapitalisatsioon/SKP, %	11,82%	20,45%	8,77%	33,23%	31,39%	23,90%	29,70%	34,41%	47,11%	26,37%
Käive/SKP, %	3,98%	31,00%	16,84%	5,21%	5,66%	3,71%	3,38%	5,65%	6,85%	17,25%

FN- alternatiivturg First North; n/a – puuduvad andmed

Allikas: (autori koostatud Tallinna börsi poolt saadetud andmete ja Eesti majanduse aastanäitajad 2016 põhjal).

Lisa 6. Tallinna börsi statistika aastatel 2006–2015

Näitaja/aasta	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Turukapitalisatsioon aasta lõpu seisuga, mln EUR	4522	4105	1403	1850	1685	1241	1768	1877	1663	1892
Tallinna Börsi käive, mln EUR	766	1526	618	267	243	187	136	188	127	148
Börsitehingute arv (aktsiad)	62889	142919	77265	84757	101300	83697	52382	50475	43227	49129
Keskmise börsitehingu väärtus, EUR (aktsiad)	12174	10677	7998	3146	2402	2239	2603	3717	2946	3014
Vähemalt 5 tehingut teinud investorite arv (börs)	3788	5803	3348	3446	3447	3694	2673	2755	2618	2900
Noteeritud ettevõtete arv aasta lõpu seisuga, koos FN-iga	17	18	18	15	15	15	16	17	16	16
Uued noteeringud (aktsiad)	2	3	1	0	1	0	1	0	0	0
Käive/turukapitalisatsioon, %	16,93%	37,17%	44,04%	14,41%	14,44%	15,10%	7,71%	10,00%	7,66%	7,83%
SKP, mln EUR	13502	16179	16532	14177	14715	16637	18006	19013	19973	20500
Turukapitalisatsioon/SKP, %	33,49%	25,37%	8,49%	13,05%	11,45%	7,46%	9,82%	9,87%	8,33%	9,23%
Käive/SKP, %	5,67%	9,43%	3,74%	1,88%	1,65%	1,13%	0,76%	0,99%	0,64%	0,72%

FN- alternatiivturg First North.

Allikas: (autori koostatud Tallinna börsi poolt saadetud andmete ja Eesti majanduse aastanäitajad 2016 põhjal).

Lisa 7 Tallinna börsi põhi- ja lisanimekiri ning alternatiivturg (aktsiad)

		Põhinõuded	Tallinna börsi ettevõtted (seisuga 31. märts 2016)
Reguleeritud turg	Põhinimekiri	<ul style="list-style-type: none"> • Ettevõtte peab olema tegutsenud vähemalt 3 aastat • Peab olema majanduslikult jätkusuutlik • Omama turuväärtust vähemalt 4 miljoni euro ulatuses • Avalikustama teavet vastavalt rahvusvahelise finantsaruandluse standarditele • Avalikkusele hulka kuuluvate investorite omanduses peab olema vähemalt 25% aktsiatest (free float) või 10 miljoni euro väärtuses aktsiaid. 	<ul style="list-style-type: none"> • Arco Vara • Baltika • Ekspress Grupp • Harju Elekter • Merko Ehitus • Nordecon • Olympic Entertainment Group • PRFoods • Silvano Fashion Group • Skano Group • Tallink Grupp • Tallinna Kaubamaja • Tallinna Vesi
	Lisanimekiri	<ul style="list-style-type: none"> • Ettevõtteid, kes ei pea vastama rangetele kvantitatiivsetele nõuetele (avalikkuse käes olevate kaubeldavate aktsiate hulk, turukapitalisatsioon) nagu põhinimekirja ettevõtted. 	<ul style="list-style-type: none"> • Pro Kapital Grupp • Trigon Property Development
Reguleerimata turg	Alternatiivturg (Nasdaq First North)	<ul style="list-style-type: none"> • Ei ole reguleeritud turg Euroopa Liidu õiguse tähenduses. • Kaubeldavad ettevõtted on kohustatud järgima alternatiivturu First North reglementi, mitte reguleeritud turu ega börsi reglementi. 	<ul style="list-style-type: none"> • Linda Nektar

Allikas: (autori koostatud Balti aktsiad 2016; Balti turu... 2016 põhjal).

