

TARTU ÜLIKOOL  
Majandusteaduskond

Gerol Kallo

**EESTI MAANTEETRANSPORDI VÄIKE- JA KESKMISE  
SUURUSEGA ETTEVÕTETE RAHASTAMINE JA SELLE  
ERIPÄRAD**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: dotsent Nadežda Ivanova

Tartu 2016

Soovitan suunata kaitsmisele .....

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “ “ ..... 2016. a

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

.....

(töö autori allkiri)

## SISUKORD

Sissejuhatus .....	5
1. Ettevõtete finantseerimise teoreetiline käsitlus .....	8
1.1. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete määratlus .....	8
1.2. Kapitali struktuuri teooriad.....	10
1.3. Finantseerimine ja selle allikad .....	18
2. Eesti maanteetranspordi ettevõtete finantseerimine ja eripära.....	28
2.1. Maanteetransport ja Eesti maanteetranspordi areng – Statistikaameti andmed ...	28
2.2. Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimisega seotud varasemate uuringute ülevaade.....	31
2.3. Eesti maanteetranspordi väike- ja keskmise suurusega ettevõtete rahastamise eripärad ja kättesaadavus – ettevõtete juhtide seas läbiviidud küsitluse tulemused....	37
Kokkuvõte .....	48
Viidatud allikad.....	51
Lisad.....	58
Lisa 1. Eestis kaubaveoga tegelevate transpordiettevõtete arv VKE-de lõikes aastatel 2008-2014.....	58
Lisa 2. Eesti veondus ja laondus ettevõtete sündide ja surmade arv perioodil 2008- 2013. ....	58
Lisa 3. Eesti maanteetranspordi riigisisene ja rahvusvaheline kaubavedu, tuhat tonni, aastatel 2008-2015.....	59
Lisa 4. Eesti maanteetranspordi tulude laekumine kaubaveost, miljonit eurot, aastatel 2008-2015.....	59
Lisa 5. Eesti kaubaveo transpordiettevõtete kohustused ja omakapital VKE-de lõikes, tuhat EUR, aastatel 2008-2014.....	60
Lisa 6. Eesti kaubaveo transpordiettevõtete investeeringud põhivarasse VKE-de lõikes, tuhat EUR, aastatel 2008-2014. ....	61

Lisa 7. Eestis esmaselt registreeritud veokide arv ning kogu arv, aastatel 2008-2015. .....	61
Lisa 8. Eesti ettevõtete jaotus piirkondade lõikes 2013. aastal, protsentides. ....	62
Lisa 9. Küsitluse ankeet.....	62
Summary .....	64

## SISSEJUHATUS

Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete ehk VKE-de arv nii Euroopas kui ka Eestis on märkimisväärne. Nad on peamised tööandjad ning majanduse edendajad, seega väga olulised ettevõtluses. Ettevõtte jätkusuutlikkuse tagamiseks aga vajatakse tihti lisakapitali. Põhiprobleem seisnebki VKE-de väiksemates võimalustes lisakapitali kaasamiseks võrreldes suurte ettevõtetega. Suurtel ettevõtetel on paremad võimalused finantseerida omavahenditest või kasutada hoopis võõrfinantseerimist, kuna laenuandjate silmis on nendega seotud risk väiksem kui VKE-dega. Ettevõtte sisemiste finantseerimisallikate kasutamine ei ole tihti VKE-de puhul aga võimalik ja samuti pole laenuandjad alati nende finantseerimisest huvitatud. Lisaks võib probleemseks osutuda ka erinevate ettevõtlust toetavate fondide raha kaasamine, kuna esitatavad tingimused võivad olla liiga karmid. (Access... 2016)

Käesolevas bakalaureusetöös võetakse vaatluse alla Eesti maanteetranspordis tegutsevad VKE-d, mille põhitegevuseks on kaubaveod. Esiteks on selle taga autori enda huvi, saamaks teada rohkem Eesti maanteetranspordi ettevõtete finantseerimisest ja hetke olukorrast, sooviga ehk kunagi ka ise tulevikus selles sektoris tegutseda. Siiski on olemas mitmeid tähtsamaid põhjuseid, miks vaatluse alla võtta just antud sektor. Järjest enam pööratakse tähelepanu ettevõtete sotsiaalsele vastutusele, mis on tihti seotud suurte investeeringutega. Näiteks on Eestis Riigimetsa Majandamise Keskus (RMK) kehtestanud veoki keskkonnanormidele vastava alampiiri, mis määrab ära millise veokipargiga ettevõtted saavad hankel osaleda. Seda aga järjest karmistatakse ehk transpordi ettevõtted peavad veokipargi uuendamiseks tegema suuri investeeringuid. Samuti on viimastel aastatel järjest rohkem räägitud uue generatsiooni isejuhtivatest masinatest, mis toovad kindlasti kaasa revolutsiooni transpordis. Hetkel ei ole enam kindlasti küsimus vastava tehnika olemasolus ning arvatavasti sõidavad sellised masinad meie tänavatel varem kui me arvata oskame. (Merirand, Lange 2016)

Kuid jällegi tekib küsimus, kas Eesti maanteetranspordi ettevõtetele on selleks vajalik finantseering kättesaadav.

Töö eesmärgiks on välja selgitada Eesti maanteetranspordi väike- ja keskmise suurusega ettevõtete rahastamise eripärad ning kättesaadavus. Eelnevates lõikudes toodud põhjustest ajendatult soovib autor uurida vastavate ettevõtete finantseerimisallikate eelistusi ning hinnangut kättesaadavusele. Samuti soovib autor teada, millised on peamised tegurid eelistamaks üht finantseerimisallikat teisele. Eesmärgi saavutamiseks püstitas autor järgmised uurimisülesanded:

- selgitada väike- ja keskmise suurusega ettevõtete mõiste olemust,
- tuua välja kolm suuremat kapitali struktuuri teooriat ning finantseerimise valikuid mõjutavad tegurid,
- tuua välja rahastamiseallikad väike- ja keskmise suurusega ettevõtetele,
- tuua välja Eesti maanteetranspordi sektori areng pärast 2008. aastat,
- tuua välja ning võrrelda Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimist puudutavate varasemate uuringute tulemusi,
- viia läbi ankeetküsitlus Eesti maanteetranspordi väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juhtide seas, selgitamaks välja finantseerimise kättesaadavust ja kasutust ning võrrelda saadud tulemusi teooriatega ja varasemate uuringute tulemustega.

Bakalaureusetöö koosneb kahest peatükist: teoreetilisest ja empiirilisest. Teoreetilises osas selgitatakse VKE-de mõistet. Lisaks antakse ülevaade peamistest kapitalistruktuuri teooriatest ning nendega seotud teguritest, mis avaldavad mõju ettevõtete finantseerimisotsustele. Viimases teoreetilises osas tuuakse välja võimalikud finantseerimisallikad. Empiirilise osa esimeses alapeatükis antakse ülevaade Eesti maanteetranspordi sektori arengust. Teises alapeatükis antakse ülevaade varasematest uuringutest, mis käsitlesid Eesti VKE-de finantseerimist. Viimases osas kirjeldatakse ettevõtete juhtide seas läbiviidud ankeetküsitluse tulemusi ning võrreldakse neid teooriatega ja varasemate uuringute tulemustega.

Bakalaureusetöö koostamisel on autor läbi töötanud erinevaid eesti- ja inglisekeelseid teadus- ning majandusartikleid, teemakohaseid raamatuid ning VKE-sid ja

finantseerimisallikaid kajastanud veebilehti. Teoreetilise osa kirjutamisel kasutatud kirjanduse autorid on näiteks Raagmaa, Sander, Myers ja Ehrhardt. Empiirilise osa materjal on saadud peamiselt Eesti maanteetranspordi VKE-de juhtide seas läbiviidud küsitluse tulemusena. Samuti on kasutatud sarnasel teemal varasemalt läbiviidud uuringute tulemusi ning Statistikaameti andmeid.

Bakalaureusetöö märksõnad: Eesti, maanteetransport, finantseerimine, väliskapital.  
(Eesti... 2016)

# 1. ETTEVÖTETE FINANTSEERIMISE TEOREETILINE KÄSITLUS

## 1.1. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete määratlus

Antud bakalaureusetöö seisukohalt on oluline mõista, milliseid ettevõtteid peetakse väike- ja keskmise suurusega ettevõteteks (VKE-deks). Kuna mõiste definitsioone on maailmas erinevaid, tuuakse selles alapeatükis välja antud tööd arvestades vaid olulisemad. Alapeatükis valitud definitsiooni rakendatakse kogu töö ulatuses.

Esimene VKE-de määratlus Euroopas võeti vastu 1996. aastal Euroopa Komisjoni poolt. See kehtis kuni 2005. aastani, mil võeti vastu uus määratlus, milles arvestati alates 1996. aastast toimunud majanduslikke arenguid. Uus määratlus kehtib ka 2016. aastal ning seda üritatakse aina rohkem kasutusele võtta, kuigi liikmesriikidel on õigus kasutada ka oma VKE-de määratlust. (The new... 2005: 6) Samuti on Euroopa Komisjon kontrollinud 2005. aastal vastu võetud määratluse tulemusi. 2012. aasta uuringus ei leitud põhjuseid suurteks muudatusteks. Tehti vaid väikeseid soovitusi, et muuta juhendi mõnda punkti veidi arusaadavamaks. (What is... 2016)

Ettevõtte tüübi määramiseks kasutatakse peamiselt kolme komponenti: töötajate arv, aastakäive ja aastabilansi kogumaht. Selline määratlus on levinud peamiselt Euroopas. (Commission... 2003: 4) Samas mujal maailmas võidakse kasutada ka teisi näitajaid, kuigi enamasti üks hinnatavatest komponentidest on töötajate arv. Sellepärast on ka erinevate riikide VKE-de võrdlemine raskendatud. Samuti võib ettevõtte tüübi määramisel esineda erinevusi Euroopa Liidu liikmesriikide vahel või ka riigisiseste organisatsioonide vahel. Alljärgnevas tabelis on ära toodud Eesti raamatupidamise seaduse (RPS) ja Euroopa Komisjoni VKE-de määratlus.



**Tabel 1.** Väikese ja keskmise suurusega ettevõtete määratlus

Ettevõtte suurus	Eesti raamatupidamise seadus (RPS)			Euroopa Komisjon		
	töötajate arv (a. keskmine)	varad	müügitulu	töötajate arv	aastakäive	aastabilansi maht
Mikro	-	≤ 175tuh €	≤ 50tuh €	< 10	≤ 2 m €	≤ 2 m €
Väike	< 50	≤ 4 m €	≤ 8 m €	< 50	≤ 10 m €	≤ 10 m €
Keskmine	< 250	≤ 20 m €	≤ 40 m €	< 250	≤ 50 m €	≤ 43 m €

Allikas: (Commission... 2003: 4; Riigikogu... 2015), autori koostatud.

Tabelist on näha, et mõlema määratluse puhul on täpselt sarnane vaid töötajate arvu näitaja. Seda aga mikroettevõtete vahel võrrelda ei saa, kuna RPS-is pole selle kohta piirmäära kehtestatud. RPS-i puhul kasutatakse lisaks töötajate arvule ka varade ja müügitulu suurust ning Euroopa Komisjoni määratluses aastakäive ja aastabilansi mahu suurust. Ka need näitajad on omavahel võrreldavad, varade suurus vastab bilansi mahule ning müügitulu on sisuliselt sama käibega. Suurim erinevus kahe määratluse vahel on konkreetsetes tüüpi määramise protsessis. RPS puhul eeldatakse kõigi kolme näitaja täitmist ehk siis antud piirmääradesse jäämist aruandeaasta jooksul ühe erandiga, mis näeb ette võimalust ületada ühte piirmäära. Mikroettevõtte puhul ei ole lubatud ületada ühtegi piirmäära ja lisaks tuleb arvestada sellega, et kohustised ei tohi olla suuremad kui omakapital ning ettevõtte üks osanik peab olema ka juhatuse liige. Euroopa Komisjoni määratluse puhul tuleb jääda vaid kahe näitaja piirmääradesse. Üks neist on töötajate arv ja teine siis kas aastakäive või aastabilansi maht. Nagu näha võib erinevus ühe mõiste määramisel olla päris suur. Samuti ilmestab riigisisest definitsiooni määramist fakt, et Eesti RPS-l on oma põhimõtted, kuid näiteks Eesti Väike- ja Keskmiste Ettevõtjate Assotsiatsioon (EVEA) lähtub Euroopa Komisjoni poolsest määratlusest. (VKE... 2016)

T. Gibson ja H. J. van der Vaart üritasid oma töös „*Defining SMEs: A less imperfect way of defining small and medium enterprises in developing countries*“ anda VKE-de kohta universaalset definitsiooni arengumaades. Nende definitsioon on järgnev: „VKE on ettevõtte, mille aastatulu USA dollarites, jääb 10 kuni 1000 kordse keskmise SKP inimese kohta vahele, mõõdetuna ostujõu pariteedi ühikutes, selles riigis.“ (Gibson, Van der Vaart 2008: 18) Empiirilised uuringud aga näitasid, et universaalne definitsioon ei pea paika. Probleeme tekkis andmete kätte saamisega ja lisaks on riikide majandused

väga erinevad, mistõttu oli pea võimatu universaalset definitsiooni kirja panna. (Kushnir 2010)

Antud töö puhul võetakse aluseks Eesti raamatupidamise seaduse poolt määratud VKE-de definitsioon. Peamiselt sellepärast, et kuna töö fookuses on Eesti VKE-d, mis kasutavad aastaaruannetes Eesti raamatupidamise seaduse poolt välja toodud ettevõtte tüübi määramise piiranguid. Seega loetakse väikese ja keskmise suurusega ettevõteteks mis tahes vormis ja tegevusalal tegutsevaid üksusi, mis vastavad järgnevatele tingimustele (Commission... 2003: 4; Riigikogu... 2015):

- Mikro: varad  $\leq 175$  tuh €, müügitulu  $\leq 50$  tuh €, kohustised väiksemad omakapitalist, üks osanikust juhatuse liige.
- Väike: töötajate arv  $< 50$ , varad  $\leq 4$  m €, müügitulu  $\leq 8$  m €.
- Keskmise: töötajate arv  $< 250$ , varad  $\leq 20$  m €, müügitulu  $\leq 40$  m €.

Kokkuvõtteks arvab autor, et mõistlik on kasutada riigiti erinevaid piirmäärasid VKE-de määramiseks. Kuna riigid erinevad suuruse, arengutaseme ja ettevõtlus keskkonna poolest, siis on vajalik kohandada määratlust vastavalt riigile. Samas peaks kasutama sarnaseid näitajaid, võttes näiteks Euroopas aluseks just Euroopa Komisjoni määratluse. Erinevad määratlused võivad aga tekitada segadust toetuste taotlemisel (nt Eesti vs EL), kuid sellega peavad ettevõtjad paraku arvestama.

## 1.2. Kapitali struktuuri teooriad

Tänapäeva finantsjuhid peavad kapitali struktuuri pigem teisejärguliseks. Enamasti mõeldakse selle üle, kas ettevõttes kasutatakse liiga vähe või hoopis palju võõrfinantseerimist. Oluline on, et vajaduse korral saaks kaasata lisakapitali ning vältida pankrotistumist kehvas majandusolukorras. Samas on see ka arusaadav, kuna raske on määrata vastava ettevõtte jaoks optimaalset kapitali struktuuri, mis isegi ei pruugi tagada paremaid tulemusi. (Ehrhardt, Brigham 2011: 995) Selles alapeatükis kirjeldatakse kolme suuremat kapitali struktuuri teooriate rühma, mis selgitavad ettevõtete finantseerimisotsuseid (Sander 2003: 170):

- kapitali struktuuri irrelevantse teooriad (*capital structure irrelevance theories*), mille kohaselt kindlatel tingimustel puudub kapitali struktuuri valikul efekt ettevõtte väärtusele;
- staatilised kompromissiteooriad (*static tradeoff theories*), mille kohaselt on võimalik saavutada optimaalne oma- ja laenukapitali vahekord;
- finantshierarhia teooriad (*pecking order theories*), mille kohaselt on olemas parim finantseerimisallikate paremusjärjestus.

Modernse kapitali struktuuri teooriate algatajateks peetakse Modigliani ja Milleri, kes 1958. aastal avaldasid sellekohase artikli ning näitasid teema olulisust. (Harris, Raviv 1991) Oma töös tõestasid nad, et ettevõtte väärtus ei sõltu kapitali struktuurist. Selle väite kehtimiseks püstitati ka rida eeldusi (Modigliani, Miller 1958, viidatud Ehrhardt, Brigham 2011: 610, 1021 vahendusel):

- puuduvad vahendustasud,
- puuduvad maksud,
- puuduvad pankrotiga seotud kulud,
- investoritele ja korporatsioonidele kehtib sama laenu intressimäär,
- puudub info asümmeetria investorite ja ettevõtte juhtkonna vahel,
- laenukapitali suurus ei mõjuta *EBIT*-it (tulu enne intresside ja maksude tasumist).

Jooniselt 1 on näha, et kohustused (D) ja omakapital (E) moodustavad ettevõtte väärtuse (V). Teooria kohaselt on V konstant, sõltumata sellest kui suure osa moodustab D või E. Eeldusel, et vara (*Assets-in-place and growth oportunities*) on samuti konstantne. Seega on antud juhul finantsvõimendus tähtsusetu. Ei ole oluline ka, kas tegemist on lühi- või pikaajalise, eurodes või dollarites oleva laenuga. (Modigliani, Miller 1958, viidatud Myers 2001: 84 vahendusel)

Assets-in-place and growth opportunities	Debt (D)
	Equity (E)
	Firm value (V)

### Joonis 1. Firma väärtuse bilansiaruanne

Allikas: (Myers 2001: 85)

Myers toob välja kujundlikult ühe suurima probleemi antud teooria puhul. „Ideaalse turu korral (pood), ei sõltu terve pitsa väärtus sellest, kuidas on seda lõigatud“. Tema arvates ei ole võimalik, et eksisteerib täiuslik kapitaliturg. Ehk siiski on oluline, kuidas pitsa on lõigatud, sest tarbija on nõus maksma teatud lõikude puhul suuremat hinda. Seega sõltub ettevõtte väärtus sellest, kuidas on ettevõtte vara „tükeldatud“. Ehk investorid on nõus maksma erinevat tüüpi väärtpaperite eest erinevat hinda. (Myers 2001: 85)

1963. aastal avaldatud artiklis „*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*“, tulid Modigliani ja Miller välja oma esialgse teooria täiendusega. Ära kaotati eeldus, mille kohaselt puudusid ettevõtete maksud. See tähendas, et ettevõtted said intressimakseid maha arvata kuludesse. Seetõttu vähendavad intressimaksed kohustuslikke maksude suurust ning ettevõttele jääb rohkem raha ehk tekib maksukilp (*tax shield*). Seega kokkuvõttes kasutavad ettevõtted rohkem laenukapitali ja teooria kohaselt on optimaalne kasutada ainult laenukapitali. (Modigliani, Miller 1963, viidatud Ehrhardt, Brigham 2011: 611, 612 vahendusel)

Vastupidiselt irrelevantsuse teooriale, väidetakse kompromissiteoorias, et laenamine vähendab kapitali hinda, mis omakorda tähendab kasvu ettevõtte väärtuses. (Damodaran 2001: 438) Teooria põhimõtte kohaselt laenab ettevõtte punktini, kus maksukilbist saadav kasu on võrdne finantsprobleemidest tekkida võivate kulude nüüdisväärtusega. Antud kulude all on mõeldud näiteks pankroti ja saneerimisega seotud kulusid. (Myers 2001: 88, 89) Järelikult kaotab kompromissiteooria ära irrelevantsus teooria ühe eeldustest, milleks oli pankrotiga seotud kulude puudumine. Siin kohal ei ole alati

oluline ka reaalne pankrot, vaid ka juba oht sellesse sattuda, mis võib ettevõttele kaasa tuua märgatavaid kulusid. Oht, kanda suuri pankrotiga seotud kulusid, on heaks piiranguks liigse laenukapitali kasutamisele. (Ehrhardt, Brigham 2011: 613)

Uuringud võlasuhet mõjutavate tegurite kohta on näidanud, et suure kasumiga ettevõtted võrreldes sama majandusharu ettevõtetega laenavad hoopis vähem. Kompromissiteooria kohaselt peaks see olema vastupidi. Suur kasumlikkus tähendab seda, et on ka suur tulusus, mida maksukilbi abil kaitsta. Lisaks saavad antud ettevõtted rohkem laenata, kartmata sattuda finantsraskustesse. Heaks näiteks on siin *Microsoft*, kus olenemata madalast riskist kasutatakse suhteliselt vähe laenukapitali. (Myers 2001: 89) Ühe läbi viidud uuringu kohaselt oleksid sellised ettevõtted kasvatanud firma väärtust keskmiselt 7,5%, kui nad oleksid kasutanud rohkem laenukapitali. (Graham 2000, viidatud Myers 2001: 89 vahendusel)

Maksud mõjutavad seega finantseerimisstrateegiaid. Mackie-Mason'i (1990) uuringust saadud tulemused näitasid, et makse maksvad ettevõtted tõesti eelistavad laenamist (Mackie-Mason 1990, viidatud Myers 2001: 90 vahendusel). Samas ühtis teooria ka Miller'i (1977) saadud tulemusega, mille kohaselt madal maksumäär kapitalikasumile (*capital gains*) paneb ettevõtted kasutama omakapitali finantseerimist. Sel juhul on investorite maks omakapitalist saadavalt tulult väiksem kui laenult saadavatele intressidele kehtestatud maks. (Miller 1977, viidatud Myers 2001: 90 vahendusel) Sellepärast ei saa ka Mackie-Mason'i (1990) uuringu põhjal kindlalt väita, et kompromissiteooria poolt on võõr- ja omakapitali suhe kindlaksmääratud ning maksukilp mõjutab oluliselt ettevõtte väärtust (Mackie-Mason 1990, viidatud Myers 2001: 90 vahendusel). Samuti leidis Graham (1996), et maksud mõjutavad ettevõtete finantseerimisstrateegiaid (Graham 1996, viidatud Myers 2001: 90, 91 vahendusel). Samas ei suutnud Fama ja French leida tõestusi maksukilbi positiivsest efektist ettevõtte väärtusele (Fama, French 1998, viidatud Myers 2001: 91 vahendusel).

