

## **KAPITĀLA TIRGUS UN UZŅĒMUMI REĢIONOS: VĒSTURISKĀ PIEREDZE UN AKTUĀLĀS TENDENCES**

### **CAPITAL MARKETS AND COMPANIES IN THE REGIONS: HISTORICAL EXPERIENCE AND CURRENT TRENDS**

**Māris Fogelis**

Latvijas Universitāte

Epasts: maris.fogelis@mfaconsulting.lv

#### **Kopsavilkums**

Raksta mērķis ir novērtēt, kāda reģionālā kontekstā ir kapitāla tirgus attīstība Latvijā kopš neatkarības atjaunošanas. Rakstā aplūkots gan akciju, gan obligāciju tirgus, akcentējot visu akciju emitentu ģeogrāfisko novietojumu, to sadalījumu statistiskajos reģionos un emitentu ģeogrāfiskā īpatsvara korelāciju ar atbilstošo reģionu īpatsvaru kopējā tautsaimniecībā. Ar nelieliem izņēmumiem biržā kotēto uzņēmumu īpatsvars labi korelē ar atbilstošā reģiona īpatsvaru no kopējā Latvijas iekšzemes kopprodukta (IKP).

Atsevišķi apskatīta korporatīvo obligāciju tirgus attīstība, īpaši pēdējos gados, īpašu uzmanību pievēršot reģionālo spēlētāju klātesamībai.

Ieskicēta arī akciju un obligāciju tirgus jaunāko emisiju investoru ģeogrāfiskā bāze, kas parāda, ka vairumā gadījumu vēlme ieguldīt Latvijas tirgū ir tikai Baltijas valstu investoriem.

Aplūkojot pēdējās Latvijas kapitāla tirgus attīstības tendences, var secināt, ka vairāk ir aktivizējies korporatīvo obligāciju tirgus, savukārt uzņēmumu novietojums neietekmē vai maz ietekmē kapitāla tirgus pieejamību.

**Atslēgas vārdi:** *kapitāla tirgus, reģioni, investoru ģeogrāfija, kapitāla pieejamība*

#### **Summary**

This paper aims to assess the regional context of capital market development in Latvia since the restoration of independence. The article examines both equity and bond markets, highlighting the geographical location of all equity issuers, their distribution across statistical regions, and the correlation of the geographical share of issuers with the share of their respective

regions in the overall economy. With few exceptions, listed companies' share correlates well with the share of the corresponding region in Latvia's total gross domestic product (GDP).

The development of the corporate bond market, especially in recent years, is discussed separately, with a particular focus on the presence of regional players.

It also outlines the geographic base of investors in recent issues of the stock and bond markets, showing that, in most cases, only Baltic investors are willing to invest in the Latvian market.

Recent developments in the Latvian capital market reveal a vibrant corporate bond market that has become more active. Interestingly, the location of a company seems to have little or no impact on its access to the capital market, indicating a dynamic and accessible market.

### **Ievads**

Kapitāla tirgus pieejamības novērtējums atsevišķas valsts reģionos ir izpētes vērts temats, jo var sniegt indikācijas par reģionālās attīstības tendencēm, analītisku informāciju investoriem un reģionālās attīstības plānotājiem.

21. gadsimtā, īpaši pēc globālās finanšu krīzes 2008.–2009. gadā, pētījumi finanšu ģeogrāfijā kļuvuši par atsevišķu intereses objektu. Viens no primārajiem jautājumiem – vai un kā ģeogrāfiskais stāvoklis jeb novietojums ietekmē finanšu tirgu, investīciju pieejamību un rezultātus. D. Voiciks izvirza tēzi, ka ģeogrāfijai ir nozīme akciju tirgos (Woicik, 2009), pamatojot to ar apgalvojumu, ka akciju tirgus dalībnieki nav abstrakti subjekti, bet atrodas savstarpējā mijiedarbībā, dažādā attālumā no finanšu centriem, kas, savukārt ietekmē citu dalībnieku uzvedību un darbības rezultātus. Kā atsevišķs aspekts ir pētīta iespējama informācijas asimetrija attāluma dēļ. Lai gan komunikācijas tehnoloģijas strauji attīstās, tas var ietekmēt tirgus dalībnieku spēju un izmaksas novērtēt kompānijas, īpaši, ja tās atrodas citā reģionā vai valstī (Dixon, 2011). Rezultātā veidojas “mājas tirgus pievilcīguma” efekts, kur investori priekšroku dod zināmiem un kulturāli tuvākiem tirgiem (Woicik, 2009).

Atsevišķs pētījumu aspekts ir ģeogrāfijas ietekme uz akciju sākotnējo izvietošanu (IPO) globālo piegāžu/vērtību ķēdēm (Klimek, 2024) un tiešajām ārvalstu investīcijām (Klimek, 2024, Kurtovic et al., 2024, Stiblarova, 2021). Izmantojot empīriskus datus, Berns et al., izmantojot Ķīnas kompāniju piemēru, pētījuši iespējamo informācijas asimetriju un kompāniju attāluma no finanšu centriem ietekmi uz sākotnējās izvietošanas cenu, nonākot pie slēdziena, ka kompānijas attālums no finanšu centriem var ietekmēt informācijas asimetrijas efektus un akciju sākotnējās izvietošanas

rezultātus. Tomēr atkarību no kompānijas ģeogrāfiskā novietojuma var mazināt ar atzītu starpnieku un valdības iesaisti (Berns J.P. et al., 2020).

Austrumeiropas akciju tirgus kontekstā vairāk ir pētīts reģions kopumā (Beck un Stanek, 2019; Schroder, 2001) vai Centrāleiropas valstu akciju tirgi: gan atsevišķu valstu (Broniszewski, 2019, Glavina, 2015), gan Centrāleiropas valstu akciju tirgu indeksu korelācija ar Eiropas lielāko valstu tirgiem (pēc Svēte, 2024).

