

# MIS RÄÄGIB AKTSIATE KASUKS

## *Ajaloofaktid ja meedia väljamõeldised*

*„Uue ajastu” doktriin — et „head” aktsiad (nn blue chips) on mõistlik investering olenemata hinnast, mida nende eest makstakse — oli põhiolemuselt üksnes üleüldisele mängukirele alistumise õigustamine „investeermise” sildi all.*

– BENJAMIN GRAHAM JA DAVID DODD,  
„VÄÄRTPABERIANALÜÜS”<sup>1</sup>

*Aktsiatesse investeerimine on saanud rahvuslikuks hobiks ja üleriigiliseks kinnisideeks. Kui parafraseerida Marxi, siis see on masside religioon.*

– ROGER LOWENSTEIN,  
„ÜHINE TURG: ÜLDRAHVALIK INVESTEERIMISTUHING”<sup>2</sup>

*Siegeli „Aktsiad pikaajalise investeringuna”? Jah, sellega kõlbab praegu veel ainult naelu seina lüüa.*

– CNBC TELEKANALILE HELISTANUD INVESTOR,  
MÄRTS 2009<sup>3</sup>

## „KÕIK PEAKSID OLEMA RIKKAD“

1929. aasta suvel tegi Samuel Crowtheri nimeline ajakirjanik General Motorsi finantsjuhi John J. Raskobiga intervjuu sellest, kuidas tavaline inimene saaks aktsiainvesteeringutega rikkust koguda. Sama aasta augustis avaldas Crowther Raskobi mõtted ajakirjas Ladies' Home Journal, pretensioonika pealkirjaga artiklis „Kõik peaksid olema rikkad“.

Intervjuus väitis Raskob, et Ameerika on tohtu tööstusliku laiendamise veerel. Tema hinnangul võisid investorid iga kuu ainult 15 dollarit korralikesse aktsiatesse investeerides oodata järgmise 20 aastaga oma rikkuse stabiilset kasvamist 80 000 dollarini. Selline tootlus — 24 protsenti aastas — oli pretsedenditu, kuid väljavaade kerge vaevaga suur varandus kokku ajada paistis 1920-ndate pullituru õhustikus igati usutav. Aktsiad tekitasid investorites elevust ja miljonid paigutasid oma säästud kiire kasumi ootuses börsile.

3. septembril 1929, mõni päev pärast Raskobi plaani trükkis ilmumist jõudis Dow Jonesi tööstuskeskmise ajaloolisesse tippu 381,17 punkti. Seitse nädalat hiljem kukkus aktsiaturg kokku. Järgmise 34 kuu jooksul toimus USA ajaloo kõige laastavam aktsiahindade langus.

8. juulil 1932, kui tapatalgud lõpuks läbi said, oli Dow Jonesi tööstuskeskmise 41,22 punkti tasemel. Maailma suurimate korporatsioonide turuväärtus oli kahanenud uskumatu 89 protsendi võrra. Miljonite investorite eluaegsed säästud olid hävinud ja tuhanded investorid, kes olid aktsiate ostmiseks raha laenanud, läksid pankrotti. Ameerika vaevles ajaloo rängimas majandussurutises.

Raskobi soovitus pilgati ja kritiseeriti veel aastaid. Öeldi, et see väljendab nende hullumeelsust, kes usuvad, et turg saab üksnes lõputult tõusta, ja nende narrust, kes eiravad aktsiate tohutuid riske. Indiana senaator Arthur Robinson pidas avalikult Raskobi börsikrahi eest vastutavaks, sest too oli õhutanud tavainimesi turu tipus aktsiaid ostma.<sup>4</sup> 63 aastat hiljem, 1992. aastal hoiatas ajakiri Forbes investoreid aktsiate ülehindamise eest oma väljaandes pealkirjaga „Populaarsed eksiarvamused ja massihullus“. Turutsüklite ajaloolises ülevaates tembeldas Forbes Raskobi „suurimaks süüdlaseks“ nende seas, kes peavad aktsiaturgu garanteeritud rahaveskiks.<sup>5</sup>

