

**TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
TALLINNA KOLLEDŽ**

Majandusarvestus ja ettevõtluse juhtimine
Majandusarvestus

Haldi Küla

**BALTI BÖRSIETTEVÕTETE AKTSIAHINDADE SEOS
OLULISEMATE FINANTSNÄITAJATEGA JA AUDIITORI
ARVAMUSEGA MAJANDUSAASTA ARUANNETE KOHTA**

Lõputöö

Juhendaja: Ester Vahtre, *EMBA*

Tallinn 2016

SISUKORD

SISSEJUHATUS	3
1. BÖRSIETTEVÕTETE HINDAMINE	5
1.1. Börsiettevõtete finantsaruandlus ja audit	5
1.2. Aktsiate hindamine.....	8
1.3. Baltimaade aktsiaturg.....	15
2. BALTI BÖRSIETTEVÕTETE AKTSIAHINDADE SEOS OLULISEMATE FINANTSNÄITAJATEGA JA AUDIITORI ARVAMUSEGA MAJANDUSAASTA ARUANNETE KOHTA	20
2.1. Analüüsi sisendid	20
2.2. Audiitori arvamused majandusaasta aruannete kohta ja nende seos aktsiahindadega	27
2.3. Aktsiahindade seos olulisemate finantsnäitajatega	31
2.4. Leitud seoste analüüs ja järeldused	38
KOKKUVÕTE	43
VIIDATUD KIRJANDUS.....	46
LISAD.....	49
Lisa 1. AS Ekspress Grupi 2009-2014 töötabel	49
Lisa 2. Grigeo Grigiškės AB 2009-2014 töötabel.....	50
Lisa 3. Lietuvos energijos gamyba AB 2009-2014 töötabel.....	51
Lisa 4. Olainfarm 2009-2014 töötabel	52
Lisa 5. Utenos Trikotazas 2009-2014 töötabel.....	53
Lisa 6. Vilkyškių pieninė AB 2009-2014 töötabel.....	54
SUMMARY	55

SISSEJUHATUS

Aktsiaturg pakub üht lihtsaimat võimalust ettevõtetesse investeerimiseks. Balti börsi kodulehe andmetel toimus aastatel 2009-2014 Balti Põhinimekirja ettevõtete aktsiatega üle miljoni tehingu. See näitab, et aktsiatega kauplemine on igapäevaselt aktuaalne.

Börsiettevõtetesse investeerimine aktsiate ostmise teel eeldab investoripoolsel eeltööl põhinevaid otsuseid selle osas, missuguse ettevõtte aktsiatesse tasub investeerida ja millistes mitte. Igal investoril on lõpmata palju võimalusi nende kriteeriumide valimiseks mille alusel just tema oma investeerimisotsuseid teeb. Üldjuhul peetakse silmas ettevõtte majandustulemusi, eelkõige neid, mis on avaldatud auditeeritud majandusaasta aruandes.

Auditi üks eesmärkidest on pakkuda investoritele kindlustunnet finantsaruannetes esitatud andmete kohta. Autor soovib leida, kas audiitori aruande puhul on oluline vaid selle olemasolu või mõjutab aktsiahinna käitumist ka aruande sisu.

Lõputöö eesmärk on anda hinnang seostele, mis on börsiettevõtete aktsiahinna, olulisemate finantsnäitajate ja audiitori arvamuse vahel ettevõtte majandusaasta aruande kohta.

Kuigi aktsiaturg ja finantsuhtarvud on pakkunud ainekust paljudele uurimustele, siis audiitori järeldusotsuse mõju aktsiahindadele pole oluliselt uuritud ja võib öelda, et laiemapõhjalisi sarnase käsitlusega uurimusi pole varem tehtud.

Töös vaadeldakse Balti börsi Põhinimekirja ettevõtete aktsiahinna seoseid nimetatud näitajatega aastatel 2009-2014. Valimisse kuuluvad kõik populatsiooni ettevõtted, millel on vaatlusalusel perioodil vähemalt kahte tüüpi audiitori järeldusotsust.

Eesmärgi täitmiseks on autor seadnud endale järgmised uurimisülesanded:

- ettevõtete hulgast valimi moodustamine,
- teemakohase teoreetilise materjali leidmine ja esitamine,
- töö kontekstis olulisemate finantsnäitajate määratlemine,

- modifitseeritud audiitori arvamuste sisu analüüsimine,
- analüüsimeetodite täpne valik,
- seoste leidmine, tulemuste analüüsimine ja järelduste esitamine.

Töö esimene peatükk ehk teooriaosa toetub mitmesugustele allikatele. Kasutatud on nii seadusi, regulatsioone kui ka määruseid, mis korraldavad börsiettevõtete finantsaruandlust ja info avaldamisega seotud nõudeid. Lisaks antakse ülevaade audiitori järeldusotsustest. Aktsiate hindamise osa põhineb finantssuhtarvudega seotud hindamise meetodite käsitlel erialakirjanduses. Ülevaade Balti börsist perioodil 2009-2014 toetub nii börsi enda kodulehe informatsioonile kui ka erinevatele vastavasisulistele arvamustele.

Töö teises peatükis tehakse valik nii olulisemate suhtarvude kui ka valimisse sattuvate ettevõtete osas, lisaks antakse valitud ettevõtetest põgus ülevaade. Peale seda analüüsitakse audiitori järeldusotsuste märkuste sisu ja nende seoseid aktsiahindadega. Uuritakse ka aktsiahindade seost finantssuhtarvudega ning esitatakse mõlema analüüsi tulemused ja olulisemad järeldused.

Töö teine osa toetub peamiselt valimi ettevõtete auditeeritud majandusaasta aruannetest saadud finantsandmetel ja audiitori järeldusotsustele. Aktsiahinnad ja muud börsiga seotud sisendid on võetud Nasdaq Balti koduleheküljelt. Ettevõtetest ülevaate andmiseks on kasutatud ka nende kodulehekülgedel avaldatud andmeid.

Aktsiahinna ja finantsnäitajate vaheliste seoste leidmiseks ja tugevuse hindamiseks kasutati korrelatsioonanalüüsi. Audiitori järeldusotsuse ja aktsiahindade vahelise seose leidmisel polnud võimalik matemaatilisi meetodeid kasutada. Iga märkusega otsuse sisu analüüsiti eraldi ning hinnati selle seost aktsia hinna muutumisega.

1. BÖRSIETTEVÕTETE HINDAMINE

1.1. Börsiettevõtete finantsaruandlus ja audit

Audiitortevõtmise seaduse (AudS) §13 kohaselt on äriühing, mille väärtpaberitega on lubatud kaubelda reguleeritud väärtpaberiturul väärtpaberituru seaduse tähenduses, avaliku huvi üksus (AHÜ) [1]. Seega on kõik börsiettevõtted avaliku huvi üksused. See tähendab, et suur hulk inimesi on huvitatud antud üksuse käekäigust, kuna sellel võib olla otsene või kaudne mõju paljudele ühiskonna liikmetele. AHÜ-dega seotud informatsioon ületab sageli uudistekünnise ja AHÜ-d on pidevalt suurema tähelepanu all, kui seda on paljud teised äriühingud.

Sama seaduse §91 lõige 3 ütleb, et raamatupidamise aastaaruande audit on kohustuslik igale aktsiaseltsile [1] ning ühtlasi tähendab see, et aastaaruande audit on kohustuslik igale börsiettevõttele. Arvestades seda, et börsiettevõtetel on hinnanguliselt enim finantsinformatsiooni tarbijaid, on see nõue igati põhjendatud.

AHÜ auditeerimisel on audiitoreil lisaks tavalistele nõuetele ka lisatingimused. AHÜ auditeerimisega seoses tekivad sõltumatuselisanõuded (AudS §59), suureneb korralise kvaliteedikontrolli sagedus (AudS §137) ja tekib audiitorettevõtjal kohustus esitada läbipaistvusaruanne. Läbipaistvusaruandes tuleb välja tuua AHÜ-d, millega on viimase läbipaistvusaruande perioodi jooksul sõlmitud kliendileping (AudS §158). [*ibid*]

Väärtpaberitega kauplemisega seotud korraldatud teabe nõudeid reguleerib väärtpaberituru seaduse (VPTS) 20. peatükk. Selle kohaselt on emitent kohustatud avalikustama majandusaasta aruande nelja kuu jooksul alates aruandeperioodi lõpust, aruanne peab olema kättesaadav vähemalt kümne aasta jooksul. Majandusaasta aruanne peab koosnema auditeeritud raamatupidamisaruandest, tegevusaruandest ja juhtkonna deklaratsioonist. Lisaks on emitendil kohustus esitada ka poolaastaruanne. Need nõuded kehtivad Eesti või muu lepinguriigi turul kauplemisele võetud väärtpaberite emitendiga seotud korraldatud teabe avalikustamisele, kui selle emitendi päritolulepinguriigiks on Eesti. [2] Seega on emitentidele esitatavad nõuded riigiti erinevad. Näiteks võeti Leedu Vabariigi väärtpaberituru seaduses vastu muudatus, mille

tulemusena ei ole Leedu reguleeritud turu emitendid alates 4. detsembrist 2015 kohustatud koostama 3, 9 ja 12 kuu vahearuandeid [3].

Lisaks seadusest tulenevatele nõuetele peavad Balti väärtpaberibörsil noteeritud ettevõtted rakendama ka Hea Ühingujuhtimise Tava (HÜT/*Corporate Governance Code*). HÜT nõuded on ühtlustatud kõigi kolme Balti börsi poolt. [4]

HÜT-is kirjeldatud põhimõtted on emitendile täitmiseks soovituslikud ning iga emitent otsustab ise, kas ta võtab need põhimõtted enda juhtimise korraldamise aluseks või mitte. Emitent kirjeldab “täidan või selgitan” põhimõtte kohaselt oma juhtimistavasid HÜT-i aruandes ning kinnitab, kas ta järgib HÜT-i või mitte. Mittejärgimisel esitab ta aruandes vastavad põhjused. HÜT aruanne on majandusaasta aruande osaks oleva tegevusaruande eraldiseisev peatükk. [5:2]

Lisaks VPTS-is esitatud teabenõuetele on börsiettevõtete seoses Nasdaq süsteemis olemisega kohustus avalikustada viivitamatult teave oluliste muutuste kohta oma tegevuses, mis võivad avaldada mõju noteeritud väärtpaberite hinnale. Avalikustatav teave peab olema õige, täpne ja üheselt mõistetav ning sealt ei tohi puududa midagi, mis mõjutaks esitatud andmete sisu või tähendust. Lisaks peab börsiettevõtte investorite kaitsmiseks tagama, et väärtpaberite hinda mõjutada võiv avalikustamata informatsioon ei saaks enne teatavaks selleks mittevõlitud isikutele. Avaldatav informatsioon edastatakse avalikkusele Nasdaq Tallinn kauplemissüsteemi kaudu. [6] See tagab hinda mõjutada võivate uudiste kättesaamise samaaegsuse ning see aitab ära hoida olukordi, kus mõni investor teeb tehinguid ainult temale teada oleva informatsiooni põhjal.

AudS §54 kohaselt on vandeaudiitori aruanne dokumendina vormistatud vandeaudiitori kutsetegevuse aruanne, milles sõltumatu audiitorettevõtja avaldab vandeaudiitori kutsetegevuse objekti kohta kindlust väljendava arvamuse [1]. Üldjuhul on igale finantsinformatsiooni tarbijale kõige olulisem audiitori arvamuse sisu. Auditeerimiseeskirjas on öeldud, et järeldusotsusega annab audiitor hinnangu finantsaruannete kohta [7]. Seega on börsiettevõtte majandusaasta aruande andmete kasutamise üheks mõistlikuks eelduseks audiitori järeldusotsusega tutvumine. Sama eeskiri toob välja neli järeldusotsuse tüüpi, mida võib, sõltuvalt audiitori sisulisest hinnangust raamatupidamisaruannetele, kasutada.

Esimene järeldusotsuse tüüp on puhas ehk ilma märkusteta järeldusotsus. Sellise järeldusotsuse annab audiitor siis kui ta auditeerimise tulemusena on jõudnud järeldusele, et:

- 1) kliendi raamatupidamine on korraldatud korrektselt ning aastaaruande või muu perioodi iseloomustava aruande koostamisel on järgitud üldaktsepteeritavaid arvestuspõhimõtteid;
- 2) finantsinformatsioon on kooskõlas kliendile oluliste õigusaktidega;
- 3) raamatupidamisaruanded vaadelduna koos neid täiendavate lisadega on kooskõlas audiitori arusaamadega kliendi tegevusest;
- 4) on esitatud kõik olulised asjaolud, mis tagavad kliendi finantsseisundi õige ja õiglase kajastamise. [*ibid*]

Puhas järelauditsus annab suurima usaldusvääruse ettevõtte finantsinformatsioonile ning üldjuhul on see ka levinuim ning oodatuim järelauditsuse tüüp börsiettevõtetel. Audiitor ei tohi puhtast otsust väljastada kui kliendi raamatupidamine on ebakorrekne, audiitorkontrolli ulatus on olnud piiratud, audiitoril ja kliendi juhtkonnal on olulisi eriarvamusi raamatupidamisaruannete koostamisel ja nende asjaolude mõju võib olla oluline. Eeltoodud põhjuste loetelu pole ammendav. Juhul kui audiitori arvates on mõni asjaolu, mis ei ole sedavõrd oluline, et vaidlustada raamatupidamisaruannetes kajastatud informatsiooni tõeärasust tervikuna, võib ta juhtida järelauditsuses tähelepanu antud asjaoludele, andes siiski märkusteta järelauditsuse. [*ibid*]

Puhtast järelauditsusest mõnevõrra väiksemat kindlustunnet pakkuv on märkustega järelauditsus. Selle võib audiitor anda juhul, kui tema arvates on raamatupidamisaruannetes küll puudusi või pole sooritatud auditi protseduurid olnud ammendavad, aga samas pole asjaolud olnud sedavõrd olulised, et langetada eitav järelauditsus või jätta hinnang andmata. Märkustega järelauditsus sisaldab nn välja arvatud teatud puudus(ed) lauseid. Märkustega järelauditsuse tegemisel peab audiitor kriitiliselt arvestama, missugune on antud arvestusvaldkonna tähtsus auditeeritava kliendi tegevuse ja kajastatava finantsinformatsiooni seisukohalt tervikuna. Kui tegemist on oluliste bilansi kirjetega, ei tohi audiitor auditi tõendusmaterjalide puudumise korral anda märkustega järelauditsust, vaid peab otsuse formuleerimisest keelduma. [*ibid*]

Puhta järelauditsuse vastand on eitav järelauditsus, mis tähendab, et audiitori arvates sisaldub raamatupidamisaruannetes sedavõrd olulisi puudusi, et need ei kajasta kliendi finantsseisundit õigesti ja õiglaselt. Eitavas järelauditsuses tuleb alati ära näidata põhjused (põhjuste paljususe puhul vaid tähtsamad), mis ajendasid audiitorit seesugust hinnangut langetama. [*ibid*]

Neljas järelauditsuse tüüp on hinnangu andmata jätmine. Selle all mõistetakse seda, et audiitor esitab küll järelauditsuse raamatupidamisaruannete kohta, ent kontrolli piiratud ulatuse või muude asjaolude tõttu ei ole tal võimalik anda positiivset järelauditsust ja samas ei anna tehtud

tähelepanekud ka alust eitava järeldusotsuse langetamiseks. Selline olukord võib tekkida juhul, kui audiitori arvates oleks tulnud raamatupidamisaruannete teatud kirje kontrollimiseks sooritada mingi kindel kontrolliprotseduur (näiteks laovarude inventuuris osalemine), mis aga ei osutunud võimalikuks. [*ibid*]

Kokkuvõtteks võib öelda, et börsiettevõttele kui avaliku huvi üksusele kehtib mõnevõrra rohkem nõudeid kui tavalisele ettevõttele. Neil on kohustus avaldada vahearuandeid ning ka muu informatsiooni avaldamine peab vastama börsi poolt seatud tingimustele. Kohustuslik on ka majandusaasta aruande audit. Kuigi see kohustus pole ainult börsiettevõtetele, on börsiettevõtete majandusaasta aruanded eranditult avalikud, mistõttu saab iga huviline tutvuda muu hulgas ka vandeaudiitori järeldusotsusega. Reeglina on otsused märkusteta. Seda enam peaksid jääma finantsinformatsiooni tarbijatel silma need, mis on saanud märkuse. Järeldusotsuse tüübi ja aktsiahinna vahelisi seoseid vaadeldakse lähemalt töö peatükis 2.2.

1.2. Aktsiate hindamine

Seppo Saario [8:77] on öelnud, et “Investori igavene probleem on aktsiate väärtuse hindamine.” Aktsia hindamise teeb keeruliseks asjaolu, et prognoositav hind sõltub väga paljudest erinevatest teguritest nagu näiteks ettevõtte ja konkreetse tegevusala kasvuprognosid, maksejõulisus, kasumi kujunemise tõenäosus, riskid, ettevõtte turupositsioon ja ettevõtte omanike struktuur. [*ibid*:77,90] Lisaks sellele võib aktsiahindadele avaldada ootamatut ja ettenägematult suurt mõju hulk muid aspekte, millel ei pruugi esmapilgul ettevõtte tegevusega mingit seost olla. Sellised tegurid on loodusnähtused nagu maavärinad ja tsunamid ja ka oluliste poliitiliste jõudude ja vahekordade muutumine.

Zirnask [9:45] ütleb, et aktsiahindade prognoosimine on pigem kunst kui täppisteadus ning tuleb tunnistada, et tal on õigus. Kuna aktsiate hindamiseks on väga palju erinevaid alternatiive, mis üsna sageli annavad erineva tulemuse, on selge, et ühest tõde aktsia väärtuse kohta pole. Lisaks meetodite rohkusele lisandub aktsiaturu dünaamikasse ka inimtegur. Investorid on inimesed ning seetõttu peab arvestama võimalusega, et nende valikud võivad lähtuda emotsioonidest või intuitsioonist, mida prognoose tehes arvesse võtta on praktiliselt võimatu. On leitud, et investorite psüühikast sõltub lausa 90 protsenti aktsiaturu käitumisest ning vaid 10 protsenti majandusnäitajatest [*ibid*]. See väide peab paika pigem lühiajalistest hinnamuutustest rääkides.

Mida pikemat perspektiivi vaadata, seda olulisemaks hinna mõjutajaks muutuvad majandusnäitajad.