Baltijas un atsevišķi Latvijas vērtspapīru tirgus ir aplūkots vispārējās funkcionēšanas aspektā gan grāmatās (Apsītis, 2003, Praude, 2009), gan akadēmiskos darbos, iekļaujot jaunākus datus un pētījuma periodus (Augulis, 2020, Sveile, 2023). Vairāki autori atsevišķi ir pievērsušies parāda vērtspapīru tirgus analīzei (Brūģis, 2024, Točelovska, 2018). No investoru skatu punkta (Jadevicius, 2017, Kotāne, 2019) analizēta Latvijas un Baltijas akciju tirgus pievilcība, kā arī Baltijas akciju tirgus reakcija uz globāliem notikumiem – pandēmiju, Krievijas sāktu karu (Svēte, 2024). Savukārt Baltijas un Latvijas emitentu ģeogrāfiskā novietojuma aspekts nav īpaši akcentēts un pētīts.

Sākotnējā kapitāla tirgus attīstība Latvijā, izņemot atsevišķus tirgus izveides mēģinājumus (piem., Baltijas Vērtspapīru nams, Latvijas Universālā birža), kopš 20. gadsimta 90. gadu vidus ir saistāma ar bijušo valsts uzņēmumu privatizāciju un to akciju kotēšanu Rīgas fondu biržā (RFB). 20. gs. 90. gados pirmie uzņēmumi biržā nonāca privatizācijas gaitā, un daudziem uzņēmumiem privatizācijas noteikumi paredzēja kotēšanu jeb iekļaušanu biržā.

1995. g. RFB sāka kotēt 17 uzņēmumu akcijas otrajā sarakstā ar kapitalizāciju 5,23 milj. Ls jeb 7,44 milj. EUR (Vērtspapīru tirgus zinības, 111. lpp. 4.1. tabula). Tirgus kapitalizāciju aprēķina vienas akcijas cenu konkrētā laikā reizinot ar akciju skaitu.

5 gadus pēc RFB darbības sākuma, kotēja 65 uzņēmumus, no tiem 8 oficiālajā sarakstā (bez Igaunijā reģistrētās Hansapank), 16 otrajā sarakstā un 41 brīvajā sarakstā (sk. 1. tabulu, dati : RFB ceturkšņa pārskats). Biržā tika izveidoti dažādi saraksti, lai uzņēmumi varētu izvēlēties sarakstu atkarībā no regulācijas prasībām un uzņēmumu finanšu rādītājiem, izmaksām u.tml. (Nasdaq Riga noteikumi “Par finanšu instrumentu iekļaušanu un tirdzniecību biržas regulētajos tirgos”).

Lai gan uzņēmumu skaits ir visai liels, tikai oficiālajā sarakstā kotētiem uzņēmumiem bija vērā ņemama kapitalizācija: 272 milj. EUR (pārrēķināts pēc oficiālā

LB Ls/EUR kursa). Turklāt no šiem uzņēmumiem tikai 3 uzņēmumu (Latvijas Gāze, Ventspils Nafta, Unibanka) tirgus kapitalizācijas daļa sasniedza 72,9% no kopējās visu uzņēmumu kapitalizācijas. Savukārt brīvā sarakstā esošo kompāniju kapitalizācija reti pārsniedza 1 milj. EUR. Cēlonis zema kapitalizācijai nereti bija uzņēmumu vāji saimnieciskās darbības rādītāji un/vai dažāda veida parādu slogs un nelikvīdi/grūti izmantojami aktīvi. Virknē gadījumu uzņēmumu vadība un jaunie īpašnieki nebija ieinteresēti vai nespēja nodrošināt darbību jaunos tirgus apstākļos, un kompānijas tika pārdotas, reorganizētas vai nonāca likvidācijas procesā. Pārdošanas un reorganizāciju rezultātā vairākas kompānijas saglabāja darbības profilu un sekmīgi attīstījās, bet nereti kā lielāka koncerna sastāvdaļas vai uzņēmumi ar citu zīmolu (Laima, Staburadze, Gutta – visas iegādājās norvēģu koncerns Orkla, a/s Latvijas Unibanka – zviedru SEB banka, a/s Balta – Dānijas apdrošinātājs Codan, a/s Viesnīca Latvija – īpašnieks norvēģu kompānija Linstow, operē Radisson Hotel Group u.c. ).

Uzņēmumam kļūstot par publisku sabiedrību, parādās vairāki pienākumi (ziņošana biržai par lieliem darījumiem, regulāra atskaišu publicēšana u.tml.), kas prasa laiku un resursus, kā arī ir ikgadējas biržas komisijas maksas. Izdevumi, vairāki ierobežojumi un papildus prasības varēja būt iemesls, kāpēc uzņēmumi pārtrauca kotēšanos biržā pēc likumā noteiktā perioda. Vairākos uzņēmumos (piem., Grindeks, Unibanka, Olainfarm, VEF) notika publiskais piedāvājums mazākuma akcionāru izpirkšanai.

Privatizācijas periodā reģioni ir plaši pārstāvēti biržā, bet kotēto uzņēmumu kapitalizācija bija maza un likviditāte niecīga (saskaņā ar RFB un Nasdaq Riga informāciju). Var teikt, ka vairumā gadījumu kotēšana biržā nepievienoja būtisku vērtību un neuzlaboja uzņēmumu pārvaldību. Vēlākajās desmitgadēs pārmaiņas piedzīvoja gan pati Rīgas fondu birža, gan ir mainījies kapitāla tirgus raksturs. Akciju tirgū ir saglabājušies daži uzņēmumi no privatizācijas perioda (piem., Latvijas Gāze, Amber Latvijas balzams, Siguldas CMAS, Latvijas Jūras medicīnas centrs), bet ir arī jauni tirgus dalībnieki (Virši-A, Madara Cosmetics, APF Holding, Indexo u. c.). Ir izveidojies un attīstījies korporatīvo obligāciju tirgus. Gan akciju, gan obligāciju tirgū jaunu dalībnieku vidū ir uzņēmumi, kuru galvenās ražošanas/funkcionēšanas lokācija ir reģionos vai arī to filiāles ir izvietotas reģionos.