Tavatarkus ütleb, et Raskobi uljas soovitus võtab kenasti kokku selle maania, mis Wall Streeti perioodiliselt tabab. Kuid kas see kohtuotsus on õiglane? Vastus on kindlalt eitav. Läbi aegade on aktsiatesse investeerimine olnud tulus strateegia olenemata sellest, kas investeerimisplaan käivitatakse turu tipus või mitte. Kui arvutate kokku 1929. aastal Raskobi soovitust järginud ja turule iga kuu kannatlikult 15 dollarit lisanud investori portfelli väärtuse, avastate, et tema kapital ületas juba vähem kui nelja aasta pärast selle oma, kes pani sama suure summa USA riigivõlakirjadesse. 1949. aastaks oluks tema aktsiaportfelli väärtus juba peaaegu 9000 dollarit, mis teeb keskmiseks tootluseks 7,86 protsenti ehk üle kahe korra rohkem kui võlakirjade aastatootlus. 30 aasta pärast oleks portfell kasvanud juba üle 60 000 dollari ja aastatootlus kerkinud 12,72 protsendini. See näitaja polnud küll nii kõrge kui Raskob ette nägi, kuid aktsiaportfelli 30 aasta kogutootlus ületas võlakirjade oma rohkem kui kaheksa korda ning USA riigivõlakirjade oma rohkem kui üheksa korda. Need, kes kunagi aktsiaid ei ostnud, tuues oma ettevaatuse õigustuseks suure krahhi, jäid lõppkokkuvõttes kaugemale maha investoritest, kes kannatlikult aktsiad juurde soetasid.<sup>6</sup>

John Raskobi kurikuulus ennustus näitab ilmekalt üht tähtsat teemat Wall Streeti ajaloos. Pulli- ja karuturgudega kaasnevad sensatsioonilised lood uskumatutest kasumitest ja hävitavatest kaotustest. Ometi on kannatlikud investorid, kes suudavad ehmatavatest pealkirjadest kaugemale vaadata, alati teeninud rohkem kui need, kes on putkanud võlakirjade või muu vara juurde. Isegi sellised katastroofilised sündmused nagu 1929. aasta suur börsikrahh või 2008. aasta finantskriis ei sea kahtluse alla aktsiate paremust pikaajalise investeeringuna.

## **Vara tootlus alates 1802. aastast**

Joonisel 1-1 on selle raamatu kõige tähtsam graafik. See näitab aastate lõikes, kuidas on muutunud portfelli reaalne (inflatsiooniga korrigeeritud) väärtus hüpoteetilisele investorile, kes paigutas kaks sajandit tagasi ühe dollari (1) aktsiatesse, (2) pikaajalistesse riigivõlakirjadesse, (3) USA valitsuse lühiajalistesse vekslitesse, (4) kulda ja (5) USA valuutasse.

Seda tootlust nimetatakse *reaalseks kogutootluseks* ja see hõlmab investeeringu pealt jaotatud kasumit (kui seda on olnud) ning kapitali kasvu või kahanemist, mis on kõik mõõdetud selle momendi ostujõu põhjal.

Need tootlused on graafikul esitatud suhtelisel ehk *logaritmiskaalal*. Majandusteadlased kasutavad pikaajaliste andmete kuvamiseks sellist skaalat, kuna vertikaalteljel kujutab iga võrdne vahemik võrdset protsentuaalset muutust. Logaritmiskaalal on trendijoon pidev inflatsiooniga korrigeeritud tootlusmäär.

Samal joonisel on esitatud ka nende varaklasside aastane reaalne kogutootlus. Nende 210 aasta jooksul, mille kohta olen aktsiate tootlust uurinud, on laialdaselt hajutatud aktsiaportfelli reaaltootlus olnud keskmiselt 6,6 protsenti aastas. See tähendab, et hajutatud aktsiaportfelli, näiteks indeksifondi *ostujõud* on kahekordistunud keskeltläbi pea-aegu iga aastakümnega viimase kahe sajandi jooksul. Fikseeritud tuluga investeeringute keskmine reaaltootlus on olnud palju väiksem; pikaajaliste riigivõlakirjade keskmine reaaltootlus on olnud 3,6 protsenti aastas ja lühiajaliste oma kõigest 2,7 protsenti aastas.