Staatilise kompromissiteooria puhul on mitmed autorid tähelepanu pööranud erinevatele teguritele, mida pole arvestatud, kuid mis mõjutavad oluliselt võõr- ja omakapitali suhet ettevõttes. Sellepärast on üritatud selgitada kapitali struktuuri valikut läbi dünaamilise kompromissiteooria. Oluliseks peetakse ettevõtete pikaajalisemat plaani. Sellest sõltub, kas ettevõtte vajab lisaks laenukapitali või mitte. Näiteks võib ettevõtte otsustada teenitud

kasumi kohe välja maksta või hoopis teha seda järgmisel perioodil. Samuti mõjutavad maksud ja võimalikud tehingukulud ettevõtete otsuseid kasumi jagamisel. Dünaamiline kompromissiteooria on reaalsele elule lähemal ja seda peetakse oluliseks edasiminekuks, mõistmaks ettevõtete kapitali struktuuri valikuid. (Eckbo 2008: 145, 146, 150)

Finantshierarhia teooriat käsitles 1961. aastal G. Donaldson, kes avastas eelistuse sisemiste allikate kasutuses (Donaldson 1961, viidatud Sander 2003: 170 vahendusel). Täpsemini uuris finantshierarhia teooriat 1980-ndatel Myers, kellel selgituste kohaselt kasutavad ettevõtted enne odavamaid finantseerimisallikaid ehk sisuliselt moodustatakse paremusjärjestus. Finantshierarhia teooria põhiseisukohad on järgmised (Myers 1988, viidatud Sander 2003: 170 vahendusel):

- Ettevõtted peavad paremaks pigem sisemisi finantseerimisallikaid.
- Ettevõtete dividendipoliitika sõltub investeerimisvõimalustest.
- Jäik dividendipoliitika ja muutused tulususes võivad põhjustada ettevõtte rahavoos ja planeeritud investeeringutes suure lõhe. Kui rahavood ületavad planeeritud investeeringuid, siis vabast rahavoost suurendatakse sularaha varusid, väärtpaberiportfelli või mõnel juhul ka dividende. Vastupidisel juhul, rahavood on väiksemad kui planeeritud investeeringud, kasutatakse väärtpaberiportfelli või vähendatakse sularaha varusid.
- Kui ettevõtted on sunnitud kasutama mingil põhjusel väliseid finantseerimisallikaid, siis eelistatakse pigem pangalaene ning võlakirjade emiteerimist. Seda just sellepärast, et nende väärtust ei mõjuta nii palju informatsiooni asümmeetria.

Finantshierarhia teooriat aitab selgitada juhtide kapitalismi teooria (*managerial capitalism*). Selle teooria kohaselt ei soovi ettevõtete juhid kasutada välimisi finantseerimisallikaid, kuna kaasneda võib kolmandate osapoolte suurem huvi ettevõtte tegevuse kohta. Samuti võivad tekkida teatud piirangud juhtide otsustes ning välistada ei saa ka muutust aktsionäride seas, mis halvimal juhul võib kaasa tuua ettevõtte juhtkonna vahetuse. Seega on ühelt poolt ettevõtte kapitali struktuuri kujunemises tähtis roll vastava juhi omakasus. (Myers 1988, viidatud Sander 2003: 171 vahendusel) Teisalt

määrab kasutatava kapitali allika ära transaktsioonikulud. Sisemiste finantseerimisallikate puhul see sisuliselt puudub, sõltudes sellest kui likviidsed vabad ressursid on. Üldiselt mida likviidsem on ressurss, seda madalamad on transaktsioonikulud. Võrreldes laenukapitali välise omakapitaliga, on esimese puhul kulud väiksemad, mistõttu vajaduse korral eelistatakse pangalaene. (Baskin 1989, viidatud Sander 2003: 171 vahendusel) Lisaks mõjutab ettevõtte kapitali struktuuri kehtiv maksusüsteem. Näiteks nagu Eesti puhul, kus maksustatakse dividende, kuid kasumi reinvesteermist ettevõttesse mitte. Seega peaksid Eesti ettevõtted eelistama eelkõige sisemist finantseerimist. Riikides, kus maksustatakse ka ettevõtte kasumit, võidakse eelistada hoopis laenukapitali. Sel samal põhjusel, millest oli juttu ka eelmiste teooriate puhul, et tekib maksukilp ehk intressid arvestatakse maha maksude-eelsest tulust. (Sander 2003: 171)

Myers'i ja Majluf'i arvates on finantshierarhia aluseks informatsiooni asümmeetria. Näiteks võib juhtkonnal olla ettevõtte väärtuse kohta rohkem informatsiooni kui investoritel, sel juhul ei pruugi ettevõtte ellu viia tulusat investeerimisprojekti, sest selleks oleks vaja emiteerida aktsiaid. (Myers, Majluf 1990, viidatud Sander 2003: 172 vahendusel) Uusi aktsiaid on kasulik emiteerida siis, kui nende turuhind ületab teoreetilise väärtuse. Seega ei soovi ratsionaalsed investorid neid osta, kuna aktsia on üleväärtustatud. See toob kaasa aga ettevõtte aktsiahinna languse ning kapitali kaasamine läbi aktsiaemissiooni on raskendatud. (Sander 2003: 172) Asquith ja Mullins (1986) viisid läbi uuringud, millest selgus, et keskmiselt langevad aktsiahinnad 3%. Mida suurem on informatsiooni erinevus juhtkonna ja investorite vahel, seda rohkem langeb ka aktsiahind. Lisaks põhjustab võlakirjade emiteerimine väiksema languse aktsiahinnas kui aktsiate emiteerimine. (Asquith, Mullins 1986, viidatud Myers 2001: 91, 92) Samuti võib kapitali kaasamisel määrav olla asümmeetria riskitasemes, mida Myers ja Majluf pidasid vähem tähtsaks. Kui investorid hindavad ettevõtte riskitaset kõrgemaks tegelikust, on mõistlik emiteerida lihtaktsiaid. Vastupidisel juhul, tegelik riskitase on kõrgem investorite hinnangutest, on mõistlik emiteerida võlakirju. Kuna eelkõige arvestatakse ettevõtte huvidega, siis ei pruugi ratsionaalsed investorid „sobivaid“ otsuseid teha. Üldjuhul peaksid ettevõtted sarnase informatsiooni olukorras emiteerima aktsiaid ning investeerima uued ressursid likviidsetesse väärtpaberitesse, et

need võimalikult kiiresti realiseerida sobiva investeeringu leidmisel. (Myers *et. al* 1990, viidatud Sander 2003: 172 vahendusel)

Koos finantshierarhia teoriaga on mõned autorid käsitlenud ka agendi teooriat (*agency theory*). Näiteks võib agendi probleem tekkida juhul, kui juhtkonna ja aktsionäride eesmärgid ei ole sarnased. Tavaliselt on ka siis juhtide käes palju vaba raha, mille kasutuse üle on neil õigus otsustada. Siin aga tekibki tihti probleem, sest raha ei kasutata eesmärgi kohaselt ehk ei maksimeerita aktsia väärtust. Pigem kulutatakse see mõttetute mugavuste peale või halvimal juhul ostetakse hoopis omavara. Selle ära hoidmiseks on pakutud ka mitmeid lahendusi, nagu näiteks laenukapitali kasutamine või suuremate dividendide maksmine. Laenukapital sunnib juhtkonda arvestama teatava kohustusega, mille mitte täitmine võib viia pankrotini. Samas vaba raha vähendamine dividendide suurendamise teel võib samuti tõsta pankrotistumise riski. (Ehrhardt, Brigham 2011: 616) Võimalik on ka teostada järelvalvet juhtide otsustele, et arvestataks aktsionäride huve. See võib olla aga väga kulukas. Samuti ei ole parim lahendus pakkuda preemiat. (Myers 2001: 96) Teise agendi probleemina töid Jensen ja Meckling (1976) välja riski ülekandumise laenu puhul. Nad väitsid et ettevõtted, mis tegutsevad omakapitali nimel ja väärtustavad positiivset rahavoogu, valivad enamasti väga riskantseid projekte millel on ka vastav tasu. (Jensen *et.al* 1976, viidatud Eckbo 2008: 155 vahendusel) Seega võidavad sellest ettevõtte aktsionärid ja kaotavad laenuandjad (Myers 2001: 96).

Antud teooria suudab selgitada väga palju ettevõtete valikuid kapitali struktuuri osas, kuid ka selle teooria puhul on puudujääke. Näiteks ei arvestata teorias sellega, et ettevõtetel on enamasti olemas mingid sisemised vahendid (näiteks raha pangas) isegi siis, kui kasutatakse väliseid finantseerimisallikaid. Teooria üks põhiseisukohti on, et ettevõtted kasutavad enne pangalaenu kui aktsiate emiteerimist. Samas pole selgitatud piiri, millest alates peaks kasutama pangalaenu asemel näiteks aktsiate emiteerimist. (Eckbo 2008: 150, 151)

Jättes kõrvale eelnevad kapitali struktuuri teooriad, on võimalik ettevõtete finantseerimisvalikuid põhjendada ka läbi erinevate arengufaaside. Koos ettevõtte arenguga kasvab rahavoog ning muutub riski tundlikus, mis mõjutavad otseselt finantseerimisotsuseid. Sellest ajendatult on kokku pandud alljärgnev tabel, mis



iseloomustab erinevates faasides kasutatavat finantseerimist. Kuigi tegemist on universaalse lähenemisega, siis ei tähenda see, et kõiki ettevõtteid saaks selle tabeliga iseloomustada. On olemas ka palju erandeid, kuid siiski aitab arengufaasidele toetuv teooria seletada, miks erinevad ettevõtted vastavaid finantseerimisallikaid kasutavad. (Damodaran 2001: 391-393)

**Tabel 2.** Ettevõtete finantseerimisotsused vastavalt arengufaasidele

Tegurid	Ettevõtte arengufaasid				
	stardifaas	laienemisfaas	kasvufaas	küpsusfaas	langusfaas
Võõr-finantseerimise vajadus	Kõrge, kuid piiratud infrastruktuuri ga.	Kõrge, vastavalt ettevõtte väärtusele.	Keskmine, vastavalt ettevõtte väärtusele.	Langeb.	Madal, kuna uued projektid puuduvad.
Sise-finantseering	Madal.	Madal.	Madal, vastavalt finantseerimisvajadusele.	Kõrge, vastavalt finantseerimis vajadusele	Suurem kui finantseerimis vajadus.
Peamised finantseerimisallikad	Pangalaen ja omaniku poolne omakapital.	Riskikapital ja lihtaktsiad.	Lihtaktsiad, kergesti realiseeritavad väärtpaberid.	Laen.	Laenu tagasi maksmine ja aktsiate tagasiostmine.

Allikas: (Damodaran 2001: 394), autori koostatud.

Tabelist 2 on näha, et stardifaasis on tegemist eraettevõttega, mis on finantseeritud peamiselt omaniku poolt ning vähesel määral ka pangalaenuga. Finantseerimisvajadus on suhteliselt suur, kuid alustava ettevõtte jaoks on selle kättesaadavus väga piiratud. Laienemisfaasis olev ettevõtte vajab suuremal määral lisakapitali. Kuna rahavoog on veel üsnagi väike võrreldes investeerimisvajadusega, siis üritatakse täiendavaid vahendeid kaasata läbi erakapitali või riskikapitali. Selles arengufaasis võidakse minna ka börsile, et läbi aktsiate emiteerimise saada vajalikud vahendid arenguks. Kasvufaasis suureneb ettevõtte müügitulu suhteliselt kiiresti, kuid samas vajalikul hulgal kasumit ei teki. Samuti ei teki piisavalt suurt rahavoogu, mis kataks ettevõtte investeerimisvajaduse. Kuna selles etapis on ettevõtte enamasti börsile läinud, siis kapitali kaasamine toimub läbi aktsiate emiteerimise. Küpsusfaasis on ettevõtete müügitulu ja kasum jätkuvalt kasvava trendiga, tänu eelnevatele projektidele. Uute projektide arv on vähenemas ning seega ka investeringute vajadus. Investeringuteks

vajalikud vahendid saadakse peamiselt genereeritud rahavoost. Võõrfinantseerimise korral kasutatakse pigem pangalaenu või võlakirja emissiooni. Ettevõtte langusfaasis vähenevad nii müügitulu kui ka kasum, kuna uued turuosalised suudavad tegutseda efektiivsemalt. Samas eelnevad projektid suudavad tekitada rohkem rahavoogu, kui investeringuteks vaja. Kuna tegemist on langusfaasiga, siis vajadus investeringute järele on väga madal. Rahavoost tekkinud vabade vahenditega makstakse tagasi eelnevad võlad ning ostetakse tagasi aktsiaid. (Damodaran 2001: 391, 392)

Bakalaureusetöö autori arvates on väikese ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks kõige sobivam just finantshierarhia teooria. Raske on näha staatilise kompromissiteooria rakendamist, kuna esiteks ei ole enamik VKE-dest börsil ning keeruline on hinnata õiget laenu- ja omakapitali suhet, mis maksimeeriks aktsia väärtust. Samuti ei ole võimalik jälgida irrelevantsuse teooriat, kuna see on suhteliselt kaugel tegelikkusest. Autori arvates kehtib seega finantseerimisallikate valikul finantshierarhia teooria. Ehk eelistatakse ennekõike sisemisi finantseerimisallikaid ning laenukapitali, kuna kulud kas puuduvad või on suhteliselt madalad ning kättesaadavus hea. Omakapitali võõrfinantseerimist ei soovita ilmselt ettevõtte kontrolli kaotamise pärast. Kuigi teatav surve juhtkonnale tekib ka laenukapitali kasutades, siis omakapitali võõrfinantseering survestab otsuste tegemisel oluliselt rohkem. Samas ei pruugi omakapitali võõrfinantseerimine olla VKE-de olemusest tulenevalt ka väga kättesaadav, kuna investorid ei näe nendes piisavalt potentsiaali. Kas see kehtib ka Eesti maanteetranspordi ettevõtete puhul, selgub autori poolt läbiviidud küsitlusest.

### **1.3. Finantseerimine ja selle allikad**

Iga ettevõtte vajab mingis arenguetapis lisakapitali. Eriti oluline on see VKE-de puhul, kuna nende jaoks on finantseeringu kättesaadavus tavalisest raskem ning eriti määrav on see alustavate ettevõtete ellujäämisele. Tänapäeval tekib erinevaid rahastamise võimalusi aina juurde. Seega on oluline teada, millised võimalused lisakapitali saamiseks üle üldse eksisteerivad. Kättesaadavus ei seisne ainult kõrgetes tingimustes, vaid ka ettevõtja vähestes teadmistes. Vähem olulisem ei ole kindlaks määrata rahastamise vajaduse eesmärk ning ettevõtte arengutase. See aitab ettevõttel leida vastavalt vajadusele kõige sobilikuma rahastamisallika. Selles alapeatükis kirjeldatakse peamisi rahastamisallikaid (Raising... 2015: 4):

- laenukapital,
- omakapitali finantseerimine,
- Euroopa Liidu ja riigisisised toetused.

Kõige üldisemalt võib finantseerimist vaadata kui lühiajalist ning pikaajalist. Lühiajalist finantseerimist võivad ettevõtted vajada just kasvufaasis. Kuna kasumid ei pruugi olla veel piisavalt suured, kuid käibevara ostmiseks on vaja lisakapitali. Kui seda ei saada, siis võib kasvutempo olla oluliselt madalam ning ettevõttel võivad tekkida makseraskused. Pikaajalist finantseerimist võib aga vaja minna eelkõige laienemisfaasis, kus ettevõtte vajab suuri summasid investeringuteks. Alati ei ole mõistlik ettevõttel vajalikku summat koguda, vaid otsustada võõrfinantseerimise kasuks. Teatavasti on ettevõtluses väga oluline ajastus ning lükates investeringud hilisemaks, võivad konkurendid saada olulise eelise. Ettevõtete otsus kasutada lühiajalist või pikaajalist finantseerimist pole ainult tingitud vajadusest, vaid ka teatavatest eelistest. (Gallagher, Andrew 2007: 561)

Enamasti on lühiajalisele finantseerimisele kehtestatud väiksem intressimäär, kuid kuna periood on lühike, siis laenuandja jaoks on see väga riskantne. Mida väiksem on perioodi pikkus, seda suurem on risk, mistõttu võib lühiajalise finantseeringu kättesaadavus olla ettevõtjate jaoks kehvem kui pikaajalise finantseeringu. Samuti on lühiajalise finantseeringu korduv kasutamine seotud erinevate tehingukuludega, mis kokkuvõttes võib osutada suuremaks kui pikaajalise finantseeringu intressikulu. (*Ibid.*: 562) Lühiajalise finantseerimise taotlemise protsess on oluliselt lühem, sest pole vajalik analüüsida, mis juhtub näiteks 10 aasta pärast. Seega on kohese kapitali vajaduse rahuldamiseks parem valik lühiajaline finantseerimine. Lisaks on lühiajalise finantseerimise puhul vähem piiranguid ettevõtte tegevusele. Oluline on aga ettevõtte võime genereerida piisavalt vahendeid lühiajalise perioodi korral, et tasuda võetud kohustus. (Ehrhardt, Brigham 2011: 672)

Ajalooliselt on ettevõtete peamiseks rahastamise allikaks olnud pank, kuna sellel on võrreldes alternatiividega mitmeid eeliseid. Esiteks on võimalik kasutada seda väikeste summade laenamiseks, mida näiteks võlakirja emissiooni puhul pole kõrgete kulude pärast mõistlik teha. Samuti on panga poolne finantseerimine suhteliselt kättesaadav

isegi siis, kui ettevõtte pole väga tuntud või alles alustanud, kuna pank suudab hinnata suhteliselt kiiresti ettevõtte võimekust. Võlakirja emissiooni puhul pole aga lihtne leida investoreid. (Damodaran 2001: 381) Samas sõltub pangast laenu saamine, eriti pikaajalise laenu, piisava tagatise olemasolust. Seega võib alustava ettevõtte jaoks olla parimaks alternatiiviks mõne teise finantseerimisasutuse teenuseid kasutada. Enamasti on neis pakutavad teenused sarnased pankadega, kuid tingimused on hoopis teised. Näiteks laenude puhul, mille jaoks tagatist ei nõuta, kehtivad kõrgemad intressimäärad kui pangas. Sellised finantseerimisasutused võivad olla näiteks liisingu ettevõtted ning ühisrahastus platvormid. (Raising 2015: 7)

Üheks populaarseks finantseerimisallikaks on liising, mida kasutatakse peamiselt põhivara soetamiseks. Liisinguandja ehk finantseerimisteenust pakkuv ettevõtte soetab liisinguvõtjat ehk ettevõtet huvitava vara, näiteks veoauto, tootmisliin või kinnisvara. Liisinguvõtja saab selle vara kasutusõiguse lepinguga omale, kuid on kohustatud selle eest tasuma liisingumakseid. Samuti on võimalik liisinguperioodi lõppedes liisinguvõtjal vara endale osta. Kuna liisitav vara on ka sisuliselt liisinguandjale tagatiseks, kui liisinguvõtja peaks muutuma maksejõuetuks, siis on suurem risk sellega maandatud. Sisuliselt võib liisingut võrrelda pangalaenuga, kus on samuti vajalik tagatis ning kohustuse võtja peab tasuma kuumakseid. Peamine erinevus ongi selles, et liising on konkreetse vara kohta, kuid pangalaenu on võimalik kasutada ka teistel otstarvetel, kui ei ole algselt lepingus teisiti määratud. (*Ibid.*: 12) Peamiselt võib eristada kahte tüüpi liisingut (Damodaran 2001: 383):

- Kasutusrent - Enamasti sõlmitakse leping väiksema aja peale kui on liisitava vara kasutusega. Samuti on liisingumaksed kokku väiksemad kui vara algne väärtus. Liisinguperioodi lõppedes läheb vara tagasi liisinguandja kätte, mistõttu on tal võimalus vara, kas maha müüa või uuesti välja liisida. Kogu perioodi vältel on vara omanikuks liisinguandja. Liisinguvõtja justkui kõigest rendib seda, ega oma riski kui vara kaotab oluliselt turuväärtust.
- Kapitalirent - Liisinguleping kestab kuni liisitava vara kasutuseani ning liisingumaksed katavad kogu vara väärtuse. Seda tüüpi lepingut reeglina

tühistada ei saa. Kapitalirendi puhul kannab riski liisinguvõtja, juhul kui vara peaks kaotama oluliselt väärtust.