2024. gada sākumā Latvijas kapitāla tirgus gan akciju, gan privāto kompāniju obligāciju jomā ir neliels – Latvijas akciju tirgus kapitalizācija pret iekšzemes

kopproduktu (IKP) ir zemākā Eiropā : 4% (2013. g. pēc Eiropas Komisijas datiem) . Arī, salīdzinot ar Lietuvu un Igauniju, Latvijas tirgus kapitalizācija ir mazāka pret IKP (attiecīgi 8%, 10% un 3% 2019. g., Augulis K., 2020, 46). Tomēr, ja saglabāsies pēdējos gados vērojamā interese par alternatīviem kapitāla piesaistīšanas veidiem (ārpus banku finansējuma), autora ieskatā ir iespējas, ka Latvijas uzņēmumu vidū kapitāla tirgus nozīme palielināsies, tajā skaitā arī ārpus Rīgas bāzētajiem uzņēmumiem.

Darba mērķis ir novērtēt kapitāla tirgus attīstību Latvijā reģionālā kontekstā kopš neatkarības atgūšanas. Darbā izvirzīti 3 galvenie pētnieciskie jautājumi:

- Kā reģionālie uzņēmumi ir bijuši pārstāvēti kapitāla tirgos vēsturiski un kādas ir pēdējās tirgus attīstības tendences?
- Kā attālums no Rīgas ietekmē kapitāla pieejamību reģionāliem uzņēmumiem?
- Kāda ir investoru ģeogrāfija jaunākiem Latvijas akciju un obligāciju emitentiem?

### **Dati un metodes**

Lai noskaidrotu, cik un kādi uzņēmumi dažādos laika periodos ir kotēti biržā, kā arī lai noteiktu uzņēmuma lokāciju, tika izmantota informācija no publiski pieejamiem avotiem. Aktuālie dati uz 2024. g. sākumu par biržas dalībniekiem (gan akciju, gan obligāciju emitentiem) iegūti no Nasdaq Riga mājas lapas ([nasdaqbaltic.com](http://nasdaqbaltic.com)), atlasot Latvijas uzņēmumus. Vēsturiskie dati kopš 2000. g. sākuma (vecāki dati Nasdaq Riga nav pieejami) iegūti, izmantojot to pašu mājas lapu sadaļā Statistika, izvēloties interesējošo datumu ([nasdaqbaltic.com/Statistika](http://nasdaqbaltic.com/Statistika)). Kontrolei par 2000.gada sākuma datiem tika izmantoti Rīgas Fondu biržas ceturkšņu pārskati (Ceturkšņa statistikas pārskats 01.10.1999.–31.12.1999., 03.01.2000.–31.03.2000.). Savukārt, lai varētu noteikt uzņēmuma lokāciju pēc juridiskās adreses, iegūt informāciju par uzņēmuma vēsturi un lielākajām struktūrvienībām, detalizētāka informācija ir iegūta no Uzņēmumu reģistra, interesējošo uzņēmumu mājas lapām, kā arī avīžu rakstiem interneta versijās (piem., Dienas Bizness, Latvijas Vēstnesis).

Informācija par investoru sadalījumu reģionos un pēc juridiskā statusa bez publiski pieejamās informācijas sagatavota, izmantojot npublicētus Signet Bank datus.

Darbā izmantota satura analīze un statistikas datu apkopojums, nosakot biržas dalībnieku skaitu dažādos laika periodos un uzņēmumu lokāciju pēc juridiskās adreses. Uzņēmumu lokācija noteikta pēc juridiskās adreses, bet apkopojumam izmantoti valsts

Statistiskie plānošanas reģioni 2024. gada robežās. Salīdzināti arī reģionu saimnieciskās aktivitātes statistiskie rādītāji (izmantoti 2021. g. iekšzemes kopprodukta dati no stat.gov.lv) salīdzinājumā ar vēsturisko reprezentāciju biržā periodā no 2000. līdz 2024. gadam. Attiecībā uz uzņēmumu funkcionālo statusu par būtisku reorganizāciju tiek uzskatīta pilnīga kontrolējošo īpašnieku un zīmola maiņa, darbības profila modifikācija vai maiņa. Savukārt likvidācija ir juridisks fakts, kas parādīts valsts Uzņēmuma reģistrā.

### **Rezultāti**

Rezultātu sadaļā parādīts, kā kopš fondu biržas izveides tajā ir bijuši pārstāvēti uzņēmumi, klasificējot tos pēc lokalizācijas. Aplūkots kā reģionālā pārstāvniecība biržā korelē ar reģiona kopējo saimniecisko aktivitāti. Tāpat aplūkotās pēdējo gadu tendences akciju un obligāciju tirgos, īpaši reģionālā kontekstā, un ieskicēta pēdējo gadu emisiju investoru ģeogrāfija.

### ***Pārstāvība reģionos***

Kopumā no RFB, vēlāk Nasdaq Riga, no dibināšanas brīža 1995.gadā līdz 2024.g. sākumam bija kotētas 91 uzņēmuma akcijas (pēc pieejamās informācijas). Sk. 1. tabulu (Dati: Nasdaq Riga statistika).

No tiem Rīgā reģistrēti 46 uzņēmumi, t. i. 50,5 %. Tiesa, dažiem uzņēmumiem juridiskā adrese atrodas Rīgā, bet ražotnes – ārpus pilsētas, piemēram, uzņēmums “Laima”, kura ražotnes atrodas Ādažu novadā vai uzņēmums “Latvijas tilti”, kas savu uzņēmējdarbību veic Stopiņu pagastā. Savukārt citi uzņēmumi ir ar plašu filiāļu tīklu visā Latvijā, piemēram, degvielas mazumtirgotājs “Virši-A”, a/s “Unibanka” u. c.

Ņemot vērā pārmaiņas statistisko reģionu plānošanas robežās kopš 2024. gada 1. janvāra, ir samazinājusies Pierīgas reģiona teritorija, bet Limbažu un Ogres novads atrodas Vidzemes reģionā. Tā kā divi uzņēmumi Ogres novadā un divi uzņēmumi Salacgrīvā ir/bija kotēti biržā, kotēto Vidzemes uzņēmumu skaits palielinājies līdz 9, kā tas nebūtu iepriekšējās reģionu robežās. Savukārt samazinājies bijušās Pierīgas reģiona (kopš 1. 01. 2024. Rīgas statistikas reģions) uzņēmumu skaits biržā no 17 uz 11.