Kulla keskmine reaaltootlus on olnud vaid 0,7 protsenti aastas. Pikas perspektiivis on kulla hind vaid pisut edestanud inflatsioonimäära, ei enam. Dollari ostujõud on alates 1802. aastast kahanenud keskmiselt 1,4 protsenti aastas, kuid väärtuse langus on märkimisväärselt kiirenenud alles pärast II maailmasõda. 5. peatükis käsitleme nende tootluskoefitsientide üksikasju ja uurime, kuidas need on kujunenud.

Olen lisanud joonisel 1-1 aktsiate reaaltootlusele parima statistilise trendijooone. Reaaltootluse stabiilsus on hämmastav; aktsiate reaaltootlus 19. sajandil ei erine märkimisväärselt reaaltootlusest 20. sajandil. Pange tähele, et aktsiad kõiguvad küll trendijoonest üles- ja allapoole, aga lõppkokkuvõttes naasevad ikka trendi juurde tagasi. Majandusteadlased nimetavad sellist käitumist naasmiseks keskmise juurde (*mean reversion*) ning see näitab, et keskmisest parema tootlusega perioodidele järgnevad keskmisest halvema tootlusega perioodid ja vastupidi. Ükski teine varaklass — võlakirjad, toorained või dollar — ei ilmuta sellist pikaajaliselt stabiilset reaaltootlust nagu aktsiad.

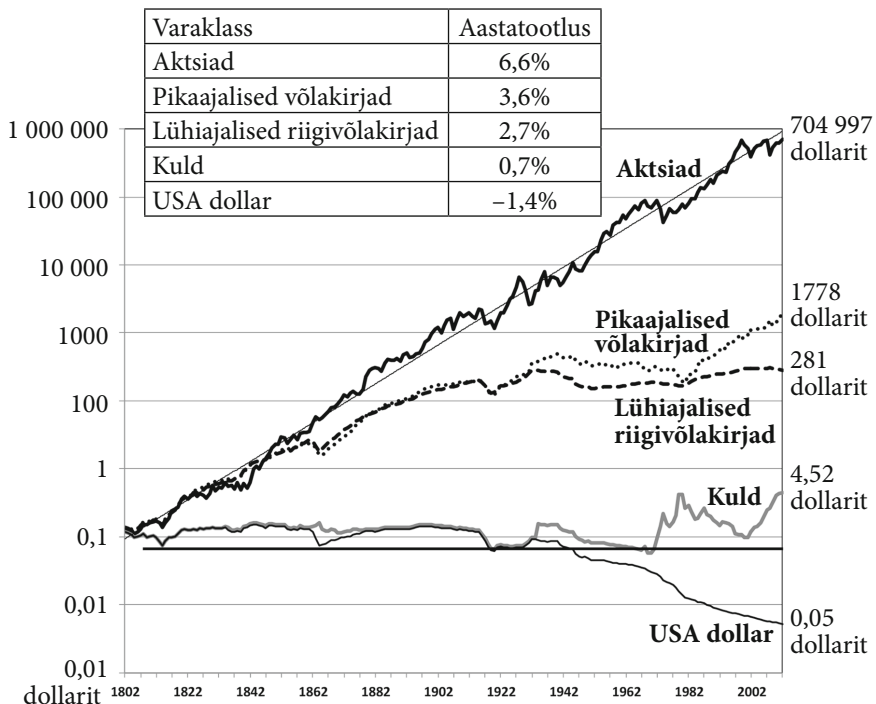
Lühikeses perspektiivis jääb aga aktsiatelt teenitud tulu väga volatiilseks, seda mõjutavad kasumi kõikumine, intressimäärad, risk ja eba-

kindlus ning psühholoogilised tegurid, näiteks optimism ja pessimism, aga ka hirm ja ahnus. Ometi on lühiajalised turukõikumised — mis investoreid ja finantsajakirjandust nii murelikuks teevad — tähtsusetud võrreldes aktsiate tõusutrendiga laiemas plaanis.