Lisa 8. Intervjueeritavate hinnang Tallinna börsi arengut tulevikus mõjutavatele poliitilistele teguritele

Tegur (selle välja toonud isikute arv)	Põhjendus ja hinnang mõju suhtes Tallinna börsi arengule lähima viie aasta vaates
Riigiettevõtete börsil noteerimine (16)	Võiks noteerida eelkõige suuremad ja likviidsemad, see muudaks börsi nii kodu- kui välismaiste investorite jaoks atraktiivsemaks, likviidsus suureneks tõenäoliselt. Lisaks raha kaasamise eesmärgile on teiseks oluliseks eesmärgiks see, et rahvas saaks seeläbi osa riigi edust (n-ö patriotismi aktsia). Suurem osa selle teguri väljatoonutest pigem arvab, et see on võimalik lähima 5 aasta jooksul. Samas ei peeta võimalikuks Eesti Energia ehk ühe edukama riigiettevõtte noteerimist lähiaastatel, tulenevalt nafta madalast hinnast.
Riigivõlakirjade emiteerimine (14)	Juhul, kui välisfondid tahavad Tallinna börsi aktsiatesse investeerida, siis on nende jaoks oluline ka kohalike võlakirjade olemasolu selleks, et riske neutraliseerida. Eesti võlakirjaturg on käesoleval perioodil vähe arenenud, riigivõlakirjade emiteerimine soodustaks oluliselt kapitalituru arengut. Suurem osa selle aspekti väljatoonutest ei usu, et lähima 5 aasta jooksul võiks see reaalne olla.
Alternatiivbörsi First North arendamine (6)	Kuna Eestis on palju väikeseid ja keskmise suurusega ettevõtteid, siis võiks alternatiivbörsi ettevõtete jaoks atraktiivsemaks muuta ja ettevõtete teadlikkust selles osas suurendada. See on reaalne järgneva 5 aasta jooksul.
Kapitalituruga seotud regulatsioonid, eeskätt EL-ist tulenevad (7)	Näiteks MIFID (Markets in Financial Instruments Directive) II jõustumine aastal 2018, mille tulemusena on oht, et investorid ja ettevõtted hakkavad otsima vähem reguleeritud alternatiivseid võimalusi. Seega, lähiaastatel on regulatsioonide rangemaks muutumisel börsi arengule pigem negatiivne mõju.
Pensionifondide investeerimispoliitika (13)	Käesoleval perioodil investeerivad lokaalsed pensionifondid Tallinna börsile marginaalse osa varadest. Juhul, kui börs elavneb ja tuleb juurde uusi edukaid ettevõtteid, võiksid pensionifondid lähima 5 aasta jooksul rohkem Tallinna börsil investeerida. Tänu sellele saadetakse signaal ka kodumaistele ja välismaistele (eeskätt institutsionaalsetele) investoritele. Lähima 5 aasta jooksul on see reaalne.
Võimul olevate poliitikute suhtumine kapitalituru arengusse (13)	Tegemist on väga olulise mõjuteguriga ehk juhul, kui poliitikud toetavad kapitalituru arengut, on võimalik ka riigiettevõtete noteerimine ja tõenäolisem ka võlakirjade emiteerimine. Kuna praegune rahandusminister (S. Sester) on mitmete intervjueeritavate hinnangul börsi arendamise poolt, on tõenäoline, et järgmise 5 aasta jooksul panustatakse rohkem kapitalituru arengusse kui seni.

Lisa 8 järg

Tegur (selle välja toonud isikute arv)	Põhjendus ja hinnang mõju suhtes Tallinna börsi arengule lähima viie aasta vaates
Noteeritud ettevõtteid juhtivate isikute isiklik investeerimispoliitika (2)	Juhul, kui emitentide juhid ostaksid rohkem enda poolt juhitud ettevõtte aktsiaid, saadaks see signaali ka avalikkusele, et ettevõttel on kasvuperspektiive. Kahjuks käesoleval perioodil mitmete ettevõtete palgatud juhid ei ole motiveeritud oluliselt aktsiaid ostma.
Riigi tuntuse suurendamine (5)	Eesti riiki võiks rohkem turundada (nt ülemaailmselt tuntud väljaannetes Financial Times ja Economist), tänu sellele oleks võimalik rohkem välisinvestorite tähelepanu saada. Lähima 5 aasta jooksul võiks olukord paraneda.

Allikas: (autori koostatud intervjuu vastuste põhjal).

Lisa 9. Intervjueritavate hinnang Tallinna börsi arengut tulevikus mõjutavatele majanduslikele teguritele

