

TARTU ÜLIKOOL  
Majandusteaduskond  
Ettevõtetmajanduse instituut

Maret Nemvalts

**KÄIBEKAPITALI JUHTIMISE STRATEEGIA  
VÄLJATÖÖTAMINE  
AS BALTIC TOURS NÄITEL**

Magistritöö ärijuhtimise magistrikraadi taotlemiseks ärijuhtimise erialal

Juhendaja: lektor Maire Nurmet, lektor Kaia Kask

Tartu 2013

Soovitan suunata kaitsmisele .....

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “ “..... 2013. a.

..... õppetooli juhataja

.....  
(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

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

.....  
(töö autori allkiri)

## SISUKORD

SISSEJUHATUS .....	4
1.KÄIBEKAPITALI JUHTIMISSTRATEEGIA KUJUNDAMISE TEOREETILISED ALUSED .....	8
1.1.Käibekapitali juhtimise olemus ja strateegiad.....	8
1.2. Käibekapitali juhtimisstrateegia kujundamine läbi debitoorse võlgnevuse juhtimise.....	28
1.3. Käibekapitali juhtimise tulemuslikkuse hindamise alused .....	36
2. KÄIBEKAPITALI JUHTIMISE STRATEEGIA AS-s BALTIC TOURS.....	46
2.1. Ettevõtte tegevuse tutvustus.....	46
2.2. Käibekapitali juhtimise analüüs ja strateegia väljatöötamine .....	64
KOKKUVÕTE.....	81
VIIDATUD ALLIKAD .....	84
LISAD .....	89
Lisa 1. Reisibüroo Baltic Tours peamised finantsnäitajad 2008-2012 (EUR).....	89
Lisa 2. Reisibüroo Baltic Tours bilansi horistontaalanalüüs.....	90
Lisa 3. Reisibüroo Baltic Tours kasumiaruande horistontaalanalüüs .....	91
Lisa 4. Reisibüroo Baltic Tours bilansi vertikaalanalüüs.....	92
Lisa 5. Reisibüroo Baltic Tours kasumiaruande vertikaalanalüüs .....	93
Lisa 6. Reisibüroo Baltic Tours käibevarade struktuur 2008-2012 (EUR).....	94
Lisa 7. Kliendisegmendid reisibüroos Baltic Tours (EUR). .....	95
Lisa 8. Krediidmüügi osakaalud 2011. a. ja 2012. a. reisibüroos Baltic Tours. ....	96
Lisa 9. AS Baltic Tours 2008-2012 bilansid ja kasumiaruanded.....	97
Lisa 10. Reisibüroo Baltic Tours küsitlusuuring.....	107
Lisa 11. Intervjuu AS Baltic Tours finantsjuhiga .....	110
SUMMARY .....	113

## SISSEJUHATUS

Ettevõtte elujõulisus tugineb efektiivsel käibekapitali juhtimisel. Käibekapitali juhtimine, mis koosneb käibevarade ja lühiajaliste kohustuste juhtimisest, on ettevõtte rahanduses võtmeteguriks, kuna see mõjutab ettevõtte kasumlikkust ja likviidsust ning aitab kaasa ettevõtte väärtuse kasvule. Ettevõtte finantsjuhtimise põhisisuks on otsuste langetamine käibekapitali juhtimise strateegia valdkonnas. See hõlmab ettevõtte käibevarade – raha, debitoorse võlgnevuse, varude ja lühiajaliste kohustuste – kreditoorse võlgnevuse juhtimist. Sellistes tööstusharudes, kus käibevaradel on suur osakaal koguarades, on nende lühiajaliste ressursside juhtimisel eriti tähtis roll. Käibekapitali juhtimise eesmärgiks on tagada ettevõtte normaalne äritegevus omanikele sobiva riskitaseme ja tulususe juures. Paljud ettevõtted on seadnud üheks oma strateegiliseks eesmärgiks müügitulu suurendamise. Enamasti tähendab see ka vajadust suurendada ettevõtte käsutuses olevat käibevara ehk teha täiendavaid investeeringuid käibevarasse. Nende eesmärkide saavutamisele aitab kaasa ettevõttele sobiv käibekapitali juhtimise strateegia, et optimaalne käibekapitali tase oleks tagatud müügitehingu ja müügisumma laekumise vahelisel perioodil. Käibekapitali teooriast tulenevalt maksimeerib optimaalne käibekapitali määr omanike rikkust.

Teema on aktuaalne tiheda konkurentsiga turismisektoris, ühelt poolt üha rohkem kasutamist leidvad interneti müügiportaalid, teiselt poolt üle kolmesaja reisibüroo ja reisikorraldaja, mis on autori hinnangul suur arv Eesti turgu silmas pidades. Otsesteks konkurentideks reisibüroole on sellised müügiportaalid nagu lennukompaniide, laevafirmade, hotellide jm. koduleheküljed, kus kogu ostuprotsess toimub virtuaalselt. Ellujäämise võti konkurentsitihedal turismiturul on nendel reisiettevõtjatel, kes on suured nii käibelt kui teenuste paljususelt, kes suudavad kulusid madalal hoida, olla innovatiivsed, väärtustada oma töötajaid ja hinnata kõrgelt häid kliendisuhteid.

Käibekapitali juhtimine ja krediidipoliitika on olulised ettevõtte eesmärkide saavutamisel, mis eeldavad tegevust kindlate parameetrite ja reeglite järgi. Olulisemad käibekapitali juhtimisega seotud valdkonnad vaadeldavas ettevõttes on raha ja raha ekvivalentide juhtimine, debitoorse võlgnevuse juhtimine ja lühiajaliste kohustuste juhtimine. Debitoorse võlgnevuse tase sõltub makse- ja krediidingimustest, mida ettevõtte võimaldab oma klientidele. Vaatluse all oleval ettevõttel on olemas teatavad põhimõtted, millele praktikas käibekapitali juhtimises ja krediidiotsuseid tehes tuginetakse, kuid ei ole kindlat strateegiat. Kas on toimitud õigesti või peaks midagi hoopis teisiti tegema, see on uurimisprobleem, millele soovitakse tööga lahendust leida.

Magistritöö eesmärk on AS-ile Baltic Tours käibekapitali juhtimise strateegia väljatöötamine, mis aitaks tõsta kasumlikkust, seejuures säilitades likviidsuse. Peamised uurimisülesanded eesmärgi saavutamiseks on järgmised:

- anda ülevaade käibekapitali juhtimise olemusest, eesmärkidest ja strateegiatest;
- iseloomustada debitoorse võlgnevuse juhtimist kui olulist käibekapitali juhtimise komponenti;
- esitada meetodilised alused käibekapitali juhtimise analüüsiks;
- analüüsida olemasolevat olukorda, hinnata uuritava ettevõtte käibekapitali kasutamise efektiivsust ja võrrelda ettevõtet peamiste konkurentidega;
- viia läbi küsitlusuuring krediidipoliitika teemal;
- välja töötada strateegia eelnevatele ülesannetele tuginedes.

Töö on üles ehitatud kaheosalise struktuurina – teoreetiline ja empiiriline osa, mis omakorda koosnevad alapeatükkidest. Teoreetilises osas antakse ülevaade käibekapitali juhtimise teoreetilisest olemusest, eesmärkidest ja strateegiatest ning kajastatakse varasemate empiiriliste uuringute tulemusi. Esimeses alapeatükis kirjeldatakse käibevarade olemust, käibekapitali vajadust mõjutavaid tegureid ning käibekapitali juhtimise strateegiaid. Teises alapeatükis antakse teoreetiline ülevaade debitoorse võlgnevuse juhtimisest, jättes kõrvale varude juhtimise ettevõtte spetsiifikast lähtudes. Teoreetilise baasi abil uuritakse võimalusi käibekapitali reguleerimiseks, optimeerimiseks ning efektiivsuse suurendamiseks ja võimalikke meetmeid rahakäibe perioodiliseks hindamiseks. Kajastamist leiavad olulisemad suhtarvuvalemid, mis on fokuseeritud uurimisprobleemi lahendamisele.

Teooria osas kokku pandud kontseptuaalne mudel on aluseks empiirilisele uuringule. Töö teises osas tuuakse esile uurimisprobleemi praktiline käsitlus vaadeldavas ettevõttes. Esmalt kirjeldatakse turismialaseid suundumusi, antakse ülevaade AS-i Baltic Tours majandustegevusest, sealhulgas ettevõtte üldine iseloomustus. Seejärel võrreldakse sarnaseid ettevõtteid – viie konkureeriva reisibüroo võrdlus peamiste finantsnäitajate kaudu, mis on indikatsiooniks, kus vaatluse all olev ettevõtte Eesti turismimaastikul asub ning mis on tema konkurentsieelisteks ja -puudusteks. Empiirilise osa teises alapeatükis analüüsitakse ettevõtet erinevate analüüsimeetodite abil ja antakse hinnang ettevõtte finantsseisundile ning käibekapitali juhtimise komponentidele, lähtudes raha konversioonitsükli kontseptsioonist ja teistest olulistest käibekapitali hindamise mõõdikutest. Leitakse AS-ile Baltic Tours optimaalne käibekapitali juhtimise strateegia, mille puhul ettevõtte on kasumlikum, säilitades likviidsuse ning seeläbi jätkusuutlik.

Töös rakendatakse kvantitatiivset analüüsimeetodit. Käibekapitali juhtimise analüüsiks kasutatakse mitmeid meetodeid: horisontaal-, vertikaal- ja suhtarvuanalüüsi. Horisontaalanalüüsis vaadeldakse bilansi ja kasumiaruande erinevate kirjete muutuste dünaamikat. Selle analüüsi eesmärgiks on jälgida käibekapitali komponentide muutusi nii absoluutsummas kui ka protsentides. Vertikaalanalüüsi abil saadakse ülevaade finantsaruannete sisemise struktuuri muutuste dünaamikast, mis näitab muutusi tuludekulude vahelises seoses ja varade-kohustuste struktuuris. Suhtarvuanalüüsi käigus uuritakse käibekapitali juhtimise temaatikast lähtuvalt maksevõime ja efektiivsuse suhtarve, sealhulgas ka rentaabluse suhtarve. Firmasisese analüüsi käigus uuritakse omavahelisi seoseid suhtarvudes ning selgitatakse näitajate muutuste põhjusi. Firmadevaheline analüüs põhineb nelja põhikonkurendi näitajatel. Ettevõtte analüüsiks kasutatavate andmete allikaks on AS-i Baltic Tours viimase viie aasta (2008–2012) majandusaasta aruanded, ettevõtte müügisüsteem, intranet ja raamatupidamise dokumendid. Sektorisisese võrdluse jaoks pärinevad konkurentide andmed Äriregistrist saadavatest 2008-2011 majandusaasta aruannetest.

Täiendavalt viiakse läbi AS-i Baltic Tours klientide hulgas krediidipoliitika teemaline küsitlusuuring, mis aitab kaasa ettevõtte käibekapitali juhtimise strateegia väljatöötamisele. See on oluline just debitoorse võlgnevuse juhtimise seisukohast, kuna

debitorse võlgnevuse ja ettevõtte krediitpoliitika vahel on otsene seos. Uuringu eesmärgiks on anda klientidele võimalus läbi nende arvamuse ja kogemuse anda panus AS-i Baltic Tours krediitpoliitika arendamisse, et seeläbi pakkuda klientidele paremaid individuaalseid lahendusi, mis tagaksid kliendi lojaalsuse ja rahulolu pakutavate teenuste ja krediitingimustega. Leitakse, et krediitpoliitika ei tohi olla staatiline, vaid peab ajas muutuma, arvestades ka kehtivaid äritingimusi ja -tavasid. Selleks koostatakse poolstruktureeritud küsimustik, et uuring pakuks ka avastuslikku iseloomu ning küsitletavate seisukohtade põhjendusi, mitte ainult uurija seisukohtade kinnituse saamist või ümberlökkamist. Uuringu subjektideks on ettevõtte lepingulised kliendid, täpsemalt eraettevõtted, kellega on sõlmitud krediitileping. Läbi tulemuste analüüsi ja sünteesi tehakse ettevõttele autoripoolsed ettepanekud ja soovitusel.