Liisingu üks suuri eeliseid on ettevõtete võimalus säilitada paindlikkus, eriti just neil, kes kasutavad äritegevuseks kõrgtehnoloogiat. Kuna tehnoloogia areneb kiiresti, siis saavad ettevõtted liisingu abiga kasutada just kõige kaasaegsemat tehnikat. Ostes koheselt välja vajaliku tehnika, on ettevõtted sunnitud mõne aja pärast jätkama vananenud tehnoloogia kasutamist või siis müüma tehnika oluliselt väiksema hinnaga. Samuti on liisingut hea kasutada juhul, kui puudub kindlus ettevõtte toodete või teenuste nõudluse järgi. Liisitavat vara on võimalik lepingus määratud tasu eest tagastada, mis minimeerib ettevõtja riski juhul kui äritegevus ei edene. Lisaks sõltuvalt lepingutingimustest võib liising sisaldada ka lisateenuseid. Näiteks võib autopargi liisimisega kaasneda liisinguandja poolne varahooldus. Seega on liisinguvõtjal vähem kohustusi ning lisaks saab ära kasutada teiste kogemusi. (Ehrhardt, Brigham 2011: 751, 752)

Faktooring võimaldab ettevõttel saada kaudselt raha kätte oma äripartneritelt. Partneritega koostöölepinguid sõlmides, määratakse ära kindel tehingu maksetähtaeg, mis võib olla isegi üle 30 päeva. See tähendab, et ettevõtte vahendid on terve selle perioodi kinni ning neid ei ole võimalik kasutada. Et likviidsus säiliks ja ettevõtte saaks edasi tegutseda, on võimalik kasutada faktooringut. Sellist teenust pakkuvad finantseerimisasutused ostavad ettevõttelt ära nõuded teiste ettevõtete vastu. Seda siis väiksema summa eest kui arved reaalselt väärt on. Ettevõtte saab jätkata sujuvalt äritegevust, ega pea muretsema likviidsuse pärast. VKE-dele, mis ei saa tagatise puudumise tõttu pangast laenu, on selline alternatiiv üks parimaid. (Raising 2015: 12)

Ettevõtte võib kasutada toodete ja teenuste ostmiseks ka kaubanduskrediiti. Sisuliselt on see sarnane laenamisega läbi panga. Teatavasti kehtivad ettevõtete vahelistes tehingutes maksetähtajad, mis võivad piirkonniti oluliselt erineda. See tähendab, et esialgu ei tasu ettevõtte midagi, mistõttu jääb rohkem raha kulutada teistele tehingutele. Kuna tarnija ei saa aga tehinguga seotud osa oma rahast kasutada, võivad ostjal kaasneda teatavad kulud intressi näol. Samas võib tarnija pakkuda ka võimalust vähem maksta, kui näiteks tehingu eest tasutakse ära varem kui algses lepingus kirjas oli. Sisuliselt võib ostja saada ilma lisa tasudeta krediiti väga lühikeseks ajaks. Täpsed tingimused sõltuvad partnerite vahelisest läbirääkimisest. (Gallagher, Andrew 2007: 564)

Iga ettevõtte eesmärk on sihtida mingil ajahetkel välismaist turgu, kuid see võib osutuda üpris raskeks. Selleks, et äratada tähelepanu välismaistes partnerites, näidates usaldusväarsust just tehingute/kohustuste täitmisel, on võimalik kasutada erinevaid võimalusi. Kaubandustehingute finantseerimisel on kolm põhilist tüüpi (Raising 2015: 13, 14):

- Akreditiiv – Riski vähendamiseks ning koostöö edendamiseks kahe eri riigi ettevõtte vahel on võimalik kasutada akreditiivi. See annab müüjale kindluse, et talle makstakse õiglane tasu osutatud teenuse või kauba eest. Samuti annab õiguse ostjale maksta mitte enne, kui ta on saanud kätte kauba või teenuse. Seega vähendavad mõlemad osapooled riski, mis on seotud võimaliku olukorraga, kus üks pool ei täida lepingut. Seetõttu ajendab see ka täiesti uusi partnereid koostööle. Akreditiivil on ka omakorda mitmeid alaliike:
  - Tühistatav ja tühistamatu – Tühistamatut akreditiivi saab muuta või lõpetada ainult kõigi osapoolte kokkuleppel. Samas tühistatavat akreditiivi saab muuta või lõpetada seda teenust pakkuv pank.
  - Kinnitatud ja kinnitamata – Üks ettevõtte võib soovida lasta üle vaadata ning kinnitada oma panga poolt teisele ettevõttele väljastatud akreditiivi. Sellega saavutatakse garantii, mille kohaselt makstakse tehing kinni oma panga poolt, kui välispartneri pank peaks mingil põhjusel seda mitte tegema.
  - Ülekantav – Seda akreditiivi saab üle anda ühelt ettevõttelt teisele, mis on hea võimalus juhul, kui tehinguga on seotud pikem tarneaeg.
  - Uuenev – Võimalus tagada äripartnerite vahel toimuvaid tehinguid, mis on hea alus pikaajaliseks koostööks.
- Inkasso – Importija ja eksportija võimalus saata ning saada makseid. Eksportijal on võimalik anda tehinguga seotud dokumendid, näiteks arve, oma panka. Panga ülesanne on vastavad dokumendid edastada importijale, kuid alles peale makse saamist. Sellise teenuse eesmärk on hoida sisuliselt kaup eksportija valduses, kuni on saadud äripartnerilt makse. Importija kaitseb ennast aga selle eest, kui eksportija ei peaks suutma tehingut täita. Samuti hoiab inkasso importija

rahavoogu, kuna enne kauba teele saatmist ei ole vaja maksta. Samas tasub tähele panna seda, et inkasso ei garanteeri täielikult makset, mistõttu on oluline tunda oma äripartnerit.

- Rahvusvahelised garantiid - Eesmärk tagada rahvusvaheliste äripartnerite vahel tehingu täitmist. Selleks on olemas erinevad alaliigid:
  - Ettemaksugarantii – Mõne tehingu puhul on vajalik importija poolne ettemakse. Sellisel juhul aga tekib risk, et eksportija ei suuda talle lepingus pandud kohustusi täita. Selle jaoks on võimalik lasta oma pangal väljastada ettemaksugarantii, mis tagab importijale vajaliku ettemakse tagasi saamise, juhul kui eksportija ei suuda täita lepingut.
  - Teostusgarantii – Kui eksportija ei suuda täita lepingust tulenevaid kohustusi, siis on võimalik selle tõttu tekkivat kahju vähendada läbi panga poolse teostusgarantii. Selle korral makstakse importijale lepingus kindlaks määratud protsent algsest tehingusummast.

Inimeselt inimesele laenamine ja ühisrahastus platvormid on hetkel kasvava trendiga finantseerimisallikad. See ühendab endas ühelt poolt inimesed, kellel on vaba raha mida investeerida, ja teisalt ettevõtteid, mis vajavad täiendavat kapitali. Kui laen inimeselt inimesele on mõeldud pigem eraisikutele, siis ühisrahastus platvormid on pigem suunatud ettevõtetele, kuna see hõlmab endas mitmeid investoreid, kes kokku suudavad investeerida suuremaid summasid. Kuna vastavaid asutusi on mitmeid, siis varieeruvad oluliselt ka lepingutingimused. Kohati on need sarnased tavalistele pankadele, kus nõutakse sarnast intressi ning tagatist. Samas küsitakse ka oluliselt kõrgemaid intresse ning antakse laene ilma tagatiseta. Peamiselt on see seotud siiski investeringu riski tasemega. Lisaks võidakse nõuda ka sarnaseid dokumente pankadega, et veenduda kliendi võimekuses kanda kohustust. Seega ei pruugi tähendada selline võimalus otseselt suuremat kapitali kättesaadavust ettevõttele. (*Ibid.*: 15)

Suurematel VKE-del on võimalik kapitali saada ka läbi võlakirjaemissiooni. Tavaliselt kasutatakse seda varianti suuremate summade puhul, mida tavalise laenuna on näiteks pangast pea võimatu saada. Võlakirjaemissiooni korral lubab emiteerija ehk ettevõtte maksta investoritele intresse ning kindlaks kuupäevaks tagastada ka põhisumma. On

olemas kolm eritüüpi, sõltuvalt tagasi maksmise perioodist: tavalised võlakirjad (enamasti on periood üle kolme aasta), keskmise tähtajaga võlakirjad (periood kuni kolm aastat) ja kommertsväärtpaber (periood vähem kui aasta). Samuti võivad võlakirjad olla noteeritud või noteerimata, tagatud või tagamata, hinnatud või hindamata. Euroopas on enamik võlakirju noteeritud Euroopa Liidu börsil. Paljudes riikides on aga eraldi programmid, mis on mõeldud just VKE-dele, kes soovivad emiteerida võlakirju. (*Ibid.*: 17) Võlakirja emissioonil on ka teatavad eelised. Esiteks pakuvad võlakirjad paremaid tingimusi võrreldes pangalaenudega, kuna risk on hajutatud suurema arvu investorite peale. Lisaks on võimalik võlakirjaga siduda teatavaid lisa võimalusi, näiteks võlakirja saab konverteerida aktsiaks. (Damodaran 2001: 382)

Alustava ettevõtte kõige tavalisem finantseerimisallikas on ettevõtja oma raha, mille ta investeerib ettevõtte omakapitali. Samuti on üsna tavaline ka perekonna või sõprade poolne investering. Pikaajalised ja usaldusväärsed suhted lähedastega on väga olulised, kaasamaks piisaval määral kapitali, mis just eriti alustavate ettevõtete puhul on elulise tähtsusega, kas ettevõtte õnnestub või mitte. Samas sõltub see ka oluliselt tuttavate rikkusest, sest enamasti on läbi teiste alternatiivide võimalik suuremaid summasid saada. Kuigi tingimused on kindlasti paremad ja soodsamad, on nende paika panemine väga tähtis. Tuleks selgeks teha võimalikud lõppstsenaariumid ning tuttava kui investori võimalused ja õigused, mis kaasnevad investeringuga. (Raising 2015: 20)

Ingelinvestoriteks on enamasti rikkad eraisikud või väiksed grupid, kes on tavaliselt ka ise edukad ettevõtjad. Nende puhul on tegu investoritega, kes lisaks kapitalile panustavad ka oma teadmistega. Sellest tulenevalt investeeritaksegi enamasti nende sektori ettevõtetesse, kus ka ise ollakse eelnevalt edukalt tegutsenud ja seega omatakse suurt kogemuse pagasit ning tutvusi. Üldiselt on see väga hea võimalus alustavale ettevõttele, et viia ellu oma idee ning võimalikult kiirelt kasvada ja edukaks saada. Võrreldes riskikapitalistidega investeerivad ingelinvestorid algul väiksemaid summasid. Kui projekt osutub edukaks, siis tehakse täiendavaid investeringuid, kuni lõpuks ettevõttest lahutatakse. Sellise finantseerimisallika kasutamiseks on loodud ka erinevaid portaale ja agentuure, mis viivad kokku investorid ning ettevõtted. (*Ibid.*: 21, 22)



Riskikapital ja erakapital on peamiselt mõeldud ettevõtetele, mis pole sisenenud börsile. Täpsemalt on riskikapital mõeldud alustavatele ettevõtetele, milles nähakse suurt kasvu potentsiaali. Sarnaselt ingelinvestoritega pakutakse ka riskikapitali puhul lisaks kapitalile oma teadmisi ja kogemusi, et saavutada kiiremini edukust. Erakapital on mõeldud pigem küpsematele ettevõtetele, mis vajavad täiendavat kapitali kas laienemiseks või välisurgudele sisenemiseks. Kuna investorid võtavad kanda suuri riske, siis nõutakse ka suurt tulumäära. Tavaliselt on selleks vähemalt 30%. Enamasti ei ole tegu ka ühekordse finantseerimisega, kui ettevõtte osutub edukaks, vaid tehakse mitmeid kapitalisüste, kuni lõpuks lahkutakse ettevõttest. Samas on olemas ka investoreid, kes üritavad päästa ettevõtteid, millel on raskusi kasvada ning saada kasumit. See aga eeldab investori suuremat kontrolli ettevõtte tegevuse üle. Kuna eksisteerib erinevaid fonde, millel on oma kindel sektor kuhu investeeritakse, siis peavad ettevõtted soovi korral pöörduma mõnda teise riiki. See raskendab aga oluliselt allika kättesaadavust. Lisaks on antud finantseerimisallikate puhul taotlemise pikkus kuni kuus kuud, mis võivad alustava ettevõtte jaoks olla väga kriitilised. (*Ibid.*: 22, 23)

Euroopas on olemas aktsiaturge, mis sobivad ideaalselt VKE-dele börsile minekuks. Neid kutsutakse kui *junior markets*, kus on vähem tingimusi ja madalamad maksud sisenemiseks. Üldiselt oleneb tasu suurus sellest, kui palju kapitali suudetakse läbi müügi koguda. Tavaliselt jääb see protsent 7-10 vahele. See tasu katab enamus kulusid, mis on antud finantseerimisallikaga seotud (investeeringuspangad, raamatupidajad, aktsiate väljalaskmisega seotud kulud jne.). Kui valida vastav finantseerimisallikas, siis tähendab see ka tuleviku mõttes oluliselt rohkem tööd ja kulutusi ning võimalikke muutusi ettevõtte juhtimises. Sarnaselt riski- ja erakapitaliga on ka selle allika puhul taotlemisperioodi pikkus kuni kuus kuud. Minnes börsile, on ettevõttel võimalik aktsiaid pakkuda erineval viisil (*Ibid.*: 24-27):

- Avalik pakkumine – Pakutakse uusi aktsiaid avalikult ja kõigile.
- Otse pakkumine – Pakutakse uusi aktsiaid kindlale arvule potentsiaalsetele investoritele.
- Sisenemine – Ei pakuta uusi aktsiaid, vaid märgitakse ära juba olemasolevad aktsiad. Selle eesmärk ei ole koguda kapitali, vaid muuta aktsiad kaubeldavaks.

Börsile minek aitab tõsta ettevõtte üldist likviidsuse taset. Samuti on see kasulik algsetele omanikele, kuna nad saavad realiseerida oma rikkuse, mis oli varem ettevõttega seotud. Ühtlasi tähendab see oma riski vähenemist, kuna enam pole enamus isiklikke varasid seotud vaid ühe ettevõttega. Samuti aitab börsile minek kaasa tulevikus omandada mõni oma konkurentidest. Paljud ettevõtted on märganud ka tõusu müügis, pärast börsile minekut. Kuigi börsist võib olla väga palju kasu, on sellel ka omad miinused. Näiteks võivad oluliselt tõusta kulutused, mis on seotud aruandlusega, kuna aruandeid soovitakse saada tihedamini kui kord aastas. Samuti muutub ettevõtte avatumaks ehk konkurentidel on nende kohta rohkem informatsiooni. VKE-de väiksuse tõttu võidakse nende aktsiatega kaubelda suhteliselt harva. Seega pole nende aktsia väga likviidne ning turuhind ei pruugi olla võrdne aktsia tegeliku väärtusega. Uute aktsionäridega kaasneb ka ettevõtte tegevuse suurem kontroll. (Ehrhardt, Brigham 2011: 789, 790)

Üleeuroopalised ning riikide sisesed toetusprogrammid pakuvad VKE-dele lisatoetusi laenudele või omakapitalile. Tavaliselt on see seotud mõne teise finantseerimisasutusega, näiteks pangaga, kuna vastavaid toetusi pole võimalik otse taotleda. Samas on see siiski ettevõtetele kasulik, kuna aitab muuta esiteks finantseerimist kättesaadavamaks ning teisalt vähendab sellega kaasnevat riski. Toetusprogrammide rahastamine on enamasti seotud Euroopa investeerimispannaga ja Euroopa investeerimisfondiga. (Raising 2015: 28)

Eestis pakutavad riiklikud toetused on eelkõige mõeldud alustavate ettevõtete rahastamise parandamiseks. Selle saamiseks on võimalik esitada taotlusi näiteks Ettevõtluse Arendamise Sihtasutusele (EAS), Euroopa Liidu struktuurifondidele ja Sihtasutusele KredEx. (Toetused... 2016) EAS pakub alustavatele ettevõtetele peamiselt starditoetust, mille eesmärk on aidata ettevõttel kiiremini areneda. Lisaks pakutakse erinevaid projektipõhiseid toetusi ka teistele ettevõtetele. (EASi... 2016) KredEx pakub noortele (kuni 3 aastat) ettevõtetele stardilaenu, mis on mõeldud investeringuteks ja käibevahendite rahastamiseks. Sisuliselt ei ole vaja, nagu pangalaenu puhul, pikka tegutsemisajalugu ning suurt tagatist. Lisaks pakub KredEx erinevaid laene ja käendusi ka teisteks otstarveteks. (Laen ja... 2016) Seega ei ole riiklikud toetused vaid alustavate ettevõtete privileeg.

Nagu näha on erinevaid finantseerimisallikaid mitmeid. Lisaks eksisteerib palju alaliike, mis peaksid muutma finantseerimist veelgi enam vastavaks ettevõtja soovile ning vajadusele. Samas eksisteerivad siiski teatavad probleemid kättesaadavusel, mis on kindlasti tingitud ka ettevõtjate puudulikest teadmistest. Autori arvates on kõige parem viis finantseerimiseks kasutada sisemisi allikaid. Sellisel viisil finantseerides on kulud peaaegu et olematud ning samuti ei pea kartma kellegi teise kontrolli ettevõtte äritegevuse üle. Arusaadavalt võib mõnes ettevõtte arengufaasis puududa vabad vahendid, mistõttu on parimaks alternatiiviks toetuste kasutamine. Toetused ongi pigem mõeldud alustavatele ettevõtetele ning omades selget äriplaani, ei peaks probleeme tekkima ka selle kättesaadavusega.