Visvairāk biržā bijusi pārstāvēta Kurzeme, proti, 15 uzņēmumi. Kurzemes reģionā dominē Liepāja ar 6 uzņēmumiem un Liepājas novads ar diviem uzņēmumiem. No Vidzemes biržā bijuši 9 uzņēmumi, no Latgales 6 uzņēmumi (3 no Daugavpils), no

Zemgales 4. Tātad attiecīgi Kurzemē 16,5%, Vidzemē 9,9%, Latgalē 6,6%, Zemgalē 3,3 % no biržā kotēto uzņēmumu kopskaita 2000.–2024. g. periodā (sk. 2. tabulu).

1. tabula. **Biržā kotētie Latvijas uzņēmumi 2000.-2024.g.** (izveidojis autors, izmantojot Nasdaq Baltic, UR, Lursoft datus)

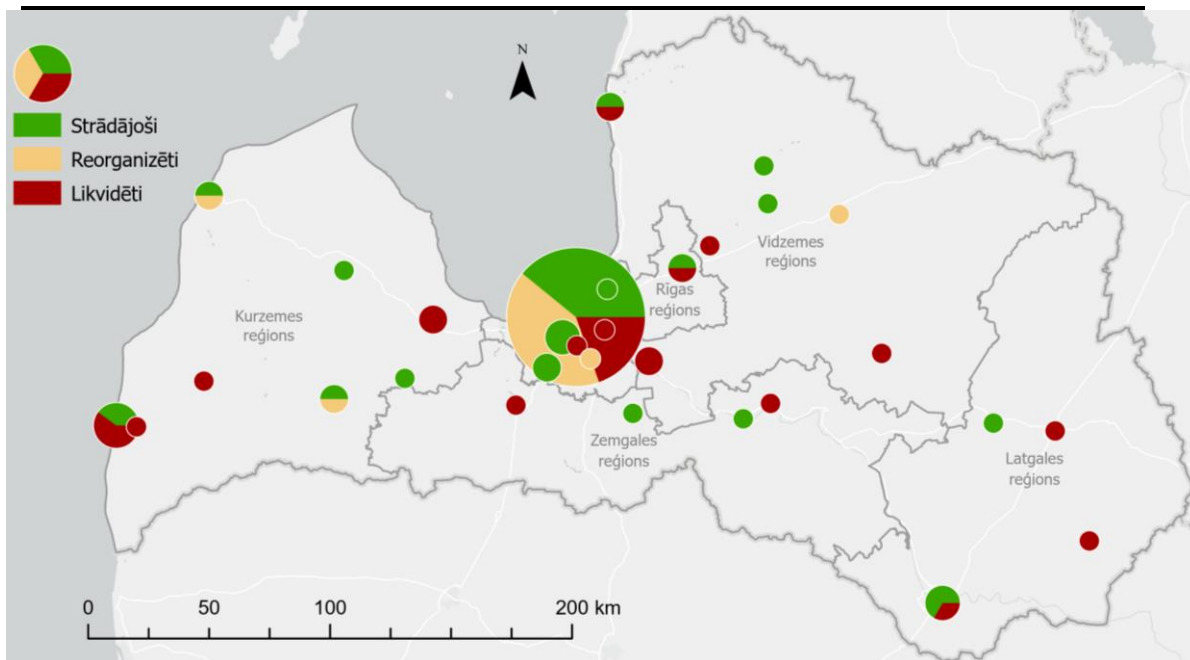
Uzņēmumi RFB (Nasdaq Rīga)	2000. g.		2000.-2024. g.	2024. g.	
	Skaitis	Kapitalizācija (m EUR)	Skaitis	Skaitis	Kapitalizācija (m EUR)
Oficiālais saraksts	8	272	11	3	141
2. saraksts	16	42	47	5	467
Brīvais saraksts	41	12	27	–	–
First North	–	–	6	4	149
Kopā	65	326	91	12	757

2. tabula. **Biržā kotētie uzņēmumi 2000.–2024. g. atbilstoši izvietojumam un funkcionālajam statusam** (izveidojis autors, izmantojot Nasdaq Baltic, UR, Lursoft datus)

BIRŽĀ KOTĒTI UZŅĒMUMI ATBILSTOŠI STATISTIKAS REĢIONIEM						
Reģions/Rīga	Skaitis	Strādājoši	Reorganizēti	Likvidēti	Strādājoši %	Likvidēti %
Rīga	46	18	19	9	39,1	19,6
Rīgas reģions (bez Rīgas)	11	7	1	3	63,6	27,3
Kurzeme	15	6	2	7	40,0	46,7
Vidzeme	9	3	1	5	33,3	55,6
Latgale	6	3		3	50,0	50,0
Zemgale	4	2		2	50,0	50,0
Kopā	91	39	23	29		

Lai novērtētu uzņēmumu noturību un salīdzinātu noturības rādītājus starp reģioniem, ir apkopots, cik uzņēmumi, kas apskatāmajā laika periodā 2000.–2024. g. bijuši pārstāvēti biržā, ir joprojām strādājoši, cik ir būtiski reorganizēti un cik likvidēti.

Jāpiebilst, ka, kaut likvidācija ir juridisks fakts un pētījumā tas tiek atbilstoši klasificēts, nereti bijušā uzņēmuma telpās vai vienā adresē ir izveidots cits, līdzīga profila uzņēmums (Kurzemes atslēga–1, Sauriešu būvmateriāli– Knauf u.c.).