# 1.KÄIBEKAPITALI JUHTIMISSTRATEEGIA

## KUJUNDAMISE TEOREETILISED ALUSED

### 1.1.Käibekapitali juhtimise olemus ja strateegiad

Käibekapitali juhtimine on ettevõtte käibevarade (*current assets*) ja lühiajaliste kohustuste (*current liabilities*) juhtimine. Käibekapital (*working capital*) on oma sisult ettevõtte investering käibevarasse. Rakenduslikus tähenduses käsitletakse peaaesjalikult puhta käibekapitali juhtimist (*net working capital*), mis leitakse käibevaradest lühiajaliste kohustuste mahaarvamisel (Van Horne, Wachowicz 2008: 206). Kogukäibekapital (*gross working capital*) on sisuliselt ettevõtte käibevara koos lühiajaliste kohustustega. Seega hõlmab käibekapitali juhtimine ettevõtte likviidsuse juhtimist, mis omakorda koosneb käibevaradesse tehtavate investeringute juhtimisest ja lühiajaliste kohustuste kasutamisest (Vijaykumar 2001: 38). Efektiivne käibekapitali juhtimise poliitika eeldab raha, raha ekvivalentide, võlgnevuste ja varude sobiva investeringute taseme ning sobivate lühiajaliste finantseerimisallikate leidmist (Baker, Powell 2005: 158). Clayman *et al.* (2008) leiavad, et käibekapitali juhtimine hõlmab tehinguid, suhteid, analüüsi ja fookust. Tehinguteks on maksed kaubavahetuse eest, finantseerimine ja investeerimine. Suhted hõlmavad finantsasutuste ja kaubanduspartneritega koostööd, et tehingud tõhusalt toimiksid. Et sobiv strateegia formuleerida ja seda rakendada, analüüsitakse käibekapitali juhtimisega seotud tegevusi. Fookuse all on mõeldud, et igas suuruses ettevõtte peab globaalses kontekstis pöörama suurt rõhku likviidsusele.

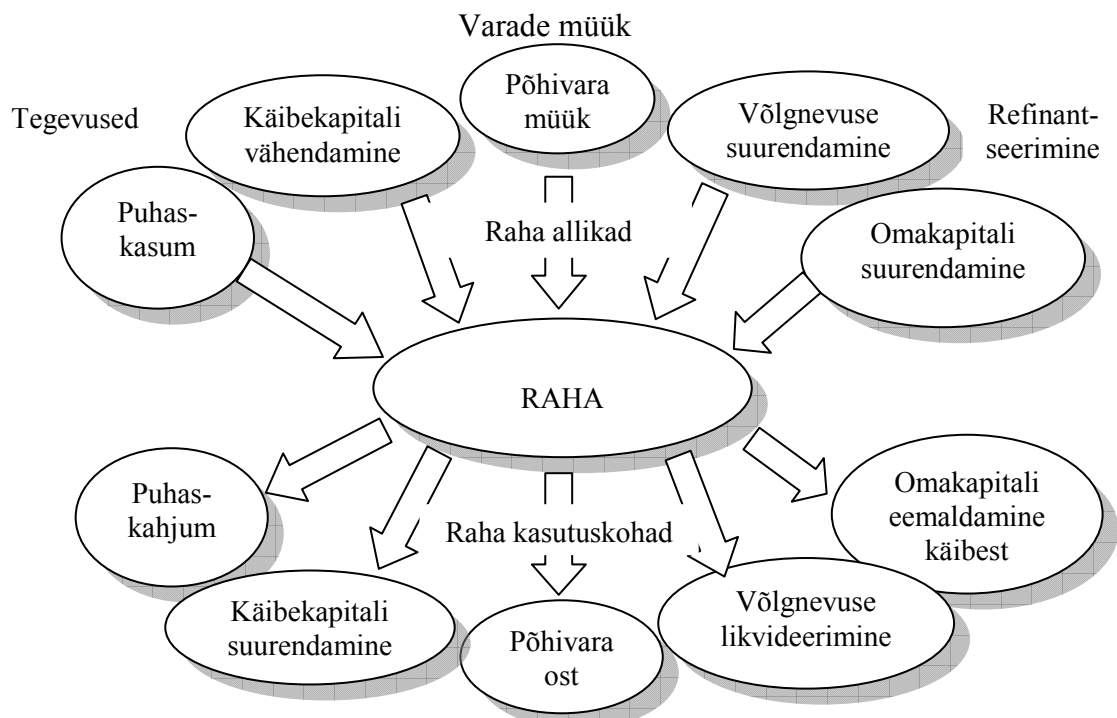
Lühiajalised varad ja kohustused on koguvarade tähtsad komponendid ja neid tuleb tähelepanelikult analüüsida, leiab Smith (1980). Lühiajaliste varade ja kohustuste juhtimine õigustab põhjalikku uurimist, kuna käibekapitali juhtimine mängib olulist rolli ettevõtte kasumlikkusele ja riskile, samuti selle väärtusele. Efektiivne käibekapitali

juhtimine on fundamentaalne osa ettevõtte üldisest strateegiast aktsionäridele väärtuse loomisel. Ettevõtted peavad hoidma optimaalset käibekapitali taset, mis maksimeerib ettevõtte väärtust.

Howorth ja Westhead (2003) uurisid oma uuringu raames käibekapitali juhtimisega seotud tegevusi Ühendkuningriigi (UK) väikeettevõtetes. Uuringu eesmärk oli pakkuda laiemat mõistmist üheteistkümne käibekapitali juhtimise tegevuse kasutuselevõtul. Nendeks tegevusteks on: varude käive, varude tase, varude reorganiseerimise tase, klientide krediidiperioodid, kliendi allahindluspoliitika, võlgnevused, lootusetud nõuded, kliendi krediidirisk, kreditoride maksetähtajad, käibekapitali finantseerimine ja raha eelarvestamine. Püstitati kaheksateist hüpoteesi, millest kaksteist leidsid kinnitust. Leiti märkimisväärseid varieeruvusi üheteistkümne käibekapitali juhtimise tegevuse kasutuselevõtul UK väikeettevõtetes. Valimis oli 343 sõltumatut eraettevõtet kuni 50 töötajaga ja alla 2,8 miljoni naelase käibega. Tulemused näitasid, et väikesed ettevõtted keskenduvad käibekapitali juhtimisele ainult nendes valdkondades, kus nad loodavad parandada kasumimarginaali. Tõestused, et enamus väikeettevõtteid suunab oma jõupingutused ühele käibekapitali juhtimise tegevusele, näitavad, et käibekapitali juhtimise ressursid on piiratud. Kuid regressioonanalüüsil leiti, et ettevõtted, kes tegelevad vähem käibekapitali juhtimisega, ei pruugi olla väiksemad ettevõtted. Võib järeldada, et ressursside piiratus isenesest ei pruugi olla suureks takistuseks käibekapitali juhtimise tegevuste kasutuselevõtuks väiksemate ettevõtete poolt. Kui tajutakse kasutatud ressursside marginaalset tulu, võib see olla suur mõju käibekapitali juhtimise ulatusele ja fookusele. Tulemusi kokku võttes järeldati, et ettevõtted, kes tegelevad vähemal määral käibekapitali juhtimisega, omavad lihtsamaid finantsoskusi, kõrgemat kasumlikkust, vähem intresside kasvu, vähem võõrkapitali, vähem krediidioste, lühemat tootmistsükli, rohkem tähtaegselt maksvaid kliente ja vähem probleeme rahavoogudega. Vastupidiselt ootustele ei ole need väiksemad ega nooremad ettevõtted, mis on vastuolus ettevõtte arengumudeli etappidega. Ettevõtted, kes keskenduvad rohkem raha juhtimisele, on suuremad ja nooremad, omades vähem sularahamüüki, rohkem hooajalisust, rohkem võõrkapitali ja ehk ka rohkem rahavoogude probleeme. Avastati, et väiksemad ja nooremad ettevõtted keskenduvad varude juhtimisele, neil on vähem võõrkapitali ja pikem tootmistsükkel. Ettevõtetel, kes keskenduvad krediidijuhtimisele, on madalam kasumlikkus, suurema tõenäosusega on

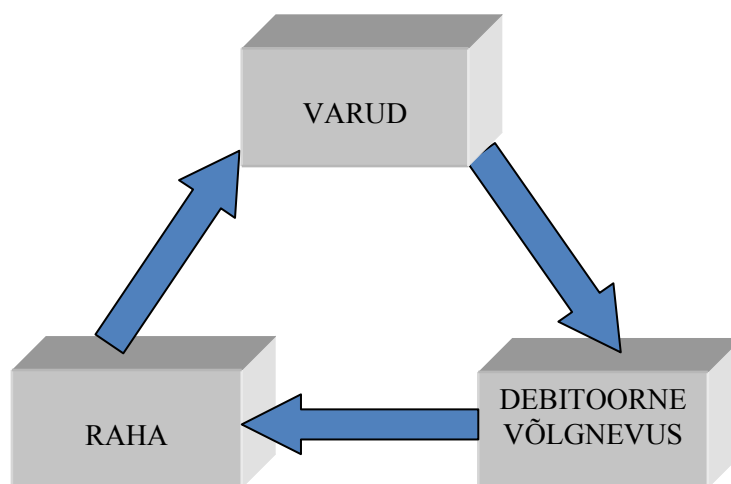
nad huvitatud kasvust, neil on rohkem krediitmüüki ja vähem kliente tähtajalise tasumisega. Läbi erinevate statistiliste testide saadud tulemused rõhutasid järjekindlalt, et väikesed ettevõtted ei ole homogeenne rühm, mis on seotud käibekapitali juhtimise tegevustega. Saadud tulemuste põhjal soovitatakse, et väikeettevõtteid ei tuleks vaadelda kui homogeenset gruppi. Selle asemel, et pakkuda kõikidele ettevõtetele ühesugust tuge, sõltumata nende eesmärkidest või ressurssidest, tuleks hoopiski hinnata iga ettevõtte erilaadsust.

Ettevõtte käibevarasse tehtavad investeeringud ning lühiajalised kohustused on omavahel otseselt seotud, sest ühelt poolt on tegemist raha vajadusega, teisalt aga raha allikaga. Kui käibevara ületab lühiajalisi kohustusi, siis sel juhul kasutatakse käibevara finantseerimiseks pikaajalisi allikaid laenude, aga ka omakapitali näol. Käibekapitali optimaalne suurus peab ennekõike kindlustama ettevõtte normaalse toimimise, raha konversioonitsükli põhjendatud pikkuse ja käibevara finantseerimisallikate madalaima üldhinna (Preve, Sarria-Allende 2010: 17). Van Horne ja Wachowicz (2008: 206) leiavad, et väikestele ettevõtetele on just lühiajalised kohustused peamiseks välisfinantseerimise allikaks. Joonisel 1 on toodud viis peamist tegevust või allikat raha tekkeks ja viis peamist tegevust või motiivi, milleks ettevõtte vajab raha.



**Joonis 1.** Raha allikad ja raha kasutuskohad (Fight 2004).

Atrill ja McLaney (2002: 31) märgivad, et kõige tavalisemad käibevarad on ainelised varud, debitoorne võlgnevus ja raha. Nimetatud käibevarad on omavahel seotud ning ringlevad äritegevuse käigus, nagu on näidatud joonisel 2. Näeme, et raha kasutatakse varude hankimiseks, mis seejärel müüakse klientidele krediidi alusel. Kui deebitori poolt arve ära makstakse, saab äri uue rahasüsti ja nii jätkub käibevarade ringlemine.



**Joonis 2.** Käibevarade ringlus (Atrill, McLaney 2002: 32).

Käibevarad on varad, mis on likviidsed, järgneva majandusaasta jooksul muutuvad likviidseks või kasutatakse ära ettevõtte majanduslikus tegevuses ehk ettevõttes lühiajaliselt käibivad varad. Sealjuures likviidse vara all mõistetakse ettevõtte vara, mis esineb raha vormis või mida saab kergesti muuta rahaks, kaotamata seejuures selle maksumusest. Likviidsuse järgi jaguneb ettevõtte käibevara neljaks rühmaks, millest kõige likviidsem on esimene (Gibson 2011: 210):

1. raha ja pangakontod,
2. lühiajalised väärtpaberid,
3. nõuded ostjate vastu ehk debitoorne võlgnevus,
4. varud.

Ka ettevõtte raamatupidamise bilansis kajastatakse käibevara liike nende likviidsuse vähenemise järjekorras. Lambersoni (1995) järgi on käibekapitali komponentidel erinev likviidsustase. Mõnedel komponentidel, näiteks raha investeerimisel väärtpaberitesse ja võlakirjadesse, on kõrge likviidsusega rahaline olemus, teistel komponentidel madala

likviidsusega mitterahaline olemus, nagu nõuetel, kohustustel ja varudel. Seega käibekapitali komponendid võib jaotada rahalisteks ja mitterahalisteks kirjeteks.