Ühe käsitluse kohaselt jagunevad aktsionärid kahte leeri – väärtusinvestorid ja need, kes eelistavad tehnilist analüüsi. Tehnilist analüüsi eelistavate investorite investeerimisstrateegia nurgakiviks on teave hinnamuutuste ja muude peamiselt kauplemisaktiivsust iseloomustavate näitajate kohta. Väärtusinvestori jaoks aga on kõige olulisem hinnata ettevõtte õiglast väärtust. Väärtusinvesteerimise põhiidee on see, et varade hinda iseloomustavad parameetrid liiguvad aja vältel madal- või kõrgseisust taas keskmiste väärtuste juurde. Väärtusinvestorid kasutavad aktsia hinnale hinnangu andmiseks mitmesuguseid suhtarve. [10:27]

Vaid aktsia turuhinna teadmine annab investorile vähe infot ning sellest on väga raske välja lugeda, kas aktsiasse tasub investeerida või mitte. Investeerimisotsuste tegemiseks tuleb turuhind asetada mingisse konteksti. [*ibid*:26] Konteksti asetamist võib aga väga erinevalt tõlgendada. Töös tuuakse välja väärtusinvestorite poolt kasutatava meetodi, milleks on ettevõtte finantssuhtarvude analüüsimine ja tulemuste kõrvutamine teiste ettevõtete omadega, võimalusi. Võrdluseks võib ettevõtteid valida paljude näitajate alusel nagu näiteks suurus, tegevusala ja tegevuskeskkond. Lõputöö teises osas vaadeldakse ettevõtteid, mis tegutsevad kõik Balti aktsiaturul ning seega ka sarnases keskkonnas.

Aktsia hindamise viisi valimisel tuleb silmas pidada, missugune aspekt on investorile kõige olulisem ja ka siis tuleb vaadata lisaks sellele laiemat pilti. Ükski suhtarv üksi ei peegeldada tegelikku ja terviklikku olukorda. [8:77] Järgnevalt on esitatud valik suhtarve, mida väärtusinvestorid arvutavad ja kasutavad. Aktsia väärtusele hinnangu andmiseks kõrvutatakse neid aktsiahindadega.

Aktsia bilansiline ja korrigeeritud bilansiline väärtus, aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhe

Turuhinna kõrval iseloomustab aktsiat ka selle raamatupidamisväärtus ehk bilansiline väärtus, mis leitakse ettevõtte omakapitali jagamisel aktsiate arvuga. Üldjuhul on see näitaja turuhinnast madalam. [9:49-50] Sellel on aga loogiline selgitus. Nimelt võtab aktsiahind arvesse lisaks aktsia hetkeväärtusele ka ettevõtte tegevuse jätkumist ja sellest saadavat oodatavat kasu. Samas pole aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse vahel olemas kindlat seost ning see võib ettevõtete vahel suurel määral varieeruda.

Kui asendada bilansis näidatud raamatupidamisväärtused reaallaja väärtustega, on võimalik leida ettevõtte aktsia väärtus antud momendil ehk aktsia korrigeeritud bilansiline väärtus. Reaalaja informatsioonile pole aga sageli võimalik ligi pääseda, mistõttu pole see levinud aktsia väärtuse leidmise meetod. [8:77-78] Reaalaja informatsiooni puudumise tõttu põhineb aktsia bilansiline väärtus üldiselt bilansipäeva seisuga andmetel ehk see näitab aktsia bilansilist väärtust, mis kehtis bilansipäeva seisuga. Aktsiaturge huvitab minevik aga ainult niivõrd, kuivõrd see aitab ennustada tulevikku.

Aktsia raamatupidamisväärtus näitab sisuliselt, kui palju raha on aktsionäril lootust saada, kui ettevõtte likvideeritakse [11:166]. Seepärast pööravad investorid normaalsetes oludes ehk ettevõtte tegevuse tõrgeteta jätkumise korral raamatupidamisväärtusele vähe tähelepanu.

On kaks peamist põhjust miks väärtpaberitesse investeerija jaoks pole aktsia bilansiline väärtus aktsia hinna leidmisel kuigi tähtis. Esiteks on sellel nõrk ning ebamäärane seos aktsia turuhinnaga, mistõttu pole sellest aktsia hinna prognoosimisel abi. Teiseks põhineb see mineviku andmetel ja analüüsi hetkeks on need andmed juba aegunud.

Samas on ka olukordi, kus aktsia hindamisel on just raamatupidamisväärtusest abi, näiteks pankrotiohu korral. Siis võib raamatupidamisväärtusest saada aktsia turuhinna alampiir. Sealjuures peab silmas pidama, et reeglina on pankrotivarade müügiga kiire, mistõttu juhtub sageli, et need tuleb maha müüa kahjumiga. Sellisel juhul on ettevõtte aktsia reaalne väärtus madalam isegi raamatupidamisväärtusest. [9:49-50]

Väärtusinvestorid kasutavad ettevõtte ala- või ülehinnatusele esmase hinnangu andmiseks aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhet P/B (*price to book ratio*). See näitab, kui mitu korda ületab ettevõtte aktsia turuhind tema raamatupidamisväärtust. Kui ettevõtte aktsiaga kaubeldakse allpool raamatupidamisväärtust, viitab see kahele võimalusele: kas hindavad investorid ettevõtte varade väärtust väga madalalt ning seega on ostmist väärt või on ettevõtte varade tootlus väga madal. Majandusharudes, kus tegutsemine nõuab suuri investeeringuid põhivarasse, kauplevad ettevõtted tavaliselt palju madalamal P/B tasemel kui näiteks väikese kapitalivajadusega konsultatsioonifirmad. [10:29]

Ettevõtte jagamisväärtus

Investeerimisturul hinnatakse ühe tegevusalaga ettevõtteid kõrgemalt nendest, mis tegutsevad mitmel üksteisest kaugeloleval tegevusalal. Mida selgem ja homogeensem on ettevõtte tegevus

ning tulemi kujunemine investorite jaoks, seda kõrgem on eelduste kohaselt ka ettevõtte väärtus. Samas killustunud tegevusega ettevõtte väärtus börsil väheneb. [8:79] Seetõttu on mitme tegevusalaga ettevõtte väärtus tavaliselt osade summana suurem, kui tervikuna hinnatuna. Kontsern võib üsna hõlpsalt mõnest põhitegevuse seisukohalt tähtsusetust tegevusalast või ettevõttest loobumisega tõsta hetkega märkimisväärselt oma börsiväärtust.

Hinna/tulu suhe

Inglise keelest pärineva lühendiga P/E (*price/earnings ratio per share*) hinna ja tulu suhe on kahtlemata enim kasutatav suhtarv ning seda võib pidada kõigi teiste aktsiate hindamise näitajate eelkäijaks. See jõuab sageli ajaleheveergudele ning sellest lähtuvad esmahinnangu andmiseks paljud investorid. [12:162]. See näitab mitu korda on aktsia hind suurem kui aastaga aktsia kohta teenitud tulu. Aktsiaturul kasutatakse P/E suhet aktsiate hinnataseme kõrguse mõõdupuuna, sest see näitab, kuidas turg hindab aktsiat. Üldjuhul tasub soetada madalama P/E suhtega aktsiaid, sest need on teistega võrreldes suhteliselt odavamad [*ibid*:162].

P/E arvutamiseks on vaja teada ettevõtte kasumit, aktsiate arvu ning aktsia turuhinda. Kui ettevõtte andis kahjumit, siis ei saa P/E suhet arvutada [8:88]. Kuigi arvutuskäik pole raske, ei pruugi leitud suhtarv anda investorile kuigi palju kasulikku informatsiooni, kui seda ei seostata ettevõtte tausta, tulevikuväljavaadete, sarnase tegevusalaga firmade P/E suhtarvude ning aktsiaturu üldise olukorraga. Ainult tervikpildiga seostamisel tekib kontekst, mis aitab saadud tulemuse sisu mõista.

P/E kasutamisel peab alati jälgima, missuguse perioodi kasumit on kasutatud, sest see pole suhtarvus fikseeritud [*ibid*:163]. Erinevate perioodide kasumite võrdlemine võib lõppeda halva investeerimisotsuse ja rahalise kaotusega. Kõige levinum ja usaldusväärsem on P/E arvutamisel kasutada lõppenud majandusaasta puhaskasumit, kuid see pole ainus võimalus. Analüüsides kasutatakse tihti ka veel kestva või järgneva majandusaasta prognoositavat tulu aktsia kohta. Sel juhul peab silmas pidama, et kuna tegelikkus võib kujuneda prognoosist erinevaks, ei pruugi ettepoole vaatavad prognoosid olla eriti usaldusväärsed ehk mida kaugemale prognoose tehakse, seda ebatäpsemad need on [10:27].

Prognoositava kasumi järgi leitud P/E suhet nimetatakse edasivaatavaks, eelneva aasta kasumil põhinevat suhet aga tagasivaatavaks P/E-ks. Kuna investeerimine on tulevikku suunatud tegevus ja aktsia hinnaliikumist määrab peamiselt E tulevikuväärtus, huvitavad investoreid investeerimisotsuste tegemisel rohkem edasivaatavad P/E suhted. [9:46]

P/E võrdluseks sobivad sarnased ettevõtted sama tegevusala ning võrreldavate tegevuskeskkondadega. Võimalusel tuleks võrrelda ka samas arengufaasis olevad ettevõtted [*ibid*]. Samas pole sellisel suhteliselt väikesel aktsiaturul nagu seda on Balti börs alati võtta kõiki võrdluskriteeriume täitvat ettevõtet. Sellisel juhul tuleb eraldi hinnata erisuste mõju P/E suhtarvule.

Mõningaid järeldusi saab teha ka P/E absoluutsuuruse põhjal. Üldine reegel ütleb, et P/E üle 20 on kõrge ning alla 10 madal. Kõrget P/E-d saab tõlgendada mitmeti – see võib näidata head hinnangut ettevõtte tulevikuväljavaadetele, samas võib see viidata, et aktsia on liiga kallis. Mitut moodi saab tõlgendada ka madalat P/E-d – tegu võib olla nii allahinnatud aktsiaga kui ka raskes olukorras ettevõttega, mille kasum on kokku kuivanud. [9:47] Veel võib see näidata, et turg pole kindel ettevõtte tulude püsimises praegusel tasemel. Madalast P/E-st ei saa eeldada aktsiahinna tõusu, odav aktsia võib jääda odavaks aastaid. Olukorda, kus ettevõtte näib (nt P/E põhjal) hetkel odav, kuid tulevase tulu langus aktsia kohta võib muuta ta kalliks, nimetatakse väärtuslõksuks (inglise keeles *value trap*). [10:27-28]

Pikema horisondiga investori jaoks võib turu keskmisest või konkurentidest madalam P/E suhe olla üks kriteerium, mille järgi aktsiaid oma portfelli valida. P/E suhet kasutades on oluline hinnata kasumi püsivust ning võimalikke ohte kasumile. Sellisteks ohtudeks võivad olla nii äritegevuse tsüklilisus kui ka konkurentsi muutumisest tulenevad turupositsiooni muutused. [*ibid*]

Diskonteeritud rahavood (tulud ehk kassavoog)

P/E kasutamisega kaasneb üks põhimõttelise tähtsusega probleem. Investorid on märganud, et ettevõtte kasum aktsia kohta sõltub muuhulgas mitmetest asjaoludest, mille üle otsustab ettevõtte juhtkond, mistõttu võib see olla petlik. Ettevõttele on üldjuhul kasulik jätta endast võimalikult kasumlik mulje ning selle mulje tekitamiseks on firmal võimalik kasutada erinevaid viise. Üheks neist on raamatupidamislikud moonutused, mis tulenevad juhtkonna otsustest. [*ibid*:29] Sellisteks ettevõtte juhtkonna poolt mõjutatavateks teguriteks on näiteks hoonete, masinate ja seadmete amortisatsioonimäär, mis mõjutab kasumiaruandes kulumina otseselt ettevõtte kasumit või see, millised tulud ja kulud on süstemaatilised ja millised juhusliku iseloomuga. Lisaks puudub investoril ligipääs kasumiaruandes näidatud käibe täpsemale sisule – näiteks kas ja kui suures ulatuses sisaldab see nõudeid, mida pole reaalselt kätte saadud. Ettevõttevälisel isikul on raske selgust saada ka selles, kas kõik kulud on kasumiaruandes kajastatud õigel perioodil.

Seepärast võib ettevõtte majandus seisust anda selgema pildi tema rahavoogude aruandega tutvumine. Ka aktsia väärtuse määramisel kasutatakse üha enam ettevõtte rahavoo prognoosimist. Oodatavate tulevaste rahavoogude tänasesse päeva diskonteerimine on suure osa aktsiaanalüütikute jaoks ettevõtte väärtuse hindamise peamoodus. Kuna sellistes mudelites kasutatakse üsna pikaajalisi prognoose, võivad neil põhinevad aktsia väärtuse hinnangud suures ulatuses varieeruda. [*ibid*:29]

Rahavoogude olulisus aktsiate hindamisel tuleneb sellest, et ettevõtte võime maksta dividende sõltub lõppude lõpuks kassasse voolava raha hulgast. Omanikud soovivad ettevõttelt suurt vaba kassavoogu, mille all mõistetakse raha, mis jääb ettevõttesse äritegevuseks vajaliku käibekapitali ja tehtavate investeeringute järel. Aktsionäride seisukohalt on parim ettevõtte see, kes maksab aastast aastasse üha suuremat dividendi, ilma et omanikud peaks ettevõttesse omalt poolt kapitali lisama. USA-s tehtud uuringud näitavad, et ettevõtte rahavoog ja selle arengu prognoos mõjutavad börsikursse rohkem kui majandusarvestuse põhjal näidatud kasum. [8:80-81] Selle uurimuse kohaselt on enim väärtust kasvatavad ettevõtted võimalik leida tulevaste vabade rahavoogude õigesti ennustamise abil.

Tulu aktsia kohta

Ettevõtte ja tema aktsiate väärtuse hindamise üldine alus on ettevõtte kasumi dünaamika. Börsiettevõtete väärtus tõuseb ja langeb saadud ja oodatava kasumi põhjal, kui jätta siinkohal arvesse võtmata investeerimisturgu mõjutavad üldise intressitaseme muutused. [8:79-80]

Kasumi olulisusest lähtuvalt on üks aktsia väärtuse hindamise laialt kasutatav mõõdupuu tulu aktsia kohta lühendiga EPS (*earnings per share*). Tulu aktsia kohta saame, kui jagame ettevõtte puhaskasumi kaalutud keskmise lihtaktsiate ja nendega võrdsustatud väärtpaberite arvuga. [12:130] EPS-i aluseks olev puhaskasum on üsna üheselt mõistetav suurus – see on ettevõtte kasum pärast maksude ning eelisaktsiate dividendide maksmist. Aktsiate arvu leidmine võib osutuda keerulisemaks. EPS-i arvutamisel tuleb arvesse võtta kõik lihtaktsiad ja kõik väärtpaberid, mis on võimalik lihtaktsiateks ümber vahetada: vahetusvõlakirjad, aktsiate ostutähed ja kõik muud väärtpaberid, mida saab muuta lihtaktsiateks [*ibid*:130]. Eesti ettevõtete puhul selliseid väärtpabereid üldjuhul pole. Samas juhtub kohaliku turu ettevõtetel sageli seda, et aktsiakapitali suurendatakse aktsiate emiteerimisega, mistõttu aasta alguse ja lõpu aktsiate arv võib erineda küllaltki suurel määral. Sellistest olukordadest vigade tekkimise vältimiseks kasutataksegi kaalutud aasta keskmist aktsiate arvu.

Erinevalt P/E suhtest, mida kasutatakse eri aktsiate võrdlemiseks, kasutatakse EPS-i ühe ettevõtte arengu jälgimiseks, st võrreldakse sama ettevõtte eri tegevusaastate tulu aktsia kohta. EPS-i põhjal võib kujundada hinnangu ettevõtte aktsia ja selle jooksva väärtuse kohta. Üldiselt peetakse kasvavat EPS-i heaks märgiks, langevat EPS-i aga halvaks näitajaks. Enne lõpliku hinnangu andmist tuleks järele uurida, mis on kasvu või kahanemise põhjus. Stabiilselt kasvav EPS näitab tavaliselt, et tegu on kiiresti kasvava ettevõttega või ettevõttega, mille tegevuse efektiivsus paraneb pidevalt. Sellisel juhul on loomulik, et koos EPS-iga kasvab ka aktsiate turuväärtus. Erandi moodustavad juhud, kus ettevõtte ostab oma aktsiaid tagasi, vähendades nii aktsiate arvu ja ühtlasi suurendades tulu aktsia kohta. Sel juhul võib EPS kasvada ka siis, kui ettevõtte kasum ja käive kahanevad. Aktsiate turuväärtuse kasvu ei maksa sellisel juhul loomulikult oodata. [9:47-48]

Et kontrollida, mis on EPS-i kasvu põhjus, võib EPS-i dünaamikat võrrelda käibega aktsia kohta või mõne muu ettevõtte tegevusulatusel iseloomustava näitajaga. Kui ka käive aktsia kohta on kasvanud, kinnitab see, et ettevõtte on heal järjel. Kui käive aktsia kohta on erinevalt tulust aktsia kohta langenud, tuleks järele uurida, mis on selle põhjus. Langev EPS tuleneb tavaliselt käibe kahanemisest või kulude kasvust (kasumi vähenemisest), mis toob endaga kaasa ka aktsiate turuväärtuse kahanemise. [*ibid*] Samas võib EPS langeda ka aktsiate arvu suurenemise tõttu. Sel juhul tuleks silmas pidada, kas tegu on ettevõtte kiirest kasvust tuleneva kapitali suurendamisega või suurendatakse kapitali probleemide likvideerimiseks. Kasvu tõttu toimunud EPSi langus on pigem positiivne nähtus, kuigi võib endaga kaasa tuua aktsiahinna languse.