## **2. EESTI MAANTEETRANSPORDI ETTEVÖTETE FINANTSEERIMINE JA ERIPÄRA**

### **2.1. Maanteetransport ja Eesti maanteetranspordi areng – Statistikaameti andmed**

Maanteetransport on üks olulisemaid transpordiliike maailmas. Umbes 44% Euroopa kaubaveost toimub just läbi maanteetranspordi. Inimeste liikumine maanteedel on aga veelgi suurema tähtsusega. Lisaks pakub Euroopa maanteetranspordi sektor tööd viiele miljonile inimesele. Seda peetakse üheks dünaamilisemaks sektoriks Euroopas, kus kõrvuti eksisteerivad nii väikeettevõtted kui ka suured ettevõtted. Tänu vabale liikumisele ühendab maanteetransport omavahel kõiki erinevaid regioone. Sektori ehk liigagi kiire areng on toonud kaasa aga rida probleeme. Näiteks on tekkinud teatud regioonides teedevõrgustiku liigne ülekoormatus, mis tähendab suurenenud kulusid ning efektiivsuse langust. Samuti on puudus vastavate oskustega veokijuhtidest. Need on kõigest mõned probleemid, mis sunnivad Euroopat majanduslikult olulist sektorit muutma ning toetama. (Road... 2012: 2) Maanteetranspordi peamised eelised teiste transpordiliikide ees on järgnevad (Agarwal 2016):

- maanteetransport vajab palju vähem kapitali võrreldes näiteks raudtee-, mere- ja õhustranspordiga;
- võimalus kasutada uksest ukseni transporti, mis esiteks on kliendile mugavam ning kokkuvõttes vähendab ka oluliselt kulusid;
- maanteetransport ulatub ka väiksematesse kohtadesse, kus näiteks puuduvad raudteed või veekogud;
- väiksem risk kauba kahjustusteks transportimisel mööda maad, mis tähendab ka väiksemaid kulusid veose pakkimisel;
- palju kuluefektiivsem just lühikestel vahemaadel;
- sisuliselt ühendus kõigi teiste transpordiliikide vahel.

Samuti on maanteetranspordil olemas ka teatavad puudused (Agarwal 2016):

- sõltuvalt aastaajast, võib maanteetransport olla piiratud või äärmisel juhul võimatu,
- suurem risk õnnetusteks,
- väga pikkade vahemaade läbimiseks kaotab oma eelised teiste transpordiliikide suhtes,
- maanteetranspordi organiseerituse tase on oluliselt madalam teistest transpordiliikidest.

Töö lisades on ära toodud tabelid, mis kirjeldavad Eesti maanteetranspordi sektori arengut. Võimaluse korral on andmed toodud alates viimasest majanduskriisist ehk 2008. aastast kuni 2015. aastani, et näha toimunud muutusi. Lisa 1 näitab maanteetranspordi ettevõtete arvu, mis tegelevad kaubaveoga. Tähele tuleb panna, et Statistikaamet ei arvesta selle puhul FIE-sid, kuna nendele kehtiv aruandlus on veidi erinev. Seega võib arvata, et mikroettevõtteid on oluliselt rohkem. Üldiselt on näha, et mikroettevõtjate arv on pidevalt kasvanud, k.a majanduskriisi ajal. See on enamasti iseloomulik majanduskriisidele, mille korral tekib rohkem väikeettevõtlust. 2009. ja 2010. aasta andmetest on näha väike- ja keskmise suurusega ettevõtete jätkuvaid raskusi majanduskriisist toibumiseks. Alles 2014. aastaks oli Eestis antud ettevõtetüüpe rohkem kui 2008. aastal.

Lisas 2 on toodud ära perioodi 2008-2013 Eesti veondus ja laondus ettevõtete sündide ning surmade arv. Sündide ja surmade hulka ei arvestata ettevõtete ühinemisi, jagunemisi ja restruktureerimisi. Lisaks ei loeta sündide hulka ettevõtteid, mis taaselustavad tegevuse pärast selle peatamist kahe aasta jooksul. Üldiselt on näha, et 2008-2010 likvideeriti rohkem ettevõtteid, kui neid tekkis. Ilmselt ei olnud ettevõtteid selleks ajaks veel täielikult majanduskriisist üle saanud. Perioodil 2011-2013 aga oli juba vastupidine seis, uusi ettevõtteid tekkis rohkem kui vanu kadus. 2013. aasta märgatavalt kõrgemad numbrid nii ettevõtete sündivuses kui ka surmades on tingitud FIE-de andmete kaasamisest.

Lisa 3 näitab, et maanteetranspordi kaubavedu on pärast 2009. aastat pidevalt kasvanud. Kõigest 2015. aastal oli kaubaveo maht veidi tagasihoidlikum kui 2014. aastal,

vähenedes umbkaudu 2,5%. Suurema osa moodustab riigisisene kaubavedu, olles enamasti üle kahe korra suurem rahvusvahelisest. Samas pole aga riigisisese kaubaveo mahu suurus ulatunud 2008. aasta tasemele. Seevastu on rahvusvaheline kaubavedu oluliselt suurenenud, saavutades suurima mahu 2014. aastal, milleks oli 13 583 000 tonni. Seega on üldine kasv tulnud pigem rahvusvaheliste vedude pealt. 2015. aasta languse põhjuseks võib pidada peamiselt Euroopa Liidu poolt Venemaale kehtestatud sanktsioone, mis mõjutasid oluliselt ka transpordi ettevõtteid.

Maanteetranspordi tulu muutumist kaubaveost on kirjeldatud lisa 4. Jällegi on näha, et pärast 2009. aastat on see hakanud järjest kasvama. Juba 2011. aastaks oli saavutatud kõrgem tulemus kui seda oli 2008. aastal. Kõige suurem oli tulu 1046 miljonit eurot, mis tekkis 2014. aastal. 2015. aastal oli võrreldes eelnevaga umbes 2,7% langus, mille põhjuseks võib pidada transporditeenuse nõudluse vähenemist Venemaa suunal.

Lisa 5 on ära toodud transpordiettevõtete kohustused ja omakapital. Üldiselt on näha, et 2008-2010 olid mikro- ja väikeettevõtetel enamasti kohustused suuremad kui omakapital. 2010. aasta väikeettevõtete andmetest puuduvad 10-19 töötajaga ettevõtted, mistõttu on väärtused veidi väiksemad. Keskmise suurusega ettevõtete puhul olid kohustused ja omakapital enam-vähem tasakaalus terve perioodi vältel. 2008. aasta andmeid vaadates võib märgata, et eelnevatel aastatel oli suhteliselt lihtne laenukapitali saada. Viimasel neljal aastal on kõigi ettevõtte tüüpide omakapital oluliselt kasvanud. Vaadates viimase aja andmeid, kasutavad mikro- ja väikeettevõtted ehk laenukapitali veidi vähem, kuigi see kõigub aastate lõikes. Samas on näha, et keskmise suurusega ettevõtete puhul on laenukapitali kasutus kasvava trendiga.

Lisa 6 olev tabel näitab investeringuid põhivarasse. Nagu lisast 6 on näha, moodustab väga suure osa kogu investeringutest transpordivahendid, mis on iseloomulik antud sektorile. Suur langus investeringutes on olnud just 2009. aastal. Enamasti on investeringute suurus siiski kasvanud, v.a 2012. aastal. Väikeettevõtete andmetes 2010. aastal pole arvestatud 10-19 töötajaga ettevõtteid, seega on tulemused veidi tagasihoidlikumad. 2014. aasta andmed näitavad, et vaid mikroettevõtete puhul on investeringute summas suur erinevus võrreldes 2008. aastaga. Veel ehk tasub märkida keskmise suurusega ettevõtete madalamaid investeringuid transpordivahenditesse 2009. ja 2014. aastal.

Lisas 7 on ära toodud andmed veokite esmase registreerimise kohta. Oodatult on 2009. aastal esmaselt registreeritud ja kogu veokite arv oluliselt langenud. Ülejäänud perioodi puhul on aga selge kasvutrend. Kõige märgatavam kasv oli 2011. aastal, mil kasutatud veokeid registreeriti 59% ja uusi 82% rohkem kui 2010. aastal. Kõige enam oli registreeritud veokeid 2015. aastal (8495). Märkimist väärib ka viimase kolme aasta uute veokite kõrgem kasutuselevõtt võrreldes kasutatud masinatega. On näha, et vajadus uute veokite järele on järjest suurenemas.

Kokkuvõttes on näha, et 2008. aasta majanduskriis mõjutas oluliselt Eesti maanteetranspordi ettevõtteid. Samas on suudetud esialgne tase mõne aastaga taastada ning jätkuvalt kasvavas tempos edasi areneda. Seega vajab transport, kui kapitalimahukas tegevusala järjest enam ka täiendavaid investeeringuid, et arengut jätkata. Kahjuks ei ole aga 2015. aasta tulemused nii head, mille peamiseks põhjuseks on Eesti suure majanduspartneri Venemaaga seotud probleemid. Loodetavasi on selle mõju vaid ajutine ning Eesti maanteetranspordi ettevõtted näitavad järgnevatel aastatel juba positiivseid tulemusi.

## **2.2. Eesti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimisega seotud varasemate uuringute ülevaade**

Viimasel kümnendil on hakatud rohkem uurima Eestis tegutsevaid väikese ja keskmise suurusega ettevõtteid. Alates 2002. aastast on läbi viidud erinevate uuringufirmade poolt küsitlusi VKE-de arengusuundumuste kohta. Kuna suured andmebaasid ei paku piisavalt detailset informatsiooni, siis kogutaksegi andmeid küsitluste teel. Tavaliselt on uuringud ilmunud iga kolme aasta tagant ning kõige hilisem viidi läbi 2012. aastal Poliitikauuringute Keskuse Praxise poolt. Ühe osana puudutab uuring ka Eesti VKE-de finantseerimise kättesaadavust. (Kaarna *et al.* 2012: 4) Selles alapeatükis antakse ülevaade viimase aja uuringutest, mis puudutavad Eesti VKE-de finantseerimist. Uuringute tulemused aitavad üldistada Eesti ettevõtete finantseerimise olukorda.

Viimases suuremas uuringus, Eesti väikese ja keskmise suurusega ettevõtete arengusuundumused (2012), võeti vaatluse alla periood 2009-2011. Uuringust selgus, et ligi 31% VKE-dest oli kasutanud selle perioodi jooksul lisakapitali. Mõneti madal protsent on ehk seletatav 2008. aasta majanduskriisiga ning sellest taastumisega. Võrreldes keskmisega kasutasid väikeettevõtted ja keskmise suurusega ettevõtted veidi

rohkem lisakapitali, vastavalt 45% ja 47%. Väikeettevõtete suur protsent on veidi üllatav, kuna finantseerimise kättesaadavus peaks olema kehvem võrreldes keskmise suurusega ettevõtetega. Tegevusalade põhjal kasutasid keskmisest enam lisakapitali töötleva tööstuse, majutus, toitlustus ja äriteenuseid pakkuvad ettevõtted. (*Ibid.*: 50)

Oluliselt rohkem on hakanud ettevõtjad kasutama laenu sõpradelt või perekonnalt. Kui eelnevatel uuringu perioodidel oli vastav protsent alla kümne, siis antud uuringu kohaselt kasutab 51% vastanutest seda allikat. See võib ehk olla ka üheks põhjuseks, miks väikeettevõtete lisakapitali kaasamise protsent on peaaegu poolteist korda kõrgem keskmisest. Teatavasti on sellises vormis laen oluliselt kättesaadavam tänu lähedasematele sidemetele. Uuringu autorite väitel kasutavad laenu sõpradelt ja perekonnalt küll rohkem FIE-d ja mikroettevõtted. Samas võib mikro- ja väikeettevõtte määratluse vahe olla väga väike (9 vs 11 töötajat). Tegevusaladest kasutasid antud finantseerimisallikat rohkem ehitusettevõtted ja hulgimüüjad. (*Ibid.*: 50)

Samuti on tõusnud liisingu ja pangalaenu kasutamine, vastavalt 48%-ni ja 37%-ni. Liisingu puhul on peamisteks kasutajateks väikeettevõtted ja keskmise suurusega ettevõtted, vastavalt 76% ja 86%. Üldiselt järeldati, et mida suurem on ettevõtte, seda enam ka liisingut kasutati. Tegevusalade järgi kasutas enam liisingut veondus- ja sideettevõtted 71% ning neile järgnes töötlev tööstus 55%. Nagu sai kirjeldatud teoreetilises osas, pakub liising ettevõttele paindlikust, mis arvestades sõidukite ja masinate soetamist on üks parimaid finantseerimisallikaid. Sarnaselt liisinguga võib märkida ka pangalaenu puhul, et mida suurem ettevõtte, seda rohkem antud rahastamistüüpi kasutatakse. Väikeettevõtjatest kasutas pangalaenu 51% ja keskmise suurusega ettevõtete puhul oli vastav näitaja 76%. Pangalaenu kasutati peamiselt töötlevas tööstuses ning jaekaubanduses. Piirkonniti oli märgata Lääne-Eesti veidi erinevamat finantseerimist, kus allikana kasutati rohkem pankka kui sõpru ja tuttavaid. (*Ibid.*: 50, 51)

Kuigi pangalaenu kasutati võrreldes eelnevate perioodidega rohkem, hindasid vastajad selle mitte kasutamise peamisteks põhjusteks ebapiisavat tagatist (35%) ning kõrget intressimäära (32%). Võrreldes antud tulemusi eelnevate perioodidega, siis on toimunud suured muutused, kuna varasemalt olid need pangalaenu mitte kasutamise põhjuseks vähem kui 10%-le vastajatest. Praegusel ajal võib eeldada intressimäära tähtsust



sarnaselt eelnevate perioodidega, kuna hetkel on EURIBOR suhteliselt madalal. 23% vastajate jaoks on probleemiks piisava omafinantseeringu puudumine. Oluliselt on vähenenud ettevõtjate arv, kes ei vaja lisafinantseeringut (78%-lt 31%-le). Osa neist (25%), kasutavad selleks alternatiivseid allikaid, mis võrreldes varasemate perioodidega on oluliselt kasvanud. (*Ibid.*: 51)

Pangalaenu kasutati peamiselt põhivara (65%) ja käibevara (31%) ostmiseks. 23% vastanutest kasutas laenuraha ka kulude katteks. Peamiselt olid nendeks mikroettevõtted. Uuringu autorite arvates on see hoiatav märk, et ettevõtted ei ole jätkusuutlikud. Samas pole see midagi enneolematut, et lühiajalisi laene kasutatakse kulude katteks, kuna maksetähtajad võivad olla üsna pikad, mistõttu kannatab ettevõtete likviidsus. Lisaks on mikroettevõtjate puhul enamasti tegemist alustavate ettevõtetega, seega on loogiline, et algul on kulud veidi suuremad. (*Ibid.*: 51)

Üldiselt võib öelda, et võrreldes eelnevate perioodidega kasutati kõiki erinevaid finantseerimisallikaid rohkem, v.a faktooringut. Faktooringu kasutus on olnud langev, 2005. aasta uuringu tulemusena kasutas seda 5% vastanutest, 2008. aastal 4% ning antud uuringus 3%. Raske on öelda, mis selle põhjuseks võiks olla, kuna teatavasti on faktooring hea võimalus muuta ettevõtet likviidsemaks. Samas võivad pangad pakkuda erinevate lühiajaliste laenude näol ettevõtjatele palju sobivamaid tingimusi. Positiivne on näha riigitoetuste kasutamist, mis võrreldes varasemaga on kasvanud 5%-lt 15%-ni. Sagedamini kasutasid antud allikat keskmise suurusega töötleva tööstusega tegelevad ettevõtted. Samuti on märgatavalt kasvanud investorite poolsed investeeringud. Veidi enam kasutatakse kodumaise investori vahendeid (11%), võrreldes välisinvestoriga (7%). Seda mõjutab ilmselt Eesti madalam atraktiivsus välisinvestori jaoks, kuigi ka ettevõtjad ei näe oma esimese eelistusena investori kaasamist. Kõigest 24% vastajatest sooviks kasutada ettevõttevälist investorit. Peamised põhjused miks ei soovita kasutada investorit olid kontrolli kaotamine, investori poolsed nõudmised ja piirangud ning kasumi jagamine. Antud põhjused sarnanevad teoreetilises osas välja toodule. (*Ibid.*: 50-52)

Eestis pakutavate riiklike toetustega ollakse üldiselt kursis. Kõigest 15% vastajatest polnud nendest midagi kuulnud või osanud oma teadlikust hinnata. Samas on sõltuvalt piirkonnast ning tegevusalast tulemused väga erinevad. Kõige enam on riiklikke toetusi

kasutanud keskmise suurusega töötleva tööstuse ettevõtted. Piirkondadest on enim kasutanud Lõuna-Eesti (25%) ning Kirde-Eesti (26%) ettevõtjad. Sarnased tulemused on andnud ka varasemalt läbi viidud uuringud. Veonduse ning side sektoris oli riiklikest toetustest teadlik 19% vastajatest ning 9% polnud nendest midagi kuulnud. Huvitav oli näha ka seda, et ettevõtjad, kes olid toetusi kasutanud, nendest 38% ei olnud sellega rahul. Kõigest alla poole ehk 46% vastajatest olid rahul. (*Ibid.*: 66-68)

Sarnane uuring viidi läbi 2013. aastal, küll veidi väiksemas mahus, Tartu Ülikooli tudengi poolt. Bakalaureusetöö autor uuris Eesti VKE-de välisfinantseerimise kättesaadavust. (Šapovalov 2013: 5) Uuringus vaadeldi välisfinantseerimise kasutamist lähtuvalt ettevõtte arenguetapist. 58% vastanutest oli kasutanud lisakapitali ning 60% oli teinud seda stardifaasis. Võrreldes Praxise uuringuga, on kasutanute protsent palju suurem (58% vs 31%). Antud küsitlusega tulid välja ka suured erinevused piirkonniti, kus kõige enam kasutasid võõrfinantseerimist Harjumaal tegutsevad ettevõtted. See näitab piirkonna suuremat vajadust finantseerimise järele ning paremaid tingimusi selle saamiseks. Allikatest kasutati kõige enam eraisikult saadud laenu (27%), sarnaselt Praxise uuringuga. Selle järgnesid erinevad toetused (23%) ja pangalaen (20%). Kahjuks ei olnud ära toodud liisingu kasutust, mis Praxise korraldatud uuringus oli üks peamisi rahastamisallikaid. Uuringu autori hinnangul näitasid tulemused riiklike toetuste head kättesaadavust ning ettevõtjate teadlikkust. (Šapovalov 2013: 49, 50)

Ettevõtted, mis võõrkapitali ei kasutanud, tõid peamiseks põhjuseks vajaduse puudumise. Praxise uuringu põhjal oli tulemus pigem vastupidine, võrreldes eelnevate perioodidega. Pangalaenude puhul toodi välja tagatiste või garantiide puudumine, mis tuli välja ka Praxise korraldatud uuringust. Riiklike toetuse kohta märgiti ära aruandluse keerulisus ja samuti piisava informatsiooni puudumist ning teavitustööd. Investorite poolse finantseeringu kaasamise takistuseks olid peamiselt investorite liiga suured ootused, ettevõtete vähene võime tõestamaks äriidee edukust ning kontrolli kaotamine. (*Ibid.*: 50, 54)

Ettevõtte stardifaasis kasutati kõige enam starditoetust (31%). Järgmised eelistused oli eraisikult saadud laen (25%) ja pangalaen (13%). Nagu tuli ka teooriast välja, siis selles faasis ei usalda pangad tihti alustavaid ettevõtteid nende suure riski tõttu. Teinekord ei ole ettevõttel ka piisavat tagatist, seega on toetuste ja eraisikult saadud laenude

kasutamine ootuspärane. Nende kahe allika puhul seisneb eelis ka väikesemas kulukuses. Võrreldes uuringu üldtulemustega võis näha väikseid erinevusi piirkondade vahel, näiteks kasutasid Harjumaa ettevõtjad rohkem toetusi, samas kui Ida-Virumaa ettevõtjad kasutasid enam pangalaenu. (*Ibid.*: 50)

Laienemisfaasis vähenes oluliselt toetuste kasutamine (18%) ning veidi ka eraisikutelt saadud laenude osakaal (20%). Samas kasvas ootuspäraselt pangalaenu osakaal (17%). Kuna antud faasis vajavad ettevõtted suuremaid summasid, siis on loogiline, et pöördutakse panga poole, sest eraisikut on sel juhul juba raskem vastavaid summasid saada ning toetustesüsteemid on pigem suunatud alustavatele ettevõtetele. Lisaks on ettevõtja risk vähenenud, kuna ettevõtte on pikemat aega eksisteerinud, mistõttu muutub kättesaadavamaks ka pangalaen. Küpsusfaasis on pangalaenu kasutus tõusnud oluliselt (27%) ning veidi on kasvanud ka eraisikutelt saadud laenude kasutus (23%). Kuna uuringu autor arvas „eraisikut saadud laenude“ alla ka omafinantseeringu, siis pole täpselt teada, kas oodatust kõrgema taseme põhjus võib peituda selles. Teooria ning Praxis uuringu kohaselt peaks antud finantseerimisallika osatähtsus olema väiksem. Uuringust selgus ka üldine trend, kus võrreldes stardifaasiga, kasutati võõrkapitali küpsusfaasis oluliselt vähem. Nagu selgitati ka teoreetilises osas, siis küpsusfaasi langeb ettevõtete investeringute vajadus ning enamus finantseerimisvajadusest kaetakse sisemistest allikatest (rahavood, kasum). (*Ibid.*: 50, 51)