Raha on ettevõtte kõige likviidsem vara. Raha ekvivalendid on lühiajalised kõrge likviidsusega investeeringud, mida on võimalik konverteerida kiiresti rahaks (Fight 2004: 141). Käibevarade koosseisus kajastatavaid aktsiaid, võlakirju ja muid väärtpabereid loetakse peaaegu rahaks, sest neid peaks saama igal ajal müüa. Lühiajalised väärtpaberid müüakse eeldatavasti ühe aasta jooksul. Rahajäägi juhtimise teooria lähtub seisukohast, et ettevõtte on soetanud endale väärtpaberid, mida ta saab kasutada kassaseisu reguleerimiseks. Selline kassaseisu reguleeriv roll tähendab, et kui kassas (kassa ja arvelduskontode jäägid) ei ole piisavalt raha, siis saab seda juurde väärtpaberite müügist; kui kassa jääk on vajalikust suurem, tuleb väärtpabereid osta.

Paljud majandusteadlased on tegelenud probleemiga, et välja selgitada, kui suur peaks olema kassaseis ehk palju peaks olema raha pangakontodel ning kassas. Näiteks J. M. Keynes jaotas ettevõtte sularahavajaduse kolme kategooriasse (Van Horne, Wachowicz 2008: 222):

1. ettevõttel peab olema sularaha kohustuste katmiseks,
2. reserv ettenägematuteks vajadusteks,
3. ettevõttel peab olema reserv spekulatiivseteks eesmärkideks – eriti soodsate finantstehingute sooritamiseks.

Reservi hoidmise vajadus sõltub väliste finantseerimisallikate kättesaadavusest. Kui ettevõttel on avatud arvelduskrediit, pole mõtet hoida reserve, ettenägematud kulud saab katta arvelduskrediidi arvelt. Sagner (2011: 42) toob välja kaks kriitilist tegurit raha juhtimises – need on reserv ja töötlemiskulud. Reserv on oluline, sest peaaegu kõikidele äri-elementidele on omane viivitused, mis suurendavad kulusid. Kuigi reservi ei ole võimalik kõrvaldada, siis igal sammul tuleks rahavoogude ajaskaalat vaadeldes otsida kokkuhoiu võimalusi. Töötlemiskulud mängivad suurt rolli, sest iga tehing on kulu ja mõju kasumlikkusele.

Raha ja raha ekvivalentide juhtimise eesmärgiks on ettevõtte likviidsuse tagamine ja optimaalse rahajäägi kindlaksmääramine (Baker, Powell 2005: 165). Seega, raha ja raha ekvivalentide juhtimise võtmeküsimused ettevõtte jaoks on:

- optimaalse rahajäägi planeerimine,
- raha defitsiidi (puudujäägi) vältimine,
- raha ülejäägi otstarbekas kasutamine.

Optimaalse rahajäägi all mõistetakse rahajääki kassas või arveldusarvetel, mis tagaks makseteks vajaliku rahasumma. Raha defitsiidi all mõistetakse olukorda, kus ei suudeta tähtaegselt täita kohustusi kreditoride ees, kuna raha ei ole piisavalt. Raha ülejäägi all mõistetakse rahasummat, mis ületab igapäevast rahavajadust.

Raha juhtimise põhireegel: maksevõime risk tuleb viia miinimumini ja samal ajal arvestada sellega, et liigne sularaha hoidmine vähendab rentaablust. Finantsteooria eeldab, et sularahavarude suurus varieerub eri ettevõtetes. Sellest johtuvalt kahel ettevõttel on küll ühesuurune rahareserv, kuid ühel võib olla küllaldaselt raha, samal ajal teine ettevõtte vajab sama reservi juures rahastamist (Harford 1999). Kuna mitteteenitavaid varasid bilansis on soovitatav minimiseerida, kehtib reegel: mida vähem on ettevõttel sularaha, seda parem. Miinimumi suurus sõltub erinevatest teguritest nagu klientide maksetavad, arvelduste liikumise kiirus pangasiseselt ja pankade vahel jne.

Nagu eespool öeldud, on käibekapitali juhtimise korral tegemist ettevõtte likviidsuse ehk maksevõime juhtimisega. Kuna ettevõttes tekib olukord, et jooksvate tegevuskulude eest tuleb tasuda pidevalt, laekumist ostjatelt neile võlgu müüdüd kauba eest tuleb aga oodata, siis siit kasvabki välja probleem, mis puudutab rahavoogusid. Kui raha ei jätku, jäävad kohustused täitmata ning ettenägematud vajadused rahuldamata. Järelikult käibekapitali juhtimise olulisteks eesmärkideks on piisava raha olemasolu tagamine maksekohustuste katmiseks ja ajutiste vabade vahendite miinimumini viimine. Käibekapitali juhtimise peamiseks eesmärgiks on hoida optimeeritud tasakaalu käibekapitali iga komponendi vahel (Gitman 2009). Kiire kasvuga ettevõtted võivad kergesti sattuda kasvu lõksu käibevarade ebapiisava taseme tõttu, mis toetaksid üha suurenevat müüki. Sellisel juhul võib ettevõtte olukord kriitiliseks muutuda ajal, mil teenida kasumit. Väikesed, aga kiiresti arenevad ettevõtted peavad erilist tähelepanu pöörama piisava likviidsuse säilitamisele läbi oma käibekapitali juhtimise poliitika, rõhutavad Baker ja Powell (2005: 158).

Kiire kasv on üheks käibekapitali vajadust mõjutavaks sisemiseks teguriks. Clayman *et al.* (2008) toovad välja nii sisemised kui ka välised tegurid, mis mõjutavad käibekapitali vajadust. Need tegurid on koondatud alljärgnevasse tabelisse 1.

**Tabel 1.** Käibekapitali vajadust mõjutavad tegurid.

Sisemised tegurid	Välised tegurid
Ettevõtte suurus ja kasvumäärad	Pangateenused
Organisatsiooni struktuur	Intressimäärad
Käibekapitali juhtimise keerukus	Uus tehnoloogia ja uued tooted
Laenamise ja investeerimise printsiibid	Majandus
Tegevused ja võimekused	Konkurendid

Allikas: Clayman *et al.* (2008: 264).

Chandra (2011: 565) nimetab aga käibekapitali vajadust mõjutavateks tähtsaimateks teguriteks äritegevuse olemust, tegevuse hooajalisust, tootmispoliitikat, turu- ja tarnetingimusi.

Käibekapitali vajadust mõjutavast välisest tegurist on ka alljärgnev uuring. Hiljutine majanduslangus, mis algas 2007. aasta lõpus ja lõppes 2009. aasta keskel, tegi suurt kahju USA (Ameerika Ühendriikide) ettevõtetele. Majanduslanguse ajal need USA korporatsioonid, kes tegutsesid enda arvates käibekapitali juhtides efektiivselt, seisid ühtäkki ellujäämise probleemi ees tänu laekumiste aeglustumisele ning krediidi kättesaadavuse vähenemisele. Majanduslangus sundis korporatsioone üle vaatama oma käibekapitali juhtimise tavasid. Duggali ja Buddeni (2012) poolt läbiviidud uuring selgitab majanduslanguse mõju käibekapitali juhtimisele S&P 500<sup>1</sup> firmades. Uuriti, kas USA ettevõtted tegid majanduslanguse järel muudatusi oma käibekapitali juhtimise poliitikas, muutes raha konversioonitsükli. See leiab aset, kui ettevõtted muudavad varude, nõuete ja kohustuste poliitikat. Võimalik, et ettevõtted püüdsid rohkem/vähem varusid omada, tuginedes hiljutisele kogemusele, või üritati leida usaldusväärsemaid tarnijaid, isegi kui nad olid kallimad, muutes nõnda oma varude konversioonitsükli, kreditoorse võlgnevuse konversioonitsükli ja/või raha konversioonitsükli. Ettevõtted tõenäoliselt muutsid ka oma krediidipoliitikat laekumiste probleemiga seoses, mis lühendas debitoorse võlgnevuse konversioonitsükli. Isegi kui ei olnud muutust raha

<sup>1</sup> S&P 500 (*Standard & Poor's 500*) on firma Standard & Poor's poolt arvatud aktsiaindeks, mille alla kuulub 500 USA börsidel noteeritud suurettevõtet.

konversioonitsükklis, võib eeldada, et USA ettevõtted on leidnud uue efektiivsuse piiri, omades rohkem raha ja vältides laenuraha. Püstitatigi väide, et efektiivse käibekapitali piiri nihkumisel on ettevõtted sunnitud omama suuremat kogust käibekapitali. Uuringus leiti 2010. aastal olulised muutused raha konversioonitsükklis, mis suurenes tööstus- ja kommunaalettevõtetel ning vähenes esmatarbekaupade tööstuses. Uuringu tulemused kinnitasid, et ettevõtetel oli 2010. aastal rohkem puhaskäibekapitali kui oli 2007. aastal. Sellest järeldub, et majanduslangus on nihutanud efektiivsuse piiri kaugemale, et tulla toime uute majandusprobleemidega.

Ettevõtte käibekapitali juhtimise aluseks on teha otsus kahes põhilises küsimuses: kindlaks määrata käibevaradesse investeringute optimaalne tase ja sobiv vahetegur lühiajalise ning pikaajalise finantseerimise kasutamiseks. Need otsused omakorda on mõjutatud kompromissist, mis tuleb leida kasumlikkuse ja riski vahel (Van Horne, Wachowicz 2008: 206). Finantsjuhtide ülesanne on maksimeerida ettevõtte väärtust, juhtides käibevarasid ja lühiajalisi kohustusi viisil, mil kasumlikkus ja risk on tasakaalus. Selline eesmärk hõlmabki optimaalse investeringu taseme ja sobiva rahastamisallikate valiku kindlaksmääramist, et toetada vajalikku investeringut käibevaradesse. Ettevõtte vajab piisavalt käibevara, et tagada õigeaegne lühiajaliste kohustuste täitmine. Liigsed investeringud käibevaradesse võivad vähendada kasumlikkust ja alandada firmaväärtust. Lühiajalised varad pakuvad tavaliselt ettevõttele madalamat tulu, sest võivad tekkida kõrged alternatiivkulud. Näiteks, kui hoida varude kõrget taset, nõuab see ettevõtte investeerimist raha varudesse, mis võivad pakkuda vähe tulu või mitte üldse tulu. Sellisel juhul tuleneb kaotatud müügimaht varude lõppemisel ebapiisavast varude tasemest, viies müügi- ja kasumilanguseni. Seega, määrates ettevõtte optimaalset investeringute taset käibekapitali, hõlmab see kompromisslahendust likviidsuse ja kasumlikkuse vahel. Finantsjuhid peavad minimeerima kulusid, mis on seotud käibekapitaliga, ohustamata seejuures vajalikku likviidsust edasiste tegevuste jaoks (Baker ja Powell 2005: 158).

Van Horne'i ja Wachowicz'i (2008: 207) järgi on soovitatav kasumlikkuse eesmärgil säilitada madal käibevarade tase ja lühiajaliste kohustuste kõrge proportsioon koguvõlgnevusest. Sellise strateegia tulemuseks on madal või eeldatavasti negatiivne käibekapitali tase, seega risk ettevõttele on suurenenud. Juhkam (2002: 92) leiab, et

teaduslikus kirjanduses seostatakse küll riskide maandamise motiivi enamasti ettevõtte väärtuse tõstmisega, kuid oluline aspekt on ka ettevõtte lühiajaline maksevõime. Juhul, kui ettevõttel on piisavalt vabu rahalisi vahendeid oma lühiajaliste kohustustega toimetulekuks, siis vähendab see vajadust sünkroniseerida riskide maandamisega sissetulevat ja väljaminevat rahakäivet. Seega vähendab kõrgem lühiajaline maksevõime ettevõtte finantsraskustesse sattumise kulutusi. Kõrgema lühiajalise maksevõime säilitamine on järelikult alternatiiviks riskide maandamisele (Berkman, Bradbury 1996). Oma empiirilises käsitluses Berkman ja Bradbury (1996) uurisid seost ettevõtte lühiajalise maksevõime ja tuletisinstrumentide kasutamise vahel ning kinnitasid statistiliselt olulise seose olemasolu. Mida maksevõimelisemad olid ettevõtted, seda vähem kasutati tuletisinstrumente riskide maandamiseks. Lühiajalise maksevõime mõõduna kasutati uurimuses likviidsuskordajat (*quick ratio*). Maksevõime suhtarve kajastatakse peatükis 1.3.