1. attēls. **Biržā kotēto uzņēmumu izvietojums un funkcionālais statuss**  
(izveidojis autors, izmantojot Nasdaq Rīga, Uzņēmumu reģistrs, Lursoft  
datus)

No 91 uzņēmuma līdzšinējo darbību saglabājuši 39, no tiem 18 ir reģistrēti Rīgā (sk. 2. tabulu), bet, ja pieskaita reorganizētos uzņēmumus, tad darbību saglabājuši 62 jeb 68,1 % uzņēmumu. Tomēr ir vērojamas teritoriālas atšķirības uzņēmumu noturības griezumā. No Rīgā reģistrētajiem uzņēmumiem likvidēti tikai 19,6%, Rīgas reģionā 27,3%, kamēr pārējos reģionos likvidēto uzņēmumu skaits ir apmēram puse (46,7–55,6%). Te katrs gadījums būtu jāapskata atsevišķi, bet, iespējams, Rīgā ir bijušas lielākas iespējas restrukturizēt uzņēmumus. Piemēram, pārvēršot ražotni par nekustamā īpašuma pārvaldības kompāniju, saglabājot iepriekšējo juridisko personu (VEF u.c.). Daļa uzņēmumu, savukārt, tehniski turpina funkcionēt, bet ir zaudējuši agrāko nozīmi un tirgus daļu (Rīgas autoelektro aparātu rūpnīca, Rīgas kinostudija u.c.).

Savukārt, ja aplūko strādājošo (bez reorganizētiem) uzņēmumu īpatsvaru, tad Rīga īpaši neizceļas uz citu reģionu fona. Labāku īpatsvaru demonstrē Rīgas reģionā (ārpus Rīgas) esošie uzņēmumi.

Kopumā var vērtēt, ka reģioni ir bijuši visai labi pārstāvēti kapitāla tirgū (sk. 1. karti), tie faktiski atspoguļo saimnieciskās aktivitātes sadalījumu valstī, ja par pamatu ņem IKP sadalījumu pa reģioniem un lielākajām pilsētām (sk. 3. tabulu):



3. tabula. IKP un kotēto uzņēmumu īpatsvars reģionos un pilsētās (izveidojis autors, izmantojot LR CSP datus)

<b>Reģioni un pilsētas</b>	<b>Iekšzemes kopprodukts (% no Latvijas kopējā) 2021</b>	<b>Biržā kotēto uzņēmumu skaita īpatsvars 2000- 2024</b>
Rīgas statistiskais reģions (no 01.01.2024.)	63,9	62,6
Vidzemes statistiskais reģions (no 01.01.2024.)	11,1	9,9
Kurzemes statistiskais reģions (no 01.01.2024.)	10,1	16,5
Zemgales statistiskais reģions	8,1	4,4
Latgales statistiskais reģions	6,6	6,6
Rīga	52,9	50,5
Daugavpils	2,6	3,3
Jelgava	2,2	1,1
Liepāja	3,2	6,6
Ogre	0,6	2,2
Rēzekne	1,1	1,1
Valmiera	1,4	1,1
Ventspils	1,4	2,2

IKP īpatsvaru ar dalību biržā būtiskāk apstieidz Liepāja, kā arī Kurzemes reģions kopumā. Savukārt no IKP īpatsvara atpaliek Jelgava un Zemgale kopumā. Pārējie reģioni un pilsētas biržā bijuši pārstāvēti pārstieidzoši tuvu IKP īpatsvaram. Vēl var piebilst, ka Rīgas un Rīgas reģiona uzņēmumi nav bijuši vairāk pārstāvēti biržā kā IKP īpatsvars. No tā var secināt, ka Rīgai kā finanšu centram un biržas mājvietai nav izveidojušās īpašas priekšrocības un kapitāla tirgus pieejamībai nav teritoriālu ierobežojumu. Drīzāk svarīga ir katra emitenta biznesa attīstības savdabība un noturība, novietojumam nav izteiktas nozīmes vismaz kapitāla tirgus pieejamības kontekstā.

Uz uzņēmumu telpisko izkliedi var paskatīties, arī abstrahējoties no administratīvām robežām, bet izmantojot autoceļa attālumu no Rīgas (sk. 4. tabulu). Rīga izmantota kā atskaites punkts, jo ir valsts galvaspilsēta un lielākā pilsēta, Rīgā atrodas vienīgā birža valstī. 4 uzņēmumiem (Latvijas Kuģniecība, Hansa Matrix, Tukuma GPS, APF Holding), kuriem ir būtiskas ražotnes/biroji dažādās pilsētās, izmantots summārais vidējais aritmētiskais attālums.

4. tabula. **Biržā kotēto uzņēmumu attālums no Rīgas** (izveidojis autors, izmantojot OpenStreetMap)

Attālums no Rīgas centra (km)	0–50	50–100	100–150	150–200	200–250	250–300
Uzņēmumu skaits	56	10	9	4	11	1

Attālumā līdz 100 km no Rīgas centra atrodas 66 uzņēmumi, kas ir vairāk kā 57 uzņēmumi Rīgas statistiskajā reģionā. 100 km robežās atrodas arī 9 uzņēmumi ārpus Rīgas statistikas reģiona: 4 no Zemgales (Jelgava, Aizkraukle, Vecumnieki, Koknese), 3 no Vidzemes (Līgatne, 2 no Ogres) un 2 no Kurzemes (Jaunpils, Tukums). Savukārt attālumā virs 100 km no Rīgas izvietoti 25 uzņēmumi kopā jeb 27,5%, bet virs 200 km robežas – 12 uzņēmumi jeb 13,2%. Virs 200 km attālumā lielākā daļa uzņēmumu (9) izvietoti 2 pilsētās – Liepājā un Daugavpilī. Tomēr arī šādā griezumā var redzēt, ka attālāki reģioni ir bijuši pārstāvēti biržā.

### ***Pēdējo gadu tendences***

Pašlaik no 2024. g. biržā kotētajiem 12 uzņēmumiem, 8 ir reģistrēti Rīgā, 2 Mārupē (APF Holding galvenā ražotne atrodas Ziemeļu pagastā Alūksnes novadā), 1 Siguldā un 1 Aizkrauklē (Virši – A galvenais birojs izvietots Rīgā, bet kompānijai ir 75 tirdzniecības vietas visos reģionos).