Antud uuringust tuleb välja ka regionaalne erinevus finantseerimise kättesaadavuses. Ootuspäraselt on finantseerimisvõimalused veidi paremad suuremates linnades, võrreldes näiteks maapiirkondadega. Esiteks on seal vastavad institutsioonid palju lähemal ning informatsioon erinevate võimaluste kohta liigub kiiremini. Ehk ühelt poolt on paremad reaalsed võimalused ning samuti ka ettevõtjate teadlikkus. Palju halvem olukord on aga Ida-Virumaal, mida iseloomustas ka veidi ettevõtete stardifaasis kasutatav finantseerimisallikas. Seal peetakse võõrfinantseerimist puudutavat informatsiooni puudulikuks ja eriti veel riiklike toetustega seonduvat. Ilmselt on põhiliseks probleemiks teatav keelebarjäär ning piirkonna suurem mahajäämus ülejäänud Eestist. Praxis korraldatud küsitluses otseselt sellist tulemust välja ei tulnud. (*Ibid.*: 52)

2013. aastal viis Ernst&Young, Ettevõtlike Arendamise Sihtasutuse (EAS) tellimusel, läbi uuringu, mis uuris üldiselt Eesti ettevõtete omakapitaliinvesteeringute kättesaadavust. Kuna enamus Eesti ettevõtetest on määratletavad kui VKE-d, siis annab antud uuring veidi detailsema ülevaate VKE-de omakapitaliinvesteeringutest. (Kapitali... 2013: 2) 52% vastajatest polnud varasemalt kasutanud ega ka mõelnud kasutada omakapitaliinvesteeringut. Kõigest 24% ettevõtetest olid antud investeeringuid kasutanud. Seega ülejäänud osa (24%), olid huvitatud, kuid mingil põhjusel polnud sellist laadi finantseerimist kasutanud. Kasutanud ettevõtetest olid teinud seda peamiselt pere ja sõprade abiga (53%). See näitab, et pere ja sõprade vahendeid kasutatakse suures osas ka omakapitalis, mitte ainult laenukapitalina. (*Ibid.*: 24)

Enamus vastanutest (57%) olid vastamise ajal küpsusfaasis. Varajases kasvufaasis oli 25% ja laienemisfaasis 13% vastanud ettevõtjatest. Uuringus aga leiti, et omakapitaliinvesteeringu kaasamine ei lange kokku hetke arengufaasidega. Ehk antud investeeringu kaasamise ajal oli suurem osa ettevõtetest laienemisfaasis (36%), varajases kasvufaasis (25%) ja varajases faasis (18%). Veelgi enam, küpsusfaasi polnud ükski ettevõtte omakapitaliinvesteeringut saades. Selle üks võimalikke põhjuseid võib olla sisemiste finantseerimisallikate eelistus, kuna küpsusfaasis suudab ettevõtte genereerida suuremat tulu ja kasumit ning lisaks vähenevad investeeringud. Üldiselt on see vastavuses ka teooriaga, mille kohaselt kasutatakse omakapitaliinvesteeringuid laienemis- ning kasvufaasis. (*Ibid.*: 25)

Teadlikkus omakapitaliinvesteeringute valdkonnast oli suhteliselt kehv. Vähem kui 20% vastajatest hindasid oma teadmisi antud valdkonnast kõrgeks või pigem kõrgeks. Samas üle 20% oli neid, kes ei teadnud midagi omakapitaliinvesteeringutest. Kõige rohkem teati tingimuste ja investeeringut puudutava seadusandluse kohta. Samas riiklike toetuste kohta teati kõige vähem (KredEx'i mezzanine laenud, Arengufondi riskikapitali investeeringud jt.). Küsitluse tulemustest oli näha suuremat teadlikkust keskmise suurusega ettevõtete seas. Tegevusaladest lähtuvalt olid rohkem kursis töötleva tööstuse, veonduse ja laonduse ning info ja side sektorites tegutsevad ettevõtted. (*Ibid.*: 33-36)

Uuringu käigus leiti, et 60% ettevõtjatest, kes vajavad lisakapitali, näevad võimaliku valikuna omakapitaliinvesteeringuid. Samas polnud see tingimata ettevõtete esimeseks

eelistuseks. Rohkem olid antud investeeringust huvitatud varajases- ning laienemisfaasis olevad ettevõtted. Väga madal huvi oli näiteks veonduse ja laonduse sektoris tegutsevatel ettevõtetel. Ettevõtte suuruse järgi vaadates, oli suurem huvi mikroettevõtetel. Üldiselt võib aga öelda, et huvi omakapitaliinvesteeringute vastu on madal. Peamiste põhjustena toodi vajaduse puudumine, alternatiivide eelistamine ja kontrolli kaotamine. Kuigi antud finantseerimisallikast ollakse huvitatud, hindab kõigest 25% vastajatest selle kättesaadavust heaks või väga heaks. Veonduse ja laonduse sektori esindajad hindavad ligipääsu üsna halvaks. Üldiselt võib öelda, et mida väiksem ettevõtte, seda halvemaks hinnatakse kättesaadavust, kuigi huvi ning vajadus on hoopis vastupidised. (Kapitali... 2013: 39-45)

Üldises pildis jõuavad eelnevad uuringud sarnaste tulemusteni. Samuti kinnitavad empiirilised andmed teoreetilises osas välja toodu seisukohti. Näha on, et majanduskriisist on üle saadud ning vajadus lisakapitali järele kasvab. Võõrfinantseerimise allikatest eelistatakse jätkuvalt pere ja sõprade poolset finantseerimist, pangalaenu ning liisingut. Aina rohkem on hakatud kasutama ka riiklikke toetusi, mis on eriti olulised alustavatele ettevõtetele. Kuigi finantseerimise kättesaadavus on justkui paranenud, siis toovad ettevõtjad ikka välja rida põhjuseid, miks üht või teist allikat pole võimalik kasutada. Samuti ei saa rahul olla ka ettevõtjate teadlikkusega erinevatest finantseerimisallikatest. Seega on kitsaskohti veel piisavalt, kuid üldjoontes on areng positiivne.

### **2.3. Eesti maanteetranspordi väike- ja keskmise suurusega ettevõtete rahastamise eripärad ja kättesaadavus – ettevõtete juhtide seas läbiviidud küsitluse tulemused**

Eestis varasemalt läbiviidud väike- ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimist puudutavates uuringutes analüüsitakse tulemusi peamiste tegevusalade kaupa. Ühe tegevusala moodustavad veondus ja laondus, mis võivad olla finantseeringu kasutuse poolest üpris erinevad. Sama kehtib ka eraldi veonduse kohta, sest selle alla kuulub mitmeid alaliike (raudtee-, maantee-, mere-, õhustransport). Selleks, et saada andmeid Eesti maanteetranspordi väike- ja keskmise suurusega ettevõtete kohta, oli vajalik autori poolne andmete kogumine *online* küsitluse teel. Maanteetranspordi all peetakse täpsemalt silmas kaubavedusid maanteel. Antud uuringu küsimustiku koostamisel võttis

autor aluseks varasemalt läbiviidud uuringud. Peamiseks oli juba eelnevas alapeatükis kirjeldatud 2012. aastal Poliitikauuringute Keskuse Praxise poolt läbiviidud uuringus kasutatud küsitlus. Lisaks kasutas autor küsitluse koostamisel Šapovalovi 2013. aasta bakalaureusetööd „Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise võimalused ja probleemid“.

Uuringu andmete kogumiseks koostas autor küsitluse, mis viidi läbi Eesti maanteetranspordi väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juhtide seas. Küsitlus kestis aprillist kuni maini ning see toimus läbi veebikeskkonna *Google Forms*. Küsimustik koosnes 17 küsimusest, mis olid suuremas osas valikvastustega. Küsitlusega üritas autor välja selgitada Eesti maanteetranspordi VKE-de rahastamise kättesaadavust ning rahastamise valikut mõjutavad tegureid. Lisaks puudutas küsimustik veidi lähemalt riiklikke toetusi ning tuleviku isejuhtivaid sõidukeid. Uuringus kasutatud küsitluse ankeet, lihtsustatud kujul, on ära toodud töö lisades (vt lisa 9). Küsimustiku vastajateks olid enamasti ettevõtete juhid või raamatupidajad. Osalenud ettevõtete kontaktandmed saadi peamiselt autori töökoha kaudu (ettevõtte tegeleb sõidukitele GPS/GPRS seadmete paigaldamisega), Äriregistri andmebaasist, sotsiaalvõrgustikest juhusliku valiku teel ning osaliselt olid vastajateks ka tuttavad.

Antud uuringus osales 43 Eesti maanteetranspordi väike- ja keskmise suurusega ettevõtet, mis moodustab ligikaudu 1,5% Eesti maantee kaubaveoga tegelevatest VKE-dest 2014. aastal Statistikaameti andmete järgi (vt lisa 1). Valimi esindlikkuse tagamiseks järgiti üldkogumi näitajate proportsioone (ettevõtte suurus ja piirkonnad). Üldkogumi andmed on võetud Eesti Statistikaametist ning tabelid nende kohta on toodud tööde lisas (vt lisa 1 ja lisa 8). Üldiselt võib öelda, et antud uuringu valim esindab üldkogumit, kuid mitte täielikult. Väikesed erinevused tekkisid mõlema näitaja puhul. Valimis oli mikroettevõtete osakaal väiksem võrreldes üldkogumiga. Lisaks oli piirkondadest veidi alaesindatud Põhja-Eesti.

Küsitluses osalenud ettevõtete keskmiseks vanuseks oli 13,5 aastat. Kõige noorem ettevõtte oli tegutsenud vaid 3 aastat, samas kui kõige vanem 53 aastat. Üldiselt jäi enamus ettevõtete vanus 5-15 aasta vahele. 90% vastanutest tegutsesid osaühinguna ja kõigest 10% olid aktsiaseltsid. Enamasti oli aktsiaseltside puhul tegemist keskmise

suurusega ettevõtetega. Uuritud ettevõtete jaotus, peamise vedude suuna alusel, oli suhteliselt võrdne. 53% oli neid ettevõtteid, mis vedasid rohkem Eesti siseselt.

Küsitluse tulemustest selgus, et 95% ettevõtetest on kasutanud mingil ajaperioodil võõrfinantseerimist. Antud tulemus on palju kõrgem võrreldes eelmises alapeatükis mainitud uuringutega. Stardifaasis oli kasutanud seda 35% ja kasvufaasis juba 93% ettevõtetest. Enamasti ei olnud seda teinud mikroettevõtjad, kellest üks ei kavatseda kunagi teha. Ilmselt soovib ettevõtja jätkata mikroettevõttena ka tulevikus, ega näe mõtet laieneda. Samas järelikult suudab antud ettevõtte, vähemalt hetkel, oma vahenditega ka toime tulla. Peamiste põhjustena, miks võõrfinantseerimist ei ole kasutatud, toodi vajaduse puudumine ning tingimuste mitte sobimine. See on sarnane teiste uuringute tulemustega. Lisaks märkis üks ettevõtja, kes kasutab peamiselt liisingut, et väikeettevõtetel on raske saada lisakapitali pangast, kui juba eelnevalt on võetud võõrfinantseerimist. Panka ei pidanud veenma isegi see, kui ettevõttel on näidata ette kindel leping, mis tagab vajalikule veokile töö. Võõrfinantseerimise peamise otstarbena toodi välja põhivara soetamine. Vaid üks ettevõtte on kasutanud võõrfinantseerimist peamiselt käibevara jaoks. Praxisel korraldatud uuringus hinnati küll ainult pangalaenu kasutust, kuid siiski soetati põhivara oluliselt vähem ning selle võrra käibevara rohkem.

Ettevõtete eelistusi uurides jõudis autor üldiselt samade tulemusteni, mis on saadud ka teistes uuringutes. Kõige eelistatumad olid sisemised finantseerimisallikad (46%) ehk rahavoog ja ärikasum. Nendele järgnesid riiklikud toetused (41%) ja laenukapital (10%). Seega näitavad antud tulemused, et nõudlus toetuste järgi on täiesti olemas. Ettevõtetel, mille esimeseks eelistuseks olid sisemised finantseerimisallikad, võis märgata seoseid finantshierarhia teooriaga. Nimelt sellistest ettevõtetest üle poolte eelistused vastasid finantshierarhiale. Kas ka seda teadlikult jälgitakse autor ei uurinud.

Finantseerimisallika valikut mõjutavaid tegureid uurides pidasid ettevõtjad kõige olulisemaks pikaajalist investeerimisplaani (83%), mis on aluseks dünaamilisele kompromissiteooriale. Järgneva kahe teguri, kontrolli kaotamine ja transaktsioonikulud, vahel nii selget ülekaalu ei olnud. 51% ettevõtjatest pidasid teiseks oluliseks teguriks transaktsioonikulusid, samas kui 39% hindasid selleks kontrolli kaotamist. Kontrolli kaotamist pidasid tähtsuseks kolmandaks teguriks 53% vastajatest ning 39% arvasid

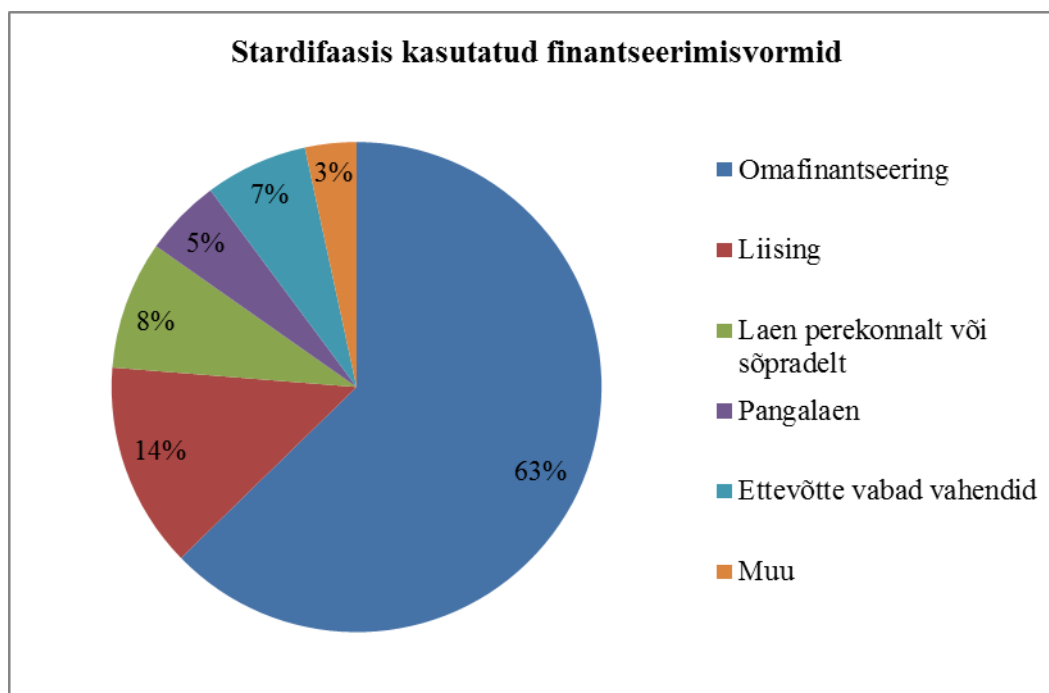
selleks olevat transaktsioonikulusid. Kokkuvõttes tuleb välja pikaajalise investeerimisplaani selge olulisus finantseerimisallika valikul, mis tegelikult hõlmab ka teataval määral transaktsioonikulusid.

Uurides täpsemalt võõrfinantseerimise valikuid mõjutavaid tegureid, oli enamuse jaoks kõige olulisemaks tingimused. Laenukapitali puhul märgiti ära eelkõige madal intressimäär. Lisaks peeti tähtsaks pikaajalisust, mis vähendab ettevõtete koormust kohustuse tasumisel ning muudab oluliselt väiksemaks pankrotistumise ohtu. Vähem olulisem ei olnud ka üldine kulukus, mille sisse arvestatakse ka finantseeringu saamiseks tehtavad rahalised kulutused. Ühe tähtsa tegurina toodi välja paindlikus. Arvestades kiirelt muutuvat maailma on antud tegur muutumas aina olulisemaks. Mõne vastaja jaoks oli oluline võõrfinantseerimist pakkuva allika usaldusväärsus ning kliendisõbralikkus. Veel märgiti ära finantseerimisallika arusaadavus. Kuna tänapäeval on erinevaid finantseerimisallikaid palju, siis võib nende võrdlemine olla keeruline, leidmaks ettevõtte jaoks parimat varianti. Kindlasti lisandub siia ka ajaline kulukus, mis on seotud informatsiooni otsimisega.

Ettevõtte stardifaasis oli peamiseks finantseerimisallikaks ettevõtja omafinantseering (63%). Sellele järgnesid liising (14%) ja laen perekonnalt või sõpradelt (8%) (vt joonis 2). Võib öelda, et tulemused vastavad teooriale, mille kohaselt stardifaasis kasutatakse peamiselt omafinantseeringut ja pangalaenu. Kuna liising on suhteliselt sarnane pangalaenuga (koos moodustasid ligikaudu 20%), siis tõepoolest väide kehtib. Veidi üllatav on ehk perekonnalt ja sõpradelt saadava finantseeringu tagasihoidlikus. Eelnevate uuringute põhjal oli see üks peamisi allikaid. Samas Šapovalovi (2013) bakalaureusetöös arvestati lisaks eraisikult saadud laenu alla ettevõtja omafinantseeringut laenu näol, mille kohta antud uuringus täpsemalt ei küsitud. Seega võib eraisikult saadud laenu eelduste kohaselt pidada veidi kõrgemaks. Veelgi enam, puudus antud arenguetapis riiklike toetuste kasutus. Arusaadav oleks see pikka aega tegutsenud ettevõtete puhul, et nende algus aegadel ehk polnud toetused väga levinud, siis mõne aasta vanuste ettevõtete puhul peaks see olema vastupidi. Kahe ettevõtte peamiseks finantseerimisallikaks oli algusfaasis olnud ematöötaja laen. Piirkondadest erines kõige rohkem Kirde-Eesti, kus stardifaasis kasutati peamiselt omafinantseeringut



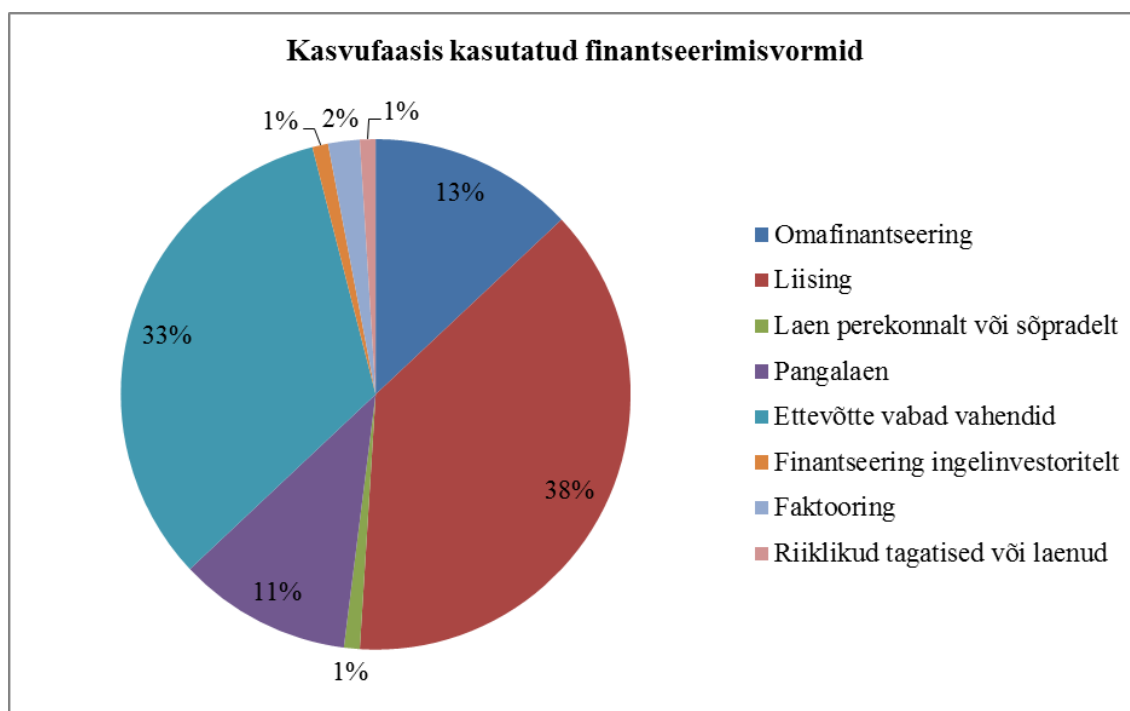
ning suhteliselt vähe alternatiivseid allikaid. Šapovalovi (2013) uuringust tuli välja aga Kirde-Eesti suurem laenukapitali kasutus.