Juhkam (2002: 91) on toonud välja varade ja kohustuste juhtimise kontekstis riskide maandamise võtted. Riskide maandamiseks kasutatavad võtted on Juhkam jaganud kahte gruppi: ettevõtte bilanssisised ja bilansivälised võtted. Alljärgnevalt põhjalikum ülevaade bilanssisestest võtetest lähtuvalt käsitletavast magistritöö teemast. Bilanssisised riskimaandamise võtted on riskide mõju vähendamise eesmärgil teostatavad tehingud, mis kajastuvad ettevõtte bilansis. Bilanssisised riskide maandamise võtted on jaotatud omakorda kaheks:

- 1) operatsioonilisteks võteteks, milledeks on ettevõtte varade – kohustuste juhtimine, riskide hajutamine, ettevõtte poolt loodava ja väljamineva rahavoo juhtimine (ajaline sünkroniseerimine) ning riskide maandamine erinevate lepingute (tarnelepingud, müügilepingud) sõlmimise kaudu;
- 2) ettevõtte finantseerimisstrateegia muutmisega ehk ettevõtte finantseerimisstruktuuri (laenu- ja omakapitali osakaalu) juhtimisega seotud võtted, mis on ettevõtte poolt kasutatava finantsvõimenduse juhtimine.

Käibekapital on investering, nagu iga teine, seega tuleb seda juhtida selgelt ja põhjalikult. Käibekapital on tulemus likviidsuse ja marginaalide vahel. Käibekapitali juhtimine ei tähenda tingimata iga hinna eest vähendada seda. Kui vähendada, siis selleks, et vähendada ettevõtte vajadust rahaliste vahendite järgi ja parandada tulusid,

kuid see ei ole ainus võimalus (Vernimmen *et al.* 2011: 910). Arbidane ja Volkova (2012) on kirjutanud oma uuringus, et käibekapitali juhtimine on üks osa ettevõtte igapäevaste tegevuste kogumist ja on tähtsal kohal finantsjuhtimise protsessis, kus on oluline teada finantsjuhtimise meetoditest ja rakendada neid asjakohaselt. Sageli on võimatu kontrollida väliskeskkonna mõju ettevõtte käibevarade juhtimisele ja seetõttu tuleks suuremat tähelepanu pöörata sisekeskkonnale ja seda mõjutavatele teguritele, millest anti eespool põhjalikum ülevaade (vt. tabel 1, lk.14).

Bagchi *et al.* (2012) viisid läbi empiirilise uuringu käibekapitali juhtimise mõjust kasumlikkusele India FMCG (*Fast Moving Consumer Goods*) ettevõtete põhjal. Ettevõtte kasumlikkust mõõdeti kapitali üldtasuvuse (ROTA – *return on total assets*) ja investeringu tasuvuse (ROI – *return on investment*) järgi. Nad tõestasid tugeva negatiivse seose olemasolu erinevate käibekapitali juhtimise komponentide, nagu raha konversioonitsükli (CCC – *cash conversion cycle*), võla ja omakapitali suhte (DER – *debt equity ratio*), võlakordaja (DTA – *debt to total assets*), varude käibevalte (AI – *age of inventory*), debitoorse võlgnevuse käibevalte (AD – *age of debtors*), kreditoorse võlgnevuse käibevalte (AC – *age of creditors*) ja kasumlikkuse (*profitability*) vahel. Uuringu tulemused rõhutasid tähtsust käibekapitali juhtimise pädevuses, et tagada ettevõtte kasumlikkuse paranemine, ning see aspekt peab olema kindel osa ettevõtte strateegilisest ja operatiivsest mõtlemisest tõhusamaks ja tulemuslikumaks tegutsemiseks India keerulises majanduskeskkonnas.

Lotvia *et al.* (2012) uurisid seost käibekapitali juhtimise ja ettevõtte karakteristikute vahel Teherani väärtpaberibörsi ettevõtete andmetel. Ettevõtte karakteristikute hindamiseks kasutati teguritena ettevõtte suurust, finantsvõimendust ja Tobin'i q suhtarvu ning käibekapitali juhtimise hindamiseks neto likviidsusnõude tasakaalu (*net liquidity balance*) kriteeriumi. Püstitati neli hüpoteesi ja viidi läbi astmeline regressioonanalüüs. Uuringu tulemused näitasid, et käibekapitali juhtimise ja ettevõtte suuruse vahel on positiivne seos, kuid käibekapitali juhtimise ja finantsvõimenduse vahel negatiivne seos. Peale selle näitas tulemus, et käibekapitali juhtimise ja Tobin'i q suhtarvu vahel seos puudub.

Baños-Cabarello *et al.* (2011) uurisid seost käibekapitali juhtimise ja kasumlikkuse vahel väikestel ja keskmise suurusega Hispaania ettevõtetel (SME – *small and medium-*

*sized enterprises*), kontrollides mittejälgitavat heterogeensust ja võimalikku endogeensust. Hispaania ettevõtetal on vähem alternatiive saada välisfinantseeringut, mis teeb nad rohkem sõltuvaks ärikrediidist. Demircuc-Kunt ja Maksimovic (2001) on arvamusel, et sellised ettevõtted annavad rohkem krediiti oma klientidele ja samal ajal saavad rohkem rahastamist oma tarnijatelt. Uuriti mittelineaarset seost nende kahe muutuja vahel. Tõstatati väide, et käibekapitali ja ettevõtte kasumlikkuse vaheline seos võib olla pigem nõgus kui lineaarne. Kasumlikkuse mõõdikuteks kasutati äritegevuse tulu (*gross operating income*) ja neto tegevustulu (*net operating income*) ning seostati neid raha konversioonitsükliga (*cash conversion cycle*). Uuringu tulemused tõestasid mitte-monotoonset (nõgusat) seost käibekapitali taseme ja kasumlikkuse vahel, mis näitab, et *SME*de optimaalne käibekapitali tase maksimeerib nende kasumlikkuse. Lisaks kinnitavad usaldusväärse kontrolli tulemused, et ettevõtte kasumlikkus väheneb, kui ta eemaldub oma optimaalsuse tasemelt. Seda näitab ümberpööratud U-kujuline seos käibekapitali ja kasumlikkuse vahel, mis omakorda näitab, et nii kõrge kui ka madal käibekapitali tase on seotud madalama kasumlikkusega.

Käibekapitali juhtimise ja kasumlikkuse vahelise seose olemasolust on räägitud ka Charitou *et al.* (2012) uuringus, kes tõid välja käibekapitali juhtimise mõju ettevõtete majandustulemustele areneval Aasia turul, nimelt Indoneesias. Väideti, et käibekapitali juhtimine viib majandustulemuste paranemisele, eriti kasumlikkuse tõusule. Andmeid koguti ettevõtetal, kes on noteeritud Indoneesia börsil, uuritavaks perioodiks olid aastad 1998-2010. Andmete analüüsiks kasutati mitme muutujaga regressioonanalüüsi. Tulemused näitasid, et käibekapitali juhtimine on positiivselt seotud ettevõtte kasumlikkusega. Lisaks näitasid tulemused, et ettevõtte riskitase mõõdetuna võlakordajaga (*debt ratio*), on negatiivselt seotud ettevõtte varade rentaabluusega (*ROA – return on assets*). Eksisteerib pöördvõrdeline seos ettevõtte tegeliku riskitaseme ja kasumlikkuse vahel.

Samuti tegid Mansoori ja Muhammad (2012) oma uurimustöö teemal käibekapitali juhtimise mõjust kasumlikkusele Singapuri ettevõtete põhjal aastatel 2004-2011. Nad leidsid, et raha konversioonitsükkel on negatiivselt seotud varade rentaabluusega (*ROA – return on assets*). Kõikidel raha konversioonitsükli komponentidel (debitoorse võlgnevuse konversioonitsükkel, varade konversioonitsükkel ja kreditoorse võlgnevuse

konversioonitsükkel) on negatiivne seos kasumlikkusega. Uuringu tulemused näitavad, et ettevõtte kasumlikkus suureneb, lühendades debitoorse võlgnevuse ja varude konversioonitsükli. Negatiivne seos kreditoorse võlgnevuse konversioonitsükli ja kasumlikkuse vahel võib tuleneda sellest, et venitades kreditoorse võlgnevuse perioodi võib kahjustada ettevõtte maine ja järelikult väheneb kasumlikkus. Need tulemused näitavad, et juhid saavad tegevuse tulemuslikkust parandada, juhtides käibekapitali tõhusalt. See põhineb riski-tulu seose kompromissil.

Käibevara juhtimise otsused mõjutavad ettevõtte maksevõimet ja ka tulukust. Siin on tegemist juba nimetatud riski-tulu kompromissiga: mida suurem on käibevarade osakaal varades, seda madalam on likviidsusrisk, samal ajal on madal ka tulukuse tase. Mida väiksem on käibevarade osakaal varades, seda agressiivsemat ja riskantsemat käibevarade juhtimise poliitikat ettevõtte viljeleb (ettevõtte edu korral tulukus kõrgem). Täpsemalt, agressiivse käibekapitali poliitikaga (väikesed investeeringud käibekapitali) seostatakse kõrgemat tootlust ja kõrgemat riski, samas konservatiivne käibekapitali poliitika (suuremad investeeringud käibekapitali) eeldab madalamat tootlust ja riski (Smith 1980). Weinraub ja Visscher (1998) on toonud välja kolm käibekapitali juhtimise strateegiat (*working capital management strategy*): agressiivne (*aggressive*), konservatiivne (*conservative*) ja mõõdukas (*moderate*). Agressiivne käibekapitali juhtimise strateegia viitab käibekapitali elementide väiksemale kogusele, millega kaasneb suurem likviidsusrisk ja kõrgem käibekapitali investeeringu tootlus. Konservatiivne käibekapitali juhtimise strateegia juhib tähelepanu suuremas mahus käibekapitali nõuete hoidmisele, mis ühendab madalama likviidsusriski ja käibekapitali investeeringu väiksema tasuvuse. Mõõdukas strateegia on kahe käibekapitali poliitika vahepeal ja selgitab seda, et käibekapitali elemente tuleb hoida sellise mahuga, et kaasneb keskmine riski-tulu suhe. Michalski (2012) on samuti toonud välja kolm strateegiat, nimetades neid järgmiselt: range strateegia (*restrictive strategy*), kui juhtkond kasutab kõige riskantsemat, kuid odavamat, väikseimat võimalikku likviidsete varade taset; mõõdukas strateegia (*moderate strategy*), kui juhtkond modereerib riski ja likviidsete varade hoidmise kulu vahel; paindlik strateegia (*flexible strategy*), kui juhtkond kasutab kõige kallimat ja üsna kõrgel tasemel likviidseid varasid, soovides maandada likviidse vara puudujäägist tulenevat riski. Kuidas käibekapitali juhtimise erinevad strateegiad mõjutavad ettevõtte näitajaid, on kokkuvõtvalt toodud tabelis 2.

**Tabel 2.** Käibekapitali juhtimisstrateegiatega mõju ettevõtte näitajatele.

<b>Käibekapitali juhtimise strateegia</b>	<b>Likviidsus</b>	<b>Likviidsusrisk</b>	<b>Kasumlikkus</b>
Agressiivne või range	madal	kõrge	kõrge
Mõõdukas	keskmise	keskmise	keskmise
Konservatiivne või paindlik	kõrge	madal	madal

Allikas: (Weinraub ja Visscher: 1998; Michalski: 2012), autori koostatud.

Valides likviidsete varade erinevate lahenduste vahel, on ettevõttel vaja otsustada, millisel tasemel risk on vastuvõetav omanikele ja kapitali pakkujatele. See valik kajastub finantseerimise tagajärgedes, eriti kulude tasemes. Likviidsete varade finantseerimisel tekkivad kulud sõltuvad riskist, mis on seotud ettevõtte poolt valitud likviidsete varade juhtimise strateegiaga. Kui on kõrgem risk, siis on ka suurem finantseerimise kulu (kapitalikulu), mille tulemuseks on ettevõtte efektiivsuse kasv. Likviidsete varade finantseerimise kulud sõltuvad finantseerimise liigist, likviidsete varade tasemest müügitulus ning riskist (Michalski 2012).