Interesi par kotēšanos biržā no uzņēmumiem, kas nav bijuši saistīti ar privatizāciju, līdz 2012. g. izrādīja tikai tehnoloģiju uzņēmums SAF Tehnika 2004. gadā, vēlāk elektronikas ražotājs Hansa Matrix, kas bija biržā no 2016. līdz 2023. gadam. Abas kompānijas saistītas ar tehnoloģiju sektoru, kur akciju kotēšana biržā ir populāra iespēja iegūt atpazīstamību un piesaistīt ārējos investorus.

Izņemot divas minētās kompānijas, varētu teikt, ka 15 gadu periodā pēc privatizācijas ēras kompānijām nebija intereses par kotēšanos biržā. 2007. gadā pēc Skandināvijas valstu pieredzes Baltijā tika izveidots Nasdaq First North tirgus, jeb MTF (Multilateral Trading Facility – Daudzpusējā tirdzniecības sistēma). Uz First North tirgu netiek attiecināti Regulētā tirgus nosacījumi, bet gan akciju, gan obligāciju tirgus segmentā tikai tieši šim tirgum paredzētie noteikumi (sk. Nasdaq Riga “Alternatīvā tirgus First North noteikumi”). Līdz ar to First North ir piemērots mazākiem uzņēmumiem, vienlaicīgi izmantojot publiskā uzņēmuma priekšrocības ar mazākiem

prasību un informācijas atklāšanas noteikumiem. Kopš ieviesa First North sarakstu, pakāpeniski atgriezās interese par kapitāla piesaisti, izmantojot biržu. Tomēr pirmās First North sarakstā iekļautās kompānijas bija maz zināmas, tās arī vairs nav biržas dalībnieku vidū.

Publiski redzamāk sevi pieteica kosmētikas ražotājs Madara Cosmetics, 2017. gadā veicot pirmreizējo publisko piedāvājumu (IPO). Ar šo un Hansa Matrix emisiju varētu teikt, ka par akciju tirgu radās interese citiem uzņēmumiem: emisijas degvielas mazumtirgotājam Virši–A 2021. gadā, kā arī finanšu kompānijām oficiālajā sarakstā – Delfin Group 2021. g., Indexo 2022. g. Nesenāko IPO veica putnkopības kompānija/holdings APF Holding 2023. gadā, ar reģistrācijas adresi Mārupē, bet kuras galvenā ražotne atrodas Ziemeļu pagastā Alūksnes novadā.

### *Akciju investoru ģeogrāfija*

No investoru ģeogrāfijas viedokļa līdzīgi sadalījās interese par Virši–A un Indexo akcijām – visi bija tikai privātie investori, un 2/3 investoru bija no Latvijas, 1/3 no Igaunijas. Viršu –A gadījumā arī ap 2% no citām valstīm (Signet bankas dati). Nebanku aizdevēja un mazumtirgotāja Delfin Group investoru bāze bija citāda: ap 60% Igaunijas, virs 30% Latvijas privāto investoru. Savukārt APF Holdings piesaistīja ¼ kapitāla no institucionāliem investoriem, toties virs 90% investoru bija no Latvijas, kaut kompānija bija cerējusi piesaistīt vairāk Igaunijas investoru (rezultātā tikai ap 8%).

Investoru ģeogrāfija rāda, ka, lai gan Nasdaq Riga ir pieejama starptautiskiem investoriem, realitātē pēdējās emisijās virs 90% investoru ir no Latvijas un Igaunijas, nedaudz Lietuvas izcelsmes kapitāla. Iespējams, ka investoru interesi nosaka “mājas tirgus efekts” (saskaņā ar Woicik, 2009). Toties investoru skaits ir visai ievērojams, vismaz salīdzinot ar obligāciju investoriem: Virši–A 9979 investori, piesaistītais kapitāls 7,8 milj. EUR; Delfin Group attiecīgi 5927 uz 8,1 milj. EUR; Indexo 2867 uz 9,0 milj. Eur un APF Holding 2128 investori uz 5,2 milj. Eur.

## 5. tabula. Nasdaq Riga kotēto obligāciju emitenti un emisijas apjoms

(izveidojis autors, izmantojot Nasdaq Riga datus)

<b>Baltijas parāda vērtspapīri 2024</b>			
<b>Emitents</b>	<b>Adrese</b>	<b>Nozare</b>	<b>Emisijas apjoms (m EUR)</b>
Valsts kase	Rīga		390
Augstsprieguma tīkls	Rīga	Enerģētika	100
Latvenergo	Rīga	Enerģētika	100
Valsts kase	Rīga		80
Eleving Group	Rīga	Finanses	50
Amber Beverage Holding	Luksemburga	Dzērienu ražošana	30
Mogo (Eleving)	Rīga	Finanses	30
Altum	Rīga	Finanses	20
Citadele	Rīga	Finanses	20
Storent	Rīga	Tehnikas noma	10
Agro Credit Latvia	Mārupe	Finanses	8
BlueOr	Rīga	Finanses	4,9
Storent	Rīga	Tehnikas noma	4,5

<b>First North obligācijas, 2024</b>			
<b>Emitents</b>	<b>Adrese</b>	<b>Nozare</b>	<b>Emisijas apjoms (m EUR)</b>
Sun Finance	Rīga	Finanses	50
Marijas 2	Rīga	Nekustamais īpašums	42,7
Eleving	Rīga	Finanses	25
Elko Grupa	Rīga	IT risinājumi, tirdzniecība	20
iCotton	Liepāja	Higiēnas preču ražošana	20
Clean R	Rīga	Atkritumu apsaimniekošana	15
Delfin group	Rīga	Finanses	15
Summus Capital	Rīga, EE	Nekustamais īpašums Atkritumu	10
Eco Baltija	Rīga	apsaimniekošana	8
Coffee Address	Rīga	Kafijas serviss	5
Longo Group	Rīga	Auto tirdzniecība	4,9
CrossChem	Olaine	Autoķīmija	3
Grenardi Group	Rīga	Juvelierizstrādājumi	3
Banga	Roja	Zivju konservi	2,5
Hestio	Rīga	Mazumtirdzniecība	1

---

***Obligāciju tirgus***

Kopš kapitāla tirgus atjaunošanas pirmā obligāciju kotēšanu biržā uzsāka Latvijas valsts. Tiesa, biržā valsts kotē tikai daļu no savām parādsaistībām. Pēc valsts nākamā obligācijas (hipotekārās ķīlu zīmes) sāka emitēt valstij piederošā Latvijas Hipotēku un Zemes banka, vēlāk 2000. gados arī privātās komercbankas, kas emitēja gan hipotekārās ķīlu zīmes, gan subordinētā kapitāla aizņēmumus u.c. Vienlaicīgi obligāciju tirgū parādījās valstij piederošu kompāniju aizņēmumi – Latvenergo, Augstsprieguma tīkls, Altum. Pēc tam parādzīmju tirgū aktīvāk iesaistījās nebanku finanšu kompānijas.