Tegur (selle välja toonud isikute arv)	Põhjendus ja hinnang mõju suhtes Tallinna börsi arengule lähima viie aasta vaates
Majanduskasv või -langus (17)	Sõltub väga oluliselt maailmamajandusest. Kasv soodustab, sest siis on inimestel rohkem sääste, mida investeerida, lisaks on ettevõtetel suurem vajadus kapitali kaasata, languse puhul on vastupidi. Selleks, et börs oluliselt areneks, oleks vaja vähemalt 5-7%list kasvu.
Börsitsükkel (3)	Tallinna börsil on ajalooliselt olnud lühike tõusu- ja pikk taastumisperiood. Mitmed väikeinvestorid on pettunud, kuna 2007. aasta veebruaris oli eelmine börsi n-õ tipp ja sellest on juba 9 aastat möödunud ning endiselt pole jõutud tipueelsele tasemele.
Intressimäärade ja euribori tase (11)	Ettevõtete jaoks on pangalaenu käesoleval perioodil (madalate intressimäärade ja negatiivse euribori tingimustes) odavam ja seega takistab börsi arengut, hoiustamine pole aga investorite jaoks kasulik, mistõttu peaks nende börsile investeerimise aktiivsus suurenema. Kokkuvõttes siiski pigem arengut takistav, sest börs vajaks uusi ettevõtteid. Keeruline prognoosida, kas viie aasta pärast on intressimäärad tõusnud või mitte.
Majanduskeskkonna usaldusväärsus/ riigireiting (9)	Mida usaldusväärsem on majanduskeskkond, seda rohkem võiks börs areneda, kuna see muutuks välisinvestoritele atraktiivsemaks. Lähima 5 aasta jooksul tõenäoliselt on olukord pigem börsi arengut takistav, kuna Eesti ettevõtete riskantsust hinnatakse kõrgemaks, tulenevalt pagulaskriisist ja Venemaa võimalikust ohust (sanktsioonid).

Lisa 9 järg

Tegur (selle välja toonud isikute arv)	Põhjendus ja hinnang mõju suhtes Tallinna börsi arengule lähima viie aasta vaates
Maksusüsteem (12)	Käesoleval perioodil on see juba heal tasemel ehk maksusüsteem soodustab ettevõtlust ja investeerimist, positiivne oli finantstehingute maksustamisest loobumine. Võiks kehtestada jaainvestoritele maksusoodustused. Tõenäoliselt lähima 5 aasta jooksul radikaalselt ei muutu.
Start-up ettevõtluse areng ja vajadus laieneda (5)	Start-up ettevõtteid tekib üha juurde, eriti FinTech valdkonnast. Juhul, kui pangad hindavad start-up ettevõtlust liiga riskantseks, oleks suurem tõenäosus, et nad pöördusid kapitali kaasamiseks börsi poole. Käesoleval perioodil on palju häid projekte, mida pangad ei finantseeri. Seega nende ettevõtete tulek börsile on 5 aasta jooksul tõenäoline ja see soodustaks börsi arengut. Investorite jaoks oleksid need tõenäoliselt atraktiivsed ning neil oleks võimalus edulugudest osa saada.
Üldise ettevõtluskeskkonna arendamine (9)	Tänu sellele kasvaksid väikestest ettevõtetest välja suuremad globaalsed ärid, see on suurel määral seotud ka poliitikaga ning on 5 aasta vaates börsi soodustav, kui panustatakse rohkem soodsa ettevõtluskeskkonna loomisesse.
Riigi konkurentsivõime (6)	Mida konkurentsivõimelisem on riigi majandus, seda suurem on tõenäosus, et riigis areneb välja edukaid ettevõtteid. Tänu sellele suureneks ka tõenäosus, et emitentide arv lähima 5 aasta jooksul suureneb.
Kõrge lisandväärtusega toodete ja teenuste osatähtsus SKPst (3)	Juhul, kui suureneb kõrge lisandväärtusega tooteid ja teenuseid pakkuvate ettevõtete osakaal, on tõenäolisem ka see, et kodumaine börs muutub atraktiivsemaks, kuna ettevõtteid arvatavasti lisandub. See on 5 aasta jooksul võimalik tänu IT sektori ettevõtete osatähtsuse suurenemisele.
Institutsionaalsete välisinvestorite osatähtsus (12)	Nende väike osatähtsus on tingitud suures osas selles, et institutsionaalsetel välisinvestoritel pole enam motiivi siia investeerimiseks, st nad ei näe enam erilisi kasvuvõimalusi, nagu näiteks enne EL-iga liitumist. Tõenäoliselt olukord lähima 5 aasta jooksul ei parane, kui just ei suudeta majanduse arendamises erilist nišši leida.

Allikas: (autori koostatud intervjuu vastuste põhjal).