Käibevarade investeerimisstrateegiad on kriteeriumite kogum ja spetsiifiline tegevusjuhend efektiivsuse saavutamiseks, kasutades missiooni teostamisel rahastajaid. Selliseid strateegiaid ellu rakendades, teeb ettevõtte juhtkond tähtsaid otsuseid seoses allikate hankimisega praeguste ja tulevaste vajaduste finantseerimiseks ning võimaluste ja suundade määratlemiseks nende allikate kasutamisel. Samal ajal võetakse arvesse järgmisi aspekte: võimalused, piirangud ja ärikeskkond, mis on täna teada. Vastavalt finantseerimise laadile eristab Michalski (2012) kolme likviidsete varade finantseerimise strateegiat: agressiivne (*aggressive strategy*) – kõige riskantsem, kuid odavam, peamiselt lühiajaline finantseerimine; kompromiss (*compromise strategy*) – kompromissiga riski ja finantseerimise kulude vahel; ning konservatiivne (*conservative strategy*) – kõige kallima pikaajalise finantseerimisega ja kõige madalama riskiga. Agressiivne strateegia eeldab olulise osa ettevõtte püsiva nõudluse ja kogu ettevõtte muutuva nõudluse rahastamisallikana lühiajalist finantseerimist. Likviidsete varade finantseerimisstrateegia kompromissversiooni eesmärk on kohandada vajalik finantseerimisperiod periodiga, mil ettevõtte vajab neid varasid. Selle tulemusel on

käibevara püsiva osa finantseerimise aluseks pikaajaline kapital, kuid muutuv osa finantseeritakse lühiajalise kapitaliga. Konservatiivne likviidsete varade finantseerimise strateegia viitab olukorrale, kus püsiva ja muutuva tasemega käibevara peetakse ülal pikaajalise finantseerimise alusel. Peale teoreetilise mudeli võrdlemist üle tuhande Poola mittetulundusühingute tulemuste empiiriliste andmetega, soovib uuringu autor Michalski (2012) mittetulundusühingul valida kõrgema riskiga agressiivne likviidsete varade lahendus, mitte aga äriühingul. Riski avaldumine sõltub ettevõtte positsioonist enda tegevusharus. Kui risk peaks olema suurem, siis on targem valida paindlikum ja konservatiivsem lahendus, et saada paremaid tulemusi. Vastupidiselt – peaaegu monopoolses seisus ettevõtte võib kasutada rangemat ja agressiivsemat strateegiat, sel juhul on tulemused paremad.

Käibekapitali poliitika olulisim otsus Chandra (2011: 567) väitel on seotud investeringute tasemega käibevarasse. Investeerimisel käibevarasse eristatakse selgelt kahte poliitikat: konservatiivne või ka paindlik (*flexible*) ja agressiivne või ka range (*restrictive*). Nende poliitikate erinevused on toodud alljärgnevas tabelis 3.

**Tabel 3.** Käibevaradesse investeerimise poliitikate võrdlus.

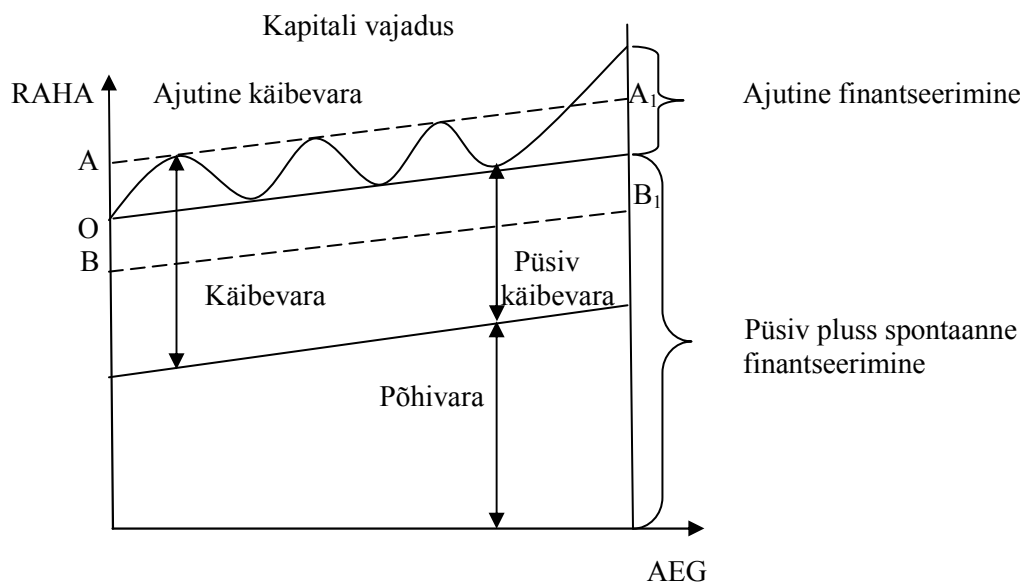
<b>Tunnus</b>	<b>Konservatiivne poliitika</b>	<b>Agressiivne poliitika</b>
Investeeringute tase käibevarasse	kõrge	madal
Raha ja väärtpaberite osakaal	kõrge	madal
Varude tase	kõrge	madal
Krediidipoliitika	liberaalne	jäik
Debitoorse võlgnevuse tase	kõrge	madal

Allikas: autori koostatud.

Konservatiivse poliitika tagajärjel on vähem tootmisseisakuid, tagatud on kiired tarned klientidele. See poliitika stimuleerib müüki, sest krediidipoliitika on liberaalne. Teiselt poolt agressiivne poliitika võib viia sagedaste tootmisseisakuteni, kaasnevad hilinenud tarned klientidele ja müügi vähenemine. Pärast käibevarade optimaalse taseme kehtestamist, peab ettevõtte otsustama, kuidas käibevara finantseerida (Chandra 2011: 567).

Finantseerimisstrateegia johtub sellest, kuidas valitakse põhi- ja käibevarade katteks finantseerimisallikaid. Konservatiivse finantseerimisstrateegia puhul on spontaansete ja

püsiva iseloomuga finantseerimisallikate summa püsivahendite vajadusest suurem. Joonisel 3 tähendab see seda, et püsiv finantseerimine ulatub sirgeni  $AA_1$ . Agressiivse finantseerimisstrateegia puhul on tegemist alalise sõltuvusega lühiajalisest finantseerimisest. Joonisel 3 tähendab see seda, et püsiv finantseerimine ulatub vaid sirgeni  $BB_1$  ning ülejäänud rahavajadus kaetakse ajutistest allikatest (Raudsepp 1995: 94).



**Joonis 3.** Kohustuste ajastamise strateegia (Raudsepp 1995: 93).

Baker'i ja Powell'i (2005) järgi käibekapitali juhtimise lähenemised varieeruvad vastavalt sellele, kuidas ettevõtte finantseerib käibevarasid hooajaliste variatsioonidega. Kolm levinud lähenemisviisi on kohustuste ajastamine (*maturity-matching*), konservatiivne (*conservative*) ja agressiivne (*aggressive*) lähenemine. Kui müük on aastaringelt konstantne, siis ettevõtte investering käibevaradesse on muutumatu ja on ainult püsiv rahastamise vajadus. Tsüklilise müügi puhul käibevarad varieeruvad müügitsüklist ja ettevõttel on nii hooajaline ehk ajutine kui ka püsiv rahastamise vajadus. Püsiv käibevara viitab käibevara tasemele, mis jääb püsima hooajalistele kõikumistele vaatamata. Ajutine käibevara viitab täiendavale käibevarale, mida lisatakse siis, kui oodatakse müügitulude sesoonset kasvu.

Allpool selgitatakse erinevaid finantseerimisstrateegiaid pikemalt. Nagu strateegia nimetuski ütleb, hõlmab kohustuste ajastamise lähenemisviis riskide maandamiseks

ettevõtte varade ja kohustuste tähtaegade ajastamist. Sellise lähenemise korral ettevõtte finantseerib pikaajalist vara (põhivara ja püsiv käibevara) pikaajaliste finantseerimisallikatega (pikaajaline laen ja omakapital). Ettevõtte finantseerib hooajalistel kõikumistel oma käibevara lühiajaliste kohustustega, mis on sama tähtajaga. Ajastades lühiajalise finantseerimise taset ajutise käibevara tasemega, kaitseb ettevõtte end ootamatute muutuste vastu lühiajaliste intresside määrades. Käibekapitali juhtimise konservatiivse lähenemise puhul ettevõtte finantseerib pikaajaliste vahenditega kõiki püsivaid käibevarasid ja teatud osa ajutisest käibevara tasemest. Seega ettevõtte kasutab lühiajalist finantseerimist ainult mõnede ajutiste käibevarade jaoks. Lühiajalised vahendid on tavaliselt odavamad kui pikaajalised vahendid, sest tulukõver on tüüpiliselt ülespoole. Järelikult, kui ettevõtte kasutab rohkem pikaajalisi vahendeid, võib see kinnistada nende vahendite kulu ja vältida lühiajaliste intressimäärade tõusu. Lisaks sellele, kinnistades rohkem pikaajalisi finantseerimisallikaid, kaitseb ettevõtte ennast krediidi mittesaamise riski vastu, kui üks üldistest majandustingimustest või ettevõtte finantsseisund peaks halvenema. Kui ajutise käibevara vajadus on madal, võib ettevõttel tekkida rahaliste vahendite ülejääk. Sellistel perioodidel ettevõtte investeerib liigsed vahendid lühiajalistesse väärtpaberitesse. Agressiivne lähenemine hõlmab rohkem lühiajalise finantseerimise kasutamist ja vähem pikaajalist finantseerimist kui kohustuste ajastamisel ja konservatiivsel lähenemisel. Ettevõtte finantseerib lühiajaliste vahenditega kõiki ajutisi käibevarasid ja teatud osa püsivast käibevarast, mille tulemuseks on suurem tulu. Samal ajal eksisteerib ka suurem risk sattuda makseraskustesse (Baker ja Powell 2005: 159).

Juhtimisreegel sõltub situatsioonist. Kriisiperioodidel keskendub ettevõtte käibekapitali vähendamisele, et genereerida raha, mis on vajalik võlgnevuse katmiseks või projektide omafinantseeringuks. Mõju marginaalidele on vähem olulisem küsimus, seepärast käibekapitali juhitakse rangelt. Majanduslikult headel aegadel keskendub ettevõtte rohkem müügile ja marginaalidele kui käibekapitalile (Vernimmen *et al.* 2011: 912).

On neli lähenemist käibekapitali juhtimisele (*Ibid.*: 912):

- pidada ranget kontrolli raiskamise üle: lõpetada tarnijatele ennetähtaegsed maksed, müüa varud madalamate läbimüügihindadega ja kaaluda järk-järgult nende toodete tootmisest kõrvaldamist. Neid meetmeid on kergem kehtestada ning need ei eelda

ettevõtte suuremat ümberkorraldust;

- vaadata lähemalt struktuurielemente, mis nõuavad muutust tegevuses või organisatsioonis. See võib tähendada müügiesindajate muutuvate hüvitiste indekseerimist mitte tellimuste vastuvõtmiste järgi, vaid tegelike maksete ja saadud marginaalide järgi; tootmisahelas ümberkorralduste tegemist selleks, et vähendada puhvervarusid, minnes massprotseduuridelt protsessi menelusele või teiste struktuursete muudatuste tegemine. Neid muudatusi on palju keerulisem läbi viia, need nõuavad aktiivset koostööd osakondade vahel, mis enamasti tähendab kogu juhtimise kaasamist;
- teostada arbitraaži marginaalide ja käibekapitali vahel, et osta või müüa raha;
- luua vale pilt – vähendades bilansis käibekapitali, kasutades faktooringut, väärtpapereid, hinnaalandust jne. Siinjuures ei tohi unustada, et käibekapital ei ole tegelikult vähenenud, see on vaid osaliselt rahastatud.

Kaks esimest lähenemist käibekapitali juhtimisele juhivad rahavoogudele, kaalumata seejuures kulude struktuuri.

Nazir ja Afza (2009) uurisid võimalikku seost agressiivse ja konservatiivse käibekapitali juhtimise ja finantseerimispoliitikate vahel ning nende mõju kasumlikkusele Pakistani ettevõtete näitel, kasutades 1998-2005 aastate andmeid. Uurimus aitab paremini mõista neid poliitikaid ja nende mõju kasumlikkusele, eriti arenevatel turgudel nagu seda on Pakistan. Selleks, et mõõta käibekapitali investeerimispoliitika agressiivsuse määra (AIP – *aggressive investment policy*), kasutati järgmist suhtarvu:

$$(1) AIP = \frac{TCA}{TA},$$

kus  $TCA$  – kogu käibevara (*total current assets*),

$TA$  – koguvvara (*total assets*).

Madalam suhtarv tähendab suhteliselt agressiivset poliitikat.