**Joonis 2.** Küsitluses osalenud ettevõtete stardifaasis kasutatud finantseerimisallikad  
Allikas: küsitluse tulemused, autori koostatud

Kasvufaasis oli oodatavalt vähenenud omafinantseeringu kasutus, kuid siiski oli selle kasutus oluline (13%). Kõige enam kasutati liisingut (38%) ja ettevõtte vabaid vahendeid (33%). Samuti kasvas pangalaenu kasutus (11%) (vt joonis 3). Praxise (2012) uuringust tuli samuti välja veendus ettevõtete suurem liisingu ja pangalaenu kasutus. Üllatav on ettevõtte vabade vahendite olulisus, mis teooria kohaselt ei tohiks laienemis- ja kasvufaasis nii suurel määral eksisteerida. Samas on erinevus tootmisettevõtte ja teenust pakkuva ettevõtte vahel suur. Lisaks pole maanteetranspordi ettevõtted väga kiire kasvuga, nagu innovatiivsed *start-up* ettevõtted, mida teooria paremini iseloomustab. Tähelepanu väärib perekonna või sõprade finantseerimise langus. Seega võib öelda, et antud vormis finantseerimist maanteetranspordi VKE-d enamasti ei kasuta. Autori arvates ei ole küsimus mitte kättesaadavuses, vaid pigem summa suurustes, sest teatavasti eraisikult saadud laenud ei ole just väga suured. Samas võib tulemust seletada ka läbi liisingu eelistamise, mis tagab ettevõttele vajaliku paindlikkuse. Ostes põhivara koheselt välja, on hiljem keerulisem ning kulukam seda

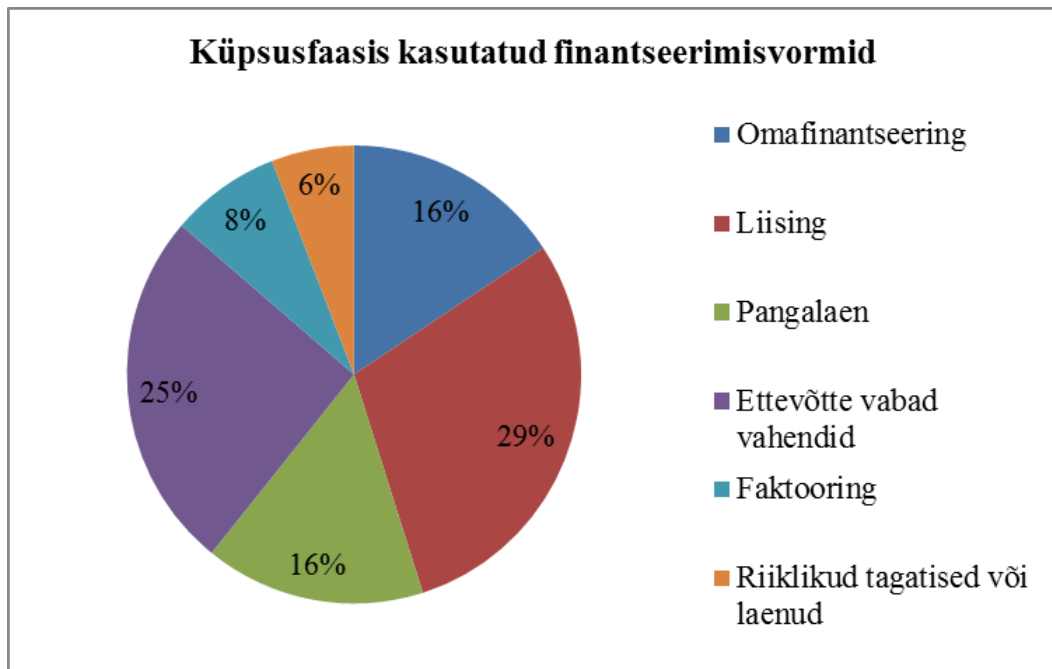
ümber vahetada, eriti kui see osutub vajalikuks lühikese perioodi jooksul. Lisaks kasutati väiksemal määral likviidsuse tagamiseks faktooringut. Üks ettevõtte oli sellel arenguperioodil kasutanud ka ingelinvestori finantseerimist. Riiklike toetusi kasutas kasvufaasis, vaid üks ettevõtte, mis on oodatavam tulemus, võrreldes eelneva arenguetapiga, kuna toetusi pakutakse pigem alustavatele ettevõtetele.



**Joonis 3.** Küsitluses osalenud ettevõtete kasvufaasis kasutatud finantseerimisallikad  
Allikas: küsitluse tulemused, autori koostatud

Küpsusfaasis hindas ennast olevat 22 ettevõtet. Jätkuvalt oli kõige eelistatumad finantseerimisvormid liising (29%) ja ettevõtte vabad vahendid (25%). Suhteliselt kõrgeks jäi ka omafinantseeringu kasutus (16%) ning lisaks oli kasvanud pangalaenu olulisus (16%) (vt joonis 4). Teooria kohaselt peaks selles faasis ettevõtte juba rohkem sõltuma ainult ettevõtte vabadest vahenditest. Kuigi tulemustes on antud allika olulisus jätkuvalt suur, on seda ka võõrfinantseerimine. Ilmselt on see seotud sektori eripäraga ja sellega, et väike- ja keskmise suurusega ettevõtete äritegevus ei ole piisavalt tulus, finantseerimaks veokite ja haagiste ostu ainult oma vahenditest. Küsimuste tulemustest järeldub ka toetuste ja faktooringu kasutamise kasv. Riiklike toetuste kasutamise kasv on vastuoluline Šapovalovi (2013) uuringu tulemustega, mille kohaselt küpsusfaasis

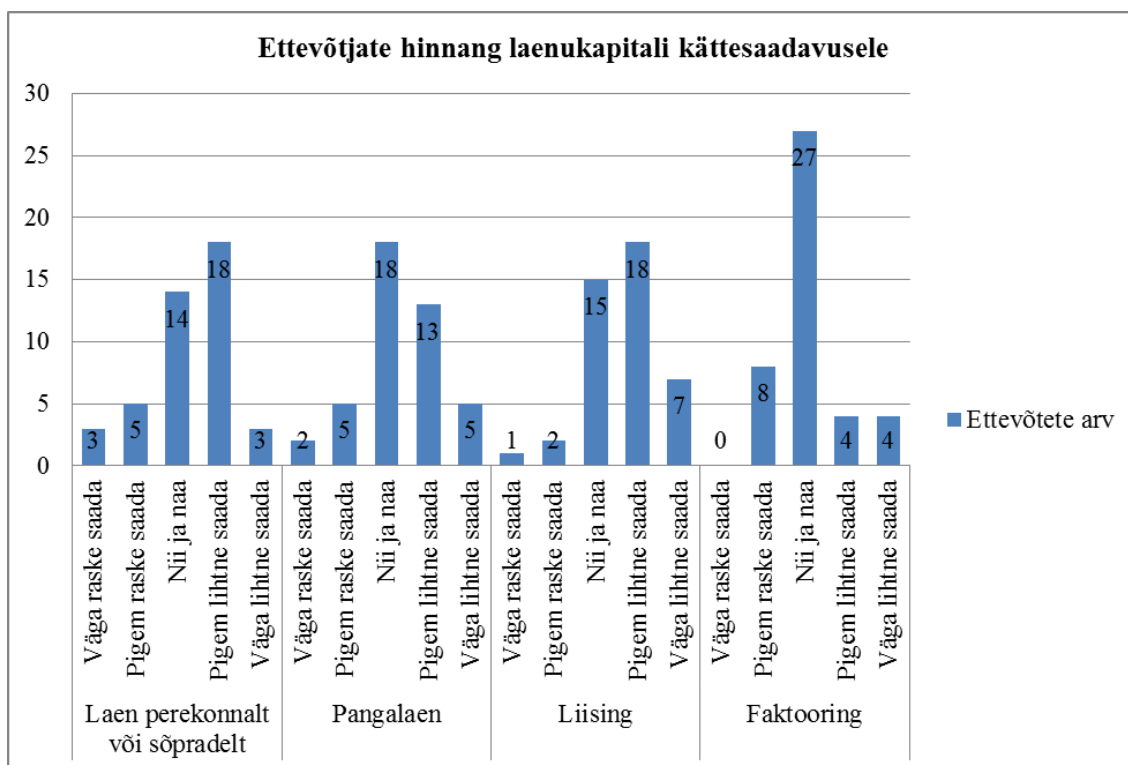
antud allika kasutus oluliselt langeb. Samas ühtib see Praxise saadud tulemusega, kus leiti keskmise suurusega ettevõtete suurem riiklike toetuste kasutus.



**Joonis 4.** Küsitluses osalenud ettevõtete küpsusfaasis kasutatud finantseerimisallikad  
Allikas: küsitluse tulemused, autori koostatud

Eesti maanteetranspordi väike- ja keskmise suurusega ettevõtetel paluti anda hinnang erinevate võõrfinantseerimisallikate kättesaadavusele. Laenu perekonnalt või sõpradelt hinnati pigem kättesaadavaks (vt joonis 5). Kõigest 18% vastanutest pidasid selle kättesaadavust raskeks või väga raskeks. Samas nagu selgus, siis see erinevates arenguetappides just väga palju kasutust ei leia. Ilmselt on põhiline probleem finantseeringu suuruses. Pangalaenu kättesaadavust hinnati pigem positiivselt, kuid oli ka palju neid, kes ei osanud täpset seisukohta võtta. Piirkonniti oli veidi erinev Lõuna-Eesti, mille ettevõtjad hindasid pangalaenu kättesaadavust pigem raskeks. Vedude suuna järgi hinnates, oli see rohkem kättesaadavam rahvusvaheliste vedudega tegelevatele ettevõtetele. Ettevõtjate hinnangul on liisingut lihtne saada, mida näitab ka kaudselt selle olulisus ettevõtete finantseerimises. Ainult 7% vastanute arvates on liisingut raske saada. Samas nagu nägime võõrfinantseerimise mitte kasutamise põhjustest, siis juba võetud kohustusele ei ole nii lihtne teist lisaks võtta. Faktooringu kättesaadavust hindasid positiivselt peamiselt need ettevõtjad, kes olid ka seda mingis arenguetapis kasutanud. Kindlat seisukohta aga ei osatud võtta, mis võib tingitud olla

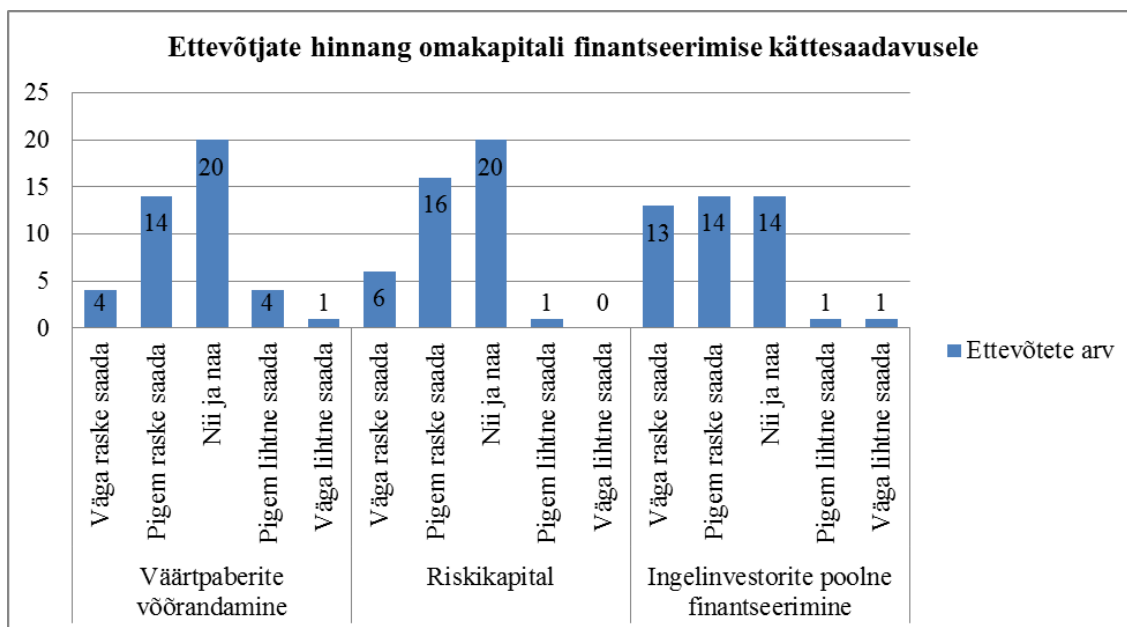
lihtsalt kogemuse puudumisest. Üldiselt oli laenukapital kõige kättesaadavam just keskmise suurusega aktsiaseltsidele.



**Joonis 5.** Küsitluses osalenud ettevõtete hinnangud laenukapitali kättesaadavusele  
Allikas: küsitluse tulemused, autori koostatud

Peamiselt omakapitali finantseerimisega seotud allikate kättesaadavust hinnati negatiivselt (vt joonis 6). Veidi paremaks hinnati väärtpaperite võõrandamist (võlakirjade, aktsiate emiteerimine), kuid üldiselt peeti kättesaadavust raskeks või väga raskeks. Kõige vähem kättesaadavaks hinnati finantseeringut ingelinvestoritel. Isegi ettevõtja, kes oli seda varasemalt kasutanud, hindas selle saamist pigem raskeks. Sarnane hinnang anti ka riskikapitali kättesaadavusele. Piirkonniti vaadates, hindasid Põhja-Eesti ettevõtjad nende kolme allika kättesaadavust veidi positiivsemalt. Sarnane muster jooksis läbi rahvusvaheliste vedudega tegelevate ettevõtete hinnangutest. Antud tulemustega võib tõmmata paralleeli Ernst&Young'i (2013) uuringuga. Sealt selgus, et veondus ja laondus sektor on küll kursis omakapitaliinvesteeringutega, kuid huvi selle kasutamiseks on üks madalamaid. Samuti kehtib ka autori uuringu puhul väide, et mida väiksem on ettevõtte, seda madalamaks omakapitaliinvesteeringute kättesaadavust hinnatakse. Põhiprobleemiks võibki olla vajalikud ajalised ning rahalised kulutused, mis

on tarvis teha, tõestamaks investoritele ettevõtte edukust. Sellepärast eelistatakse pigem lihtsamaid allikaid laenukapitali näol, mis ei vaja nii suurt ettevõtja panust taotlemisprotsessis. Samas ongi riskikapital ja finantseering ingelinvestoritelt mõeldud rohkem innovatiivsetele ja kiirelt arenevatele *start-up* ettevõtetele.

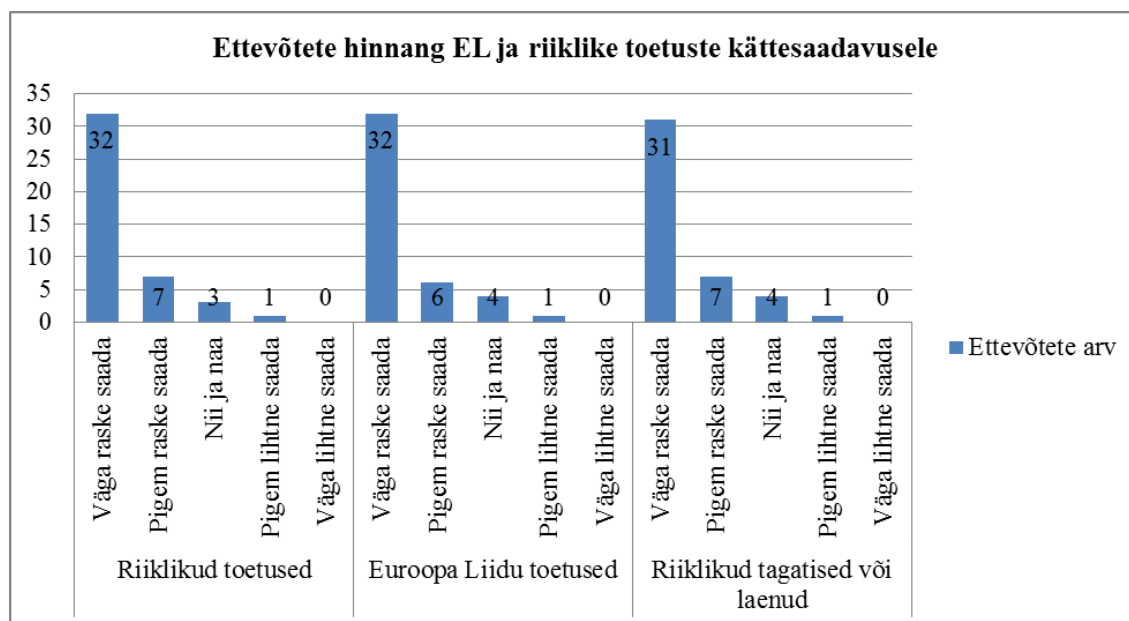


**Joonis 6.** Küsitluses osalenud ettevõtete hinnangud omakapitali finantseerimise kättesaadavusele

Allikas: küsitluse tulemused, autori koostatud

Euroopa Liidu ja riiklikest toetusemehhanismidest saadava finantseeringu kättesaadavust hinnatakse üheselt väga raskeks (vt joonis 7). Mingit erinevust ei esine isegi Euroopa Liidu või riiklikul tasandil saadava finantseeringu vahel. Samuti ettevõtjad, kes olid mingil arenguetapil seda kasutanud, hindasid kättesaadavust pigem raskeks. Seega iseloomustab antud tulemus hästi seda, miks isegi noored maanteetranspordi ettevõtted pole kasutanud toetusi. Kindlasti on üheks põhjuseks ka informatsiooni puudulikkus. 56% vastajate arvates on riiklike toetusmeetmeid puudutava informatsiooni kättesaadavus puudulik. Kõigest 4% arvates on see piisavalt hea, kuigi ka nemad hindavad finantseeringu kättesaadavust pigem raskeks. Rohkem on kursis erinevate toetustega keskmise suurusega ettevõtted. Vaadates informatsiooni kättesaadavust piirkonniti, hindasid mitmed Põhja-Eesti ettevõtjad seda puudulikuks, mis ei ühti eelnevate uuringutega. Üldiselt on tulemus sarnane Praxise (2012) uuringus

leituga, mille kohaselt üks kehvemini toetustest kursis olevaid tegevusalasid on veondus.



**Joonis 7.** Küsitluses osalenud ettevõtete hinnangud Euroopa Liidu ja riiklike toetuste kättesaadavusele

Allikas: küsitluse tulemused, autori koostatud

Küsites maanteetranspordi ettevõtete tuleviku kohta, seoses isejuhtivate veokitega, tekkis väga vastakaid arvamusi. Mõne ettevõtja arvates polegi see nende ettevõtte jaoks võimalik ja suure tõenäosusega tuleb neil konkurentsi tõttu firma ukсед sulgeda. Samas üks ettevõtja oli väga positiivselt meelestatud ning tema hinnangul oleks ta kasvõi kohe valmis vana masinapargi isejuhtivate veokite vastu välja vahetama. Üldiselt arvati, et isejuhtivad veokid on konkurentsi tõttu vajalik kasutusele võtta umbes 15-25 aasta pärast. Ekspertide arvates saavad isejuhtivad veokid realsuseks umbes 10-15 aasta pärast, kuid osaliselt isejuhtivad veokid võivad tulla ehk veelgi varem. Ühe ettevõtja arvamuse kohaselt, arvestades turusituatsiooni, on Eestis võimelised antud tehnikat soetama vaid vähesed. Pigem hakkavad suurriikide ettevõtted sel juhul domineerima Euroopa transporditurul. Kuna inimese kui autojuhi side kodumaaga pole enam oluline, siis on ka palju lihtsam välisriigi ettevõtetel näiteks Eestis vedusid teostada.