Lisa 10. Intervjueeritavate hinnang Tallinna börsi arengut tulevikus mõjutavatele sotsiaalsetele teguritele

Tegur (selle välja toonud isikute arv)	Põhjendus ja hinnang mõju suhtes Tallinna börsi arengule lähima viie aasta vaates
Eestlaste teadmised investeerimise kohta (16)	Teadmised on üsna head juba praegu, tõenäoliselt viie järgmise aasta jooksul need paranevad veelgi. See oleneb palju ka poliitikast, näiteks kui haridussüsteemis pööratakse suuremat tähelepanu investeerimisrahandusele, on tõenäoline, et tulevikus inimeste teadmised ja praktilised oskused paranevad.
Finantsalase baashariduse pakkumine koolis (8)	Koolisüsteemis võiks panna suuremat rõhku erainvesteeringutele ehk sellele, kuidas oma tulevikku finantsiliselt kindlustada. See on 5 järgmise aasta jooksul võimalik, kui poliitikud seda toetavad.
Üldsuse valmisolek aktsiatesse investeerida (14)	On näha, et käesoleval perioodil on inimestel raha üle, kuid pigem eelistatakse alternatiivseid võimalusi (kinnisvara, minilaenu jne). Kui majandus kasvab järgmise viie aasta jooksul, siis on suurem tõenäosus, et investeerimine Tallinna börsi aktsiatesse muutub populaarsemaks.
"Rahvaaktsia" noteerimine börsil ja riigivõlakirjad (6)	Juhul, kui börsil noteeritakse näiteks mõne eduka riigiettevõtte aktsiad või kui emiteeritakse riigivõlakirju, siis oleks see oluline ka sotsiaalse sidususe jaoks. Nagu ka poliitika alt selgus, oleks esimene neist lähiajal reaalne.
Finantsnõustajate kvalifikatsiooni tase (4)	Isikud, kes peaksid inimestele investeerimisvõimalusi selgitama, ei ole selleks käesoleval perioodil piisavalt pädevad. Järgneva 5 aasta vaates võiks olukord paraneda, kui nende koolitamisse panustatakse rohkem.
Ajalooliselt välja kujunenud harjumus aktsiatesse investeerimise suhtes (6)	Näiteks USAs on ajalooliselt välja kujunenud traditsioon juba lastele õpetada, kuidas finantsiliselt tulevikku kindlustada ja seal on aktsiatesse investeerimine väga levinud. Võimalik, et olukord paraneb ka Eestis lähitulevikus, kuna pensionilisa kogumise eest peavad inimesed tulevikus ise vastutama.
Investeerimise propageerimine inimeselt inimesele (10)	Oluliselt soodustaks väikeinvestorite investeerimissoovi see, et "naabrimees sai rikkaks". Selleks oleks vaja antud teemat ka rohkem igapäevameedias kajastada.
Laialdaselt levinud arvamus ühiskonnas, et börsil investeerimine on samaväärne kasiinoga (2)	Eestlaste seas on levinud hinnang, et aktsiatesse investeerimine on väga keeruline ja riskantne ning etteaimamatu ehk seda võrreldakse tihti kasiinoga ja kasutatakse terminit "börsil mängima". Parem finantsharitus aitaks olukorda parandada ja see on reaalne lähima 5 aasta jooksul.
Kauplemise keerukuse tase ja kuld investori jaoks (7)	Juhul, kui investeerimine oleks väikeinvestorile lihtsam, näiteks tänu erinevatele mobiiliäppidele, siis oleks tõenäoliselt investeerimisvalmidus kõrgem. Oleks võimalik börsi arengut 5 aasta jooksul soodustada, kui tuleks uusi ja kasutajamugavaid lahendusi.

Lisa 10 järg

Tegur (selle välja toonud isikute arv)	Põhjendus ja hinnang mõju suhtes Tallinna börsi arengule lähima viie aasta vaates
Ettevõtete omanike ja juhtkonna teadmised ja arusaamine omakapitali kaasamisest (6)	Tuleks suuremat tähelepanu pöörata sellele, et ettevõtete omanikud ja juhid oleksid teadlikud aktsiaturgude võimalustest. Eeldatavasti viie järgneva aasta jooksul võiks olukord paraneda ning tänu sellele suureneks tõenäosus, et ettevõtted kaaluksid rohkem börsil aktsiate noteerimist.
Demograafilised muutused ja nende tagajärjed (5)	Tulenevalt sellest, et rahvastik vananeb ja töötavate inimeste osakaal rahvastikupüramiidis väheneb, muutub keerulisemaks pensionite väljamaksmine riigi poolt. 2. ja 3. pensionisambast saadav tulu ei pruugi olla piisav lisapension. Sellest tulenevalt peavad inimesed rohkem hakkama oma säästude investeerimisele ja tuleviku finantsilisele kindlustamisele mõtlema. Tänu sellele võib börs tulevikus elavneda.
Investeeringuklubide populaarsus (3)	Üha rohkem on tekkinud erinevaid investeerimisklubisid, tänu millele suurendatakse inimeste teadlikkust investeerimise kasutegurite ja riskide osas. Lähima 5 aasta jooksul seega investorite aktiivsus võiks suurened.
Finantskonverentside ja -seminaride populaarsus (8)	Ärikatel, Tallinna börs ja pangad on viimastel aastatel palju panustanud nende korraldamisse, aasta-aastalt on tähendatud noorema põlvkonna aktiivsuse tõusu. Seega, järgneva 5 aasta jooksul muutuvad inimesed investeerimisest teadlikumaks ja nende valmisolek aktsiatesse investeerida suureneb.