Un tikai pēdējos gados vērojama tendence, ka obligāciju tirgu kā finansēšanas avotu izmanto citu nozaru uzņēmumi (sk. 5. tabulu).

Lielākā daļa emitentu gan Baltijas regulētajā tirgū, gan First North sarakstā ir Rīgā bāzēti uzņēmumi. 2022.–2023. gada emitentu vidū ir reģionālie dalībnieki: zivrupniecības uzņēmums Banga no Rojas un kokvilnas produktu ražotājs iCotton no Liepājas.

***Tirgus dalībnieku ģeogrāfija un statuss***

Ja par valsts uzņēmumu emisiju, piemēram, Latvenergo, investoru interese ir no dažādām valstīm: Lietuvas, Somijas, Lielbritānijas, Austrijas (no Latvijas zem 30%), tad pēdējo gadu korporatīvo emitentu (Banga, CleanR Grupa, iCotton) obligācijas iegādājās galvenokārt Latvijas investori, turklāt Bangas gadījumā 100% apmērā, CleanR un iCotton tuvu 90%, atlikušajā daļā piesaistot Lietuvas investorus un tikai pavisam nedaudz no Igaunijas (pretstatā akcijām līdzīgā laika posmā). Vienīgi Luksemburgā reģistrētais Amber Beverage Holding (bijušais Latvijas balzams) spēja piesaistīt ap 40% ārvalstu investoru – lielākie no Lietuvas un Vācijas (pēc Signet Bank datiem).

Arī atšķirībā no akcijām obligācijas iegādājas mazāk privātpersonu, investoru vidū ir bankas, pensiju un investīciju fondi. Savukārt investoru skaits ir būtiski mazāks kā akciju emisijās – no 21 investora Bangā līdz 103 Amber Beverage Group (pēc Signet Bank datiem).

Atšķirīgi ir izdevies piesaistīt uzmanību obligācijām 2023. un 2024. gada emisijās būvtehnikas nomas uzņēmumam Storent – attiecīgi 1325 un 1445 unikālie investori, pie tam 56% un 49% no Igaunijas, 32% un 30% no Latvijas, 11% un 17% no Lietuvas. 2024. gada emisijā juvelierizstrādājumu tirgotājs Grenardi arī piesaistīja daudz

investoru –1300, bet te dominēja investori no Latvijas – 85%, no Igaunijas un Lietuvas attiecīgi 12 un 3% (pēc Signet Bank datiem).

### **Secinājumi**

Uzņēmumu, kas ir vai ir bijuši kotēti biržā, izvietojums visai precīzi atspoguļo Latvijas IKP sadalījumu pa reģioniem un pilsētām. Līdz ar to var pieņemt, ka kapitāla tirgus pieejamība nav bijusi atkarīga no uzņēmumu atrašanās vietas, bet atspoguļo kopējo ekonomisko aktivitāti.

Kapitāla tirgus (gan akcijām, gan obligācijām) Latvijā ir neliels gan emitentu skaits, gan kapitalizācijas vai piesaistītā kapitāla ziņā (t. sk. pēc Sveile, 2023). Laika gaitā kapitalizācijas apjoms pret valsts IKP nav bijis būtisks gan tirgus veidošanās pirmsākumos uzņēmumu privatizācijas gaitā, gan pēdējos gados, nekad nepārsniedzot 10% no iekšzemes kopprodukta. Tomēr pēdējos gados konstatējama jaunu tirgus dalībnieku interese par kapitāla tirgu, turklāt no nefinanšu kompānijām. Īpaši aktivizējies korporatīvo obligāciju tirgus, lai gan emisiju apjoms ir visai neliels. Tāpat jaunāko tirgus dalībnieku vidū ir reģionālie uzņēmumi, kas, vismaz Latvijas mērogā, apliecina, ka kapitāla tirgus ir pieejams neatkarīgi no novietojuma.

Lai gan RFB transformējusies par lielas biržu sistēmas Nasdaq sastāvdaļu un ir iekļauta kopējā Baltijas tirdzniecības platformā, kotācijas ir eiro valūtā utt., lielākoties investori ir vietējās privātpersonas, kā arī, atkarībā no emitenta, citu Baltijas valstu investori. Ārpus Baltijas būtisku investoru interesi nav izdevies radīt. Iemesls tam var būt mazais tirgus apjoms, vājā likviditāte un maz zināmu kompāniju/zīmolu tirdzniecība. Iespējams, ka arī ģeopolitiskie riski neveicina investoru vēlmi ieguldīt Latvijas tirgū.

Lai gūtu plašāku kopskatu un kontekstu par kapitāla tirgus attīstības reģionālajiem aspektiem, būtu lietderīgi ar līdzīgām metodēm aplūkot Lietuvas un Igaunijas tirgus attīstību, novērtēt atšķirības un to iespējamās cēloņus.