Järgnevalt uurin selles peatükis, kuidas on majandusteadlased ja investorid läbi aegade vaadelnud aktsiate investeerimisväärtust ning kuidas suured pulli- ja karuturud mõjutavad meediat ja investeerimisala spetsialistide arvamust.

### Joonis 1-1

USA aktsiate, pikaajaliste võlakirjade, lühiajaliste riigivõlakirjade, kulla ja dollari reaaltootlus 1802–2012.



## AKTSIATE KUI INVESTEERIMISVARA AJALOOLISED PERSPEKTIIVID

Terve 19. sajandi jooksul peeti aktsiaid spekulantide ja siseringi mängumaaks, mis konservatiivsele investorile kohe kindlasti ei sobi. Alles 20. sajandi alguses jõudsid majandusteadlased tõdemusele, et aktsiad võivad kindlate majandusolude korral olla kohane investering ka investoreitele, kes on pärit väljastpoolt neid traditsioonilisi kanaleid.

20. sajandi esimesel poolel arvas tähtis USA majandusteadlane, Yale'i ülikooli professor ja üliedukas investor Irving Fisher, et aktsiad on inflatsiooni ajal võlakirjadest paremad, aga deflatsiooniperioodil jääb lihtaktsiate tootlus tõenäoliselt võlakirjadele alla — see seisukoht kujuneski tol ajal käibetõeks.<sup>7</sup>

1920-ndate finantsanalüütik ja investeringute juht Edgar Lawrence Smith uuris ajaloolisi aktsiahindu ning lõi selle käibetõe pihuks ja põrmuks. Smith näitas esimesena, et lihtaktsiate hajutatud portfell ei ületa võlakirju mitte üksnes toorainehindade tõusu, vaid ka languse ajal. Ta avaldas oma uurimistulemused 1925. aastal raamatus pealkirjaga „Lihtaktsiad pikaajalise investeringuna”. Sissejuhatuses märkis ta:

Need uurimused on läbi kukkunud — faktid ei toeta etteantud teooriat, ... et kvaliteetvõlakirjad on osutunud paremaks investeringuks [langevate toorainehindade ajal].<sup>8</sup>

Smith kinnitas, et aktsiatel peaks olema investori portfellis tähtis roll. Uurides aktsiate tootlust Ameerika Ühendriikide kodusõjast saadik, avastas Smith, et vaid väga väikese tõenäosusega tuleb investoril oodata pikemat aega (tema sõnul kuuest aastast maksimaalse 15 aastani), enne kui ta saab aktsiad kasumiga maha müüa. Ta järeldas:

Oleme tuvastanud, et meie lihtaktsiaportfellile mõjub jõud, mis selle alusväärtust järjekindlalt suurendab. ... Kui meile pole just osaks saanud äärmine ebaõnn investeerida märkimisväärse tõusu tipus, siis perioodid, mille jooksul aktsiaportfelli keskmine turuväärtus jääb alla selle summa, mis me nende aktsiate eest algselt maksime, on võrdlemisi lühikesed. Meie risk näib olevat isegi sellistel äärmuslikel juhtudel üksnes ajaline.<sup>9</sup>

Smithi järelendus polnud tõene mitte ainult ajalooliselt, vaid ka ettevaatavalt. Kulus veidi üle 15 aasta, et jõuda tagasi 1929. aasta tipus investeeritud summani, ehkki krahh osutus palju hullemaks, kui Smith oli senises ajaloos tähendanud. Ning pärast II maailmasõda on aktsiate taastumisperiood olnud veelgi lühem. Isegi kui kaasame arvutustesse viimast finantskriisi, mil aktsiabörsi tabas rängim karuturg 1930-ndatest saadik, on alginvesteeringuni tagasijõudmiseks (arvestades ka reinvesteeritud dividende) kõige enam kulunud viis aastat ja kaheksa kuud — augustist 2000 aprillini 2006.