Allikas: (autori koostatud intervjuu vastuste põhjal).

Lisa 11. Intervjueeritavate hinnang Tallinna börsi arengut tulevikus mõjutavatele tehnoloogilistele teguritele

Tegur (selle välja toonud isikute arv)	Põhjendus ja hinnang mõju suhtes Tallinna börsi arengule lähima viie aasta vaates
Börsi tehnoloogilise platvormi tase (16)	Tallinna börsil on käesoleval perioodil juba väga kõrgelt arenenud tehnoloogiline platvorm. On kaheldav, et muutused tehnoloogias võiksid börsi oluliselt elavdada lähiaastatel, sest juba praegu on väga hea tehnoloogiline platvorm loodud.
Võimalikud üllatused bitcoini baasil börsi poolt (3)	Võib tulla uusi lahendusi ehk vana tehnoloogia uueneb, kuid see pole määravaks teguriks börsi arengu puhul lähiaastatel.

Lisa 11 järg

Tegur (selle välja toonud isikute arv)	Põhjendus ja hinnang mõju suhtes Tallinna börsi arengule lähima viie aasta vaates
Välisaktsiate ostmise kulukus investorite jaoks (5)	Kodumaisele börsile investeerimise motiivid on kodumaistel investoritel tõenäoliselt seetõttu kõrgemad, et välisaktsiate ostmine on kulukam. Lähima 5 aasta jooksul võib tehnoloogia areneda ning välisaktsiatesse investeerimine odavamaks ja mugavamaks muutuda, mis võib takistada Tallinna börsi arengut, sest kohalikud väikeinvestorid hakkavad tõenäoliselt rohkem välisaktsiatesse investeerima.
Info levitamise IT lahendused börsi jaoks (7)	Aplikatsioonide kaudu info kiirem levitamine muudaks börsi investoritele atraktiivsemaks. Selles suunas on juba käesoleval perioodil palju innovaatilisi võimalusi loodud, tõenäoliselt 5 aasta jooksul olukord muutub veelgi paremaks.
Kauplemist lihtsustavad IT lahendused börsi jaoks (4)	Võiks luua mobiiliplatvormi, mis võimaldaks lihtsat ja dünaamilist võimalust investeerimiseks, näiteks oleks võimalus telefonis koguseid kiirelt osta ja müüa. See oleks tehnoloogiliselt võimalik, kuid oleks vaja suurt tahtejõudu ja pealehakkamist.
Konkureerivate investeerimisplatvormide/kauplemiskeskondade tekkimine (6)	Juhul, kui tänu tehnoloogia arengule tekivad börsiga konkureerivad investeerimisplatvormid või kauplemiskeskonnad, mis on inimeste jaoks lihtsamad, odavamad ja mugavamad, siis on tõenäoline, et investoreid jääb veelgi vähemaks. Lähima viie aasta jooksul on see üsna tõenäoline.
Tehnoloogia mõju börsiettevõtete aruandlusele (3)	Näiteks kui tehnoloogia areneb ja muudab tänu sellele aruandlust emitentidele mugavamaks, siis börsi atraktiivsus võib järgmise 5 aasta jooksul suureneeda.
Aktionäride jaoks mugavamate tehnoloogiliste lahenduste loomine (3)	Tänu e-residentsusele on aktsionäridel alates 2016. aastast võimalik hääletada üldkoosolekutel interneti vahendusel. Juhul, kui tekiks rohkem innovaatilisi lahendusi aktsionäride suurema kaasamise eesmärgil, siis tõenäoliselt Tallinna börs muutuks investorite seas atraktiivsemaks.
Kauplemise lihtsus ja mugavus välisinvestori jaoks (2)	Juhul, kui muuta Tallinna börsil kauplemist tehnoloogiliselt lihtsamaks ja mugavamaks välisinvestorite jaoks, võiks Tallinna börs muutuda nende (eeskätt näiteks Põhjamaade jaeinvestorite) jaoks atraktiivsemaks.

Allikas: (autori koostatud intervjuu vastuste põhjal).