Aktsia dividenditootlus ja kogutulusus

Aktsia dividendimäär (*dividend yield*) näitab, kui kõrget jooksvat tulu võib investor aktsialt loota. Dividendimäära abil saab võrrelda erinevate aktsiate tulusust, samuti võib aktsiate dividendimäära võrrelda teiste väärtpaberite tulususega. Dividendimäära leidmiseks tuleb aktsialt möödunud aastal saadud või tulevaks aastaks prognoositavad dividendid jagada aktsia turuhinnaga. [10:28]

Lisaks dividenditulule võib aktsialt tulu saada ka kapitalikasvuna ehk aktsia turuhinna tõusu kaudu. Kapitalikasvu võtab arvesse teine näitaja – aktsia kogutulusus. Selle leidmiseks tuleb dividendidele lisada kapitalikasv (või lahutada kapitalikahju) ning jagada see aktsia turuhinnaga. Selle näitaja arvutamisel tuleb arvestada, et dividendidelt enam tulumaksu ei võeta, küll aga on maksustatud kapitalikasvu realiseerimisel ehk aktsiate ostuhinnast kallima hinnaga maha

müümisel saadud tulu. Järelikult tuleb esmalt dividendidele liita juurde tulumaks või kapitalikasvust tulumaks maha arvestada ning alles siis saab kogutulust arvutama hakata. Maksudega tuleb arvestada ka siis, kui võrrelda dividendimäära võlakirjade tulumääraga. Viimane on üldjuhul maksude-eelne näitaja, mistõttu on otstarbekas ka dividendimäära väljendada maksude-eelsena. [*ibid*:28]

Üldiselt on dividendimäär märksa enam kasutatud näitaja kui aktsia kogutulusus. Põhjus on selles, et ettevaatava näitajana on kogutulusust väga raske arvutada - kui dividendid on aastate lõikes suhteliselt püsiva või etteaimatava suurusega, siis aktsiahindade kohta ei saa seda kuidagi öelda. Nii arvutatakse kogutulusust enamasti vaid tagasivaatava näitajana. Samas ei tasu aktsiate hindamisel kunagi kasutada üksnes dividendimäära, kuna teistest näitajatest eraldi võetuna ei pruugi see midagi näidata. Näiteks võib ettevõtte, mis ei maksa dividende, selle puuduse kuhjaga korvata suure kapitalikasvuga, samas võib suuri dividende maksev ettevõtte aga paari aastaga pankrotistuda, kuna pole oma arengusse investeerinud. [*ibid*:28]

Läbi ajaloo on üks edukas investeerimisstrateegia olnud kõrge dividenditootlusega aktsiate omamine, ainuüksi dividendide reinvesteerimisega tekkiv kumulatiivne tootlusefekt võib pikas perspektiivis anda päris suure eelise võrreldes üksnes aktsiate hinnatõusule lootmisega. Kõrge dividendimäär on tavaliselt iseloomulik küpsele ettevõttele aeglaselt kasvavas majandusharus. Sellised ettevõtted saavad harilikult üsna head kasumit, mida neil ei ole vaja firma laiendamisse investeerida. Madal dividendimäär on iseloomulik kiiresti kasvavatele ettevõtetele. Sellised ettevõtted ei jaga kasumit aktsionäridele laiali, vaid investeerivad firma laiendamisse. Kuigi ka suurte dividendide maksmine võib ettevõttele halvasti mõjuda, peetakse kasvuaktsiaid kõrget jooksvat tulu andvatest aktsiatest siiski riskantsemateks. [9:48-49] Samas on investorite strateegiad erinevad ning on ka neid, kes panustavad pikemaajalise kasvu peale. Nende jaoks on dividendide suurus vähem oluline.

1.3. Baltimaade aktsiaturg

Reguleeritud väärtpaberitur on järelevalvatav süsteem väärtpaberitega kauplemise võimaldamiseks, kus ühetaolistel tingimustel viiakse kokku erinevate isikute eri- või üheaegsed väärtpaberite omandamis- ja võõrandamishuvid. Eestis on selleks Tallinna, Lätis Riia ja Leedus Vilniuse börs. Kõik kolm eelnimetatud moodustavad ühtse Balti väärtpaberitur. Igas riigis teevad väärtpaberitur toimimiseks koostööd vastava riigi Nasdaq ja väärtpaberikeskus.

Riiklikku järelevalvet Eesti väärtpaberituru üle teostab Finantsinspeksioon. Koostöös Finantsinspeksiooniga teostab õigusaktides ja oma reglemendis sätestatud pädevuse piires järelevalvet Tallinna börsil kauplevate ettevõtete, kaubeldavate väärtpaberite hinna kujunemise, tehingute tegemise ning muude börsi reglemendi nõuete täitmise üle ka NASDAQ OMX Tallinna börs. [13]

Tallinna, Riia ja Vilniuse börse koondava Balti väärtpaberituru strateegiline eesmärk on ühise kauplemissüsteemi ja turureglistiku abil vähendada turgudevahelisi iseärasusi, et tõhustada piiriülest kauplemist, vähendada kaasnevaid kulusid ja kaasata piirkonda seeläbi rohkem investeringuid.

Balti börsid kuuluvad maailma suurimasse börsikontserni Nasdaq. Pakkudes kauplemise, börsitehnoloogiate ja noteeritud ettevõtetega seotud teenuseid kuuel mandril, on Nasdaq 3200 noteeritud ettevõttega maailma väärtpaberiturgude hulgas esikohal. Nasdaq'i tehnoloogilised süsteemid on kasutusel enam kui 80 börsil, arveldusorganisatsioonis ja depositeerimises rohkem kui 50 riigis. Nasdaq Nordic ja Nasdaq Baltic hõlmavad Nasdaq'i börse Helsingis, Kopenhaagenis, Stockholmis, Islandil, Tallinnas, Riias ja Vilniuses. [14]

Nasdaq Balti turg sisaldab Nasdaq Tallinna, Riia ja Vilniuse börside ühiseid väärtpaberinimekirju, ühiseid indekseid ning investorite lihtsustatud ligipääsu kõigile Baltimaades noteeritud või kaubeldavatele väärtpaberitele ühe Baltiüleselt kaupleva börsi liikme vahendusel. Nasdaq Balti reguleeritud turu aktsiad jagunevad kahe nimekirja vahel: Balti Põhinimekiri ja Lisanimekiri.

Balti Põhinimekirja on koondatud kõik kvaliteetettevõtted, kes on noteeritud Tallinna, Riia ja Vilniuse börsidel. Nimekirja kandmiseks peab ettevõtte olema tegutsenud oma põhitegevusalal vähemalt 3 aastat, olema majanduslikult jätkusuutlik, omama turuväärtust vähemalt 4 miljoni euro ulatuses, avalikustama teavet vastavalt rahvusvahelise finantsaruandluse standarditele ning avalikkuse hulka kuuluvate investorite omanduses peab olema vähemalt 25% aktsiatest või 10 miljoni euro väärtuses aktsiaid. Käesolevas töös vaatluse all oleva perioodil vähenes Põhinimekirjas olevate ettevõtete arv kuue võrra. 2009. aasta alguses oli Põhinimekirja ettevõtteid 40, 2014. aasta lõpus aga 34 [15].

Balti Lisanimekiri koondab noteerimisvajadusega ettevõtteid, kes ei pea vastama rangetele kvantitatiivsetele nõuetele (avalikkuse käes olevate kaubeldavate aktsiate hulk,

turukapitalisatsioon). Lisanimekirjas kaubeldavatele väärtpaberitele ja nende emitentidele ei seata nii kõrgeid nõudeid kui Balti Põhinimekirjas olevatele ettevõtetele. [16]

Alates 2012. aasta veebruarist on Nasdaq Tallinna börsil kasutusel rahvusvaheline ettevõtete klassifitseerimise standard ICB (*Industry Classification Benchmark*), ka eelnevalt oli kasutusel rahvusvaheline standard. Ühiste standardite kasutuselevõtt on osa Balti ja Põhjamaade väärtpaberiturgude ühtlustamisest ning see lihtsustab oluliselt noteeritud ettevõtete rahvusvahelist võrdlemist. [17]

Ülevaade Balti aktsiaturust aastatel 2009-2014

Aastatel 2009-2014 toimus Balti börsil mõndagi huvitavat. 2009. aasta algusest alates hakkasid kõik kolm Balti börsi avaldama oma kodulehekülgedel kauplemisinfot reaalajas. Lisaks said NASDAQ OMX Balti börsid endale uued ärinimed: NASDAQ OMX Tallinn, NASDAQ OMX Riia ja NASDAQ OMX Vilnius. Nimed peegeldavad kuuluvust NASDAQ OMX börsigrupi ja muutsid Balti väärtpaberiturud nähtavamaks ka rahvusvahelistele investoritele. [18]

Turu liikumist aastatel 2009-2014 aitavad iseloomustada erinevad börsiindeksid. Nii Balti- kui ka Põhjamaades on Nasdaq grupi börsidel kasutusel ühtne indeksite struktuur. Ühtne struktuur muudab Balti- ja Põhjamaade väärtpaberiturgude võrdlemise lihtsamaks ja ülevaatlikumaks. Kõik indeksid arvutatakse ahelindeksina ning need annavad võrdluse eelmise kauplemispäeva hinnatasemega. Indeksid jälgivad indeksisse arvatud aktsiate summaarse turuväärtuse muutumist. [19]

OMXB on üldindeks, milles on esindatud kõik Balti börside Põhi- ja Lisanimekirja ettevõtted, välja arvatud nende ettevõtete aktsiad, kus üks aktsionär kontrollib vähemalt 90% aktsiatest. Üldindeks kajastab Balti väärtpaberituru hetkeolukorda ja muutusi. Indeksi alguskuupäevaks on 31.12.1999 ning algväärtuseks 100. Indeks iseloomustab kõigi noteeritud aktsiate hindade keskmist muutust. OMXT, OMXR ja OMXV on vastavalt Tallinn, Riia ja Vilniuse börside üldindeksite lühinimetused. [*ibid*]

Balti võrdlusindeks ehk *OMX Baltic Benchmark* (OMXBB) katab suurimad ja enim kaubeldud aktsiad Balti väärtpaberiturul ning hõlmab kõiki sektoreid. Indeksis olevate väärtpaberite osakaal põhineb vabalt kaubeldavate aktsiate osakaaluga korrigeeritud turuväärtustel. See tähendab, et indeksi koosseisu on arvatud ainult kaubeldav osa aktsiakapitalist. Võrdlusindeksi eesmärk on pakkuda turuosalistele kuluefektiivse jälgendamise võimalust ning seetõttu sobib indeks

investeermistoodetes kasutamiseks ning investoritele võrdlusindeksiks. Võrdlusindeks on turul valitsevate trendide indikaatoriks. [*ibid*]

Võrdlusindeksi OMXBB koosseisu korrigeeritakse kaks korda aastas, 1. jaanuaril ja 1. juulil. See vähendab investori tehingukulusid indeksiportfelli jälgendamisel. Indeksi algkuupäev ja -väärtus on nagu üldindeksitel 31.12.1999 ja algväärtus 100. [*ibid*]

2009 aastat alustasid kõik vaatlusalused näitajad küllaltki sarnaselt kohalt langeva trendiga (joonis 1). Põhi saavutati 2009. aasta esimese kvartali lõpu eel. Peale seda hakkas börs liikuma tõusujoones, aasta tipp saavutati enne kolmanda kvartali lõppu. Suurima tõusu tegi Vilniuse börs, kes edestas kõiki teisi.

Joonisel on näha ka Tallinna börsi silmapaistev tõus 2010. aastal, mil börs tõusis rekordilised 73%. See oli ühtlasi ka parim tulemus Euroopa börside ja Tallinna börsi 15aastases ajaloos. Samal aastal lisas Ühendkuningriigi maksuamet NASDAQ OMX Tallinna börsi turgude nimekirja, kuhu investeerimine ja kus kauplemine on Ühendkuningriigi investori jaoks maksustamise seisukohast soodsam ning seega ka atraktiivsem. 2010. aastal võttis Balti väärtpaberiturg kasutusele ka Nasdaq'i ülemaailmselt kasutatava kauplemise platvormi. [18] Ka Läti ja Leedu indeksid näitasid 2010. aastal püsivat kasvutrendi.

Alates 2011. aastast oli Tallinna ja Vilniuse börsidel võimalik kaubelda eurodes, mis suurendas oluliselt Balti väärtpaberituru efektiivsust ja atraktiivsust [*ibid*]. Oli ka hulk muid tegureid, mis üsna suurel määral turge mõjutasid. Ühe languse päästikuks oli Jaapani toimunud maavärin, millele järgnesid tsunami ja tuumakatastroofi oht. Sellest tulenev aktsiaturu kõikumine oli emotsionaalset laadi. Seda näitas ka kiire taastumine, kuna ettevõtete reaalne olukord polnud muutunud. [20] Üleüldist börsi langust aasta jooksul mõjutasid Euroopa valuutakriis ja muud poliitilised sündmused [21].

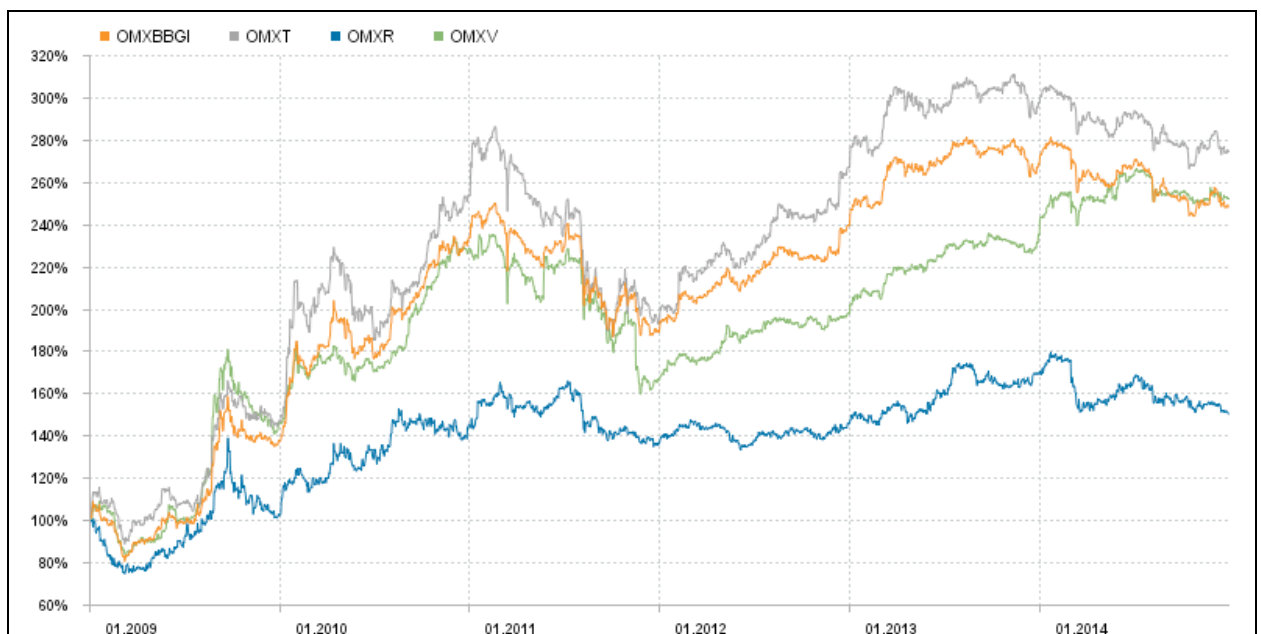
2012. aastal alustas Balti väärtpaberiturg uut ligi kaks aastat kestnud kasvuperioodi. Kuigi trendid olid ühtsed, olid mahud erinevad. Tippu ronimisel hakkas teiste kasvutempot esimesena eristuma Läti börs, jäädes teistest silmnähtavalt maha. Kaheaastase kasvuperioodi jooksul joonistus selgemalt välja ka Tallinna ja Vilniuse börsi vahe. Kui varem oli vahe üsna ühesugune, siis 2012. aasta lõpust alates kasvas Tallinna börs suuremate sammudega. 2012. aastal oli NASDAQ OMX Tallinna börsi indeks OMXT üks paremini esinenud börsiindekseid kogu maailmas. 14. septembri keskpäevaks oli see aasta algusest alates tõusnud 26,9%. Tallinna börsi

tootlusele jäid korralikult alla isegi maailmanimed nagu S&P500, NASDAQ, Dow Jones, FTSE, Nikkei 225 ja DAX. [22] Tulemuseks oli märgatav vahe Leedu ja Tallinna börsiindeksite vahel.

Ka 2013. aastal oli Läti börsi kasv äärmiselt tagasihoidlik, mistõttu vahe ülejäänud Baltikumiga suurenes veel enam. Kuigi kogu vaatlusaluse perioodi jooksul olid OMXV trendid teistega võrreldes samasuunalised, jäid kõik muutused oluliselt väiksemaks kui Tallinna ja Vilniuse börsidel, mistõttu oli 2014. aasta lõpuks vahe ligi kahekordne.

2014. aasta alguses läks Riia börs üle eurole [23]. See oli oluline muutus, kuna tänu sellele kauples kogu Balti väärtpaberiturg esmakordselt ühes valuutas. See muutis Riia börsi ja Balti väärtpaberiturgu tervikuna atraktiivsemaks ka välisinvestoreile. Tänu sellele oli Riia börs kolmest ainus, kes ei teinud 2014. aasta eel teistega kaasa väikest langust. Üks, kuid mitte ainus põhjus, miks Riia börsi indeks jäi teistele alla võis tuleneda sellest, et Eesti ja Leedu börsidel võeti euro varem koos kasutusele ja see tõstis oluliselt turu aktiivsust. Samal ajal jäi Läti börs selle muutuse mõjust puutumata ning oli seeläbi ülejäänud Baltikumiga võrdluses välisinvestoreile vähematraktiivne.

Järgnev joonis illustreerib kolme Balti börsi indeksite ja võrdlusindeksi muutumist aastatel 2009-2014, Tallinna börsi indeks on hall, Vilniuse oma roheline, Riia oma sinine ja Balti võrdlusindeks on tähistatud oranži värviga (joonis 1).



Joonis 1. Baltikumi börsiindeksite ja Balti võrdlusindeksi muutus aastatel 2009-2014.

Allikas: Nasdaq Balti indeksid [24]

2. BALTI BÖRSIETTEVÕTETE AKTSIAHINDADE SEOS OLULISEMATE FINANTSNÄITAJATEGA JA AUDIITORI ARVAMUSEGA MAJANDUSAASTA ARUANNETE KOHTA

2.1. Analüüsi sisendid

Olulisemate finantsnäitajate valik

Olulisemate finantsnäitajate valikul on autor toetunud töö teoreetilisele osale. Erinevad näitajad, mida investorid kasutavad aktsia väärtuse hindamisel on pikemalt välja toodud käesoleva töö peatükis 1.2. Kui investorid vaatavad aktsiate väärtuse leidmisel tulevikku, siis tagantjärele analüüsimisel on võimalus kasutada kindlaid näitajaid ning oletusi tegema ei pea. Seetõttu on analüüsi valitud meetodit ehk mõnevõrra erinevad nendest, mida investorid aktsiate analüüsimisel kasutavad.