## Smithi uurimuse mõju

Smith kirjutas oma raamatu 1920-ndatel, meie ajaloo ühe võimsama pullituru hakul. Selle järeldused tekitasid sensatsiooni nii akadeemilistes ringkondades kui ka investorite seas. Mainekas nädalakiri *The Economist* teatas: „Iga arukas investor ja börsimaakler peaks hr Smithi ülihuvitava raamatukesega lähemalt tutvuma ning uurima isiklikult neid katseid ja nende väga üllatavaid tulemusi.”<sup>10</sup>

Smithi ideed jõudsid kiiresti üle Atlandi ja tekitasid elava diskussiooni ka Suurbritannias. Nimekas Briti majandusteadlane John Maynard Keynes, kelle loodud majandustsüklite teooriast sai edasiste põlvkondade majandusteadlastele paradigma, arvustas Smithi raamatut suure huviga. Keynes kirjutas:

Tulemused on hämmastavad. Hr Smith leiab peaaegu kõigil juhtudel, st mitte ainult hindade tõusu, vaid ka languse ajal, et lihtaktsiad on osutunud pikas perspektiivis parimaks, kusjuures selge ülekaaluga. ... Ameerika Ühendriikide tegelik kogemus viimasest viiekümnest aastast annab ümberlõkkamatuid tõendeid, et investorite ja investeerimisinstitutionide soosing „turvaliste” võlakirjade suhtes ja eelarvamus isegi parimate lihtaktsiate kui „spekulatiivse” maiguga investeeringu vastu on viinud võlakirjade suhtelise ülehindamiseni ja jätnud lihtaktsiad alahinnatuks.<sup>11</sup>

## Lihtaktsiainvesteeringute teooria

Smithi kirjatööd pälvisid akadeemilistes ringkondades veelgi laiema tunnustuse, kui need avaldati sellistes mainekates ajakirjades nagu *Review of Economic Statistics* ja *Journal of the American Statistical Association*.<sup>12</sup> Rahvusvahelise kuulsuse tõi Smithile Siegfried Sterni avaldatud põhjalik uurimus 13 Euroopa riigi lihtaktsiate tootlusest ajavahemikul I maailmasõja algusest kuni 1928. aasta lõpuni. Sterni uurimus näitas, et lihtaktsiatesse investeerimise eelised võlakirjade ja muude finantsinvesteeringute ees ulatuvad kaugele üle Ameerika finantsturgude piiride.<sup>13</sup> Teooriat, mis näitab aktsiate paremust, hakati nimetama *lihtaktsiainvesteeringute teooriaks*.<sup>14</sup>

### Turu tipp

Smithi uurimus muutis ka kuulsa Yale'i majandusteadlase Irving Fisheri meelt ja ta nägi selles kinnitust omaenda pikaajalisele uskumusele, et võlakirjad on ebakindla inflatsiooniga maailmas turvalise investeeringuna ülehinnatud. 1925. aastal võttis Fisher Smithi avastused kokku ettenägelike tähelepanekutega investorite käitumise kohta:

Paistab siis, et turg ülehindab „turvaliste” väärtpaberite turvalisust ja maksab nende eest liiga palju, ülehindab ka riskantsete väärtpaberite riski ja maksab nende eest liiga vähe, maksab liiga palju vahetu ja liiga vähe kauge tootluse eest ning lõppkokkuvõttes ajab võlakirja stabiilse rahalise tulu segamini stabiilse reaaltuluga, mida sellel pole. Stabiilse reaaltulu ehk ostujõu poolest ületab lihtaktsiate hajutatud valik võlakirju.<sup>15</sup>