### **Izmantotā literatūra**

- Apsītis, Ģ, Aščuks, I., Cērps, U. Kokorevičs, G., Ozols, Ģ., Sedlenieks, A., Zuļģis, H. (2003). Grām.: *Vērtspapīru tirgus zinības*. (red.) Klauss. R. Rīga, Jumava
- Augulis, K. (2020). Nasdaq Baltic kapitāla un parāda vērtspapīru tirgus un tā attīstības iespējas. Biznesa, vadības un ekonomikas fakultāte, Latvijas Universitāte, Rīga (Bakalaura darbs)

- Beck, K., Stanek, P. (2019). Globalization or Regionalization of Stock Markets? the Case of Central and Eastern European Countries, *Eastern European Economics*, 57 (4), 317-330.
- Berben, R. P., & Jansen, J.W. (2009). Bond market and stock market integration in Europe: a smooth transition approach. *Applied Economics*, 41 (24), 3067–3080.
- Berns, J.P., Zhang, J., White, R.E. (2020), Geographic distance, firm affiliations, and IPO performance: evidence from China, *Venture Capital*, 23 (1), 41-66.
- Berzkalne, I., Zelgalve, E. (2014). Trade-Off theory vs. Pecking order theory-empirical evidence from the Baltic countries, *Journal of economic and social development* 3 (1).
- Broniszewski, M. (2019). Competitive and intergrated capital market in Poland as financing tool for the development of Polish regions, *Scientific Papers of Silesian University of Technology. Organization & Management / Zeszyty Naukowe Politechniki Slaskiej. Seria Organizacji i Zarzadzanie*, 133.
- Bruģis, E., 2024, Latvijas parādu vērtspapīru tirgus analīze, Biznesa, vadības un ekonomikas fakultāte , Latvijas Universitāte, Rīga (Bakalaura darbs).
- Capital markets in the EU, European Comission, (Sk. 1.06.2024). Pieejams: ec.europa.eu.
- Dixon, A.D. (2011). The geography of finance: Form and functions. *Geography Compass*, 5 (11), 851-862.
- Dorakh, A. (2020). FDI Determinants in the European Union: Empirical Application. *Scientific Annals of Economics and Business*, 67 (2), 220–233.
- Glavina, S. (2015). Influence of globalization on the regional capital markets and consequences: evidence from Warsaw stock exchange, *European Research Studies Journal*, 18 (2), 117-134.
- Jadevicius, A. (2017). Sorry, but you won't make money on NASDAQ Baltic by trading indices daily, *6th Annual Lithuanian Conference on Economic Research*, Vilnius, Lithuania
- Klimek, A. (2024). Economic upgrading of Central and Eastern European economies through global value chain participation and foreign direct investment. *Baltic Journal of Economics*, 24(2), 180–202.
- Kotāne, I. (2019). Latvijas akciju tirgus kā investīciju objekta novērtējums, Society. Integration. Education. *Proceedings of the International Scientific Conference*, May 2019.
- Kurtovic, S., Maxhuni, N., Halili, B., & Maxhuni, A. (2024). Is There an Asymmetric Effect Due to Foreign Direct Investment on the Exports of the Manufacturing and Service Sectors of Central, Eastern, and South-Eastern European Countries? *Eastern European Economics*, 50(1).
- Nasdaq Riga (2023). Noteikumi “Par finanšu instrumentu iekļaušanu un tirdzniecību biržas regulētajos tirgos”, (Sk. 11.06.2024). Pieejams: [https://nasdaqbaltic.com/market/upload/files/riga/rules/RFB\\_LAT/noteikumi/0603\\_2023\\_NasdaqRiga\\_Kotesanas\\_noteikumi\\_KONSOLIDETIE\\_LV.pdf](https://nasdaqbaltic.com/market/upload/files/riga/rules/RFB_LAT/noteikumi/0603_2023_NasdaqRiga_Kotesanas_noteikumi_KONSOLIDETIE_LV.pdf)
- Nasdaq Riga (2020) Alternatīvā tirgus First North noteikumi, (Sk. 11.06.2024). Pieejams: [https://www.nasdaqbaltic.com/files/riga/rules/FirstNorth/2020\\_05\\_05\\_First\\_North\\_noteik\\_KONSOLIDETS.pdf](https://www.nasdaqbaltic.com/files/riga/rules/FirstNorth/2020_05_05_First_North_noteik_KONSOLIDETS.pdf)
- Praude, V. (2009). *Finanšu instrumenti 1*, Rīga, SIA Burtene.
- Rīgas Fondu birža vēstures krustcelēs, izdevums - Dienas Bizness (2003). (Sk. 2.06.2024). Pieejams: <http://www.db.lv/zinas/rigas-fondu-birza-vestures-krustceles-137947>

- Rupeika-Apoga, R., Zelgalve, E. (2009). *Finanšu tirgus un tā analīzes metodes*, LU Akadēmiskais apgāds, Rīga.
- Saliņa, J. (2014). Vērtspapīru tirgus Latvijā no kapitāla piesaistes puses. Ekonomikas un vadības fakultāte, Latvijas Universitāte, Rīga (Bakalaura darbs).
- Schroder, M. (2001). *The New Capital Markets in Central and Eastern Europe*, Springer, Berlin.
- Sociālās zinātnes reģionālajai attīstībai (2013). Daugavpils Universitāte, Akadēmiskais apgāds "Saule".
- Stiblarova, L., Dicharry, B. (2021), On the Extensive and Intensive FDI Margins: Does European Cohesion Policy Matter? *Eastern European Economics*, 59 (4), 334–359.
- Sveile, N.R. (2023). Vērtspapīru tirgus attīstība Latvijā, Biznesa, vadības un ekonomikas fakultāte, Latvijas Universitāte, Rīga (Bakalaura darbs).
- Svēte, K. (2024). Baltijas akciju tirgus investoru reakcija uz globālajiem notikumiem, Biznesa, vadības un ekonomikas fakultāte, Latvijas Universitāte, Rīga (Maģistra darbs).
- Točelovska, N. (2018). *Latvijas korporatīvo obligāciju tirgus attīstība, Promocijas darba kopsavilkums*, Biznesa, Vadības un Ekonomikas fakultāte, Latvijas Universitāte, Rīga.
- Wójcik, D. (2009). Geography of stock markets. *Geography Compass*, 3(4), 1499-1514.
- Zubkova, J., Kaužēns, E., Tillers, I. (2002). *Latvijas finanšu tirgus*, Latvijas Banka, Rīga.