Kõigi teooriaosas välja toodud meetodite hulgast on autor analüüsi tarbeks välja valinud aktsia bilansilise väärtuse, aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhte (P/B), aktsiate hinna ja tulu suhte (P/E), tulu aktsia kohta (EPS) ning aktsia dividenditootluse.

Aktsia bilansiline väärtus leitakse ettevõtte omakapitali jagamisel aktsiate arvuga. Kuigi aktsia raamatupidamisväärtus on asjakohane sageli ettevõtte lõpetamise, pankroti või muude taoliste sündmuste puhul, annab see siiski teatava indikatsiooni ettevõtte väärtuse kohta. Seetõttu on see näitaja ka antud töös vaatluse alla võetud.

Eelmise näitajaga on tugevalt seotud aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhe ehk P/B (*price to book ratio*). Seda kasutatakse ettevõtte ala- või ülehinnatusele esmase hinnangu andmiseks. See näitab, kui mitu korda ületab ettevõtte aktsia turuhind tema raamatupidamisväärtust.

Analüüsis lähtub autor ka aktsiate hinna ja tulu suhtest ehk P/E suhtest (*price/earnings ratio per share*). See näitab mitu korda on aktsia hind suurem kui aastaga aktsia kohta teenitud tulu. P/E arvutamiseks on vaja teada ettevõtte kasumit, aktsiate arvu ning aktsia turuhinda. Kahjumi puhul P/E suhet ei arvutata.

Ettevõtte kasumi dünaamikast annab lisaks P/E suhtele indikatsiooni ka tulu aktsia kohta ehk EPS (*earnings per share*). Tulu aktsia kohta saamiseks tuleb jagada ettevõtte puhaskasumi lihtaktsiate ja nendega võrdsustatud väärtpaberite arvuga.

Aktsia dividenditootlus (*dividend yield*) näitab, kui kõrget jooksvat tulu võib investor aktsialt loota. Selle abil saab võrrelda erinevate aktsiate tulusust. Dividendimäära leidmiseks tuleb aktsialt möödunud aastal saadud või tulevaks aastaks prognoositavad dividendid jagada aktsia turuhinnaga.

Nimetatud aktsia hinna leidmise meetodid olid välja toodud kõige rohkemates allikates ning neid võib pidada universaalsemateks kui erinevaid rentaablusnäitajaid, mis on rohkem mõjutatud ettevõtte tegevusalast. Sel põhjusel pole rentaablussuhtarve ka võrdlusesse valitud. Sellegipoolest tuleb analüüse ja järeldusi tehes vaadata ka numbrite sisse ja pidada silmas ettevõtete tegevusaladest tulenevaid iseärasusi.

Finantsuhtarvude leidmisel kasutati töös majandusaasta lõpu kuupäeva aktsia sulgemishinda *closing price*. Dividendide summa on võetud kasumi jaotamise otsusest või omakapitali muutuste tabelist. Aktsiate arvuna on käsitletud perioodi keskmist lihtaktsiate arvu. Analüüsis on kasumina kasutatud emaettevõtja aktsionäride osa aruandeaasta puhaskasumist.

Börsiettevõtete valik

Autor soovis töö käigus kasutada valimi populatsioonina kohaliku börsi nimekirja. Tallinna börsi Põhinimekirjas oli 2014. aasta lõpus ettevõtteid 13, samas kui ühtse Balti väärtpaberituru Põhinimekirjas oli neid kordades rohkem (34 ettevõtet) [25]. Eesmärgiga saavutada suurem valim, kaasas autor populatsiooni kõik kolm Balti väärtpaberituru börsi. Kuna Balti riikide börsiettevõtted tegutsevad sarnastes keskkondades ning ühises kauplemissüsteemis, on tagatud nende omavaheline võrreldavus. Valimi otsustas autor moodustada Balti Põhinimekirja ettevõtetest, kuna neile rakenduvad rangemad nõuded kui Lisanimekirja ettevõtetele, seetõttu on Põhinimekirja ettevõtted omavahel paremini võrreldavad.

Kuna töö eesmärk eeldab ettevõtete aktsiahinna seoste leidmist mitte ainult olulisemate finantsnäitajatega aga ka audiitori järeldusotsusega, on oluline, et valimisse kuuluvate ettevõtete audiitori järeldusotsused poleks igal aastal ühesugused. Teisisõnu sattusid valimisse ettevõtted, mille 2009.-2014. aasta majandusaasta aruannetes esines vähemalt kahte tüüpi audiitori

järeldusotsust. Erinevad järeldusotsuste tüübid on eelnevalt täpsemalt välja toodud töö peatükis 1.1.

Valimi leidmiseks vaatas töö autor läbi kõigi Balti väärtpaberituru Põhinimekirja börsiettevõtete majandusaasta aruannete audiitori järeldusotsused aastatel 2009-2014. Vajalikele kriteeriumitele vastavaid ettevõtteid oli Balti väärtpaberituru põhinimekirjas kuus tükki. See on 17,6% kõigist põhinimekirja ettevõtetest. Teisisõnu on pea iga viies ettevõtte saanud sel perioodil audiitorilt märkuse, mis tähendab, et nende aruannete sisu pole 100% ulatuses audiitori poolt kinnitatud. Arvestades börsiettevõtete finantsandmete usaldusväärsuse olulisust, tundub märkuste hulk võrdlemisi suur.

Koostatud valimis on esindatud kõigi kolme Balti riigi börsiettevõtted – Tallinna börsilt Ekspress Grupp, Riia börsilt Olainfarm ning Leedu börsilt sattus valimisse lause neli ettevõtet: Grigeo Grigiškės, Lietuvos energijos gamyba, Utenos Trikotažas ja Vilkyškių pieninė.

Balti väärtpaberituru ettevõtete vähesuse tõttu polnud autoril võimalik valimi moodustamisel arvestada ettevõtte tegevusala, seetõttu on valimisse sattunud erinevate valdkondade ettevõtted. Esindatud on meedia ja kirjastamisega tegelev ettevõtte, sanitaar- ja majapidamispaberi toodete, papi ja papp-pakendite tootmisega tegelev ettevõtte, elektri ja soojuse tootmise ning elektriga kauplemisega tegelev ettevõtte, ravimistööstuse ettevõtte, tekstiili ja kudumite tootmisega tegelev ettevõtte ja piima kokkuostu, töötlemise ja piimatoodete müügiga tegelev ettevõtte. Kõigi ettevõtete ühisosa on tootmine, kuigi tooted ise on äärmiselt erinevad. Lisaks tootmisele on ettevõtetel veel teisi funktsioone (pakutakse erinevaid teenuseid, tegeletakse edasimüügiga jms).

Lisaks puhtale audiitori järeldusotsusele on kõigil valimi ettevõtetel olnud aastatel 2009-2014 vähemalt üks märkustega järeldusotsus. Mitmel juhul on üks konkreetne asjaolu põhjustanud märkuse mitme aasta audiitori järeldusotsustele. Kokku oli valimisse sattunud Põhinimekirja ettevõtetel vaatlusaluse perioodi 34 auditeeritud majandusaasta aruande hulgas 15 märkusega audiitori järeldusotsust (vt tabel 1), ülejäänud otsused olid märkusteta.

Tabel 1. Valimi ettevõtete märkustega järeldusotsuste hulk aastatel 2009-2014

Ettevõte	Märkustega audiitori järeldusotsuste arv
Ekspress Grupp	2
Grigeo Grigiškės	3
Lietuvos energijos gamyba	3
Olainfarm	5
Utenos trikotažas	2
Kokku	15

Allikas: Valimi ettevõtete majandusaasta aruanded aastatel 2009-2014; autori koostatud

Valimi ettevõtetest

AS Ekspress Grupp on Baltimaade juhtiv meediakontsern, mille tegevus hõlmab *online* meedia sisutootmist, ajalehtede ja ajakirjade kirjastamist ning trükiteenuste osutamist Eestis, Lätis ja Leedus [26].

Ekspress Grupp alustas tegevust 1989. aastal, mil avaldati populaarse nädalalehe Eesti Ekspress esimene väljaanne. Oma tegevusaja jooksul on Ekspress Grupp lisanud oma tooteportfelli päevalehed, mitmed ajakirjad ja internetiportaalid. Gruppi kuulub lisaks ka kaasaegne trükiettevõtte ning omatakse olulisi osalusi perioodika kojukandega tegelevas ettevõttes Eestis ning ajakirjade leviga tegelevas ettevõttes Leedus. [*ibid*]

Ekspress Grupi peamine tugevus on ettevõtte väga tugev turupositsioon ning tooteportfelli kuuluvad tarbijate seas populaarseimad kaubamärgid. Ekspress Grupp omab juhtivaid *online* meedia portaale Baltimaades ja kirjastab Eesti loetumaid päeva- ja nädalalehti, lisaks enamuse Eesti populaarsematest ajakirjadest. Grupp kasutab vertikaalselt integreeritud ärimudelit, mis ühendab sisutootmise, väljaannete trükkimise, levi ja kojukande. [*ibid*]

Ettevõtte eesmärgiks on olla kaasaegne meediaetevõtte ja omada tugevat positsiooni kõikidel grupi tegutsemisturgudel ning juhtivat positsiooni *online* meedias. Grupi missiooniks on jätkuvalt pakkuda uusi ja huvitavaid elamusi nii paberil kui digitaalses meedias, sealjuures järele andmata uudiste kvaliteedis, temade valikus ning ajakirjanduslikus objektiivsuses. Oma tegevuses lähtub Ekspress Grupp vaba ajakirjanduse põhimõtetest ja järgib Head Ühingujuhtimise Tava. [*ibid*]

Ekspress Gruppi kuuluvad järgmised olulisemad ettevõtted: Eesti Ajalehed AS, Eesti Päevalehe AS, AS SL Õhtuleht, AS Ajakirjade Kirjastus, Delfi Grupp, OÜ Ekspress Digital, AS Printall, AS Express Post ja UAB Ekspress Leidyba. Ekspress Grupist sai börsiettevõtte 2007. aastal kui aktsiad noteeriti Tallinna Börsil (nüüd NASDAQ OMX Tallinn). [27]

Grigeo Grigiškės AB on ainus paberi- ja puidutööstuse kontsern Leedus ning üks suurimaid Balti riikides. Kontserni tegevus katab pea kogu puidu- ja paberi tootmise protsessi metsas kasvavast puust kuni toote tarbijateni jõudmiseni. [28]

Grigiskes Paberivabrik asutati aastal 1823. 150-aastane sektori kogemus, kaasaegne tehnoloogia, tippasemel varustus ja kvalifitseeritud tööjõud on loonud ideaalsed tingimused kõrgekvaliteediliste toodete tootmiseks ja klientide vajaduste rahuldamiseks. Grigeo Grigiskes toodab tualettpaberit, paberkäterätikuid, salvrätte, lainepappi ja kartongi. Umbkaudu pool toodangust eksporditakse Läti, Taani, Eestisse, Slovakkiasse, Tšehhi, Poola, Norra, Rootsi, Saksamaale ja muudesse riikidesse. [29]

Gruppi kuuluvad järgmised ettevõtted: Grigeo Grigiškės, AB, Grigeo Klaipėdos Kartonai, AB, Grigeo Baltwood, UAB, Grigeo Recycling, UAB and Mena Pak, PAT [28]. 1994. aastal sai kontsernist börsiettevõtte, mille aktsiad noteeriti Vilniuse Börsil (nüüd NASDAQ OMX Vilnius). Lisanimekirjast Põhinimekirja liikus ettevõtte 2010. aastal. [29]

Lietuvos energijos gamyba AB koosneb riigile kuuluvatest energiatootmisüksustest nagu Elektrėnai kompleks, Kruonis'e pumbajaama hüdroelektrijaam ja Kaunase Algirdas Brazauskas' hüdroelektrijaam [30].

Lietuvos energijos gamyba peamine eesmärk on energiatootmise mahuga kombineerides panustada riigi energiajulgeolekusse. Ettevõtte toodab soojusenergiat Elektrėnai linnale, Kietaviškės'e kasvuhoonetele ja enda tarbeks Elektrėnai kompleksis. Ettevõtte tegeleb pidevalt ka strateegiliste eesmärkide saavutamise, milleks on ettevõtte väärtuse kasvamine, klientidele pakutavate teenuste kvaliteedi tagamine, protsesside efektiivsuse tõstmine ja uue organisatsioonikultuuri arendamine. [ibid]

Aktsiaturule sisenes energiaettevõtte 2011. aasta septembris, mil liitus Vilniuse börsi Põhinimekirjaga. [ibid]

Olainfarm on enam kui 40-aastase kogemusega Baltimaade juhtivtootja keemia- ja ravimitööstuses [31]. See asutati 1972. aastal riigiettevõttena ning sellest sai Nõukogude Liidu

üks suurem keemia- ja ravimitootja. Praegu toodab ettevõtte peamiselt kahte tüüpi tooteid: kõrgekvaliteedilisi keemilisi ühendeid ning valmisravimeid tablettide ja kapslite kujul.

Olainfarmi peamiseks ekspordituruks on Sõltumatute Riikide Ühendus, kuhu müüakse üle poole kogu toodangust. Eksport Euroopa Liitu on alla 10%. Tugev sõltuvus idariikidest on ettevõttele risk ning ettevõtte tegeleb üha enam lääne turul olulisuse kasvatamisega. [32] Kokku ekspordib Olainfarm ligi 90% toodangust ligi 40-sse riiki üle maailma [31].

Olainfarm teeb koostööd maailma nimekate ettevõtetega. Alates 2011. aastast varustab ettevõtte tuberkuloosivastaste ravimitega Maailma Terviseorganisatsiooni (WHO) [*ibid*].

Ettevõttele kuulub Läti toiduainetööstuse ettevõtte Silvanolsi aktsiate kontrollpakk, apteegikett Latvijas aptieka, elastikmetalli tootja Tonus Elast ja öko-kosmeetika tootja Kiwi Cosmetics [*ibid*]. Olainfarmi aktsiad on Balti Põhinimekirjas alates 2006. aastast [32].

Utenos Trikotazas on suurim kootud trikotaaži tootja Balti riikides ja üks modernsemaid tootmisettevõtteid Kesk-Ida Euroopas. Ettevõtte rajati 1967. aastal ning enam kui 50-aastane sektori kogemus aitab neil koostööpartneritele pakkuda pidevalt innovaatilisi võimalusi. Nende tootmishoones toimub kogu tootmistsükkel toote valmimiseni. Tooted jagunevad kangaks ja valmis riideesemeteks. 90% Utenos Trikotažas'e toodangust eksporditakse Lääne-Euroopa jaemüügikettidele. Nende tooted jõuavad kokku enam kui 50 riigi tarbijateni. [33]

Ettevõtte on väga pühendunud kõrgete kvaliteedinormide täitmisele. Neil on mitmed rahvusvahelised kvaliteedisertifikaadid, mille hoidmise nimel peavad nad vaeva nägema [*ibid*].

Utenos Trikotažas' grupp kuuluvad kolm tütarettevõtet: Šatrija , Gotija and Mrija Ukrainas. Börsi Põhinimekirjas on ettevõtte juba 1999. aastast alates. [*ibid*]

1993. aastal asutatud Vilkyškių pieninė AB on üks kaasaegsemaid juustutehaseid Leedus. Lisaks erinevate juustude tootmisele ja müümisele toodab grupp ka mitmesuguseid teisi piimatootmeid alustades piimast, keefirist ja jogurtist kuni või, hapukoore ja kodujuustuni. Suure tootevaliku tõttu on ettevõtte piimatööstuses väga konkurentsivõimeline. Nende osa Leedu juustuturust on 17%. 60% toodangust eksporditakse, peamised ekspordisihkohad on Balti riigid, Euroopa Liit ja Venemaa. [34]

Ettevõtte on algusest peale panustanud palju oma toodete valikusse ja kvaliteeti. Viimase kümne aasta jooksul on investeeritud kaasaegsetesse tootmistehnoloogiatesse enam kui 12 miljonit

eurot. See on suurendanud automaatse töö osa, mis on omakorda kasvatanud efektiivsust. Ettevõttel on ka kaks rahvusvahelist kvaliteedisertifikaati. [*ibid*]

Vilkyškių pieninė AB grupp koosneb kolmest ettevõttest: Vilkyškių pieninė AB, Modest AB ja Kelmės pieninė AB. Balti Põhinimekirjas on ettevõtte alates 2008. aastast. [*ibid*]

Pea kõiki valimisse sattunud ettevõtteid iseloomustab oluline roll Balti turul ning tarneahela kontrollimine (toorainest tehakse ise lõpptoodang). Kuigi erinevates sektorites, loovad ettevõtted ise kogu oma toodangu lisandväärtuse, tänu millele kontrollivad nad hinnadünaamikat ning kasum jääb ettevõttesse, mitte ei jaotu osadena laiali. Mõnevõrra erandiks on siinkohal Lietuvos energijos gamyba AB, mis tegutseb energiaturu spetsiifikast tulenevalt vaid Leedu turul.

Kasutatavad analüüsimeetodid

Kuna nii aktsia hinnad kui ka ettevõtte finantsnäitajad on arvulised väärtused, siis on võimalik nendevahelist seost leida korrelatsioonanalüüsi abil. Korrelatsioonikordaja vähim võimalik väärtus on -1, suurim on 1. Mida suurem on korrelatsioonikordaja absoluutväärtuse poolest, seda tugevam on tunnustevaheline korrelatsioonseos. Absoluutset korrelatsioonikordaja liigitust mingite lävede kaudu ei ole soovituslik kasutada. Pigem tuleks vaadelda kordajaid suhteliselt, ülesande ja andmestiku üldise korrelatsioonseose taustal. [34:237-238] Ka käesolevas töös antakse korrelatsioonikordajaile hinnang pigem võrdluses teiste korrelatsioonikordajatega ning ühest liigitust absoluutväärtuse alusel ei kasutata.