### Irving Fisheri „püsiv kõrgplatoo”

Professor Fisher, keda paljud nimetavad Ameerika suurimaks majandusteadlaseks ja kapitaliteooria isaks, polnud pelgalt akadeemik. Ta analüüsis ja prognoosis aktiivselt ka olukorda finantsturgudel, kirjutas



kümneid uudiskirju teemadel, mis ulatusid tervishoiust investeerimiseni, ning lõi ühe oma patenteeritud leiutise põhjal üleduka kartoteegisüsteemide firma. Ta oli küll kasinatest oludest pärit, kuid 1929. aasta suvel oli tal varandust juba üle kümne miljoni dollari, mis tänapäeva dollarites oleks üle saja miljoni.<sup>16</sup>

Irving Fisher ja paljud teised kahekümnendate majandusteadlased uskusid, et Föderaalreservi süsteemi asutamine 1913. aastal oli majanduskõikumiste vähendamiseks määrava tähtsusega. Tõepoolest olid 1920-ndad tähelepanuväärselt stabiilse kasvu periood, mil tunduvalt vähenes selliste majanduslike muutujate nagu tööstustoodangu ja tootjahindade ebastabiilsus ning see tegur upitas riskantse vara, sealhulgas aktsiate hindu. Nagu me järgmises peatükis tõdeme, on 1920-ndate ja hiljutisele 2008. aasta finantskriisile eelnenud aastakümne stabiilsus märkimisväärselt sarnane. Neil perioodidel ei püsinud üksnes majandustsükkel ühtlasena, vaid valitses ka üleüldine kindlustunne — mis seejärel sai tugeva hoobi —, et Föderaalreserv on võimeline majanduse tsüklilisust leevendama, kui mitte lausa elimineerima.

1920-ndate pulliturg meelitas aktsiate juurde miljoneid ameeriklasi ning Fisheri enda finantsedu ja turuennustaja reputatsioon tõid talle investorite ja analüütikute seas suure järgijaskonna. Kursikõikumised börsidel 1929. aasta oktoobri alguses suurendasid veelgi huvi tema väljaütlemiste vastu.

Turujälgijaid ei üllatanud see, et 1929. aasta 14. oktoobri õhtul, kui Irving Fisher saabus Builders' Exchange Clubi New Yorgis, et juhatada ostujuhtide assotsiatsiooni igakuist koosolekut, trügis saali suur hulk inimesi, sealhulgas reportereid. Investorite ärevus oli kasvanud juba septembri algusest saadik, kui ärimees ja turuennustaja Roger Babson kuulutas aktsiahindadele „kohutavat” krahhi.<sup>17</sup> Fisher oli Babsoni pessimismi tõrjunud märkusega, et Babson oli juba pikemat aega olnud karuses meeolus. Kuid avalikkus soovis pikka aega aktsiad propageerinud suurkujult siiski kinnitust.

Publik ei pidanud pettuma. Pärast mõningaid sissejuhatavaid sõnu tõi Fisher kuuldavale lause, mis tema õnnetuseks on jäänud üheks börsiajaloo enimsiteeritud fraasiks: „Aktsiahinnad,” kuulutas ta, „paistavad olevat jõudnud püsivale kõrgplatoole.”<sup>18</sup>

29. oktoobril, kaks nädalat pärast Fisheri sõnavõttu leidis aset börsikrahh. Tema „kõrgplatoost” sai põhjatu sügavik. Järgmised kolm aastat töid kaasa ajaloo ühe rängema turulanguse. Vaatamata Fisheri arvukatele saavutustele sai tugevasti kahjustada tema renomee ja nõndasamuti tema juhtmõte, et aktsiad on mõistlik viis rikkuse kogumiseks.