Teiselt poolt agressiivne finantseerimispoliitika kasutab kõrgemal määral lühiajalisi kohustusi ja vähem pikaajalist laenu. Erinevalt sellest konservatiivne finantseerimispoliitika kasutab rohkem pikaajalist laenu ja kapitali ning vähem

lühiajalisi kohustusi. Ettevõtte on lühiajaliste kohustuste juhtimisel rohkem agressiivsemad, kui nad keskenduksid enam lühiajaliste kohustuste kasutamisele, mis seavad neile likviidsusriski. Käibekapitali finantseerimispoliitika agressiivsuse määra (AFP – *aggressive financing policy*) mõõtmiseks kasutati järgmist suhtarvu:

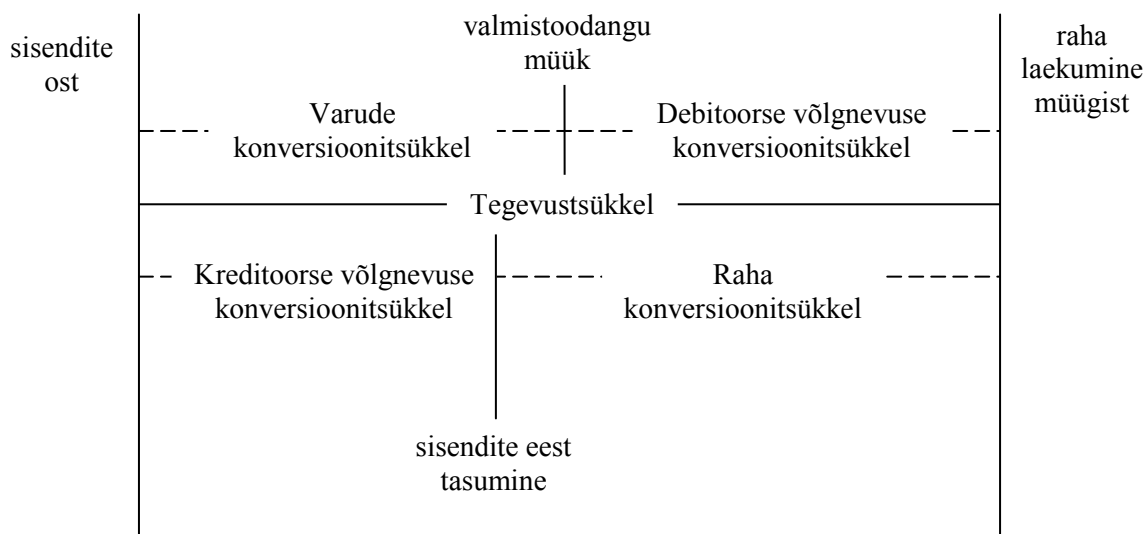
$$(2) AFP = \frac{TCL}{TA},$$

kus  $TCL$  – lühiajalised kohustused kokku (*total current liabilities*),  
 $TA$  – koguvara (*total assets*).

Kõrgem suhtarv tähendab suhteliselt agressiivset poliitikat.

Käibekapitali poliitike mõju kasumlikkusele analüüsi kasumlikkuse raamatupidamisväärtuse ja turuväärtuse mõõdikute abil, milleks kasutati varade rentablust (*ROA*) ja Tobin'i q-d. Viidi läbi regressioonanalüüs, mille tulemusena agressiivse ja konservatiivse käibekapitali investeerimis- ja finantseerimispoliitike mõjud kasumlikkusele said kinnitust. Leiti negatiivne seos mõlema kasumlikkuse mõõdiku ja käibekapitali investeerimispoliitika ning finantseerimispoliitika agressiivsuse määrade vahel. Ettevõtteid raporteerisid negatiivset tootlust, kui nad olid järginud agressiivset käibekapitali poliitikat. Ent ometi investorid andsid rohkem raha ettevõtetele, kes on lühiajaliste kohustuste juhtimisel rohkem agressiivsemad. Uuring näitas juhtidele ja tulevastele investoritele poliitike mõjusid arenevatel Pakistani turgudel, mis mõneti erines varasematest uuringutest tänu vastuolulistele ja volatiilsetele majanduslikele tingimustele Pakistanis.

Järgmisena käsitletakse raha konversioonitsükli kui käibekapitali juhtimise tuuma olemust. Raha konversioonitsükkel on ajavahemik raha maksmisest toorme või materjalide eest kuni müüdüd toote/teenuse eest raha laekumiseni (Richards, Laughlin 1980). Igale tegevusele konversiooniperioodil kulub teatud hulk päevi, mis tähendab, et teatud arv päevi alates ostu otsusest ja tellimisest kuni makse laekumiseni on rahad „kinni“. Raha konversioonitsükli teadvustamine on oluline samm raha laekumiste kiirendamisel. Tüüpiline raha konversioonitsükkel on kujutatud alloleval joonisel 4.



**Joonis 4.** Raha konversioonitsükkel (Richards, Laughlin 1980).

Raha konversioonitsükkel koosneb varude konversiooniperioodist, pluss debitoorse võlgnevuse laekumisperioodist, miinus kreditoorse võlgnevuse perioodist (Clayman *et al.* 2008: 272; Charitou *et al.* 2012; Duggal, Budden 2012).

$$(3) \text{ raha konversioonitsükkel} = \text{varude konversioonitsükkel} + \text{debitoorse võlgnevuse konversioonitsükkel} - \text{kreditoorse võlgnevuse konversioonitsükkel}$$

kus

$$(3.1) \text{ varude konversioonitsükkel} = \frac{\text{keskmised tootmisvarud}}{\text{müüdüd kaupade kulu}} \times T$$

$$(3.2) \text{ debitoorse võlgnevuse konversioonitsükkel} = \frac{\text{keskmine debitoorne võlgnevus}}{\text{müügitulu}} \times T$$

$$(3.3) \text{ kreditoorse võlgnevuse konversioonitsükkel} = \frac{\text{keskmine kreditoorne võlgnevus}}{\text{müüdüd kaupade kulu}} \times T$$

Fight (2004) soovib võrrelda debitoorse ja kreditoorse võlgnevuse perioode, et näha, kas nende vahel on märkimisväärsed erinevusi. Kui erinevused on suured, võib see tekitada tõsisid probleeme rahavoogudega, või osutab see ettevõtte võlgade sissenõudmise tegevuse puudustele ja väga võimalik, et ka lootusetutele nõuetele. Mida pikem on raha konversioonitsükkel, seda rohkem tuleb teha investeringuid käibevarade soetamiseks. Mida lühem, seda efektiivsem on käibekapitali juhtimise süsteem,

puhaskäibekapital käibib kiiremini. Raha konversioonitsükli lühendamiseks tuleb vähendada keskmist varude perioodi ja keskmist debitoorse võlgnevuse laekumisperioodi ning suurendada keskmist kreditoorse võlgnevuse perioodi (Clayman *et al.* 2008: 272). Konversioonitsükli lühenedes vabanevad käibevarasse suunatud investeeringud ja selle pikenedes vajatakse täiendavaid investeeringuid. Eriti soodne on, kui konversioonitsükkel on negatiivne (Ranganatham, Madhumathi 2006: 294). Tegevustsükkel kujutab endast aega alates materjalide soetamisest kuni raha laekumiseni ostjatelt. See koosneb varude käibevältest ja debitoorse võlgnevuse käibevältest (Clayman *et al.* 2008: 272):

$$(4) \quad \text{tegevustsükkel} = \frac{\text{varude konversioonitsükkel} + \text{debitoorse võlgnevuse konversioonitsükkel}}{\text{konversioonitsükkel}}$$

Duggali ja Buddeni (2012) uuringu järgi rõhutab käibekapitali juhtimise teooria, *ceteris paribus* tingimusel, ettevõtte raha konversioonitsükli minimeerimist, mida defineeritakse kui ajavahemikku väljamaksete ja raha laekumiste vahel. Mida suuremad on varude konversioonitsükli (DIH – *days inventory held*) ja debitoorse võlgnevuse konversioonitsükli (DSO – *days sale outstanding*) väärtused, seda suurem on ettevõtte investeering puhaskäibekapitali. Kreditoorse võlgnevuse konversioonitsükli (DPO – *days payable outstanding*) kõrgem väärtus tähendab tarnijatepoolset suuremat rahastamist. Ettevõtte, kes minimeerib raha konversioonitsükli, minimeerib ka puhaskäibekapitali vajadust, mis, nagu juba öeldud, on kulukas ja mõjutab ettevõtte kapitalikulu.

Smith (2012) soovib igal kuul vaadelda nelja põhilist käibekapitali mõõdikut. Kui neid ei mõõdata, ei saa eeldada, et juhitakse käibekapitali ja määratakse probleemset valdkonnad õigesti. Need mõõdikud on järgmised (*Ibid.* 2012):

1. käibekapitali ja müügitulu suhe,
2. debitoorse võlgnevuse konversioonitsükkel (vt. valem 3.2 lk. 26),
3. varude käibekordaja (vt. valem 11.3 lk. 42),
4. kreditoorse võlgnevuse konversioonitsükkel (vt. valem 3.3 lk. 26).

Loetletud mõõdikud annavad ettevõttele selge ülevaate käibekapitali tulemuslikkusest. Teenindustevõtetel ei ole varusid, kuid nende asemel on soovitatud kalkuleerida

päevamüügi suhet töötajate töötasusse ja hüvitistesse, kuna tööjõukulu on suurim kulu teenuste osutamisel.

Järgmises alapeatükis leiab kajastamist debitoorse võlgnevuse juhtimine. Ettevõtte seisukohast vaadatuna on debitoorne võlgnevus üks tähtsamaid käibekapitali komponente, mis omab suurt tähtsust ettevõtte finantsolukorra hindamisel ja samuti maksevõimelisuse kujundamisel.

## **1.2. Käibekapitali juhtimisstrateegia kujundamine läbi debitoorse võlgnevuse juhtimise**

Debitoorne võlgnevus ehk nõuded ostjate vastu on rahasumma, mis on jäänud ostja poolt ettevõttele võlgu varem sooritatud ja laekumata krediitarnete eest. Debitoorse võlgnevuse tähtsus sõltub sellest, kui suurel määral ettevõtte müüb võlgu. Debitoorse võlgnevuse juhtimine (*receivables management*) on oluline kokkupuutepunkt finantsjuhtimises käibekapitali juhtimise ja müügijuhtimises krediidi juhtimise vahel (Brigham, Ehrhardt 2011: 663).

Müügitulu ja debitoorse võlgnevuse vahel on muudel võrdsetel tingimustel vahetu seos. Mida enam müüakse, seda suurem on debitoorne võlgnevus. Erasisikuid varustavad ja teenindavad ettevõtted nõuavad reeglina oma toodete ja teenuste müümisel kohest tasumist. Ettevõtetele müüakse aga kaupu ja teenuseid sagedamini võlgu kohese tasumise asemel. Selline tehing tekitab kaubanduslikku krediiti (tavaliselt lühiajalist) müüjale ja kaubanduslikku võlga (tavaliselt lühiajalist) kliendile. Üldise nimetusena kasutatakse kaubakrediiti (*trade credit*) (Preve, Sarria-Allende 2010: 72). Krediitmüük on ainsaks müügivormiks vähestel firmadel. Tavaliselt rakendatakse diferentseeritud arvelduste vorme erinevate ostjate suhtes.

Debitoorse võlgnevuse juhtimise eesmärgiks on:

- kindlustada pidev objektiivne info ostjatelt laekumata arvetest,
- kiirendada klientide arvete laekumist,
- vältida arvete mittelaekumisest tulenevaid riske.

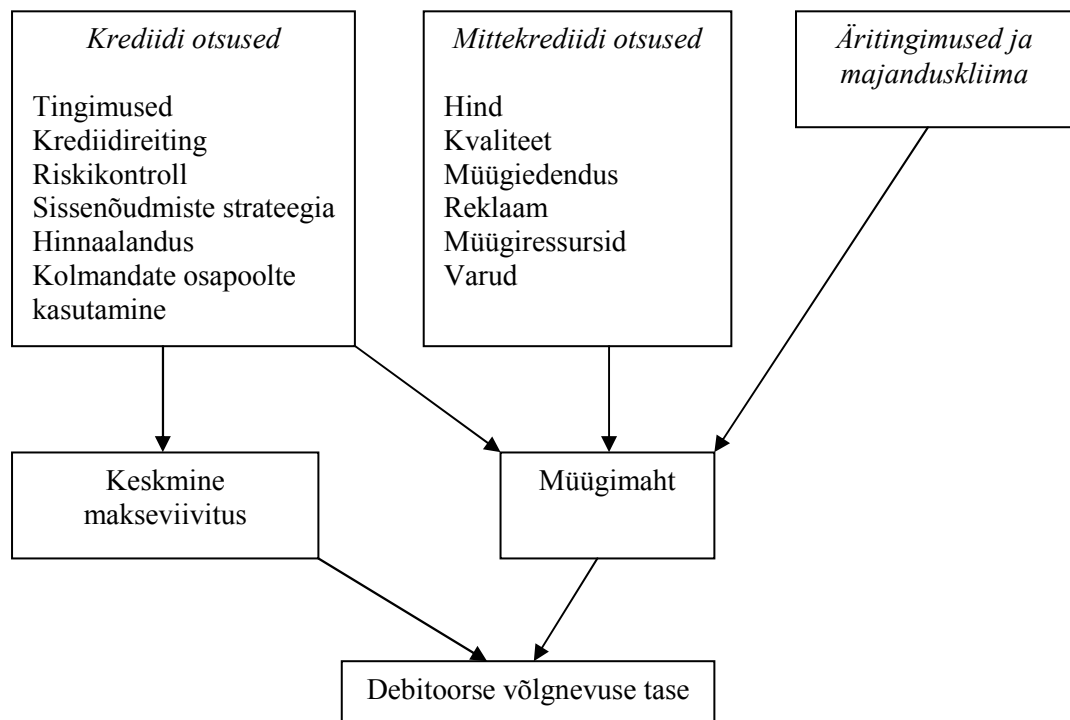
Debitoorse võlgnevuse juhtimine kätkeb endas nõuete suuruse planeerimist, ostjatele optimaalsete müügingimuste kehtestamist, et tagada ettevõttele suurem läbimüük ja raha laekumine, ning kontrolli kindlustamist raha laekumiste üle (Clayman *et al.* 2008: 284).