Antud töös kasutatakse aktsia hinna ja finantsnäitajate vahelise seose analüüsimisel kolme erinevat sulgemishinda. Esimeseks neist on majandusaasta lõpu kuupäeva aktsia sulgemishind, teine on ettevõtte konsolideeritud ja auditeeritud majandusaasta avalikustamise börsiteate ilmumise kuupäeva aktsia sulgemishind ja viimane aktsia sulgemishind on võetud nädalase viitajaga alates auditeeritud majandusaasta aruande avalikustamise päevast. Seega leitakse iga finantsnäitaja seos kolme erineva kuupäeva seisuga aktsia sulgemishinnaga.

Audiitori arvamuse ja aktsiahinna vaheliste seoste leidmisel pole andmete erinevast olemusest tulenevalt võimalik nendevaheliste seoste leidmisel kasutada statistilisi meetodeid. Seetõttu peab töö autor neid analüüsimisel käsitlema teisti. Esmalt tuleb mõista konkreetsete audiitori järeldusotsuste sisu ning seejärel tuleb püüda tuvastada nende mõju aktsia hinna muutusele.

2.2. Audiitori arvamused majandusaasta aruannete kohta ja nende seos aktsiahindadega

Kui võrrelda valimi koosseisu ja aktsiaturu börsiindeksite (joonis 1) olukorda, on raske välja tuua seoseid audiitori järeldusotsustega. Nimelt tegutseb 66% valimisse sattunud ettevõtetest Leedu börsil. See tähendab, et Leedu ettevõtete hulgas on enim neid, kus on audiitor väljastanud puhtast järeldusotsusest erineva otsuse. Sellest võiks eeldada, et Leedu börsi indeksid jäävad teiste Balti börside omadele alla. Samas on börsiindeksite joonisel näha, et vaatlusalustel aastatel on hoopis Riia börsi indeks olnud kõige madalam.

Börsiindeks iseloomustab kõigi noteeritud aktsiate hindade keskmist muutust. Seega võib järeldada, et märkustega aruanded ei põhjusta olulises ulatuses hinnalangusi või tehingute aktiivsuse vähenemist, mis mõjutaksid konkreetse börsi indeksit negatiivselt. Läti börsi hinnatase on jäänud Eesti ja Leedu omast mõnevõrra maha ning põhjus tundub olevat seotud valuutaga, kuna suurem mahajäämine tekkis sel perioodil, mil Eesti ja Leedu börsid võtsid kasutusele euro, samal ajal kui Läti jäi endisele valuutale.

AS Ekspress Grupp

Enne kui vaadelda audiitori järeldusotsuste mõju aktsiahindade muutumisele, tasub uurida ka märkuste sisu. Tallina börsil noteeritud Ekspress Grupil oli vaatlusalusel perioodil kaks märkusega audiitori järeldusotsust, aastatel 2009 ja 2010 [36]. Kahe aasta märkustele eelnes märkus ka 2008. aastal. Kõik märkused on sisult seotud AS Ekspress Hotline müügiga.

Müügileping sõlmiti 2009. aasta aprillis enne 2008. aasta aruande avaldamist, mistõttu tuli sellega seotud ootusi kajastada ka 2008. aasta aruandes. 2008. aastal polnud piiratud ulatuse tõttu audiitoril võimalik kinnitada, kas müüdava vara väärtust oli hinnatud õiglaselt. Seeläbi polnud võimalik kinnitada ka tehinguga seotud ootuse korrektsust. Müük jõudis lõpule 2010. aasta veebruaris. Probleem tekkis sellest, et müügitulemus erines oluliselt – 40 miljoni krooni/2,6 miljoni euro ulatuses – 2008. aasta aruandes esitatud ootustest. Kahjum põhivara müügist kajastati 2009. aasta aruandes.

Kuna 31.12.2008 seisuga polnud võimalik Hotline'i väärtust hinnata, polnud tagantjärei võimalik öelda, kas osa kahjumist oleks pidanud kajastuma 2008. aasta aruandes. Sel põhjusel lisas audiitor märkuse nii 2009. kui ka 2010. aasta järeldusotsusesse. Aktsia hinna muutustest

vaatlusalusel perioodil pole võimalik välja lugeda otsest seost audiitori järeldusotsusega ning pigem tundub, et hind ja otsuse tüüp ei ole omavahel põhjus-tagajärg seoses (vaata ka lisa 1).

Grigeo Grigiškės AB

Grigeo Grigiškės on noteeritud Leedu börsil. Vaatlusalusel perioodil olid ettevõtte märkustega audiitori järeldusotsused aastatel 2009, 2010 ja 2011 [36]. Kõik kolm aruannet sisaldasid märkust põhivara väärtuse arvestusmeetodi tõttu. Samal põhjusel on saanud ettevõtte märkuseid alates aastast 2004. Vastavalt Leedu Vabariigi valitsuse otsusele hinnati ettevõtte hooned ja ehitised 01.01.1996 seisuga ümber, kasutades selleks vastavaid indekseid. Selle tagajärjel ei olnud põhivara bilansis kajastatud IFRS-ile vastavalt soetusmaksumus miinus kulum ega õiglasest väärtusest ning audiitoril polnud võimalik veenduda selles, kas põhivara on kajastatud IFRS standardi kohaselt õigesti ja õiglaselt. See võimalik arvestusviga mõjutab lisaks põhivara kontole ka ettevõtte omakapitali ning kasumiaruannet.

Antud ettevõtte puhul tundub, et audiitori järeldusotsus on mõningal määral mõjutanud aktsia hinna dünaamikat. Puhta järeldusotsusega aastatel on hind olnud stabiilselt kasvav samas kui märkusega järeldusotsuse aastatel on hind olnud volatiilne. 2010. aastal on see dividendide jagamise otsusest tulenevalt teinud suure kasvu, kuid järgneval samuti märkusega aastal on see taas kukkunud (vaata ka lisa 2). Samas on leitud seos pigem hinnanguline ning hinnamuutuseid on mõjutanud ka mitmed muud tegurid.

Lietuvos energijos gamyba AB

Lietuvos energijos gamyba noteeriti Leedu börsi Põhinimekirjas 2011. aastal ning seal alates oli märkuseta audiitori järeldusotsus vaid 2014. aasta aruandel. 2011 [36]. aasta aruandes oli mitu põhjust, mis sundisid audiitorit märkust tegema. Kaks põhjust andsid alust audiitorile mitte nõustuda ettevõtte arvestuspõhimõtetega.

Esimeseks neist oli laenu kovenantide mittetäitmisest laenuandjale laenulepingu tingimuste kohaselt tekkinud õigus laen koheselt sisse nõuda. Audiitori hinnangul oleks ettevõtte sel põhjusel pidanud laenu summas 371 ja 409 miljonit Leedu litti kajastama pikaajaliste asemel lühiajalistena.

Teine põhjus oli sarnaselt paberiettevõttele seotud põhivara arvestusmeetodiga. Ettevõtte juhatus ei suutnud hinnata vastava regulatsiooni muutmise mõju põhivara väärtusele ega ka hinnata varade õiglast väärtust või viia läbi kaetud väärtuse testi. Seetõttu hindas ettevõtte vastavalt

Leedu Statistikaameti avaldatud indekstitele enamiku varade väärtused alla. Audiitoril polnud võimalik hinnata antud sündmuste mõju ettevõtte tegevusele.

Sama aasta aruandes oli ka auditi piiratud ulatusest tulenev märkus. Kuna ettevõtte tegutseb sektoris, kus toimub pidev tehnoloogia areng, tuleks põhivara kasulikku eluiga regulaarselt üle vaadata ja vajadusel ümber hinnata. Ettevõtte omandas vara ühiselt kontrollitud ettevõttelt ning polnud kasulikku eluiga 2004. aastast alates üle vaadanud. Lisaks ei kontrollinud ettevõtte, ega põhivara õiglane väärtus polnud madalam kui raamatupidamises kajastatud väärtus.

Nendel põhjustel ei saanud audiitor piisavalt tõendusmaterjali põhivara õige ja õiglase kajastamise kohta. Ka 2012. ja 2013. aasta märkused tulenesid põhivara väärtusega seotud veast. Reservtuumajaama kulumit oli seoses vale kasuliku elueaga alates 2004. aastast alahinnatud, samas kui vara ise on bilansis ülehinnatud.

Vaatlusalusel perioodil oli kolmel aastal audiitori järeldusotsus märkusega ning aktsia hind püsis ühtlaselt vahemikus 0,36-0,39. Viimasel vaatlusalusel aastal sai ettevõtte puhta järeldusotsuse ning siis oli aktsia hind 0,8 ja kõrgem (vaata ka lisa 3). Ilmselt on mõjutavaid tegureid veelgi kuid hinna ja järeldusotsuse vahelise seose olemasolu on võrdlemisi selge.

Olainfarm

Läti ettevõttel Olainfarm oli valimi ettevõtetest enim märkusega audiitori järeldusotsuseid. Neid oli kokku tervelt viis ehk vaid 2014. aasta aruanne vaatlusaluse perioodi aruannetest sai puhta järeldusotsuse [36]. Kõigi aastate märkused olid seotud immateriaalse põhivaraga ning neile eelnes märkus ka 2008. aastal. Märkuse objektideks on 2008. aastal immateriaalse põhivarana arvele võetud ettevõtte poolt välja töötatud ravimi patent ja kahe brändi nime patendid. Brändi nimede patendi kohta viidi aastatel 2009-2010 läbi vara väärtuse langemise testid, mis ei näidanud viga nende kajastatud väärtuse osas. Siiski polnud audiitoril võimalik saada piisavat kindlust testis kasutatud müügiprognooside kohta, mistõttu ei saanud audiitor kinnitada, et brändi patent on bilansis kajastatud õigesti ja õiglaselt. Alates 2011. aastast ettevõtte enam seoses brändinimede patendiga aruandele audiitori märkust ei saanud.

Patenditud ravimi näol oli tegu eksperimentaalse tootega, mille stabiilsus ja teistele nõuetele vastamine vajab veel täiendavat testimist. Grupp plaanis tootmisega alustada 2009. ja 2010. aasta aruannete kohaselt vastavalt 2012. või 2013. aastal. Juhatuse poolt 2009. ja 2010. aastal läbi viidud vara väärtuse languse testid ei andnud indikatsiooni, et vara tuleks ümber hinnata. 2011.

aasta aruandes avaldas ettevõtte, et plaanib eelmainitud ravimite tootmisega alustada hoopis 2016. aastal. Samal ja ka järgneval aastal tuvastas ettevõtte juhatus, et vastav immateriaalne vara on bilansis üle hinnatud, mistõttu põhivara väärtust vähendati.

2012. aastal põhjustas see olukorra, kus põhivara oli amortiseeritud kauem, kui selle kasulik eluiga oli ning 31.12.2012 seisuga oli põhivara väärtus 0. Kuna audiitor ei saanud ühelgi aastal piisavat tõendusmaterjali selle kohta, et tootmine algab planeeritud ajal, lisaks polnud piisavat auditi tõendusmaterjali ka müügiprognooside kohta, ei olnud audiitoril võimalik väita, et immateriaalne vara oli bilansis kajastatud korrektselt ja ettevõtte sai igal mainitud aastal vastavasisulise märkuse. Põhivara väärtuse languse täpse aja ja ulatuse kohta polnud audiitoril piisavat tõendusmaterjali, mistõttu polnud tagantjärgi võimalik öelda, kas kulum ja väärtuse langus olid eelnevate aastate vahel õigesti jaotatud.

Mainitud immateriaalse varaga seotud viimane märkus tehti 2013. aasta aruandele sel põhjusel, et eelmiste aastate võimalikud vead ei võimaldanud 2013. aasta tulemusi varasemate perioodidega usaldusväärselt võrrelda.

Antud ettevõtte puhul tundub, et aktsia hinna ja järeldusotsuse tüübi vahel seost pole (vaata ka lisa 4). Ilmselt on mitme aasta otsust läbiv samasisuline märkus finantsinfo tarbijale mõnevõrra vähem oluline, kuna märkuse sisu on ette teada.

Utenos Trikotazas

Utenos Trikotazas ematõevõtte hindas 2009. aasta lõpus alla investeeringuid grupi ettevõtetesse, samuti nende vastu olevaid nõudeid. Samale hinnangule viidates korrigeeris juhatus ka vastavate kontode 31.12.2008 seis, millest tekkis 2008. aasta kasumiaruandesse samamoodi nagu 2009. aasta omasse investeeringute väärtuse muutusest ja nõuete allahindlusest kahjum. [36]

2008. aasta allahindluse tegemisel ei suutnud ettevõtte juhtkond seada muudatuseks usaldusväärsed ja nõuetekohaseid hinnanguid. Selle asemel rakendati 2009. aasta hinnanguid ja reaalseid tulemusi. Selliselt sisse viidud hinnangute mõju ettevõtte tulemustele polnud audiitoril võimalik hinnata. Samuti ei saanud audiitor tagantjärgi hinnata 31.12.2008 seis investeringute ja nõuete väärtust. Täpselt samal põhjusel olid märkused nii 2009. kui ka 2010. aasta audiitori järeldusotsustes.

Ka selle ettevõtte puhul on raske näha seost aktsia hindade ja järeldusotsuse tüübi vahel ning tundub, et valdavalt mõju hinnale avaldavad muud tegurid (vaata ka lisa 5).

Vilkyškių pieninė AB

Piimatööstuse ettevõtte Vilkyškių pieninė oli vaatlusalusel perioodil vaid üks märkusega audiitori järeldusotsus [36]. Selle põhjuseks oli asjaolu, et ettevõtte ei rahuldanud laenulepingus sätestatud nõudeid teatud finantssuhtarvude osas kuid ei klassifitseerinud laenu ümber ka lühiajaliseks. Muutus oleks suurendanud lühiajalisi ja vähendanud pikaajalisi kohustusi. [34] Esimesel puhta järeldusotsusega aastal on aktsia hind tõusnud väga suurel määral (ligi 1 euro ehk lausa 2,43 korda) võrreldes eelmise perioodiga (vaata ka lisa 6). Edaspidi nii märkimisväärseid kasve pole, mistõttu saab järeldada, et aktsia hinna ja audiitori järeldusotsuse vahel on seos.

Valimi ettevõtete põhjal võib öelda, et üldiselt läbib märkus audiitori hinnangut mitmel aastal. Teisisõnu võib üks sündmus, hinnang või asjaolu mõjutada mitme aasta finantstulemusi ja nende usaldusväarsust.

Valimi ettevõtete finantsaruannete hulgas oli erinevaid märkust põhjustanud probleemseid kohti. Esines laenu ja ka põhivara ebakorrektselt kajastamist. Ühe ettevõtte märkus oli seotud tütarettevõtte müügiga seotud ootusega ning nende erinevusest tegelikust kahjumist, mis mõjutas vastu võetud kahjumi periodiseerimist. Oli probleeme ka juhtkonna hinnangute eelduste kontrollimisel, mistõttu polnud võimalik audiitoreil hinnangust tulenevaid muutusi korrektseks ja õigeks tunnistada. Kahtlemata mõjutavad sellised tähelepanekud aktsiaturgu. Samas pole mõju alati üheselt tuvastatav. Audiitori otsusest tuleneva hinnamuutuse suurus on seotud ka sellega, missugused investorid konkreetse ettevõtte aktsiatega tehinguid teevad ning mil määral nende otsuseid mõjutab märkusega järeldusotsus. Sellest tulenevalt on ka otsuse mõju eri ettevõtete aktsiahinnale erinev.

2.3. Aktsiahindade seos olulisemate finantsnäitajatega

Valimi ettevõtete aktsiahindade ja olulisemate finantsnäitajate vahelisi seoseid on käesolevas peatükis vaadeldud ettevõtete kaupa. See on sobivaim viis, kuna valim on küllaltki väike ja valimi erinevates sektorites tegutsevate ettevõtete kohta üldistuste tegemisega piirdumine võiks olla eksitav.

Aktsiahindade ja olulisemate finantsnäitajate vahelise seose tugevuse hindamiseks kasutatud finantsnäitajad, finantsnäitajate sisendid ja aktsiahinnad on välja toodud töö lisades 1-6. Kõik aktsiahinnad on võetud Nasdaq'i kodulehelt ning need on esitatud eurodes. Leedu ettevõtetel tuli

konverteerida eurodesse 2009. aasta aktsiahinnad, Läti Olainfarmi puhul aga hinnad perioodil 2009-2013. Eesti ja Läti ettevõtete 2009-2014 finantsaruanded olid esitatud ka eurodes, mida antud töös on kasutatud. Leedu ettevõtete finantsaruanded on esitatud LTL-ides, mida autor suhtarvude leidmiseks eurodesse ümber ei kalkuleerinud, kuna kui näitajad on läbi aastate ühes valuutas on suhtarvud vaatamata valuuta erinevusele võrreldavad. Suhtarvu ja aktsiahinna vahelise seose tugevust sellest ei muutu.

AS Ekspress Grupp

Ekspress Grupi korrelatsioonanalüüsi tabelist (tabel 2) paistab, et tugevaim seos aktsia hinnaga on P/B suhtarvul (keskmine 0,809). See pole kuigi üllatav, kuna P/B suhte arvutamisel on kasutatud 31.detsembri aktsia hinda. See on näha ka sellest, et korrelatsioonikordaja on tugevaim võrdluses 31.12 hinnaga (0,940) ning järjest nõrgem on seos avalikustamisega seotud kuupäevadega (0,794 ja 0,694). Kõigi P/B ja aktsia hindade vaheliste seoste korrelatsioonikordaja on positiivne, ehk ühe väärtuse kasvades kasvab ka teine.

Tugevamat seost (-0,884) aktsia hinnaga on näha ka P/E suhtel ja aktsia hinnal mis on võetud seisuga nädal peale majandusaasta auditeeritud aruande avalikustamist. Kuna ka P/E arvutamisel on kasutatud ühe sisendina 31.12 aktsia sulgemishinda, on üllatav, et P/E ja aktsia hindade vaheline seos olnud nõrgim, kui võrreldud on 31.12 seisuga hinnaga ning seos on olnud tugevam võrdluses just teiste hindadega. Huvitav on ka see, et kui 31.12 aktsia sulgemishinna ja P/E suhte vaheline seos on positiivne, siis aruande avalikustamisega seotud kuupäevade aktsia hinnaga võrdlusel on seos küll tugevam, kuid negatiivne. See tähendab, et näitajad sõltuvad üksteisest enam, aga ühe kasvades teine kahaneb.