## RADIKAALNE MEELEOLUMUUTUS

Majanduse ja aktsiabörsi kokkuvarisemine 1930-ndatel jättis investorite hinge kustumatu jälje. Lihtaktsiainvesteeringute teooriat rünnati iga nurga alt ja paljud lükkasid lõppkokkuvõttes tagasi idee, et aktsiad on fundamentaalselt mõistlik investeering. Kirjamees ja tuntud investeerimispankur Lawrence Chamberlain väitis: „*Lihtaktsiad kui sellised ei ole pikaajalise investeeringuna võlakirjadest paremad ennekõike sellepärast, et need pole üldse investeering. Need on spekulatsioon.*”<sup>19</sup>

1934. aastal kirjutasid fondijuht Benjamin Graham ja Columbia ülikooli rahandusprofessor David Dodd „Väärtpaberianalüüsi”, millest sai aktsiate ja võlakirjade väärtusele orienteeritud analüüsimeetodi piibel. Paljude kordustrukkide kaudu on see raamat avaldanud kestva mõju nii tudengitele kui ka elukutselistele turuosalistele.

Graham ja Dodd heitsid Smithi raamatule selgelt ette 1920-ndatel pulliturul hulluse takkaõhutamist ning aktsiaostude õigustamiseks usutava kõlaga, kuid ekslike teooriate esitamist.

Nad kirjutasid:

Massispekulandi enesepettusel peab aga olema oma teatav õiguslus. ... Uue ajastu pulliturul oli „ratsionaalne” alus hajutatud aktsiaportfellide pikaegne edenemine. Võib öelda, et uue ajastu teooria lätteks on olnud üks õhuke ja üsna visandlik raamat peal kirjaga „Lihtaktsiad pikaajalise investeeringuna” Edgar Lawrence Smithi sulest, ilmunud 1924.<sup>20</sup>

## KRAHHIJÄRGNE NÄGEMUS AKTSIATOOTLUSEST

Pärast suurt krahhi materdasid ajakirjanikud ja analüütikud nii aktsiabörsi kui ka aktsiainvesteeringute eestkõnelejaid. Sellegipoolest sai aktsiate tootlusindeksite uurimine 1930-ndatel tugeva tõuke, kui Cowlesi majandusuuringute komisjoni asutaja Alfred Cowles III koostas kõigi New Yorgi börsil kaubeldavate aktsiate kapitalisatsiooniga kaalutud aktsiaindeksid tagasiulatuvalt aastani 1871. Tema kogutootlusindeksid hõlmasid ka reinvesteeritud dividende ja on sisuliselt samasugused nagu tänapäeval aktsiate tootluse rehkendamiseks kasutatav metodoloogia. Cowles kinnitas järeldusi, milleni Smith enne börsikrahhi oli jõudnud, ning tõdes, et suurema osa ajast olid aktsiad alahinnatud ja nisse investeerides võisid investorid teenida paremat tootlust.<sup>21</sup>

Pärast II maailmasõda avaldasid Michigani ülikooli professorid Wilford J. Eiteman ja Frank P. Smith uurimuse aktiivselt kaubeldud tööstusettevõtete aktsiatesse tehtud investeeringute tootlusest ja leidsid, et ostes turutsüklitest välja tegemata regulaarselt neid 92 aktsiat (seda strateegiat nimetatakse *ostude ajaliseks hajutamiseks*), teenisid aktsiainvestorid tootlust 12,2 protsenti aastas, mis tunduvalt ületas fikseeritud tulu pakkuvate investeeringute tootlust. Kaksteist aastat hiljem kordasid nad oma uurimistööd, kasutades samu aktsiad, mis eelmisel korral. Seekord oli tootlus isegi veel kõrgem, hoolimata sellest, et tulemusi ei korrigeeritud ühegi uue ettevõtte ega uue tööstusharuga, mis olid vahepealse aja jooksul esile kerkinud. Nad kirjutasid:

Kui lihtaktsiate portfelli, mis on valitud säärase ilmselgelt jaburite meetoditega nagu käesolevas uurimuses rakendatud, näitab liitintressi arvestades aastatootluseks koguni 14,2 protsenti, võib turuoludest väheteadlik väikeinvestor paigutada oma säästud lihtaktsiate hajutatud valikusse üsna suure kindlustundega, et tema portfelli garanteerib talle aja jooksul põhikapitali säilimise ja rahuldava aastatootluse.<sup>22</sup>