Debitoorse võlgnevuse suurust mõjutavad paljud tegurid. Edwards (2004: 39) toob välja järgmised põhitegurid:

- müügitulu suurus,
- äritegevuse iseloom,
- krediitmüügi osakaal käibes,
- müügingimused,
- ostjate maksevõime ning maksedistsipliin,
- võla sissenõudmise meetodid.

Müügitulu, mis omakorda sõltub mitmest tegurist: mõned, nagu majanduse olukord, on eksogeenne tegur, kuid teised on ettevõtte kontrolli all. Peamised kontrollitavad tegurid on müügihind, toote kvaliteet, turundamine ja ettevõtte krediidipoliitika (Brigham, Ehrhardt 2011: 663).

Debitoorne võlgnevus tähendab tegelikult investeringut, millest ettevõtte ei saa tulu. Debitoorse võlgnevuse taseme muutus mõjutab ettevõtte rentaablust. Krediidingimuste liberaliseerimine suurendab ettevõtte käivet. Krediidipoliitika muutmisel on otsene mõju tasakaalu säilitamisele keskmise ostjatelt laekumata arvete ja ettevõtte aastakäibe suhte vahel. Andes klientidele liberaalsemaid krediidingimusi, loob see suuremad vajadused jooksvate investeringute järele ning seega potentsiaalselt väiksema likviidsuse. Kui müügi kasvu suurendada vähem proportsionaalselt nõuetega, siis potentsiaalne likviidsuse halvenemine kajastub väiksemas nõuete käibes ja pikemas nõuete kogumise perioodis (Richards, Laughlin 1980). Joonisel 5 on toodud tegurid, mis määravad investeringute suuruse debitoorsesse võlgnevusse.



**Joonis 5.** Investeeringute suurust debitoorsesse võlgnevusse määravad tegurid (Edwards 2004).

Konkurentsitingimustes on turuosa suurendamiseks järjest suurem vajadus paindlike maksetingimuste järele. Samal ajal kui krediidiga müük on tugev müügiargument, on see ka kulu: näiteks debitoorse võlgnevuse puhul arvete mittetasumine või tasumine märgatava hilinemisega, mis omakorda tekitab hälbeid planeeritud rahavoogudes. Ettevõtte peab teatud protsendi väljastatud krediitidest arvestama ärikahjumiks. See tuleb arvestatada teenuse hinna sisse ning kalkuleerida lähtuvalt ettevõtte krediitipoliitikast (Erlach *et al.* 2008). Edwards'i (2004) väitel, kui müüja on kujundanud müügihinna sisse maksete hilinemise lisakulud või katab edukalt nimetatud kulud intresside teel, siis iga tähtjaks tasumata arve mõjutab tema kasumit. Konkureerivatel turgudel on ettevõtetel ambitsioonid oma väljavaateid parandada, andes täiendavat krediiti, kuid kui ei saa olla kindel, et täiendav kasum suurenenud müügist kaalub üles suurenenud krediidikulud või nimetatud kulud kaetakse kõrgemate hindadega, siis praktikas on selline olukord täis ohte. Seda olukorda illustreeritakse alloleva näite kaudu. Tabelist 4 (vt. lk. 31) on näha, et ettevõttel X on kasumimäär 5% ja krediidikulu 12% aastas. Normaalsete tingimuste puhul, 60-päevase krediidiperioodiga saavutatakse müük 12 mln naela ja puhaskasum 360 tuhat naela.

Püüdes suurendada müüki (situatsioon B), krediidiperiood tõuseb 90 päevani ja müügi eesmärk kolmandiku võrra ehk 16 mln naelani, puhaskasum langeb hoopis 320 tuhande naelani. Situatsioonis C müügi suurenedes neljandiku võrra ehk 15 mln naelani, saavutatakse puhaskasum ainult 300 tuhat naela, mis on 60 tuhande võrra vähem, aga müügikasv seevastu 3 mln. Kui ettevõtte väljastab krediiti kuni 120 päeva (situatsioon D) ja müük oleks sel juhul 50% kõrgem kui algselt ehk 18 mln naela, siis puhaskasum langeb 50%, mis on vaid 180 tuhat naela.

**Tabel 4.** Krediidimüügi mõju kasumile (GBP)

Ettevõtte X	Situatsioon A	Situatsioon B	Situatsioon C	Situatsioon D
Müük	12 000 000	16 000 000	15 000 000	18 000 000
Krediidipikkus (päeva)	60	90	90	120
Nõuded	2 000 000	4 000 000	3 750 000	6 000 000
Kasum (enne krediidikulu)	600 000	800 000	750 000	900 000
Krediidikulu	240 000	480 000	450 000	720 000
Puhaskasum	360 000	320 000	300 000	180 000

Allikas: Edwards (2004: 22-23).

Ostjatele kehtestatud müügitingimused on põhiliseks debitoorset võlgnevust mõjutavaks teguriks. Ostjatelt raha laekumise kiirendamiseks ja müügi stimuleerimiseks rakendatakse müüjate poolt sageli hinnasoodustuse poliitikat. Arve allahindlus on teatud raha allikas äritegevuse rahastamiseks, ettemaksed müügiarvete väärtuse eest raha vastu ning mis võimaldab tegevust käigus hoida oma müügitulu ja maksete kogumise teel (Bagley 2002: 40). Müügitingimused määravad võimalikud soodustused ennetähtaegse tasumise, soodusperioodi ja kogu krediidiperioodi. Krediitmüügi tingimusi väljendatakse kujul:  $a/b$ , kogu  $c$  (nt. 2/10, kogu 30). See tähendab, et kui klient maksab kauba (teenuse) eest  $b$  päeva jooksul, saab ta allahindlust  $a\%$  ning kui klient loobub allahindlusest, tuleb arve tasuda  $c$  päeva jooksul. Siinjuures muutub tähtsaks ka allahindlusest loobumise kulu aspekt (Bragg 2005: 49). Hinnaalanduse andmisega tuleb seejuures olla ettevaatlik ja põhjalikult analüüsida, kas see ikka on alati kasulik. Näiteks madala kasumimääraga ärivaldkonnas tegutsev ettevõtte ei pruugi olla suuteline pakkuma varase maksmise eest soodustust, sest see võib kasumit liiga suurel määral kärpida (Bragg 2005: 46).

Müügitingimuste ostjapoolsel analüüsil leitakse hinnaalandusest loobumise tingkulu määr järgmise valemiga:

$$(5) \quad \text{loobumiskulu määr} = \frac{a}{1-a} \times \frac{360}{c-b},$$

kus  $a$  – hinnaalanduse protsent,  
 $b$  – hinnaalandusega päevade arv,  
 $c$  – kogu krediidiperioodi pikkus.

Müügitingimuste müüjapoolsel analüüsil enne ostjatele soodustuste pakkumist analüüsib ka müüja allahindluse mõju oma tuludele ja kuludele.

$$(6.1) \quad \text{soodushinnaga müügist tulenev tulu} = \text{debitoorse võlgnevuse vähenemine} \times \text{investeeringute rentaablus}$$

$$(6.2) \quad \text{soodushinnaga müügist tulenev kulu} = \text{allahindluse} \% \times \text{soodushinnaga makstavate arvete brutosumma}$$

$$(6.3) \quad \text{puhastulem soodushinnaga müügist} = \text{tulu} - \text{kulu}$$

Müüjat rahuldava puhastulemi korral pakub ta ostjale vastavaid müügitingimusi. Loobumiskulu määra tuleb võrrelda ettevõtte kapitali hinnaga. Kui kapitali hind on madalam kui loobumiskulu määr, siis tuleks ostjal (kliendil) pakkumine vastu võtta, sest nii saab ta kasutada varem maksmiseks odavamalt laenu raha. Vastupidine situatsioon on hinnaalandust pakkumisel ettevõtte. Tavaliselt on tema kapitali hind väiksem kui loobumiskulu määr, mille tõttu ei tasu hinnaalandust teha. Allahindluse tegemise vajadus tuleb aga tihti konkurentsitingimustest ja ka sellest, et mõnikord ei soovita laenukoormust suurendada (Brigham, Ehrhardt 2011: 669-670).

Müüjal on debitoorse võlgnevuse katteks tehtud investeeringud, millelt ta tulu ei saa. Järelikult tuleb debitoorsele võlgnevusele teha kulutusi. Kõigepealt tuleb leida debitoorse võlgnevuse ehk krediitmüügi pikkus (*days sales outstanding*) erinevatel klientidel järgmise valemiga:

$$(7) \quad DSO = \sum_{i=1}^n C_i \times D_i,$$

kus  $C_i$  – ostja  $i$  osakaal koguostjatest (protsentides),  
 $D_i$  – ostja  $i$  tasumise aeg (päevades).

Debitoorse võlgnevuse ülalpidamiskulu (kulu ettevõttele) arvutatakse järgmiselt:

$$(8) \quad CDD = DSO \times S^x \times V\% \times k_d,$$

kus  $S^x$  – müük päevas,

$V\%$  – muutuvkulu osatähtsus müügist,

$k_d$  – lühiajalise laenu hind (intressimäär).

Kui ettevõtte pakub klientidele ettenähtust varasema maksmise puhul allahindlust (diskontot), siis diskonto suuruse saab leida alljärgneva valemiga:

$$(9) \quad DIS = S \times (1 - BDL\%) \times S\% \times a,$$

kus  $S$  – müügitulu,

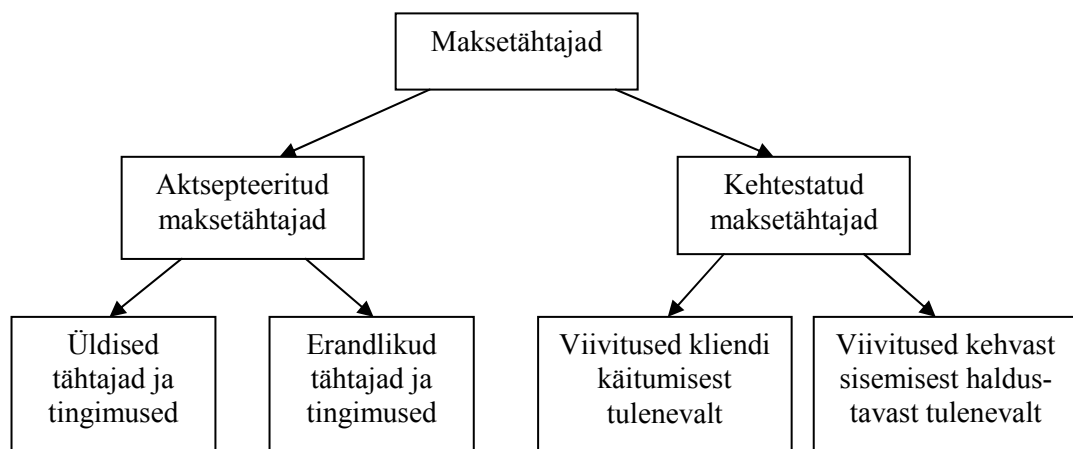
$BDL\%$  – ebatõenäoliselt laekuvate arvete %,

$a$  – allahindluse suurus (%) (Raudsepp 1995: 102).

Vernimmen *et al.* (2011: 913) sõnul hõlmab nõuete juhtimine järgmist:

- läbirääkimine paremate maksetähtaegade osas (üldised tähtajad ja tingimused);
- maksete kiirendamine, arvestades samal ajal lepingulisi tingimusi;
- maksete tagamise nõuded, et vältida halbu laene.

Kaks viimast punkti on omavahel rohkem seotud, kuna kohustuste täitmatajätmise risk suureneb võrdeliselt maksetähtaja pikkusega. Vernimmen *et al.* (2011) on andnud hinnangu, et umbes 10% arvetest ei laeku tähtaegselt ja esitavad väljakutse, et kuidas see number langeks 5%-ni, ning kirjeldavad maksetähtaegade kujunemist tingitult neljast tegurist, mis on toodud joonisel 6.