Autor tõi ettevõtetele ka hüpoteetilise näite, et saada hinnangut võõrfinantseerimise kättesaadavusele tulevikus. Näide oli järgnev: „Kui isejuhtivad veokid tuleks kasutusele

võtta 10 aasta pärast, siis kuidas hindate vajaliku summa kättesaadavust läbi võõrfinantseeringu?“. Enamus ettevõtjaid hindasid vajaliku summa saamist raskeks. Samas oli ka neid, kes olid positiivselt meelestatud. Osalt arvati, et vajaliku finantseeringu saamine ei ole kindlasti lihtne, kuid täiesti võimalik. Mõni vastaja uskus, et tulevikus on võõrfinantseerimise kättesaadavus hoopis parem kui hetkel.

Kokkuvõttes selgus, et Eesti maanteetranspordi väike- ja keskmise suurusega ettevõtted eelistavad eelkõige sisemisi allikaid (jaotamata kasum, rahavoog). Samas kasutatakse väga suurel määral ka võõrfinantseerimist, milleks peamiselt on liising ja pangalaen. Ühtlasi näitab see antud finantseerimisallikate suhteliselt head kättesaadavust. Liisingu kasuks rääkis peamiselt selle paindlikus, mida märkisid ettevõtjad ka ühe mõjutava tegurina kulukuse kõrval. Väga vähe kasutavad maanteetranspordi ettevõtted laenu perekonnalt või sõpradelt ning riiklikke toetusi. Üheks põhjuseks, miks eraisikutelt saadud laenu kasutus protsent oli niivõrd madal, võib olla mikroettevõtete väiksem osatähtsus uuritavas valimis. Samas ei oleks ka esinduslikuma valimiga antud finantseerimisallikas nii palju kasutust leidnud kui teistes uuringutes. Kuigi riiklikud toetused olid suhteliselt eelistatud, pidas enamik ettevõtjaid nende kättesaadavust väga raskeks. Puudulikuks hinnati ka toetuste informatsiooni kättesaadavust. Regiooniti väga suuri erinevusi ei esinenud, kuid veidi enam oli probleeme laenukapitali (pangalaen, faktooring) kättesaadavusega Lõuna-Eestis.

## KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö teoreetilises osas toodi välja väike- ja keskmise suurusega ettevõtete definitsioon. Definitsioone VKE-de kohta on palju ja väga erinevaid. Isegi riigisiselt võib kasutuses olla mitu erinevat varianti, vastavalt organisatsioonidele. Üritatud on kasutusele võtta ka universaalset definitsiooni, kuid andmete puudulikkuse ning riikide majanduste erinevuse tõttu pole see võimalik. Antud töö puhul võeti väike- ja keskmise suurusega ettevõtete definitsiooni aluseks Eesti Raamatupidamise Seadus.

Kapitali struktuuri teooriate all vaadeldi kolme suuremat teoreetilist käsitlust: irrelevantsuse teooriad, staatilised kompromissiteooriad ja finantshierarhia teooriad. Kapitali struktuuri irrelevantsuse teooriatele panid aluse Modigliani ja Miller. Nad väitsid, et ettevõtte väärtus ei sõltu tema kapitali struktuurist. Selle väite tõestamiseks tehti rida eeldusi, mida aga päris maailmas pole võimalik saavutada. 1963. aastal tulid samad autorid välja teooria täiendusega. Arvestati maksudega, millest järeldati laenukapitali suurt osatähtsust ettevõtete kapitali struktuuris. Staatiliste kompromissiteooriate kohaselt on olemas optimaalne oma- ja võõrkapitali suhe, mis maksimeerib ettevõtte väärtust. Seega peaksid ettevõtted laenama piirini, kus maksukilbist saadav kasu on võrdne tulevikus tekkida võivate pankrotikuludega. Empiirilised uuringud on aga näidanud, et suurte tuludega ettevõtted ei kasuta väga palju laenukapitali. Finantshierarhia teooriate kohaselt on olemas finantseerimisallikate optimaalne paremusjärjestus. Uuringud on näidanud, et ettevõtted eelistavad sisemisi finantseerimisallikaid just transaktsioonikulude puudumise tõttu. Sellele järgneb laenukapital, mida omakorda eelistatakse omakapitalile. Peamised põhjused miks võõrfinantseerimist ei eelistata on seotud kuludega ja kontrolli kaotamisega. Lisaks eelnevatele teooriatele, on võimalik ettevõtte kapitali struktuuri kujunemist vaadata läbi arengufaaside. Sõltuvalt arengufaasist, kasutab ettevõtte kas peamiselt sisemist finantseerimist või võõrfinantseerimist.



Teooria osas kirjeldati ka väike- ja keskmise suurusega ettevõtete rahastamisallikaid ja finantseerimist. Finantseerimist võib vaadata kui lühiajalist ja pikaajalist, mille valik sõltub eelistest ning ettevõtte vajadusest. Selle järgi valitakse ka rahastamisallikaid, mida võib üldiselt jagada kolmeks: laenukapital, omakapitali võõrfinantseering, Euroopa Liidu ja riiklikud toetused. Põhjalikumalt käsitleti näiteks pangalaenu, liisingut, faktooringut, kaubanduskrediiti, inimeselt inimesele laenamist ja võlakirja emissiooni. Samuti kirjeldati kaubandustehingute finantseerimisvõimalusi: akreditiiv, inkasso, rahvusvahelised garantiid. Kõige lõpuks anti ülevaade ingelinvesteeringutest, riski- ja erakapitalist ning börsile minekuga avanevatest finantseerimisvõimalustest.

Empiirilises osas anti ülevaade Eesti maanteetranspordi, täpsemalt kaubavedude, arengust. 2008. aasta majanduskriis mõjus ettevõtetele laastavalt. Oluliselt vähenesid kaubavedude maht ja tulu ning seetõttu ka investeeringud. Üldiselt jõuti enamuse näitajate puhul mõne aastaga 2008. tasemest ette. Kõige edukamaks aastaks võib pidada 2014, mil tulu kaubaveost ning investeeringud olid vaadeldava perioodi kõrgeimad. Väikse languse põhjuseks 2015. aastal oli vedude vähenemine Venemaa suunal.

Varasemad uuringud väike- ja keskmise suurusega ettevõtete finantseerimise kohta on näidanud üldiselt positiivseid tulemusi. Jätkuvalt eelistatakse küll sisemisi allikaid, kuid järjest rohkem on hakatud kasutama ka võõrfinantseerimist, millest eriti on esile kerkinud eraisikult saadud laenud ja riiklikud toetused. Peamine võõrfinantseerimise kasv ongi tulnud laenukapitali kasutamisest. Omakapitaliinvesteeringuid peavad ettevõtted pigem teisejärguliseks. Põhjustena tuuakse välja vajaduse puudumine, laenukapitali eelistamine ja kontrolli kaotamine. Kuigi laenukapitali kasutatakse rohkem, ei ole ka see siiski kõigile kättesaadav. Peamiste põhjustena toodi ebapiisav tagatis ja kõrge intressimäär.

Antud bakalaureusetöö autori poolt läbiviidud küsitlus Eesti maanteetranspordi väike- ja keskmise suurusega ettevõtete juhtide seas andis veidi erinevaid tulemusi võrreldes varasemate uuringutega. Tulemustest selgus, et Eesti maanteetranspordi ettevõtted eelistavad sisemisi finantseerimisallikaid. Sellele järgnesid riiklikud toetused ning laenukapital. Üldiselt tuleb välja finantshierarhia teooria kehtivus, mille kohaselt eelistavad ettevõtted eelkõige sisemisi allikaid. Seejärel kasutatakse madalate kuludega finantseeringut nagu toetused ning alles siis laenukapitali, mida omakorda eelistatakse

omakapitali võõrfinantseeringule. Kuigi eelistatakse sisemist finantseerimist, näitavad tulemused oluliselt suuremat võõrfinantseerimise kasutamist võrreldes varasemate uuringutega. Kuna maanteetransport on suhteliselt kapitali mahukas ning ettevõtete kasumid pole just suured, siis ollakse sunnitud kasutama rohkem võõrfinantseerimist, milleks on peamiselt liising. Võõrfinantseerimisallikatest kasutatakse aga väga vähe laenu perekonnalt ja sõpradelt ning riiklike toetusi. Kuigi riiklike toetuste nõudlus eelistuse näol on täiesti olemas, siis hinnang selle kättesaadavusele on väga negatiivne. Enamus ettevõtjatest arvas, et seda on väga raske saada. Ühelt poolt on see kindlasti tingitud ka informatsiooni kättesaadavusest, mida ettevõtjad hindasid puudulikuks. Sarnaselt hinnati kättesaadavust omakapitali finantseerimisega seotud allikate puhul. Oluliselt kättesaadavamaks hinnati laenukapitali. Kuigi laenu perekonnalt või sõpradelt peeti kättesaadavaks, siis selle väiksuse tõttu maanteetranspordi ettevõtteid seda enamasti ei kasuta. Kõige kättesaadavamaks hinnati liisingut ja pangalaenu, mida ka kõige rohkem võõrfinantseerimisallikatest kasutatakse. Üldiselt oli võõrfinantseerimise kättesaadavus parem keskmise suurusega ettevõtetel. Maanteetranspordi tuleviku suhtes ollakse veidi skeptilised. Arvatakse, et Eesti maanteetranspordi väike- ja keskmise suurusega ettevõtteid pole võimelised soetama isejuhtivaid veokeid, kuna piisavalt suur finantseering pole kättesaadav.

Bakalaureusetöö autori arvates on Eesti maanteetranspordi VKE-de laenukapitali kättesaadavus rahuldav. Seda aga ei saa öelda omakapitali võõrfinantseerimise ja riiklike toetuste kohta. Vastuolu riiklike toetuste nõudluse ja kättesaadavuse vahel on piisav põhjus antud valdkonnas uuringute jätkamiseks.

## VIIDATUD ALLIKAD

1. Access to finance for SMEs. European Commission. [[http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/index_en.htm)]. 10.04.2016.
2. **Agarwal, R., C.** Advantages and Disadvantages of Road Transport. [<http://www.yourarticlelibrary.com/geography/transportation/advantages-and-disadvantages-of-road-transport/42135/>]. 07.04.2016.
3. **Asquith, P., Mullins, D., W., Jr.** Equity Issues and Offering Dilution – Journal of Financial Economics. Boston: Harvard University, 1986, Vol. 15, No. 2, pp. 61-89. Viidatud **Myers, S., C.** Capital Structure - The Journal of Economic Perspectives, 2001, Vol. 15, No. 2, pp. 81-102. URL: <http://www.jstor.org.ezproxy.utlib.ee/stable/pdf/2696593.pdf> vahendusel.
4. **Baskin, J.** An Empirical Investigation of the Pecking order Hypothesis – The Journal of the Financial Management Association, 1989, Vol. 18, No. 1, pp. 26-35. Viidatud **Sander, P.** Finantshierarhia teooria ja finantseerimisotsused Eesti ettevõtetes. Ettevõttemajandus Eestis ja Euroopa Liit. I teadus- ja koolituskonverents. Mattimar, 2003, lk 170-177 vahendusel.
5. Commission Recommendation 2003/361/EC – concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises. European Commission, 6 May 2003, pp. 36-41. [<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003H0361&from=EN>]. 01.03.2016.
6. **Damodaran, A.** Applied Corporate Finance: Second Edition. New York: Wiley, 2001, 1008 p.
7. **Donaldson, G.** Corporate Debt Capacity - A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. Boston: Harvard University, 1961, 294 p. Viidatud **Sander, P.** Finantshierarhia teooria ja finantseerimisotsused Eesti ettevõtetes. Ettevõttemajandus Eestis ja Euroopa Liit. I teadus- ja koolituskonverents. Mattimar, 2003, lk 170-177 vahendusel.

8. EASi teenused. Ettevõtlike Arendamise Sihtasutus [<http://www.eas.ee/#block-services-list>]. 21.05.2016.
9. **Eckbo, B., E.** Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance vol 2. USA: Elsevier, 2008, 577 p.
10. Eesti märksõnastik. Elnet. [<http://ems.elnet.ee/>]. 10.04.2016.
11. **Ehrhardt, M., C., Brigham, E., F.** Financial Management: Theory and Practice, 13th edition. Mason: South-Western Cengage Learning, 2011, 1152 p.
12. ER051: Majanduslikult aktiivsed ettevõtted tegevusala (EMTAK 2008) ja maakonna järgi – Statistikaamet. [[http://pub.stat.ee/px-web.2001/Dialog/varval.asp?ma=ER051&ti=MAJANDUSLIKULT+AKTIIVSED+ETTEV%D5TTED+TEGEVUSALA+%28EMTAK+2008%29+JA+MAAKONNA+J%C4RGI&path=../Database/Majandus/10Majandusüksused/03Ettevõtluse\\_demograafia/&lang=2](http://pub.stat.ee/px-web.2001/Dialog/varval.asp?ma=ER051&ti=MAJANDUSLIKULT+AKTIIVSED+ETTEV%D5TTED+TEGEVUSALA+%28EMTAK+2008%29+JA+MAAKONNA+J%C4RGI&path=../Database/Majandus/10Majandusüksused/03Ettevõtluse_demograafia/&lang=2)]. 8.05.2016.
13. ER052: Sündinud ettevõtted tegevusala (EMTAK 2008) ja maakonna järgi – Statistikaamet. [[http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/10Majandusüksused/03Ettevõtluse\\_demograafia/03Ettevõtluse\\_demograafia.asp](http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/10Majandusüksused/03Ettevõtluse_demograafia/03Ettevõtluse_demograafia.asp)]. 20.05.2016.
14. ER053: Surnud ettevõtted tegevusala (EMTAK 2008) ja maakonna järgi – Statistikaamet. [[http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/10Majandusüksused/03Ettevõtluse\\_demograafia/03Ettevõtluse\\_demograafia.asp](http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/10Majandusüksused/03Ettevõtluse_demograafia/03Ettevõtluse_demograafia.asp)]. 20.05.2016.
15. **Fama, F., E., French, K., R.** Taxes, Financing Decisions, and Firm Value – Journal of Finance, 1998, Vol. 53, No. 3, pp 819-843. Viidatud **Myers, S., C.** Capital Structure - The Journal of Economic Perspectives, 2001, Vol. 15, No. 2, pp. 81-102. URL: <http://www.jstor.org.ezproxy.utlib.ee/stable/pdf/2696593.pdf> vahendusel.
16. **Gallagher, J., T., Andrew, D., J.** Financial Management – Principles and Practice, Fourth Edition. USA: FreeLoad Press, 2007, 629p.
17. **Gibson, T., Van der Vaart, H., J.** Defining SMEs: A Less Imperfect Way of Defining Small and Medium Enterprises in Developing Countries. Brookings Web, September 2008, 29 p.

- [[http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2008/9/development-gibson/09\\_development\\_gibson.pdf](http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2008/9/development-gibson/09_development_gibson.pdf)]. 15.03.2016.
18. **Graham, J., R.** Debt and the Marginal Tax Rate – The Journal of Financial Economics, 1996, Vol. 41, No. 1, pp. 41-73. Viidatud **Myers, S., C.** Capital Structure - The Journal of Economic Perspectives, 2001, Vol. 15, No. 2, pp. 81-102. URL: <http://www.jstor.org.ezproxy.utlib.ee/stable/pdf/2696593.pdf> vahendusel.
  19. **Graham, J., R.** How Big Are the Tax Benefits of Debt – The Journal of Finance, 2000, Vol. 55, No. 5, pp. 1901-1940. Viidatud **Myers, S., C.** Capital Structure - The Journal of Economic Perspectives, 2001, Vol. 15, No. 2, pp. 81-102. URL: <http://www.jstor.org.ezproxy.utlib.ee/stable/pdf/2696593.pdf> vahendusel.
  20. **Harris, M., Raviv, A.** The Theory of Capital Structure - The Journal of Finance, 1991, Vol. 46, No. 1, pp. 297-355. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x URL: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x/full#publication-history>
  21. **Jensen, M., C., Meckling, W., H.** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure – Journal of Financial Management. New York: University of Rochester, 1976, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360. Viidatud **Eckbo, B., E.** Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance vol 2. USA: Elsevier, 2008, 577 p. vahendusel.
  22. **Kaarna, R., Masso, M., Rell, M.** Väikese ja keskmise suurusega ettevõtete arengusuundumused. Poliitikauuringute Keskus Praxis, Tallinn, 2012, 106 lk. [[http://www.eas.ee/images/doc/sihtasutusest/uuringud/ettevotlus/vke\\_arengusuundumused\\_uuring\\_2012.pdf](http://www.eas.ee/images/doc/sihtasutusest/uuringud/ettevotlus/vke_arengusuundumused_uuring_2012.pdf)]. 07.05.2016.
  23. Kapitali kättesaadavuse uuring – Ettevõtluse Arendamise Sihtasutus. Ernst&Young, 2013, 135 lk. [[http://www.eas.ee/images/doc/sihtasutusest/uuringud/ettevotlus/kapitali\\_kattesaadavuse\\_uuring\\_aruanne.pdf](http://www.eas.ee/images/doc/sihtasutusest/uuringud/ettevotlus/kapitali_kattesaadavuse_uuring_aruanne.pdf)]. 08.05.2016.
  24. **Kushnir, K.** A Universal Definition of Small Enterprise: A Procrustean bed for SMEs? The World Bank, 08.11.2010 [<http://blogs.worldbank.org/psd/a>

- universal-definition-of-small-enterprise-a-procrustean-bed-for-smes].  
15.03.2016.
25. Laen ja käendus ettevõttele. Sihtasutus KredEx [<http://www.kredex.ee/ettevote/>].  
21.05.2016.
26. **Mackie-Mason, J., K.** Do Taxes Affect Corporate financing Decisions – The journal of Finance, 1990, Vol. 45, No. 5, pp. 1471-1493. Viidatud **Myers, S., C.** Capital Structure - The Journal of Economic Perspectives, 2001, Vol. 15, No. 2, pp. 81-102. URL: <http://www.jstor.org.ezproxy.utlib.ee/stable/pdf/2696593.pdf> vahendusel.
27. **Merirand, A., Lange, S.** Isesõitvad veokid aastal 2030 - kes võidab, kes kaotab. – Äripäev, 16. märts 2016. [<http://www.logistikauudised.ee/arvamused/2016/03/16/isesoitvad-veokid-aastal-2030--kes-voidab-kes-kaotab>]. 07.04.2016.
28. **Miller, M., H.** Debt and Taxes – The Journal of Finance, 1977, Vol. 32, No. 2, pp. 261-276. Viidatud **Myers, S., C.** Capital Structure - The Journal of Economic Perspectives. American Economic Association: 2001, Vol. 15, No. 2, pp. 81-102. URL: <http://www.jstor.org.ezproxy.utlib.ee/stable/pdf/2696593.pdf> vahendusel.
29. **Modigliani, F., Miller, M., H.** Corporate income Taxes and the Cost of Capital: A Correction – American Economic Review, 1963, Vol. 53, No. 3, pp. 433-443. Viidatud **Ehrhardt, M., C., Brigham, E., F.** Financial Management: Theory and Practice, 13th edition. Mason: South-Western Cengage Learning, 2011, 1152 p. vahendusel.
30. **Modigliani, F., Miller, M., H.** The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment - American Economic Review, 1958, Vol 48, No. 3, pp. 261-297. Viidatud **Ehrhardt, M., C., Brigham, E., F.** Financial Management: Theory and Practice, 13th edition. Mason: South-Western Cengage Learning, 2011, 1152 p. ja **Myers, S., C.** Capital Structure - The Journal of Economic Perspectives, 2001, Vol. 15, No. 2, pp. 81-102. URL: <http://www.jstor.org.ezproxy.utlib.ee/stable/pdf/2696593.pdf> vahendusel.