SUMMARY

20 YEARS OF TALLINN STOCK EXCHANGE – DEVELOPMENT AND FUTURE PERSPECTIVES

Elis Ruus

Development of the financial sector has come to the forefront in many countries due to globalization, and stock exchanges related research topics are one of the most mentioned in the modern financial literature. The reason for that is the ambiguous circumstance of the nature of stock exchanges. On one hand, they can be characterized as symbols of market economy and progress catalyst for capitalism. On the other hand, stock exchanges are viewed as a central for the infrastructure of national economics, as symbols for the national financial centres or even national identity. In addition, the ease with which related information can be obtained, can also be considered a reason for the popularity of the topic. (Wójcik 2005: 16)

A stock exchange, as a regulated platform, brings together the companies wishing to raise capital, and persons wishing to invest their capital – investors; an important goal for the stock exchange is to maintain a rational proportion of both. Prabina and Raghunathan (2007: 3) have stated that stock exchanges are the most important factors that promote development of business in modern era. In order for economic growth to be achieved, money has to move from the less productive branches into the more successful sectors, and stock exchanges are of the most important instruments for enhancing this process. A stock exchange's good functioning and level of development depend on several different factors. Undoubtedly, demand and supply are instrumental in creating a solid base for a stock exchanges, but they cannot guarantee the market will be a well-functioning one. The existence of the supporting factors, such as political-economic factors and the legal framework in addition to the basic structure is important

as well. Many authors (Atje, Jovanovich 1993; Levine, Zervos 1998; Filer et al. 2000, Caporale et al. 2003) have confirmed, based on the results of their research, that there is a direct connection between economic growth and development of stock exchanges, thus making studying of stock exchanges quite a topical subject.

In several post-socialist Eastern European countries the stock exchanges were founded in the first half of 1990s, thus facilitating the process of privatization. The Tallinn Stock Exchange that celebrates this year its 20th anniversary started trading in 1996. For the first ten years since the foundation the Tallinn Stock Exchange had seemed really attractive to the local companies, and both local investors as well as those from abroad. During the latest decade though, several important issuers (like AS Hansapank and AS Eesti Telekom, for instance) left the stock exchange, and no new ones were added to the main list. This has resulted in the Tallinn Stock Exchange becoming much less attractive in the eyes of the investors, due to their choices becoming very limited. Many foreign investors have left, and as a result, the liquidity of the stock exchange has come down a lot. A lot of attention is being turned to helping the development of the Tallinn Stock Exchange, a positive sign of that is, for instance, LHV Group's IPO that is taking place in May 2016, and which could motivate many other enterprises to go to the stock exchange. For the reasons presented above, in this master thesis author's opinion, historical development of the Tallinn Stock Exchange, and most of all, its future prognosis, is very topical at this time, hence, it is important to turn attention to the factors influencing the said stock exchange.

The aim of this thesis is to explicate the future perspectives of the Tallinn Stock Exchange for the following five years' period. Under the terms of 'future perspective' and 'outlook' the author means alternative situations, in case of which the development and activity of the stock exchange's are handled as performance indicators of the business activities, using scenario-based analysis. Which one of the possible scenarios is going to become reality, depends on all the factors influencing the stock exchange. Thus, it is important to clarify the connection between the level of stock exchange's development and the factors that influence it. This thesis is beneficial to the Tallinn Stock Exchange and the governmental sector of Republic of Estonia, because these

institutions have the best ability to influence development of the stock exchange on the local scale. Current work will also provide interesting reading to both existing and potential issuers and investors. To achieve the planned goal, the author has formulated and posed the following research tasks:

- to explore functions and roles of stock exchanges in a state's economic system;
- to clarify indicators of a stock exchange's development and factors, that promote or inhibit said development;
- to explicate unique peculiarities of stock exchange development in post-socialist Eastern European countries;
- to collect quantitative and qualitative data on indicators that characterise development of Tallinn Stock Exchange since the year 1996;
- to explain, basing on the analysis of historical data, development of Tallinn Stock Exchange in the past, and the factors that have influenced it;
- to formulate questions, conduct interviews to research indicators of development of the Tallinn Stock Exchange in the present and future, and to analyse the results;
- to generate alternative scenarios of the Tallinn Stock Exchange's future, to forecast probabilities of the stock exchange's future perspectives and to present proposals for aiding the stock exchange's development.

Stock exchanges have different important functions, such as bringing together buyers and sellers of financial instruments, establishing control over issuers of financial instruments, thus increasing transparency of the business enterprise, making business management economically more effective, and insuring a better protection for investors' interests. Thanks to the stock exchanges business enterprises can attract capital, and investors can put their savings to work, which ensures a more rational distribution of capital. The stock exchange's task is to ensure liquidity, that is, to provide conditions for investors to buy and sell their stocks quickly. Evaluating stocks, that is, defining the fair price of an enterprise, depending on current supply and demand, is also one of the most important functions of a stock exchange. In addition, a stock exchange can be viewed as a barometer for economics, as changes in economic state of a country inevitably reflect in stock prices. Multiple authors have studied the connection between the stock

exchanges and economic growth, and many of them have concluded that good development of stock exchanges assists economic growth, and vice versa, and that for this reason, a stock exchange is extremely important for a state.