Vaatlusalusel perioodil oli Ekspress Grupil kahel aastal kahjum. Korrelatsioonanalüüsist on näha, et kahjumi/kasumi suurus ei avalda aktsiahinnale mõju (keskmine seos EPS-iga on 0,077 ehk korrelatsioonisõltuvus puudub). Nõrk on seos ka aktsia hinna ja dividendimäära vahel. Ühel kahjumiaastal dividende ei jagatud, peale seda püsis dividendide tase mitu aastat samal tasemel, samas kui aktsia hind muutus.

Pea olematu seos Ekspress Grupi aktsiahindadega on ka aktsia bilansilisel väärtusel, mille seos on keskmiselt -0,039. Asjaolu, et aktsia hinna ja aktsia bilansilise väärtuse vaheline seos on nullilähedane kinnitab seda, miks investorid seda näitajat investeerimisotsuste tegemisel ei kasuta.

Tabel 2. AS Ekspress Grupp aktsiahindade ja finantsuhtarvude vahelist seost iseloomustavad korrelatsioonikordajad

KORRELATSIOONANALÜÜS	31.12 hind	Hind MA avalikustamisel	Hind nädal avalikustamisest	Keskmine
Aksia bilansiline väärtus	-0,126	-0,030	0,039	-0,039
P/B	0,940	0,794	0,694	0,809
P/E	0,522	-0,752	-0,884	-0,371
EPS	0,345	-0,003	-0,111	0,077
Aksia dividendimäär	-0,107	-0,250	-0,274	-0,210

Allikas: Lisa 1, autori arvutused

Grigeo Grigiškės AB

Selline nagu Ekspress Grupil on ka Grigeo Grigiškės AB aktsia hinna ja P/B vaheline seos (tabel 3). Tugev (0,844) on seos majandusaasta lõpu seisuga aktsiahinnaga, sest seda on P/B arvutamisel kasutatud, teiste hindadega seos nõrgeneb (0,783 ja 0,769).

Grigeo Grigiškės analüüsis on kolmest erineva kuupäeva aktsia sulgemishinnast kahe puhul tugevaim seos EPS-iga. Tugevam seos esines majandusaasta aruande esitamisega seotud kuupäevade aktsiahindade vahel, kusjuures paistab, et võimalus nädal aega ettevõtte finantsinformatsiooniga tutvuda, mõjutab aktsia hindu ja selle seos EPS-iga muutub, küll vähesel määral, tugevamaks (vastavalt 0,826 ja 0,832). EPS-i ja aktsiahindade vaheline seos on ootuspäraselt samasuunaline. Keskmiselt on aktsiahindade ja EPS-i vahelise seose tugevus 0,806. See on antud ettevõtte puhul suurim keskmine näitaja.

Nullilähedast seost ei ole ettevõtte aktsia hindadel ühegi valitud finantsnäitajaga. Nõrgim on see P/E suhtega (keskmiselt -0,263), mis näitab, et kehtib nõrk pöördvõrdeline seos. Lisaks inditseerib see, et isegi kui finantsnäitaja arvutamisel on kasutatud 31.12 seisuga aktsiahinda, ei tähenda see et finantsnäitaja ja aktsiahinna vaheline seos on ilmtingimata tugev.

Arvestatava tugevusega positiivne seos (keskmiselt 0,759) on veel ka aktsia hindade ja aktsia bilansilise väärtuse vahel. See tähendab, et kui bilansiline väärtus kasvab, siis kasvab ka aktsia hind. Sellele jääb alla aktsia dividendimäär ja aktsiahindade vaheline seos, mille tugevus on keskmiselt 0,666.

Üldiselt on antud ettevõtte puhul aktsia hindadel pigem üle keskmise tugevusega seosed finantssuhtarvudega. Kui P/E välja arvata on seosed ülejäänud näitajatega absoluutväärtusega 0,649 ja kõrgemad.

Tabel 3. Grigeo Grigiškės AB aktsiahindade ja finantssuhtarvude vahelist seost iseloomustavad korrelatsioonikordajad

KORRELATSIOONANALÜÜS	31.12 hind	Hind MA avalikustamisel	Hind nädal avalikustamisest	Keskmine
Aktsia bilansiline väärtus	0,759	0,761	0,757	0,759
P/B	0,844	0,783	0,769	0,799
P/E	-0,225	-0,280	-0,284	-0,263
EPS	0,760	0,826	0,832	0,806
Aktsia dividendimäär	0,649	0,676	0,673	0,666

Allikas: Lisa 2, autori arvutused

Lietuvos energijos gamyba AB

Ka Lietuvos energijos gamyba AB puhul on P/B suhte ja aktsiahindade vaheline seos etteaimatav. Seos on P/B leidmise arvutuskäigust tulenevalt väga tugev (tabel 4) (keskmiselt 0,974), kusjuures ootuspäraselt tugevaim (0,994) 31.12 seisuga aktsia hinna puhul.

Seevastu mitte nii ootuspärane on küllaltki tugev negatiivne korrelatsioon (keskmiselt -0,867) aktsia bilansilise väärtuse ja aktsiahindade vahel. Teisisõnu on aktsia bilansilise väärtuse vähenemisel aktsia hind tõusnud. Seos on aktsiahindade võrdluses nõrgim (-0,759) majandusaasta lõpu seisuga aktsiahinnaga. Aruande avalikustamise päeva aktsiahinnaga on seos -0,876 ja üllatav on ülitugev korrelatsioonikordaja (-0,966) nädal peale aruande avaldamist olnud aktsia sulgemishinnaga.

Välja võib tuua veel aktsiahinna tugeva seose ka EPS-iga. Aruande avalikustamisest nädalase viitajaga aktsiahinna ja EPS-i vaheline korrelatsioonikordaja on lausa 0,948. See on väga kõrge näitaja, millest võib järeldada, et Lietuvos energijos gamyba hinda mõjutab enim ettevõtte kasum.

Antud ettevõtte puhul joonistub üsna selgelt välja, et tugevaim või tugevam kui teiste kuupäevade hindadega on seos finantsnäitajate (välja arvatud aktsia dividendimäär) ja nädalase viitajaga aktsiahinna vahel. Sellest võib välja lugeda, et investeerimisotsuste tegemisel arvestatakse finantsinformatsiooniga rohkem, kui mõne teise ettevõtte aktsionärid seda teevad.

Sellest tulenevalt mõjutab majandusaasta aruande avaldamine aktsiahindu märkimisväärselt, kusjuures muutused on korrelatsioonis aruandes avaldatud näitajatega.

Kõigist finantsnäitajatest on energiaettevõtte aktsiahindadel kõige nõrgem seos (keskmiselt -0,431) P/E suhtega.

Tabel 4. Lietuvos energijos gamyba aktsiahindade ja finantssuhtarvude vahelist seost iseloomustavad korrelatsioonikordajad

KORRELATSIOONANALÜÜS	31.12 hind	Hind MA avalikustamisel	Hind nädal avalikustamisest	Keskmine
Aksia bilansiline väärtus	-0,759	-0,876	-0,966	-0,867
P/B	0,994	0,989	0,939	0,974
P/E	-0,392	-0,359	-0,544	-0,431
EPS	0,750	0,823	0,948	0,841
Aksia dividendimäär	0,584	0,643	0,457	0,562

Allikas: Lisa 3, autori arvutused

Olainfarm

Olainfarmi puhul on kaks finantsnäitajat, millel on väga tugev seos aktsia hindadega (tabel 5). Need on aktsia bilansiline väärtus ja EPS. EPS-i ja aktsiahindade vahelise seose keskmist tugevust iseloomustav korrelatsioonikordaja on 0,933, millest võib järeldada, et aktsia hind on tugevalt seotud ettevõtte kasumiga. Kolme erineva aktsiahinna võrdluses on näha, et majandusaasta lõpuks on aktsiahinna ja EPS-i suhe veidi nõrgenenud (0,898). Samas korrigeerib aktsia hinda uue majandusaasta aruande avaldamine ja aeg nende andmetega tutvuda. Aruande avaldamise kuupäeva hinnaga on EPS-i seose tugevus 0,949 ja nädalane viitaeg kasvatab juba niigi tugevat seost veel lisaks (0,953).

Aksia bilansilise väärtuse seos aktsiahindadega ei jää EPS-i omale alla. Keskmiselt on see näitaja 0,936 ehk vahe on peaaegu olematu. Ka trend on sarnane. Aasta lõpus on seos mõnevõrra nõrgem samas kui aruande avaldamise mõju aktsiahindadele suurendab kahe näitaja omavahelise seose tugevust.

Üsna ebaoluline on aktsiahindade seos P/E suhtega. Seost iseloomustav keskmine korrelatsioonikordaja 0,205 näitab nõrka seost.

Kuigi P/B ja aktsiahindade vahelise seose trend on sarnane nagu teiste ettevõtete puhul, siis seose tugevus on teiste ettevõtetega võrreldes mõnevõrra madalam (keskmiselt 0,619). Sellest pole oluliselt kõrgem ka aktsia dividendimäär ja aktsiahindade vaheline seos. Tugevaim on seos aasta lõpu seisu aktsiahinnaga (0,657), aruande avaldamisega seotud kuupäevade hindadega pole seos kuigi oluline (0,522).

Tabel 5. Olainfarmi aktsiahindade ja finantssuhtarvude vahelist seost iseloomustavad korrelatsioonikordajad

KORRELATSIOONANALÜÜS	31.12 hind	Hind MA avalikustamisel	Hind nädal avalikustamisest	Keskmine
Aktsia bilansiline väärtus	0,911	0,948	0,950	0,936
P/B	0,691	0,587	0,580	0,619
P/E	0,324	0,154	0,138	0,205
EPS	0,898	0,949	0,953	0,933
Aktsia dividendimäär	0,657	0,522	0,522	0,567

Allikas: Lisa 4, autori arvutused

Utenos Trikotazas

Kuna vaatlusalusel perioodil Utenos Trikotazas dividende ei jaganud, oli dividendimäär igal aastal 0, mistõttu seost dividendimäär ja aktsiahindade vahel selle ettevõtte puhul ei arvatud.

Üllataval kombel on antud ettevõttel erinevalt teistest valimi ettevõtetest äärmiselt nõrk seos aktsiahindade ja P/B vahel (tabel 6). Keskmiselt on see 0,021 ehk võib öelda, et need näitajad on omavahel pea sõltumatud. Erinevate kuupäevade lõikes on seos veidi tugevam kui keskmiselt, kuid siiski on tegu väga nõrga seosega. Üllatav on ka see, et kui kõigi teiste ettevõtete puhul on erinevate hindade seose trend ühesugune – aasta lõpu hinnaga on seos tugevaim ja sealt edasi nõrgeneb, siis trikotaažiettevõtte P/B seose tugevus muutub küll sama loogika alusel ent muutub ka seose suund. Teisisõnu muutub seose iseloom ja samas muutub see ka ebaoluliselt nõrgaks.

Kõige tugevam seos aktsiahindadega on antud juhul P/E suhtel (keskmiselt 0,920). Majandusaasta lõpu kuupäevaga on suhe veidi nõrgem, 0,794. Äärmiselt tugev seos, 0,994 on ettevõtte aktsiahinnal aruande avaldamise kuupäeva aktsia sulgemishinnaga.

Välja tuleb tuua ka võrdlemisi tugev positiivne seos aktsia bilansilise väärtusega, mis küündib aruande avalikustamise kuupäeval 0,883-ni ning arvestatava tugevusega (0,768) on ka keskmine näitaja. Väheoluline on aktsiahindade seos EPS-iga (keskmiselt 0,350).

Tabel 6. Utenos Trikotazas aktsiahindade ja finantssuhtarvude vahelist seost iseloomustavad korrelatsioonikordajad

KORRELATSIOONANALÜÜS	31.12 hind	Hind MA avalikustamisel	Hind nädal avalikustamisest	Keskmine
Aksia bilansiline väärtus	0,577	0,883	0,843	0,768
P/B	0,298	-0,158	-0,076	0,021
P/E	0,794	0,994	0,973	0,920
EPS	0,481	0,316	0,253	0,350
Aksia dividendimäär	-	-	-	-

Allikas: Lisa 5, autori arvutused

Vilkyškių pieninė AB

Kui vaadata Vilkyškių pieninė aktsiahindade ja finantssuhtarvude vahelise korrelatsiooni tugevust võib öelda, et üldpildis on finantssuhtarvude ja hindade vahelised seosed mõnevõrra nõrgemad kui teistel ettevõtetel (tabel 7). Ühegi seose absoluutväärtus ei küündi 0,9-ni, suurim korrelatsioonikordaja absoluutväärtus on 0,856. Samuti jääb kolme näitaja keskmine seos aktsiahindadega viiest alla 0,5.

Siiski saab välja tuua küllaltki tugeva seose aktsia hinna ja EPS-i vahel. Keskmiselt on see 0,820. Välja paistab ka majandusaasta aruannete mõju aktsiahinnale – aruande infost mõjutatud hind on EPS-iga tugevamas korrelatsioonis kui aruandeperioodi lõpu seisu hind, mil värsket auditeeritud finantsinformatsiooni veel polnud.

Lisaks EPS-ile paistab tugevama seosega välja ka aktsia bilansilise väärtuse ja aktsiahindade vaheline seos. Keskmiselt on see 0,765 ning erinevate hindade puhul erineb seose tugevus väga väikesel määral.

Aksia dividendimäär näitab olenemata aktsia hinna kuupäevast aktsiahindadega ühtlaselt nõrka seost (keskmiselt 0,236). Samas on nii P/B kui ka P/E puhul näha, et seose tugevus on märkimisväärselt suurem majandusaasta lõpu hinnaga, samas kui avalikustamisega seotud kuupäevade hindadega on seos ligi poole nõrgem. Seda on põhjustanud ilmselt taaskord asjaolu, et suhtarvu leidmisel on kasutatud 31.12 aktsia sulgemishinda. Keskmiselt jäävad mõlema näitaja seosed alla 0,5 ehk tegu on pigem nõrkade seostega.

Tabel 7. Vilkyškių pieninė aktsiahindade ja finantssuhtarvude vahelist seost iseloomustavad korrelatsioonikordajad

KORRELATSIOONANALÜÜS	31.12 hind	Hind MA avalikustamisel	Hind nädal avalikustamisest	Keskmine
Aksia bilansiline väärtus	0,749	0,775	0,772	0,765
P/B	0,649	0,348	0,366	0,454
P/E	0,717	0,378	0,377	0,491
EPS	0,760	0,844	0,856	0,820
Aksia dividendimäär	0,248	0,236	0,223	0,236

Allikas: Lisa 6, autori arvutused

2.4. Leitud seoste analüüs ja järeldused

Aksia hinna ja finantssuhtarvude vahelised seosed

Kuna finantssuhtarvud ja aktsia hinnad on mõlemad arvulised väärtused, on nendevaheliste seoste nägemine võrdlemisi üheselt mõistetav. Kuigi kuue ettevõtte vastavasisulise korrelatsioonanalüüsi tulemused erinesid kohati suurel määral, võib siiski välja tuua üldisemad trendid ja nendest kõrvalekaldumised. Teistest eristuvad kolm finantsnäitajat, millel on aktsiahindadega tugevam seos.

Üheks nendest on mõnevõrra üllatavalt aktsia bilansiline väärtus. See viitab sellele, et aktsia hind on seotud ettevõtte finantstulemustega terviklikult. Investorid ei vaata investeerimisotsuste tegemisel seda peamiselt kahel põhjusel: näitaja põhineb mineviku andmetel seega ei vaata tulevikku ning see näitab ettevõtte lõpetamisväärtust. Samas joonistus analüüsi käigus selgelt välja, et antud suhtarvul on oluline seos aktsiahinnaga. Kui mitte arvestada tugevat erandit Eesti Ekspress Grupi näol, kus seos oli pea olematu, on ülejäänud ettevõtete erinevate aktsiahindade ja aktsia bilansilise väärtuse keskmine korrelatsioonikordaja lausa 0,819. Keskmise näitaja kohta on see väga kõrge. Üldiselt oli seos veidi tugevam aruande avaldamisega seotud kuupäevadega, kuigi vahe aasta lõpu aktsiahinnaga võrdluses polnud oluline. Huvitav on see, et tugev seos ei olnud igal juhul positiivne.

Energiafirma puhul oli seos väga tugev kuid erinevalt teistest miinusmärgiga. See tähendab et erinevalt ootuspärasest bilansilise väärtuse vähenemisel aktsia hind hoopis suurenes. Kuigi

kindla väärtusega seost aktsiahinna ja aktsia bilansilise väärtuse vahel pole, oleks siiski loomulik kui näitajad oleksid omavahel võrdelises seoses.

Vaadates lisa number kolme on näha, et aastatel 2011-2013 olid Lietuvos energijos gambya aktsiahindade ja bilansilise väärtuse muutused minimaalsed ja võrdelised, suurem muutus leidis aset 2014. aastal, mil aktsia hind kasvas oluliselt (31.12 seisuga ligi poole võrra) samas kui bilansiline väärtus hoopis vähenes. See suurem muutus mõjutab ka kahe näitaja vahelist seost tugevalt ja määrab sellele miinusmärgi. Hinna muutuse põhjus on ilmselt seotud rohkem audiitori järeldusotsuse tüübiga, mistõttu käsitleme seda ka täpsemalt vastava analüüsi kokkuvõttes.

Teise olulisema tuvastatud seosena toob autor välja EPS-i ja aktsiahindade vahelise seose. Kuigi Tallinna börsi ettevõtte on ka EPS-i ja aktsiahindade vahelise seose puhul erand, on teiste ettevõtete puhul EPS-i seos väga selge, keskmise korrelatsioonikordajaga 0,750. Ekspressi puhul poleks seosest rääkimine asjakohane. Tugeva seose põhjuseks on aktsionäride suur huvi ettevõtte kasumi suhtes. Kui ettevõtte toodab kasumit, on ideaalis kaks varianti, mida sellega teha. See jõuab kas omanike ehk aktsionärideni otse või, läbi reinvesteeringu ja sealt saadava suurema kasumina, ringiga. Seega on pea iga investori silmis kasum väga positiivne nähtus ning mida rohkem on kasumit, seda suurem on ka lootus saada dividende. Seetõttu on hinna ja EPS-i vaheline seos arusaadav ja loogiline.