31. **Myers, S., C.** Capital Structure - The Journal of Economic Perspectives, 2001, Vol. 15, No. 2, pp. 81-102. URL: <http://www.jstor.org.ezproxy.utlib.ee/stable/pdf/2696593.pdf>
32. **Myers, S., C.** The Capital Structure Puzzle – The Revolution in Corporate Finance. Oxford: Basil Blackwell Ltd., 1988, pp. 100-111. Viidatud **Sander, P.** Finantshierarhia teooria ja finantseerimisotsused Eesti ettevõtetes. Ettevõtetemajandus Eestis ja Euroopa Liit. I teadus- ja koolituskonverents. Mattimar, 2003, lk 170-177 vahendusel.
33. **Myers, S., C., Majluf, N., S.** Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have – The Modern Theory of Corporate Finance. McGraw-Hill: 1990, pp 419-453. Viidatud **Sander, P.** Finantshierarhia teooria ja finantseerimisotsused Eesti ettevõtetes. Ettevõtetemajandus Eestis ja Euroopa Liit. I teadus- ja koolituskonverents. Mattimar, 2003, lk 170-177 vahendusel.
34. Raising finance for Europe’s small & medium-sized businesses – A practical guide to obtaining loan, bond and equity funding. Association for Financial Markets in Europe, september 2015, 50 p. [[www.afme.eu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=13250](http://www.afme.eu/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=13250)] 4.04.2016.
35. Riigikogu kinnitas väikeettevõtete aruandluskohustuse vähendamise. Raamatupidamis- ja maksuinfoportaal, 10.12.2015. [<http://www.rmp.ee/uudised/raamatupidamine/riigikogu-kinnitas-vaikeettevotete-aruandluskohustuse-vahendamise-2015-12-10?comments=1#add>]. 01.03.2016.
36. Road Transport - A change of gear. European Commission. Luxembourg: Publications Office of the European Union, 2012, 16 p. [[http://ec.europa.eu/transport/modes/road/doc/broch-road-transport\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/transport/modes/road/doc/broch-road-transport_en.pdf)]. 09.04.2016.
37. **Sander, P.** Finantshierarhia teooria ja finantseerimisotsused Eesti ettevõtetes. Ettevõtetemajandus Eestis ja Euroopa Liit. I teadus- ja koolituskonverents. Mattimar, 2003, lk 170-177.

38. Šapovalov, A. Väike- ja keskmise suurusega ettevõtete välisfinantseerimise võimalused ja probleemid. TÜ ettevõtetemajanduse instituut, 2013, 73 lk. (bakalaureusetöö)
39. The new SME definition. Directorate-General for Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs; European Commission, 2005, 50 p. [<http://bookshop.europa.eu/en/the-new-sme-definition-pbNB6004773/>]. 06.03.2016.
40. Toetused alustavale ettevõttele. Riigiportaal Eesti.ee. [[https://www.eesti.ee/est/teemad/ettevotja/ettevotte\\_rahastamine/alustava\\_ettevotte\\_rahastamine](https://www.eesti.ee/est/teemad/ettevotja/ettevotte_rahastamine/alustava_ettevotte_rahastamine)]. 21.05.2016.
41. TS050: Transpordiettevõtete tulud, kulud ja kasum tegevusala (EMTAK 2008) ja tööga hõivatud isikute arvu järgi – Statistikaamet. [[http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/10Transpordi\\_majandusnaitajad/10Transpordi\\_majandusnaitajad.asp](http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/10Transpordi_majandusnaitajad/10Transpordi_majandusnaitajad.asp)]. 12.04.2016.
42. TS056: Transpordiettevõtete investeeringud põhivarasse (k.a kapitalirent) jooksevhindades tegevusala (EMTAK 2008) ja tööga jõivatud isikute arvu järgi – Statistikaamet. [[http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/10Transpordi\\_majandusnaitajad/10Transpordi\\_majandusnaitajad.asp](http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/10Transpordi_majandusnaitajad/10Transpordi_majandusnaitajad.asp)]. 12.04.2016.
43. TS058: Transpordiettevõtete vara, kohustused ja omakapital tegevusala (EMTAK 2008) ja tööga hõivatud isikute arvu järgi – Statistikaamet. [[http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/10Transpordi\\_majandusnaitajad/10Transpordi\\_majandusnaitajad.asp](http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/10Transpordi_majandusnaitajad/10Transpordi_majandusnaitajad.asp)]. 12.04.2016.
44. TS060: Transpordiettevõtete tulud laekumise ja transpordi liigi järgi (kvartalid) – Statistikaamet. [[http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/10Transpordi\\_majandusnaitajad/10Transpordi\\_majandusnaitajad.asp](http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/10Transpordi_majandusnaitajad/10Transpordi_majandusnaitajad.asp)]. 20.05.2016.
45. TS121: Kaubavedu transpordiliigi järgi (kvartalid) – Statistikaamet. [[http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/12Transpordi\\_uldandmed/12Transpordi\\_uldandmed.asp](http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/12Transpordi_uldandmed/12Transpordi_uldandmed.asp)]. 20.05.2016.



46. TS32: Sõidukid, 31. detsember – Statistikaamet. [[http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/08Registreeritud\\_liiklusvahendid/08Registreeritud\\_liiklusvahendid.asp](http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/08Registreeritud_liiklusvahendid/08Registreeritud_liiklusvahendid.asp)]. 12.04.2016.
47. TS322: Esmaselt registreeritud sõidukid (kuud) – Statistikaamet. [[http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/08Registreeritud\\_liiklusvahendid/08Registreeritud\\_liiklusvahendid.asp](http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/22Transport/08Registreeritud_liiklusvahendid/08Registreeritud_liiklusvahendid.asp)]. 12.04.2016.
48. What is an SME? European Commission. [[http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/sme-definition/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/sme-definition/index_en.htm)]. 06.03.2016.
49. VKE definitsioon. Eesti väike- ja keskmiste ettevõtjate assotsiatsioon. [<http://www.evea.ee/index.php/vaikeettevotlusest-2/vke-definitsioon>]. 01.03.2016

## LISAD

**Lisa 1.** Eestis kaubaveoga tegelevate transpordiettevõtete arv VKE-de lõikes aastatel 2008-2014.

Aasta	Ettevõtete arv		
	mikro	väike	keskmine
2008	2159	353	31
2009	2194	322	32
2010	2223	300	28
2011	2299	319	27
2012	2364	339	26
2013	2499	343	31
2014	2490	367	32

Allikas: (TS050, Statistikaamet), autori koostatud.

**Lisa 2.** Eesti veondus ja laondus ettevõtete sündide ja surmade arv perioodil 2008-2013.

Aasta	Sündide arv	Surmade arv	Vahe
2008	254	328	-74
2009	212	357	-145
2010	270	281	-11
2011	385	226	159
2012	457	316	141
2013	666	624	42
Kokku:	2244	2132	112

Allikas: (ER052, ER053, Statistikaamet), autori koostatud.

**Lisa 3.** Eesti maanteetranspordi riigisisene ja rahvusvaheline kaubavedu, tuhat tonni, aastatel 2008-2015.

Aasta	Maanteetranspordi kaubavedu		
	riigisisene	rahvusvaheline	kokku
2008	28202	7586	35788
2009	21089	6839	27928
2010	23383	6893	30276
2011	22290	8717	31007
2012	22441	9292	31733
2013	21952	11179	33131
2014	23686	13583	37269
2015	26186	10132	36318

Allikas: (TS121, Statistikaamet), autori koostatud.

**Lisa 4.** Eesti maanteetranspordi tulude laekumine kaubaveost, miljonit eurot, aastatel 2008-2015.

Aasta	Tulu kaubaveost
2008	750,81
2009	552,66
2010	687,18
2011	836,86
2012	801,06
2013	901,75
2014	1046,38
2015	1018,64

Allikas: (TS060, Statistikaamet), autori koostatud.

**Lisa 5.** Eesti kaubaveo transpordiettevõtete kohustused ja omakapital VKE-de lõikes, tuhat EUR, aastatel 2008-2014.

Aasta	Ettevõtte tüüp	Bilansi passiva		
		kohustused (tuhat EUR)		omakapital (tuhat EUR)
		lühiajaline	pikaajaline	
2008	Mikro	100336,6	101126	112529,4
	Väike	94907,7	88037,8	129214,9
	Keskmine	37522,8	42267,4	75597
2009	Mikro	90375	60120,7	97476,5
	Väike	98372,7	84943,3	118754,1
	Keskmine	39035,2	33764,2	75236,5
2010	Mikro	-	-	-
	Väike	39344,5*	26271,2*	66932,3*
	Keskmine	31677,9	16052,5	58462,9
2011	Mikro	95361,7	43648	159259,3
	Väike	94867,7	63416,4	155622,6
	Keskmine	-	-	-
2012	Mikro	75957,1	56623,7	151910,6
	Väike	94865,4	69710,7	175256,3
	Keskmine	27439	15771,6	57378,3
2013	Mikro	102394,9	49209,8	167203,1
	Väike	85537,9	73396,6	180108,6
	Keskmine	33160	17772,8	65285,1
2014	Mikro	90832,1	54255,8	172087
	Väike	95549	73922,7	173018,7
	Keskmine	34185,2	23169,3	82363,6

\*2010. aasta väikeettevõtete andmetest puuduvad 10-19 töötajaga ettevõtted.

Allikas: (TS058, Statistikaamet), autori koostatud.

**Lisa 6.** Eesti kaubaveo transpordiettevõtete investeeringud põhivarasse VKE-de lõikes, tuhat EUR, aastatel 2008-2014.

Aasta	Ettevõtte tüüp	Investeeringud põhivarasse (tuhat EUR)	
		transpordivahendid	kokku
2008	Mikro	71403,8	77011,9
	Väike	52391,2	59114,6
	Keskmine	21858,4	25669,9
2009	Mikro	19030,9	21866
	Väike	17350,5	20225,9
	Keskmine	4773,1	8142,2
2010	Mikro	-	-
	Väike	12330,4*	16146,6*
	Keskmine	7450,1	8655,1
2011	Mikro	51997,4	56533,6
	Väike	52813,9	58033,2
	Keskmine	-	-
2012	Mikro	46492,4	51529,5
	Väike	51968,5	57282,8
	Keskmine	17488,8	18179,7
2013	Mikro	45594,2	51611,1
	Väike	53903,7	59938,2
	Keskmine	13949,1	14952,8
2014	Mikro	55837,7	59893
	Väike	51643,6	57254,7
	Keskmine	13586,9	27362,4

\*2010. aasta väikeettevõtete andmetest puuduvad 10-19 töötajaga ettevõtted.

Allikas: (TS056, Statistikaamet), autori koostatud.

**Lisa 7.** Eestis esmaselt registreeritud veokide arv ning kogu arv, aastatel 2008-2015.

Aasta	Esmaselt registreeritud veokid		Veokeid
	kasutatud	uued	kokku
2008	2182	4277	83300
2009	1225	1431	81100
2010	1972	1744	81200
2011	3136	3181	84337
2012	3644	3493	88045
2013	3738	3745	92200
2014	3558	4019	96600
2015	3812	4683	101800

Allikas: (TS322, TS32, Statistikaamet), autori koostatud.

**Lisa 8.** Eesti ettevõtete jaotus piirkondade lõikes 2013. aastal, protsentides.

Eesti	100
Põhja-Eesti	54
Kirde-Eesti	8
Kesk-Eesti	8
Lääne-Eesti	10
Lõuna-Eesti	20

Allikas: (ER051, Statistikaamet), autori koostatud.

**Lisa 9.** Küsitluse ankeet.

- 1) Millisesse kategooriasse kuulub Teie ettevõte? (Valikvastused: mikro-, väike-, keskmise suurusega, suurettevõte)
- 2) Milline on Teie ettevõtte ettevõtluvorm?
- 3) Kui kaua on Teie ettevõtte eksisteerinud?
- 4) Mis maakonnas Teie ettevõtte tegutseb? (Valikvastused: kõik Eesti maakonnad)
- 5) Milline on Teie ettevõtte peamine vedude suund? (Valikvastused: Eesti sisene kaubavedu, rahvusvaheline kaubavedu)
- 6) Palun järjestage finantseerimisallika valikut mõjutavad tegurid tähtsuse jäjekorras, alustades tähtsaimast! (Valikvastused: pikaajaline investeerimisplaan, kolmandate osapoolte kontroll ettevõtte üle, transaktsioonikulud)
- 7) Millised on Teie ettevõtte jaoks peamised tegurid võõrfinantseerimise valikul?
- 8) Milliseid finantseerimisvorme kasutas Teie ettevõtte stardifaasis? (Valikvastused: omafinantseering, ettevõtte vabad vahendid, laen perekonnalt või sõpradelt, riskikapital, finantseering ingelinvestoritelt, pangalaen, liising, faktooring, väärtpaberite võõrandamine, riiklikud ja Euroopa Liidu toetused, riiklikud tagatised või laenud)
- 9) Milliseid finantseerimisvorme kasutas Teie ettevõtte kasvufaasis? (Kui Teie ettevõtte on hetkel stardifaasis, siis jätke see küsimus vahele!) (Valikvastused: omafinantseering, ettevõtte vabad vahendid, laen perekonnalt või sõpradelt, riskikapital, finantseering ingelinvestoritelt, pangalaen, liising, faktooring, väärtpaberite võõrandamine, riiklikud ja Euroopa Liidu toetused, riiklikud tagatised või laenud)

- 10) Milliseid finantseerimisvorme kasutas Teie ettevõtte küpsusfaasis? (Kui Teie ettevõtte on hetkel stardi- või kasvufaasis, siis jätke see küsimus vahele!) (Valikvastused: omafinantseering, ettevõtte vabad vahendid, laen perekonnalt või sõpradelt, riskikapital, finantseering ingelinvestoritelt, pangalaen, liising, faktooring, väärtpaberite võõrandamine, riiklikud ja Euroopa Liidu toetused, riiklikud tagatised või laenud)
- 11) Kas Teie ettevõtte on kasutanud võõrfinantseerimist? Kui ei, siis palun põhjendage (nt kas pole vajalik, tingimused ei sobi jne.)!
- 12) Kuidas hindate järgnevate võõrfinantseerimisvormide kättesaadavust hetkel? (laen perekonnalt või sõpradelt, pangalaen, liising, faktooring, väärtpaberite võõrandamine, riskikapital, ingelinvestorite poolne finantseerimine, riiklikud ja Euroopa Liidu toetused, riiklikud tagatised või laenud)
- 13) Kui Teie ettevõtte on kasutanud võõrfinantseerimist, siis mis oli selle peamine otstarve? (Valikvastused: põhivara soetamine, käibevara soetamine, kulude katmine)
- 14) Palun järjestage Teie ettevõtte finantseerimisallikate eelistused! (Eelistatuim variant märkige numbriga 1!!!) (Valikvastused: sisemised finantseerimisallikad, laenukapital, väline omakapital, riiklikud ja Euroopa Liidu toetused)
- 15) Kuidas hindate riiklike toetusmeetmeid puudutava informatsiooni kättesaadavust? (Valikvastused: hea, keskpärane, puudulik)
- 16) Mis Te arvate, kui mitme aasta pärast on Teie ettevõtte sunnitud konkurentsi tõttu kasutusele võtma tuleviku isejuhtivad veokid?
- 17) Kui isejuhtivad veokid tuleksid kasutusele 10 aasta pärast, siis kuidas hindate vajaliku summa kättesaadavust läbi võõrfinantseeringu?

## **SUMMARY**

### **FINANCING AND ITS DIFFERENCES FOR ESTONIAN SMALL AND MEDIUM-SIZED ROAD TRANSPORT ENTERPRISES**

Gerol Kallo

Most of the enterprises in Europe and Estonia are small and medium-sized enterprises. They are the biggest employers and economic promoters, but they need more capital to remain sustainable. The main problem is that SMEs access to capital is limited compared to the larger enterprises. For larger enterprises, its easier to finance from retained earnings and also use external financing, because creditors see them as less risky than SMEs. SMEs might not have enough or at all retained earnings and creditors also won't finance them. Also, there might not be available any subsidies for SMEs.

In this bachelor's thesis author takes a closer look on Estonian small and medium-sized road transport enterprises. Small reason for this is an authors intrest in Estonian road transport and to know more about road transport financing. But the main reason for this is enterprises social responsibilities which need big investments. For example, in Estonia, there are minimum environmental standards for trucks which you can use to take part in public procurement of forest transportation. The terms are changing quite fast, so the need for investments are big. Also in the near future there will be self-driving trucks. It's only matter of time, when they come reality. But as before, does SMEs have enough capital to afford all of this.

The aim of the present thesis is to find out availability and differences of financing for Estonian small and medium-sized road transport enterprises. To achieve this, the author has set the following research tasks:

- Explain the definition of small and medium-sized enterprises,
- Make an overview of three biggest capital structure theories and factors that affect financial decisions,



- Bring out financing opportunities for small and medium-sized enterprises,
- Make an overview of growth of Estonian road transport after 2008,
- Bring out and compare previous studies about Estonian small and medium-sized enterprise financing,
- Carry out a survey among the CEO of small and medium-sized enterprises of Estonian road transport to see the use and availability of financing and compare results with theory and previous studies.

The theoretical chapter included the definition of small and medium sized enterprises. There are numerous different definitions of SMEs. Even within the country, there can be different definitions in use. Also, there have been attempts to make universal definition, but with lack of information and different economies, this is not possible. In this bachelor's thesis author uses SMEs definition by Estonian Accounting Law.

The three biggest capital structure theories are irrelevance theories, static tradeoff theories and pecking order theories. The irrelevance theories were founded by Modigliani and Miller. They argued that the value of the company isn't affected by capital structure. There were lots of assumptions made, which, however cannot be achieved in the real world. In 1963 same authors came out with the addition of irrelevance theory. Now they considered taxes from which they concluded that enterprises should use more loan capital. Static tradeoff theories say that there is an optimal ratio of debt and equity to maximize the value of the company. Therefore, companies should lend to the point where benefit from tax shield is equal to the cost of bankruptcy. However, empirical studies have shown that companies with large revenues do not use a lot of debt. Pecking order theories note that there is optimal order of preference of financial sources. Studies have shown that companies prefer internal financing sources. This is followed by loan capital, which are preferred to equity. The main reasons why external financing isn't preferred are transactions costs and loss of control. In addition to the previous theories, it is possible to view the evolution of the company's capital structure through the growth stages. Depending on the stage of growth, the company uses primarily internal financing or external financing.

The theoretical chapter also included financing sources of small and medium sized enterprises. Financing may be viewed as short- or long-term, which depend on advantages and company's needs. Sources of financing can be divided into three parts: loan capital, equity and subsidies. Loan capital contains bank loans, leasing, factoring, commercial credit, peer to peer lending and bond issue. In this chapter, the author also described financing opportunities of trade transactions: a letter of credit, documentary collections and international guarantees. In the end author gave an overview of the angel investment, venture capital, private equity and chances to finance when company is going public.

In the empirical chapter author gave an overview of the evolution of the Estonian road transport since 2008. The 2008 financial crisis affected road transport businesses badly. There was a significant decrease in freight traffic volume, revenue and also in investments. Overall, it took a few years to get the majority of the indicators reach the levels of 2008. The most successful year was 2014, when the revenue and investments were highest. The small decline in 2015 was due to the problems with Russian market.

Previous studies in Estonia on small and medium-sized enterprise financing have shown positive results. Enterprises still prefer internal sources, but more and more of them are beginning to use external financing. Also, subsidies and loans from friends and family are getting more used. The main increase in external financing come from loan capital, because companies do not prefer equity investments. The main reasons for that are lack of need and loss of control. Although companies use more loan capital, but it's still not available to everyone. The main reasons for that are high interest rates and lack of collateral.

The survey, which was carried out by the author, small and medium-sized enterprises of Estonian road transport, gave slightly different results compared to previous studies. The result showed that the Estonian road transport companies prefer internal financing. This was followed by subsidies and loan capital. In general pecking order theories apply, because companies preferences are according to theory. Most preferred are internal sources, then low-cost financing such as subsidies, loan capital and equity financing. Although internal sources are preferred, the results show a significantly higher use of debt compared to previous studies. Since road transport is relatively

capital intensive and companies profits are quite low, they are forced to use external financing, which is primarily leasing. External financing sources such as loans from family and friends and subsidies are not very popular in road transport. Although there is a demand for subsidies, the availability rating is very low. Most of the entrepreneurs believed that it's very difficult to obtain. On the one hand, this is certainly due to the lack of information. Similarly was rated the availability of equity financing. Significantly more accessible was loan capital. While loans from family and friends were considered available, road transport companies tend to not use them because of their small size. The best availability rating was given to leasing and bank loans, which are also the most used external financing sources. In general, the availability of external financing was better in medium-sized enterprises. Entrepreneurs are little skeptical about the road transport future. They believed that in Estonia small and medium-sized road transport companies can't buy self-driving trucks because of lack of financing.

Author thinks that loan capital availability for Estonian small and medium-sized road transport companies is decent. This however doesn't apply to equity financing and subsidies. The conflict between demand and availability of subsidies is sufficient reason to continue the research in this field.

**Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö  
üldsusele kättesaadavaks tegemiseks**

Mina, Gerol Kallo,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Eesti maanteetranspordi väike- ja keskmise suurusega ettevõtete rahastamine ja selle eripärad”, mille juhendaja on Nadežda Ivanova,
  - 1.1. reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
  - 1.2. üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 24.05.2016