The level of development of a particular stock exchange can be evaluated using following indicators: size, liquidity, volatility, concentration, effectiveness of the issuers' economic activities, quality of the institutional and regulative framework and effectiveness of evaluating the stocks. The above-mentioned factors are interconnected, as, for example, a bigger stock exchange means that larger number of issuers and higher level of capitalization make investing more attractive, thus ensuring that trading will be more active and the stock exchange more liquid. The factors, that are influential to the development of a stock exchange can be divided into four groups: those concerning supply and demand, institutional and political-economic. Connected to demand are, for instance, the base of institutional investors, level of outbound investments and GDP per capita. The higher the above-mentioned factors – the higher demand for the stocks is probable. Factors concerning supply are, for example, the size and the structure of economy, the level of economic development and perspectives for economic growth. Those conditions powerfully influence willingness and ability of an enterprise to go on stock exchange. The political-economic factors are linked to monetary and fiscal politics and to rights concerning outbound investments. Institutional factors include legislation and regulations, political stability and financial education. Additionally, development of a stock exchange can be influenced by globalisation, technological progress, banking sector and bond market.

Multiple stock exchanges were opened or re-established by the beginning of 1990s in the post-socialist countries of Eastern Europe. At the start, both effectiveness of their performance and level of development were quite poor, they could be generally characterised by low liquidity and high concentration. Progress and development were hampered by lack of economic stability and little reliability. Low quality of institutional and regulatory framework meant to protect the investors was also posing serious problems. Development of stock exchanges in post-socialist Eastern European countries was in addition hindered by lack of financial specialists, knowledge, experience, and

undeveloped banking sector. Larger and more successful enterprises preferred the better developed stock exchanges abroad. Developing a well-functioning stock exchange is essential to a country from the perspective of economic growth, that is why the post-socialist Eastern-European countries should invest more into this sphere, prioritising creation of better regulations – which several of these countries have already done. Additionally, it is possible to develop a stock exchange further by cutting down on costs and expenses by cooperating or merging with other stock exchanges.

In the empirical part of the thesis the author has concentrated on exploring the possible future perspectives of the Tallinn Stock Exchange during the following five years. The work's methodology was scenario-based analysis, utilising interviewing and documentary analysis as methods of achieving the desired goal. The documentary analysis handles development of the Tallinn Stock Exchange since 1996. Political factors indicate that during the starting years development of the stock exchange was hindered by weak regulations and legislation, but situation was significantly improved over the years. Joining the EU, and having to adjust regulations to ensure conformity with the corresponding EU directives, has contributed to the improvement of the regulations significantly. Low transparency of the issuers' activities was also posing serious problems during the starting years. This situation has also been improving over the years, and this is also linked to betterment of the stock exchange's standing order. It has been written a lot over the years about the need to put the governmental enterprises' minor involvement in stock exchange's activities to note, as it would increase the scale of the stock exchange. Unfortunately, this suggestion has not been implemented in reality to this day. Local pension funds only invest marginal fraction of their assets in companies listed on the Tallinn Stock Exchange, as for them the low liquidity of this market carries too high risks.

It can be seen from documentary analysis that economic growth or downswings have presented as very important factors in case of the Tallinn Stock Exchange, promoting or preventing the coming of enterprises to stock exchange, and vastly affecting activeness of investors. Transitioning to Euro in 2011 has made the Tallinn Stock Exchange to appear more trustworthy to foreign investors. The taxation system encourages

investments: since 2011 a system of investment accounts has been applied. This means that it is possible to postpone the taxation of capital gains. There are various factors that should help the stock exchange's development. Considering economic factors, Estonia's small scale and small numbers of large enterprises, is a definite negative. The most positive report linked to the stock exchange's activities during the year 2016 was the decision of the LHV Group to list their stocks on the Tallinn Stock Exchange.

It has become clear from the documentary analysis that among the social factors is Estonian population's comparatively poor knowledge of the topics considering shares and stocks that results in most peoples' low willingness to invest. The banks, NPO Ärikatel and Tallinn Stock Exchange have contributed a lot to organising various courses aimed at creating a base of local investors, well informed of the risks and benefits of investments. Considering technological aspect, Tallinn Stock Exchange has started out on a very good level, and has only improved over time.