Ootuspäraselt on keskmisest tugevam seos aktsiahindadega ka P/B suhtel. Samas on seos eelmainitustest mõnevõrra ebaühtlasem. Kui arvestamata jätta Leedu tekstiiliettevõtte Utenos Trikotazas P/B ja hindade vaheline nõrk seos, siis on keskmine P/B seose tugevus aktsiahindadega 0,731. Seose tugevust selgitavad kaks asja. Esiteks on suhtarvu üheks sisendiks (P) aktsia hind, mis tähendab et suhtarv sõltub ilmselgelt aktsia hinnast. Teiseks on aktsia bilansilise väärtuse (B) seos aktsiahindadega juba eelnevalt välja toodud, mistõttu oleks väga üllatav, kui korrelatsioon oleks oluliselt nõrgem. Kahtlemata on P/B suhe hea erinevate aktsiate kõrvutamiseks kuigi selle seos aktsia hinnaga võib varieeruda.

Finantssuhtarvud, millega aktsiahindadel vaatlusalusel perioodil läbivaid olulisi seoseid ei esinenud, olid aktsia dividendimäär ja P/E suhe (aktsia hind/tulu aktsia kohta). Mõlema näitaja korrelatsioonikordaja, mis iseloomustab näitaja seose tugevust aktsiahinnaga, jäi enamikel juhtudel keskmiselt alla 0,5. See on pigem nõrk näitaja. Esines ka nullilähedast seost, mis tähendab, et korrelatsiooni ei esinenud. See näitab, et kuigi aktsionärid hindavad kõrgelt ettevõtte kasumit aktsia kohta, siis dividendid pole investeerimisotsuste tegemisel kuigi määravad. See

tähendab, et investeeringud on tehtud pika perspektiiviga ja dividendide jagamise või mittejagamise otsus ei mõjuta pikaajaliste investorite investeerimiskäitumist.

Mõnevõrra üllatav on see, et kuigi EPS on aktsionäride jaoks oluline, siis P/E suhtel puudus oluline korrelatsioon aktsia hinnaga.

Kokkuvõtteks võib öelda, et igal ettevõttel esines märkimisväärseid seoseid aktsiahindade ja finantsnäitajate vahel. Olulisemateks võib lugeda neist aktsia bilansilise väärtuse ja EPSi. See näitab seda, kui oluline on aktsionäridele ettevõtte majandustulemus ning kui väga mõjutab kasum aktsia hinda. Aktsia bilansiline väärtus annab olulise indikatsiooni aktsiahinnale, kuigi fikseeritud suurusega seost hinnaga ei ole. Seoste olemasolust ja tugevusest võib järeldada, et aktsionärid lähtuvad otsuste tegemisel finantsinformatsioonist. Seega on näha, et investeerimisotsused on kaalutletud ning sisukad ja see näitab Balti börsi investoreid heas valguses.

Aktsia hinna ja audiitori järeldusotsuse tüübi vahelised seosed

Erinevalt eespool välja toodud seostest on audiitori järeldusotsuse ja aktsiahindade vahelisi seoseid keerulisem tuvastada. Esiteks pole neid võimalik leida matemaatiliselt. Teiseks on oht seoseks lugeda ka mõne muu mõjutaja põhjustatud muutusest tulenevat kokkulangemist. Sellegipoolest toob autor siin välja analüüsi peamised tulemused.

Poolte valimi ettevõtete puhul ei paista audiitori järeldusotsuse tüübi ja aktsiahinna vahel olevat põhjus-tagajärg seost ning pigem on aktsia hinda mõjutanud mitmesugused muud tegurid. Ülejäänud kolme valimi ettevõtte puhul võib aga näha teatavaid seoseid.

Kolmest seosest on kõige ebaselgem Leedu börsi Grigeo kontserni oma. Nimelt on aastatel 2009-2011 ettevõttel olnud märkustega järeldusotsused ja aktsia hind on sel perioodil olnud äärmiselt hüplik (lisa 2). Samas, alates 2012. aastast, mil ettevõtte hakkas saama "puhtaid" järeldusotsuseid, on aktsia hind hakanud ühtlaselt kasvama. Seega tundub, et hinna ja järeldusotsuse vaheline seos on olemas. Küll aga ei tasu seda asjaolu üle hinnata, kuna hinda on mõjutanud ka muud tegurid.

Ühtemoodi seosed tulid välja nii Vilkyškių pieninė kui ka Lietuvos energijos gamyba puhul. Seos väljendus selles, et esimesel aastal, mil ettevõtte ei saanud audiitorilt märkust oli aktsia hind oluliselt kõrgem võrreldes eelmise perioodiga (lisad 3 ja 6).

Energiafirma puhul paistab üsna selgelt, et aastatel 2011-2013 kui ettevõtte finantsaruandlus oli küllaltki probleemne ja ettevõtte sai igal nimetatud aastal audiitorilt märkuse oli aktsia hind võrdlemisi ühtlaselt madal. Audiitori märkusele võis kaalu lisada ka asjaolu, et ettevõtte oli aktsiaturuga värskest liitunud, mistõttu polnud investoritel ettevõttega isiklikku kogemust ning usaldada tuli audiitori sõltumatut hinnangut finantsaruandlusele. Kui ettevõtte sai 2014. aastal esmakordselt audiitorilt puhta ehk märkusteta järeldusotsuse kasvas oluliselt ka aktsia hind.

Piimatööstuse ettevõttel oli sarnaselt eelmainitule võrdlemisi suur vahe märkusega otsuse aasta aktsiahindadel ja esimesel puhta järeldusotsusega aasta aktsiahinnal. Samas muutus ettevõtte aktsiahind ka edaspidi üsna suurte hüpetega, mistõttu peab seda seost lugema pigem nõrgaks.

Kuigi tundub, et mingil määral esineb seos ka hinna ja otsuse tüübi vahel, tuleb tõdeda, et seos on pigem hinnanguline ja nõrk. Aktsiahind mõjutavaid tegureid on palju ja audiitori järeldusotsus on nendest pelgalt üks. Analüüsi tulemusena tuleb öelda, et aktsiahinna ja audiitori järeldusotsuse tüübi vahel selget ja ühtset seost pole.

Üheks põhjuseks, miks audiitori järeldusotsusel pole olulist mõju aktsiahindadele võib olla asjaolu, et audiitori märkused pole alati piisavalt põhjalikud. Näiteks võib olla märkuses küll öeldud, et ettevõtte juhtkonna hinnangu sisendit polnud võimalik kontrollida, aga täpsustav informatsioon puudub. See teadmine üksi ei anna aga aruande tarbijale võimalust antud hinnangu kohta enda seisukohta võtta, kuna täpsemaid asjaolusid pole välja toodud. Samas kui toodaks välja konkreetne hinnang ja selle sisend, oleks investoril võimalik vea kohta enda arvamus kujundada. Ka muus osas on audiitori aruanne pigem üldsõnaline, seega on raske sellest kasulikku infot eristada.

Selle puudujäägi peaks korvama 2016. aasta novembris vastu võetud vandeaudiitori kutsetegevuse standardid ISA (EE) 700 ja ISA (EE) 701, mis kehtivad 15.12.2016 või pärast seda lõppevate perioodide finantsaruannete audititele [37]. Mõlemad on seotud audiitori töö väljundi ehk finantsaruannete kohta käiva aruandluse uute tingimustega, mis erineb seni kehtinud audiitori järeldusotsuse vormist, mida on käesolevas töös kirjeldatud ja kasutatud.

ISA 700 "Arvamuse kujundamine ja aruandlus finantsaruannete kohta" [38] punkt 30 toob välja, et börsinimekirja kantud majandusüksuste üldotstarbeliste finantsaruannete tervikkomplektide auditeerimisel peab audiitor esitama peamiste auditi asjaolude kohta info audiitori aruandes vastavalt ISA-le 701. Peamiste auditi asjaolude kohta info esitamise eesmärk on suurendada audiitori aruande informatiivset väärtust, tagades läbiviidud auditi suurema läbipaistvuse.

Peamisi auditi asjaolusid käsitleva informatsiooni esitamisel antakse finantsaruannete ettenähtud kasutajatele täiendavat informatsiooni, mis aitab neil aru saada asjaoludest, mis audiitori kutsealase otsustuse kohaselt olid käesoleva perioodi finantsaruannete auditis kõige märkimisväärsemad. Informatsiooni esitamine peamiste auditi asjaolude kohta võib ka aidata ettenähtud kasutajatel aru saada majandusüksusest ja neist valdkondadest, mille puhul on auditeeritud finantsaruannetes tehtud märkimisväärsed juhtkonnapoolsed otsustused. [39]

Seega kannab uus aruandlusvorm täpselt seda eesmärki, et audiitori aruanne oleks kasutaja jaoks informatiivsem. Selle muudatuse tegelik mõju finantsaruandlusele selgub mõne aasta jooksul, kuid juba praegu võib oletada, et audiitori aruanne muutub investori jaoks kasulikumaks ning et seda hakatakse investeerimisotsuste tegemisel ka rohkem arvesse võtma.

Teine põhjus, miks audiitori järeldusotsuse tüüp ei avalda märkimisväärset mõju auditeeritava ettevõtte aktsia hinnale, võib tulla sellest, et paljudel finantsinformatsiooni tarbijatel on vähene arusaam audiitori tööst ja selle töö resultaatidest – audiitori aruandest. Neile võib tunduda piisav see, et aruande nimi ütleb “auditeeritud” ning et audiitor on otsusele alla kirjutanud. Sealjuures ei pruugi nad teada, et audiitori aruanne annab lisaks allkirjale finantsaruande kohta ka hinnangu ning seetõttu ei pruugita seda isegi lugeda. Mainitud võimaliku põhjuse puhul pole detailsemast audiitori järeldusotsusest kasu. Pigem aitab investorite suurem teadlikkus. Seda annaks aga vastavasisuliste koolitustega kasvatada. Investeerimine pakub huvi küllaltki suurele hulgale inimestele, mistõttu oleks ilmselt ka koolitusest huvitujaid. Seda näitab ka LHV panga seminaride suur populaarsus. Suure huvi tõttu ei jätku kõigil alati isegi istekohti.

Kuna audiitori töö on suunatud ettevõtte omanikele ning ka investorid on omanikud võib öelda, et vähene otsusega arvestamine annab teatava indikatsiooni sellele, et audiitori töö on väheväärtustatud. Kindlasti on selles osas veel arenguruumi, kuid see eeldab ka audiitori töö sisu mõistmist. Kokkuvõtteks võib öelda, et aktsiahindade ja audiitori järeldusotsuse vahel puudus oluline seos, kuid on lahendusi, mis võiksid tulevikus audiitori aruandest tuleva informatsiooni kaalu finantsotsuste tegemisel suurendada.

KOKKUVÕTE

Lõputöö eesmärk oli anda hinnang seostele, mis on börsiettevõtete aktsiahinna, olulisemate finantsnäitajate ja audiitori arvamuse vahel ettevõtte majandusaasta aruande kohta. Töö eesmärgi saavutamiseks teostati korrelatsioonanalüüsi ning analüüsiti vaatlusaluse perioodi audiitori järeldusotsuseid, mille tulemusena leiti erinevaid seoseid. Autor toob alljärgnevalt välja olulisemad.

Aktsiahindade ja töö kontekstis olulisemate finantsnäitajate vahel läbi viidud korrelatsioonanalüüsi käigus ilmnenud tugevamad seosed esinesid finantsnäitajatega aktsia bilansiline väärtus ja EPS. Sellest võib välja lugeda, et investorite jaoks on ettevõtte kasum väga oluline näitaja. Bilansilise väärtuse tugev seos aktsiahindadega viitab aga sellele, et aktsia hinda mõjutavad lisaks kasumile ka ettevõtte finantstulemused tervikuna.

Nendest veidi ebatähtsam oli P/B suhe ning oluline seos puudus aktsiahinna ja P/E ning dividendimäära vahel. See näitab, et suurem osa investoritest ei ole huvitatud lühiajalisest kasu teenimisest dividendide näol, vaid on teinud investeeringud pikaajalise perspektiiviga.

Korrelatsioonanalüüsi tulemused viitavad üldiselt sellele, et aktsia hind on tugevalt seotud ettevõtte finantsnäitajatega, mis omakorda tähendab seda, et investorid lähtuvad investeerimisotsuste tegemisel olulisel määral majandusaasta aruandes avaldatavast finantsinformatsioonist. Seega võib öelda, et Balti börsi investorite investeerimisotsused põhinevad suure osas faktidel ja numbritel ning on seeläbi hästi põhjendatud.

Aktsiahindade ja audiitori järeldusotsuse tüübi vahelised seosed olid raskemini tuvastatavad ning nõrgemad kui eelnevalt välja toodud seosed hindade ja suhtarvude vahel. Kuuest ettevõttest kolme puhul ei õnnestunud autoril aktsiahinna ja audiitori järeldusotsuse tüübi vahel seoseid tuvastada. Kolme ettevõtte puhul oli teatav indikatsioon sellele, et järeldusotsuse tüüp on mõjutanud aktsia hinda.

Leedu paberitööstuse ettevõtte Grigeo puhul paistis, et märkusega aastatel liikus aktsia hind väga hüppeliselt, kusjuures dividendide väljamaksmine tõstis aktsia hinda, samas kui sellele järgneval aastal tegi hind suure kukkumise. Seevastu puhta järeldusotsusega aastatel kasvas aktsia hind

stabiilselt. Välja toodud seose puhul peab arvestama, et aktsia hinda on samal perioodil mõjutanud ka hulk muid tegureid, mistõttu ei tohi järelalusotsuse mõju üle hinnata.

Kahe viimase ettevõtte Vilkyškių pieninė ja Lietuvos energijos gamyba aktsiahinna ja audiitori arvamuse vahel oli ühesugune seos. Nimelt kasvas ettevõtte aktsiahind esimesel puhta järelalusotsusega aastal eelneva märkusega perioodiga võrreldes olulisel määral – ligi poole võrra. Seega on olemas seos aktsiahinna ja audiitori arvamuse vahel ettevõtte majandusaasta aruande kohta. Arvestades seda, et teiste ettevõtete puhul seoseid ei tuvastatud, võiks seose lugeda üsna oluliseks. Samas peab arvestama sellega, et aktsiahinna muutus on üldjuhul seotud rohkem kui ühe teguriga, mistõttu ei saa audiitori järelalusotsust eraldiseisvana pidada muutuse eest vastutavaks.

Kokkuvõtteks võib järelaluda, et audiitori järelalusotsuse mõju aktsia hinnale erineb ettevõtetelt suurel määral. Mõnel juhul on teatav seos tuvastatav, mis tähendab, et aktsionäre on audiitori aruande sisu huvitanud. Teisel juhul pole märkuse olemasolu või puudumine ettevõtte hinnadünaamikat märkimisväärselt mõjutanud. Audiitori arvamuse mitte arvesse võtmine annab audiitori tööle investorite poolt justkui madala väärtuse.

Praegust olukorda, kus mitmetel juhtudel pole audiitori kaalutletud ja põhjaliku töö tulemusena formuleeritud otsust investeerimisotsuste tegemisel arvesse võetud, saab muuta mitmel moel. Üheks neid on käesoleva aasta detsembrist rakenduvad uued ISA standardid, mis käsitlevad audiitori aruande vormi.

Kui seni on audiitori aruandest olnud võimalik saada üsna vähe informatsiooni konkreetse ettevõtte kohta, siis uute standardite kohaselt muutub audiitori aruanne põhjalikumaks. Välja tuleb tuua olulisemad valdkonnad konkreetse ettevõtte auditeerimisel, lisaks ka nende raames tehtud protseduurid. Selline aruanne annab investorile selgema pildi ettevõtte finantsseisundist ja riskantsematest valdkondadest ning täpsem informatsioon annab kaalukama sisendi investeerimisotsuste tegemisse. Muutuse tegelikku mõju on täpsemalt võimalik hinnata paari aasta pärast.

Põhjuseks, miks hinna ja audiitori otsuse vahel ei esinenud tugevat seost, võib olla ka investorite ebapiisavad teadmised audiitortegevuse kohta. Audiitori aruande sisu hindamist ja kasutamist võiks mõjutada finantsinformatsiooni tarbijate teadlikkuse kasvatamine seminaride või koolituste vormis. Investeerimine pakub huvi paljudele inimestele, kellel on väga erinevad teadmised finantsvaldkonnast. Audiitori töö sisu tutvustamine võiks aidata neil töö resultaati mõista ja seda

enda heaks kasutada.

Kuigi audiitori aruande informatsiooni kasutamine polnud aastatel 2009-2014 sel tasemel, kus see ideaalis olla võiks, võib öelda, et Balti börside investorite investeerimisotsused põhinevad suurel määral majandusaasta aruandes avaldatud finantsaruannete informatsioonil.

Teemat on võimalik tulevikus edasi arendada ning hinnata uute standardite kasutuselevõtu mõju finantsinformatsiooni tarbimisele ja audiitori aruande ja aktsiahindade vahelistele seostele. Laiendada saab ka võrdluses olevate finantsnäitajate hulka ja konkreetseid näitajaid.

VIIDATUD KIRJANDUS

1. Audiitortegevuse seadus. Vastu võetud 27.01.2010. — RT I 2010, 9, 41. [WWW] <https://www.riigiteataja.ee/akt/130122015008?leiaKehtiv>
2. Väärtpaberituru seadus. Vastu võetud 17.10.2001. — RT I 2001, 89, 532. [WWW] <https://www.riigiteataja.ee/akt/114112015002?leiaKehtiv>
3. Majandusaruanded — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=reports&lang=et> (08.05.2016)
4. Hea Ühingujuhtimise Tava — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/et/meie-teenused/noteerimine/borsiettevotte-kohustused/hea-uhingujuhtimise-tava/> (15.10.2016)
5. Hea Ühingujuhtimise Tava 2005. Finantsinspeksioon, Tallinna Börs. [WWW] <http://www.fi.ee/failid/20050922HYT.pdf> (15.10.2016)
6. Avaldatav teave — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/et/meie-teenused/noteerimine/borsiettevotte-kohustused/borsiettevotte-meelespea/> (08.05.2016)
7. Auditeerimiseeskiri. Vastu võetud rahandusministri poolt 03.03.2010. — RT I 2010, 10, 21. [WWW] <https://www.riigiteataja.ee/akt/13283814?leiaKehtiv>
8. **Saario, S.** (1997). *100 igihaljast börsivihjet: Investeerimishäpunäiteid, millest on kasu igas olukorras*. Tallinn: AS EKE ARIKO. 195 lk.
9. **Zirnask, V.** (1997). *Kuidas börsil raha teha?* Tallinn: Baltic News Service. 63 lk.
10. Väärtpaberite teejuht. (2008) Tallinn: AS Tallinna Börs, NASDAQ OMX, Eesti Päevalehe AS/Toim. Zirnask, V. 207 lk.
11. **Blowers, S. C., Griffith, P. H., Milan, T. L.** (1999) *The Ernst & Young LLP Guide to the IPO Value Journey*. New York: John Wiley & Sons Inc. 304 lk.
12. **van Knapp, D.P.** (2008) *Sensible Stock Investing: How to Pick, Value and Manage Stocks* New York: iUniverse Star. 318 lk.
13. Väärtpaberiturg — *Finantsinspeksioon*. [WWW] <http://www.fi.ee/index.php?id=11671> (15.10.2016)
14. Balti Väärtpaberiturg — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/et/bors/ettevottest/> (20.09.2016)
15. Balti Reguleeritud turg — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=mainlist&lang=et> (17.03.2016)

16. Balti turu struktuur — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/et/meie-teenused/kauplemismudel/balti-turu-struktuur-4/> (20.09.2016)
17. Nasdaq Tallinn ja Eesti Väärtpaberikeskus — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/et/bors/ettevottest/nasdaq-omx-tallinn/> (29.10.2016)
18. Ajalugu — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/et/bors/ettevottest/nasdaq-omx-tallinn/ajalugu/> (29.10.2016)
19. Indeksitest — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/et/indexes/about-indexes/> (19.10.2016)
20. **Kert, E.** LHV Balti turgude ülevaade märts 2011. [WWW, video] <https://www.youtube.com/watch?v=SdDKcONXpsg&index=57&list=PL743FF7CE30A4F8F0> (19.10.2016)
21. **Kert, E.** LHV Balti turgude ülevaade detsember 2011. [WWW, video] <https://www.youtube.com/watch?v=yQD7kLA9fNk&index=20&list=PL743FF7CE30A4F8F0> (19.10.2016)
22. **Noormägi, R.** (2012). Maailma parimate seas. – *Rahakompass 2012*. [e-ajakiri] <http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/haridus/leht/rahakompass2012.pdf> (18.10.2016)
23. History — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/en/exchange-information/about-us/nasdaq-omx-riga-3/history-3/> (29.10.2016)
24. Balti indeksid — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=charts&lang=et> (19.10.2016)
25. Balti aktsiad — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=mainlist&lang=et> (12.04.2016)
26. Grupist — *AS Ekspress Grupp*. [WWW] <http://www.egrupp.ee/ettevottest/struktuur> (19.09.2016)
27. Ekspress Grupp — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=EE3100016965&list=2¤cy=EUR&pg=details&tab=company&lang=et> (19.09.2016)
28. About us — *Grigeo*. [WWW] <http://www.grigeo.lt/en/about-us/company-profile> (19.09.2016)
29. Grigeo Grigiškės — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=LT0000102030&list=2¤cy=EUR&pg=details&tab=company> (19.09.2016)
30. Lietuvos energijos gamyba — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=LT0000128571&list=2¤cy=EUR&pg=details&tab=company> (19.09.2016)
31. About Olainfarm — *Olainfarm*. [WWW] <http://www.olainfarm.lv/company/about-olainfarm/> (19.09.2016)

32. Olainfarm — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=LV0000100501&list=2¤cy=EUR&pg=details&tab=company> (19.09.2016)
33. Utenos trikotažas — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=LT0000109324&list=2¤cy=EUR&pg=details&tab=company> (19.09.2016)
34. Vilkyškių pieninė — *Nasdaq Baltic*. [WWW] <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?instrument=LT0000127508&list=2¤cy=EUR&pg=details&tab=company> (19.09.2016)
35. **Tooding, L-M.** (2015). *Andmete analüüs ja tõlgendamine sotsiaalteadustes*. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastuse trükikoda. 406 lk.
36. Balti Börsi Põhinimekirja ettevõtete majandusaasta aruanded aastatel 2009-2014.
37. Standardid alates 15.12.2016 — *Audiitorkogu*. [WWW] <https://www.auditorkogu.ee/est/standardid-alates-15-12-2016y> (24.11.2016)
38. Rahvusvahelise auditeerimise standard (Eesti) 700 (muudetud)*. [WWW] <https://www.auditorkogu.ee/uploads/ISA%20700%20%28EE%29%20muudetud.pdf> (24.11.2016)
39. Rahvusvahelise auditeerimise standard (Eesti) 701*. [WWW] <https://www.auditorkogu.ee/uploads/ISA%20701%20%28EE%29.pdf> (24.11.2016)

LISAD

Lisa 1. AS Ekspress Grupi 2009-2014 töötabel

Märkusega järeldotsuste aastad on eristatud kollase värviga.

Aktsiahinnad EUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014
MA sulgemishind 31.12	0,97	1,53	1,10	1,08	1,14	1,12
Aruande avalikustamise kuupäev	05.03.2010	04.03.2011	16.03.2012	14.03.2013	20.03.2014	23.03.2015
Aruande avalikustamise päeva sulgemishind	1,16	1,61	1,10	1,05	1,03	1,22
Aktsia sulgemishind nädal peale majandusaasta aruande avalikustamist	1,22	1,60	1,05	1,08	1,00	1,24
Arvutatud valemiga						
Aktsia bilansiline väärtus	1,38	1,36	1,29	1,38	1,42	1,58
P/B	0,70	1,13	0,85	0,78	0,80	0,71
P/E	-	-	19,48	12,74	31,42	6,53
EPS	-0,58	0,00	0,06	0,08	0,04	0,17
Aktsia dividendimäär	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01
Majandusaasta aruandest EUR						
Omakapital	28 681 000	36 299 000	38 388 000	41 099 000	42 325 000	47 175 000
Aktsiate arv	20 787 106	26 781 488	29 796 841	29 796 841	29 796 841	29 770 883
Puhaskasum	-12 079 000	-128 000	1 683 000	2 525 000	1 081 000	5 110 000
Jagatud dividendid	0	0	0	0	298 000	298 000
Audiitor	PwC	PwC	PwC	PwC	PwC	Deloitte

Allikas: Nasdaq Baltic kodulehekül [27], AS Ekspress Grupi 2009-2014 majandusaasta aruanded [36], autori arvutused

Lisa 2. Grigeo Grigiškės AB 2009-2014 töötabel

Märkusega järeldotsuste aastad on eristatud kollase värviga.

Aktsiahinnad EUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014
MA sulgemishind 31.12	0,27	0,78	0,46	0,55	0,69	0,98
Aruande avalikustamise kuupäev	27.04.2010	26.04.2011	25.04.2012	04.04.2013	01.04.2014	01.04.2015
Aruande avalikustamise päeva sulgemishind	0,38	0,82	0,56	0,61	0,73	1,16
Aktsia sulgemishind nädal peale majandusaasta aruande avalikustamist	0,38	0,80	0,554	0,60	0,72	1,16
Arvutatud valemiga						
Aktsia bilansiline väärtus	1,13	1,45	1,64	1,77	2,01	2,18
P/B	0,24	0,53	0,28	0,31	0,34	0,45
P/E	6,08	6,47	2,16	3,53	3,35	2,75
EPS	0,04	0,12	0,21	0,16	0,21	0,36
Aktsia dividendimäär	0,00	0,03	0,04	0,04	0,03	0,05
Majandusaasta aruandest LTL						
Omakapital	67 643 190	87 188 679	98 496 702	106 106 001	126 985 570	142 964 700
Aktsiate arv	60 000 000	60 000 000	60 000 000	60 000 000	63 325 000	65 700 000
Puhaskasum	2 629 559	7 200 526	12 654 614	9 358 500	13 052 891	23 436 984
Jagatud dividendid	0	1 200 000	1 200 000	1 200 000	1 200 000	3 285 000
Audiitor	UAB „Tezaurus auditas“	E&Y	E&Y	KPMG	KPMG	KPMG

Allikas: Nasdaq Baltic kodulehekül [29], Grigeo Grigiškės AB 2009-2014 majandusaasta aruanded [36], autori arvutused

Lisa 3. Lietuvos energijos gamyba AB 2009-2014 t otabel

Aktsiatega kauplemine alates 1. september 2011. Märkusega järeldusotsuste aastad on eristatud kollase värviga.

Aktsiahinnad EUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014
MA sulgemishind 31.12	-	-	0,36	0,39	0,38	0,80
Aruande avalikustamise kuupäev	-	-	30.04.2012	04.04.2013	12.03.2014	30.04.2015
Aruande avalikustamise päeva sulgemishind	-	-	0,43	0,38	0,5	0,87
Aktsia sulgemishind nädal peale majandusaasta aruande avalikustamist	-	-	0,38	0,40	0,61	0,88
Arvutatud valemiga						
Aktsia bilansiline v�artus	-	-	2,63	2,69	2,23	2,04
P/B	-	-	0,14	0,15	0,17	0,39
P/E	-	-	149,82	6,88	2,27	3,59
EPS	-	-	0,00	0,06	0,17	0,22
Aktsia dividendim�aar	-	-	0,39	0,00	0,11	0,43
Majandusaasta aruandest LTL						
Omakapital	-	-	1 671 101 000	1 708 287 000	1 413 497 000	1 293 004 000
Aktsiate arv	-	-	635 083 615	635 083 615	635 083 615	635 083 615
Puhaskasum	-	-	1 526 000	36 100 000	106 210 000	141 430 000
Jagatud dividendid	-	-	89 050 000	0	25 402 000	219 859 000
Audiitor	-	-	PwC	PwC	PwC	PwC

Allikas: Nasdaq Baltic kodulehekül [30], Lietuvos energijos gamyba AB 2009-2014 majandusaasta aruanded [36], autori arvutused

Lisa 4. Olainfarm 2009-2014 töötabel

Märkusega järeldotsuste aastad on eristatud kollase värviga.

Aktsiahinnad EUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014
MA sulgemishind 31.12	1,30	2,99	3,47	5,23	7,06	5,80
Aruande avalikustamise kuupäev	29.04.2010	29.04.2011	28.04.2012	29.04.2013	28.04.2014	30.04.2015
Aruande avalikustamise päeva sulgemishind	1,40	3,37	4,36	6,64	6,74	7,45
Aktsia sulgemishind nädal peale majandusaasta aruande avalikustamist	1,39	3,32	4,55	6,64	6,80	7,55
Arvutatud valemiga						
Aktsia bilansiline väärtus	1,73	2,09	2,75	3,64	4,40	5,19
P/B	0,75	1,43	1,26	1,44	1,60	1,12
P/E	5,43	8,36	4,96	5,33	7,81	6,68
EPS	0,24	0,36	0,70	0,98	0,90	0,87
Aktsia dividendimäär	0,00	0,00	0,01	0,02	0,02	0,00
Majandusaasta aruandest EUR						
Omakapital	24 347 607	29 383 791	38 722 533	51 322 278	61 987 000	73 045 000
Aktsiate arv	14 085 078	14 085 078	14 085 078	14 085 078	14 085 078	14 085 078
Puhaskasum	3 362 336	5 036 184	9 837 808	13 834 709	12 732 000	12 237 000
Jagatud dividendid	0	0	501 032	1 234 542	2 145 000	0
Audiitor	E&Y	E&Y	E&Y	E&Y	E&Y	E&Y

Allikas: Nasdaq Baltic kodulehekülg [32], Olainfarmi 2009-2014 majandusaasta aruanded [36], autori arvutused

Lisa 5. Utenos Trikotazas 2009-2014 töötabel

Märkusega järeldotsuste aastad on eristatud kollase värviga.

Aktsiahinnad EUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014
MA sulgemishind 31.12	0,34	0,38	0,23	0,20	0,26	0,43
Aruande avalikustamise kuupäev	28.04.2010	28.04.2011	27.04.2012	30.04.2013	30.04.2014	30.04.2015
Aruande avalikustamise päeva sulgemishind	0,30	0,29	0,21	0,19	0,26	0,50
Aktsia sulgemishind nädal peale majandusaasta aruande avalikustamist	0,31	0,31	0,20	0,21	0,26	0,50
Arvutatud valemiga						
Aktsia bilansiline väärtus	0,20	0,21	0,55	0,38	1,00	3,65
P/B	1,72	1,83	0,41	0,52	0,26	0,12
P/E	-	7,23	2,76	-	-	32,88
EPS	0,00	0,05	0,08	-0,18	-0,06	0,01
Aktsia dividendimäär	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Majandusaasta aruandest LTL						
Omakapital	3 931 000	4 101 000	10 820 000	7 567 000	19 864 000	18 250 000
Aktsiate arv	19 834 442	19 834 442	19 834 442	19 834 442	19 834 442	5 000 000
Puhaskasum	-46 000	1 040 000	1 618 000	-3 614 000	-1 272 000	66 000
Jagatud dividendid	0	0	0	0	0	0
Audiitor	PwC	PwC	E&Y	E&Y	E&Y	E&Y

Allikas: Nasdaq Baltic kodulehekülj [33], Utenos Trikotazas 2009-2014 majandusaasta aruanded [36], autori arvutused

Lisa 6. Vilkyškių pieninė AB 2009-2014 töötabel

Märkusega järeldotsuste aastad on eristatud kollase värviga.

Aktsiahinnad EUR	2009	2010	2011	2012	2013	2014
MA sulgemishind 31.12	2,41	5,87	4,14	4,25	5,35	6,91
Aruande avalikustamise kuupäev	09.04.2010	07.04.2011	06.04.2012	05.04.2013	04.04.2014	03.04.2015
Aruande avalikustamise päeva sulgemishind	3,46	5,628064	4,66	4,87	7,73	6,77
Aktsia sulgemishind nädal peale majandusaasta aruande avalikustamist	3,50	5,63	4,66	4,76	7,56	6,70
Arvutatud valemiga						
Aktsia bilansiline väärtus	5,84	4,17	5,31	5,02	5,95	6,90
P/B	0,41	1,41	0,78	0,85	0,90	1,00
P/E	4,30	5,95	4,68	6,71	4,94	7,45
EPS	0,56	0,99	0,88	0,63	1,08	0,93
Aktsia dividendimäär	0,00	0,02	0,07	0,06	0,04	0,04
Majandusaasta aruandest LTL						
Omakapital	39 099 000	49 813 000	56 132 000	60 001 000	71 080 000	82 442 000
Aktsiate arv	11 943 000	11 943 000	11 943 000	11 943 000	11 943 000	11 943 000
Puhaskasum	6 690 000	11 775 000	10 565 000	7 564 000	12 949 000	11 074 000
Jagatud dividendid	0	1 194 000	2 964 000	2 986 000	2 508 000	3 583 000
Audiitor	KPMG	KPMG	KPMG	KPMG	KPMG	KPMG

Allikas: Nasdaq Baltic kodulehekülj [34], Vilkyškių pieninė 2009-2014 majandusaasta aruanded [36], autori arvutused

SUMMARY

THE CONNECTIONS BETWEEN BALTIC LISTED COMPANIES' STOCK PRICES AND KEY FINANCIAL RATIOS, AND AUDITOR'S OPINION ON THE FINANCIAL STATEMENTS

Haldi Küla

Language: Estonian

Figures: 1

Pages: 57

Tables: 7

References: 39

Appendixes: 6

Keywords: Stock price, financial ratios, auditor's opinion, Nasdaq Baltic, audited annual report

The easiest way to invest in companies is through the stock market. In the period from 2009 to 2014 over one million deals were made in the Baltic stock market. That displays the actuality of the stock market on every day basis.

One of the objectives of auditing is to offer investors assurance about the published financial information. This paper investigated if the only value of audited reports is that an auditor signs them or does the content of an auditor's opinion have an effect on the investor's decisions and the stock prices.

Although stock market and financial ratios have been the subjects for many researches, the approach in this work is somewhat different as it analyses also the auditor's opinion's effect on the stock prices.

The aim of this work is to evaluate the connections that are between stock prices and key financial ratios, and between stock prices and auditor's opinion on the annual report. In order to achieve the current goal the author used correlation analysis as well analysed the auditor's

opinions on the financial statements. The steps for completing the paper were as follows: choose the companies for analysis, find and present the theoretical background, choose which financial ratios are considered to be the key financial ratios in this paper's context, analyse the modified auditors' reports, choose the exact methods for analysing, find the connections, analyse the results and make conclusions.

The work discusses a period from 2009 to 2014. The selection of the companies is made from Nasdaq Baltic Main List companies that have at least two different kinds of auditor's opinion on their annual reports.

The paper contains a variety of different sources such as laws, regulations, specific published materials, information from the Nasdaq Baltic homepage, and the audited annual reports.

The strongest connections between stock prices and key financial ratios were with such financial ratios are EPS and stock value by the book. This indicates how important the profit is for investors. It also shows how the stock prices are effected by the financial reports as a whole. There were not any mentionable connections between stock prices and P/E or dividend yield. That means that most of the investors are not chasing a fast return and have made investments with a longer perspective.

The results of the correlation analysis show that the stock prices in general are in correlation with financial information, which means that investors take the financial reports into account when making investing decisions.

When analysing the connection between auditors' opinion and stock prices the connections were less clear. It was revealed that stock prices of only half of the selected companies were affected by the auditor's opinion. Nevertheless, the rest had a connection. Therefore it shows that some of the investors take these opinions into account.

The author thinks that the new ISA standards that will take effect in December 2016 will change the strength and amount of the connections in the future. It is because new auditors reports on stock prices will include more detailed information about the company and audit therefore giving the investors more to rely on. Educating investors would also help to raise their awareness so they could use the information given to them by the auditor to their own advantage.

Even tough the information from auditors report did not make much difference in the stock prices the investing decisions are based on the financial information and that is a good indicator

about the Baltic market.

It would be possible to investigate this subject further in another research to see how the new ISA standards effect the connections between stock prices and auditor's opinion. Also it would be possible to vary the key financial ratios a bit more.

Deklareerin, et käesolev lõputöö, mis on minu iseseisva töö tulemus, on esitatud Tallinna Tehnikaülikooli diplomi taotlemiseks ning selle alusel ei ole varem taotletud akadeemilist kraadi ega diplomit.

Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjanduslikest allikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

Autor:
(Haldi Küla, 5. detsember 2016)

Üliõpilaskood: 131598BDMR

Töö vastab kehtivatele nõuetele.

Juhendaja:
(Ester Vahtre, 5. detsember 2016)

Kaitmisele lubatud: ”.....” 2016
TTÜ TK kaitsmiskomisjoni esimees:

.....
(nimi, allkiri)