The author of the thesis has composed questions for the interviews based on the documentary analysis. Various stock exchange experts (stock exchange workers and scientists), representatives of financial intermediaries (brokers, fund managers, stock analysts, etc.), and also representatives of issuers were interviewed. No significant differences between the answers of those different groups of interviewees were found. Results of the interviewing have shown that currently the Tallinn Stock Exchange is playing a marginal role in the country's economy, constituting only about 10% of GDP. A stock exchange is one of the most important component of the economic circulatory system, so its role should be bigger. The Tallinn Stock Exchange is currently successfully fulfilling following functions: managing an innovative and highly technological platform, ensuring transparency of business enterprises' activities and reasonably good protection of investors' interests, making issuers better known on the local market and linking them to stock exchanges of other countries of the Baltic States. Negative indicators are the unwillingness of Estonian businesses to attempts attracting capital through stock exchange activities, somewhat too strict and ambiguous regulations for issuers, very limited choices of investment, and low liquidity. Current level of the Tallinn Stock Exchange's development and productiveness was estimated by

interviewees as low. This is also indicated by low levels of the market capitalization, small number of issuers, low liquidity, high volatility and concentration, and ineffective pricing of stocks.

Based on the documentary analysis and interviews, it appeared that during next five years the Tallinn Stock Exchange will be influenced most strongly by economic and political factors that were chosen to be the key factors in the scenario-based analysis. Those are, to be precise, economic growth or downswing, Political figures' contributions (or lack of those) to the development of the capital market. The author has elaborated the following four alternative scenarios:

- **Decay**, in which case there is a downswing of economy and the lack of contribution from political figures poses a danger of the Tallinn Stock Exchange shrinking away. With lack of new issuers the stock exchange becomes unattractive for both local and outbound investors. The role of the stock exchange in Estonian economy is marginal, and its level of development very low, which is indicated by the market's small scale, low liquidity, high volatility and concentration.
- **Seeming recovery**, in which case the economy grows, but political figures do not contribute to the development of the capital market. Despite the fact that growing economy motivates business enterprises to invest or attract capital more, they still prefer ways of doing it other than through the exchange. Investors also prefer foreign stock exchanges. Admittedly, the level of development of the Tallinn Stock Exchange is somewhat better, than in the previous scenario, but nevertheless, there are multiple problems, such as low market capitalisation level and liquidity.
- **Emerging hope** scenario implies that on the background of an economic downswing, political figures contribute to the development of the capital market. Enterprises are investing less due to circumstances of economic downswing, and investors prefer other, lower risk sources of investment to stocks. Various political steps are being taken (for instance, putting the governmental enterprises' minor involvement in stock exchange's activities to note, and issuing government bonds) have influenced the Tallinn Stock Exchange beneficially, promoting its development. As a result, market capitalisation might have risen and liquidity might

have increased. Thanks to the better productivity of the stock exchange, it is becoming more attractive to both private sector and investors.

- **Blooming** is the most positive scenario of them all. It implies that economy is growing, and political figures are contributing to the development of capital market. Business enterprises are having optimistic feelings about future, more investments are made than in any previous scenario, which makes the need for attracting capital bigger. Thanks to the putting the governmental enterprises' minor involvement in stock exchange's activities to note, the market capitalisation is significantly higher, and the stock exchange's liquidity is better than ever before. If various other political decisions have influenced the stock exchange's development beneficially, then as a result, the stock exchange has become attractive to both enterprises and investors.

From the interviewees' answers it has emerged that a moderate economic growth is expected by participants. Predictions for contributions by political figures varied, thus, the most probable prediction scenarios are 'seeming recovery' and 'blooming'. It is the author's opinion that in the scenario of 'seeming recovery' the development of the Tallinn Stock Exchange is still endangered. It is difficult to influence the key factors of economic growth or downswing from the local Estonian level, but contributions (or the lack of those) by the political figures to development is, on the other hand, very discernible on local level.

The government sector is capable of promoting the Tallinn Stock Exchange through the following methods: putting the governmental enterprises' minor involvement in stock exchange's activities to note, issuing of government bonds, turning more attention to the aspects of investment policy in educational programs attracting more attention to Estonia, as to a good environment for investments, motivating the pension funds to invest more through the Tallinn Stock Exchange and stand against the regulations that hamper development. The author of this thesis evaluates that development of the Tallinn Stock Exchange as an extremely important, as we are dealing with an instrument that helps economy to develop.

There are multiple ways of developing this thesis further. It would be interesting to explore deeply a potential influence of the listing of stocks of state-owned enterprises

(AS Eesti Energia, AS Elering, AS Tallinna Sadam, AS Riigi Kinnisvara) on the Estonian capital market in general, and on the Tallinn Stock Exchange in particular. Also the question of how softening of regulations established for an issuer would affect willingness of enterprises to come to the stock exchange. It would also be exciting to consider possibilities for development of the alternative market – First North, – and to compare those to other platforms for attracting capital (e.g. Funderbeam).

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Elis Ruus (isikukood: 49112012737)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „20 aastat Tallinna börsi – areng ja tulevikuperspektiivid“, mille juhendaja on lektor Mark Kantšukov,
 - 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
 - 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 24.05.2016

(allkiri)