**Joonis 6.** Maksetähtajad nelja teguri tulemusel (Vernimmen *et al.* 2011: 914).

Üldised müügitingimused näevad ette maksetähtaegu, mis on määratud ettevõtte poolt ja on kooskõlas tema strateegiaga, standardtavade ja valitsevate turutingimustega. Müügiesindajad saavad pakkuda erandlikke maksetähtaegu ja -tingimusi, kui finantsjuht on teinud kindlaks, et klient maksab kõrgemat hinda või ostab suuremas mahus. Kui neid eeldusi ei ole, siis müügiesindajad peavad jääma oma sõna juurde, mis ei ole kerge kliendiga, kellele on midagi lubatud. Parem on mitte lasta müügiesindajatel teha otsuseid erandlike tähtaegade ja tingimuste osas (Vernimmen *et al.* 2011: 915).

Maksekultuur Eestis ja mujal Euroopas on erinev – ka selles valdkonnas võib rääkida kultuuride erinevusest. Näiteks Kreekas on lepingujärgne maksetähtaeg 73 päeva, seevastu Skandinaavias 30 päeva (Vernimmen *et al.* 2011: 910). Vastavalt Euroopa maksetavade indeksi (EPI – *European Payment Index*<sup>2</sup>) 2007. aasta aruandele, oli keskmine maksetähtaeg Hispaanias 67,4 päeva – üks pikemaid makseperioode Euroopas (Banos–Cabarello 2011).

Kõige suurem likviidsusrisk Euroopas on väikestel ja keskmise suurusega ettevõtetel, mis on Euroopa majanduse elujõud. Likviidsuse probleem on Euroopas tõsine, põhjuseks globaalsest majanduslangusest tulenev müügitulude vähenemine ja maksete viivitused. Euroopa maksetavade indeksi uuringu tulemused (2012) näitasid siiski arvete laekumise perioodide mõningat paranemist võrreldes 2011. aastaga. Euroopa ettevõtete puhul oli see näitaja 56 päevalt 52-le, Eesti ettevõtetel 36 päevalt 35-le (vt. alljärgnevat tabelit 5). Siin ei ole arvestatud tarbijate ja avaliku sektori näitajaid.

**Tabel 5.** Eesti ettevõtete keskmine maksetähtaeg ja viivitus (päeva).

	2008	2009	2010	2011	2012
Keskmine maksetähtaeg	20,7	20	20	20	20
Keskmine viivitus	14	16	16	16	15
Arvete tegelik laekumine	34,7	36	36	36	35

Allikas: (European Payment Index Report, 2010: 17; 2011: 19; 2012: 24); autori arvutused.

<sup>2</sup> Euroopa maksetavade indeks on aruanne Intrum Justitia poolt teostatud iga-aastase uuringu kohta 28 Euroopa riigis.

Makseviivituse põhjused nii meil kui Euroopas on võlgniku likviidsusprobleemid, tahtlik viivitamine, administratiivne ebaefektiivsus ja osapoolte vaidlused. Makseviivituste pikkuse kohta Eestis annab ülevaate tabel 6, mis näitab, et suurim debitoorne võlgnevus on kuni 30 päeva maksetähtajast ületanud arvete puhul.

**Tabel 6.** Debitoorse võlgnevuse struktuur Eestis (%).

<b>Maksetähtajast üle</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
kuni 30 päeva	68,5	66	63	65	65
30-90 päeva	20,7	25	22	22	22
üle 90 päeva	10,8	9	15	13	13

Allikas: (European Payment Index Report, 2012: 24).

Kui kliendid ei täida maksenõuet täissummas ja tähtaegselt, on nad rikkunud müügitähtaegu ja -tingimusi, millele nad on alla kirjutanud, joonisel 6 (vt. lk. 33) on nendeks aktsepteeritud tähtajad. Juuni 2000 EL direktiiv hilinend maksetega võitlemise kohta teeb sätteid selliste rikkumiste osas – viivis arvutatakse Euroopa Keskpanga määr + 10 punkti (11% juunis 2010) ja mis ei saa olla kolm korda väiksem, kui ametlik intressimäär 1,95% (Vernimmen *et al.* 2011: 914).

Ettevõtte huvides on kaitsta oma nõudeid mistahes riski eest. On mõned lihtsad meetmed, mida Vernimmen *et al.* (2011: 915) soovivad:

- kehtestada maksimaalne krediidilimiit igale suuremale kliendile. Praktikaks pannakse kaks krediidilimiiti – kui madalam on ületatud, käivitub alarm, viies kliendi maksevõime uurimiseni. Kui teine krediidilimiit on ka ületatud, siis sellelt kliendilt ei võeta vastu tellimusi, isegi kui ta on nõus tasuma kättesaamisel või nõustub omandiõiguse sätetega, niikaua kuni ei ole tasunud oma võlga;
- kontrollida kliendi maksevõimet – klient, kes on maksevõimeline täna, ei pruugi olla maksevõimeline homme. Sellist kontrolli on võimalik teostada, analüüsides kliendi profiili ja kontrollides krediidireitingut äriteabe professionaalidelt (Coface, Altare, Dun & Bradstreet, Credit Safe jpt);
- ette valmistada müügiesindajaid kampaaniateks eesmärgiga viia eelnevalt läbi potentsiaalsete klientide maksevõime kontroll. See on hea tava selleks, et vältida lühiajalisi makseraskusi, aga ka pikaajalisest seisukohast kõige maksevõimelisemad ettevõtted sageli osutuvad parimateks klientideks parimate maksetavadega;

- kasutada kõige turvalisemat makseviisi nagu kinnitatud ekspordi akreditiiv või tellimisel sissemaksu nõue.

Ettevõtte käibekapitali juhtimise oluliseks teguriks peale debitoorse võlgnevuse juhtimise on veel kreditoorse võlgnevuse juhtimine. Käibevarasid võib finantseerida lühiajaliste kohustuste arvelt ja pikaajaliste finantseerimisallikate arvelt – tuleb teha valik finantseerimisallikate koosseisus. Mida enam ettevõtte kasutab lühiajalisi kohustusi käibevarade finantseerimisel, seda madalam on tema likviidsus (Preve, Sarria-Allende 2010 : 114).

Baker ja Powell (2005: 158) on märkinud, et käibekapitali juhtimise aspektist vaadatuna vajavad käibevarad ja lühiajalised kohustused pidevat tähelepanu ja järelevalvet. Just lühiajalised kohustused on suuremad ettevõttevälised finantseerimisallikad väikeettevõtetele. Lashgari *et al.* (2010) sõnul on finantseerimine võõrallikate arvel odavam kui omakapitali arvelt. Suur omakapitali osatähtsus passivas annab küll kergema võimaluse laenu saada ning on selle poolest kasulik, kuid pole finantsallikana tulus. Pangakrediidi kõrval on äritegevuses oluline koht kaubakrediidil. Selle krediidi eeliseks on paindlikkus, sest see annab kauba ostjale võimaluse suurendada või vähendada kaubatellimust vastavalt vajadustele. Selle krediidiga on seotud samad riskid, mis debitoorse võlgnevusega, ainult et kauba müüjaks on siin tarnija. Kaupu saav ostja peab maksma kauba eest vastavalt tarnija krediidingimustele.

Lühiajaliste kohustuste korral tuleb rakendada kohustuste ajastamise ehk iselikvideeruva võla printsiipi, mis seisneb bilansi aktiva poole kirjete liikumise vastavusse viimises nende hankimiseks kasutatud lühiajaliste kohustuste maksetähtaegadega. Finantseerimisotsused võivad lisada väärtust, kui ühtlustada varade ja kohustuste tähtaegu (Bhattacharya 2011).

### **1.3. Käibekapitali juhtimise tulemuslikkuse hindamise alused**

Finantsanalüüsi defineeritakse kui süvahinnangut ettevõtte finantsolukorrale, mida tehakse möödunud perioodide, hetkeseisu ja tulevikus oodatava finantsolukorra kohta. Selle üldiseks eesmärgiks on ettevõtte majandustegevuse analüüs ja finantsseisundi

hindamine. Käibekapitali juhtimise hindamise seisukohast on oluline koht erinevatel finantsaruannete meetoditel, nagu horisontaalanalüüsil, vertikaalanalüüsil ja suhtarvude analüüsil. Horisontaalanalüüsiks nimetatakse kahe või enama perioodi näitajate omavahelist võrdlemist. Sellise analüüsi eesmärgiks on jälgida käibekapitali komponentide muutusi nii absoluutsummas kui ka protsentides. Vertikaalanalüüs on üldistatud kujule viidud aruannete analüüs, mis uurib finantsaruannete sisemise struktuuri muutuste dünaamikat. Vertikaalanalüüs näitab muutusi tulude ja kulude vahelises seoses, varade ja kohustuste struktuuris. Põhjalikumalt informatsiooni ettevõtte tegevuse edukusele annab rahandussuhtarvude analüüs, mis võimaldab uurida konkreetseid tegevusvaldkondi eraldi, sealhulgas käibekapitali komponente, kui ka hinnata ettevõtte üldist seisundit. Suhtarv on kasulik mõõdupuu, et võrrelda käibekapitali näitajaid konkurentidega sarnases tööstusharus, kui ka hinnata ettevõtte finantsstruktuuri tugevust (Fight 2004: 37). Siinkohal tuleb märkida, et Arbidane ja Volkova (2012: 13) tõestasid oma uuringus, et käibevarade juhtimise poliitika varieerub mitte ainult tööstusharu sees, vaid see võib olla mõjutatud ka alamsektori poolt.

Rahandussuhtarv (*financial ratio*) on näitajate jagatis, mida tavaliselt väljendatakse protsentides või kordades (Atrill, McLaney 2002: 188). Ettevõtte tegevuse hindamiseks suhtarvude abil tehakse järgmisi võrdlusi:

- võrdlemine tegevusharu keskmiste näitajatega – annab informatsiooni ettevõtte kohast teiste ettevõtete hulgas;
- firmasisene trendianalüüs – näitab, kuidas antud ettevõtte näitajad muutuvad aja jooksul.

Need kaks meetodit on abiks konkreetsete otsuste vastuvõtmiseks käibekapitali juhtimises. Tegevusharu analüüsi käigus võrreldakse saadud tulemusi sama alaga seotud ettevõtete tulemustega ühel ajahetkel. See analüüsiliik ei hõlma muutusi ajas ja seetõttu peetakse seda staatiliseks. Seevastu firmasisene trendianalüüs mõtestab tulemusi lahti, uurides üksikute firma tegevust kajastavate näitajate ajalisi muutusi. Aja dimensiooni esinemise tõttu on see suhtarvude analüüsiliik dünaamiline (Raudsepp 1999: 139-142). Vernimmen *et al.* (2011: 194) tõdevad, et käibekapitali näitajat bilansis aasta lõpu seisuga ei saa kasutada kui ettevõtte püsivat vajadust, selle iga-aastane muutus on informatiivne. Arvutades näitajat igal aastal samal kuupäeval, ei ole sellel hooajalist

mõju. Analüüsid, kuidas vajadus on muutunud aasta lõpust aasta lõpuni, näitab kas ettevõtte tegevus on paranenud või halvenenud.

Käibekapitali juhtimise seisukohast on olulisemaks meetodiks suhtarvuanalüüs, mida saab kasutada järgmistel eesmärkidel (Fight 2004: 142):

- võrrelda ettevõtte käibekapitali juhtimist aastate lõikes,
- võrrelda ettevõtte käibekapitali näitajaid konkurentidega,
- tuvastada konkreetseid puudusi käibekapitali juhtimisega seonduvalt,
- kindlaks määrata ettevõtte likviidsust,
- kindlaks määrata ettevõtte kasumlikkust,
- leida trendide indikaatoreid.

Käibekapitali komponentide struktuuri iseloomustamisel kasutatakse mitmeid suhtarve. Rahandussuhtarve rühmitatakse erinevalt. Siinkohal on toodud üks võimalustest (Atrill, McLaney 2002: 189):

- rentaablu, kasumlikkuse suhtarvud (*profitability ratios*) – näitavad, kui efektiivselt genereeritakse kasumit müügist, varadelt ja omakapitalilt;
- maksevõime suhtarvud (*liquidity ratios*) – mõõdavad ettevõtte võimet tasuda oma lühiajalised kohustused;
- efektiivsuse suhtarvud (*activity ratios*) – iseloomustavad, kui tõhusalt ettevõtte kasutab oma varasid;
- kapitali struktuuri suhtarvud (*gearing ratios*) – näitavad, millisel määral ettevõtte kasutab finantsvõimendust.

Enne konkreetsete suhtarvude käsitlemist, tuleb tähelepanu pöörata ühele olulisele aspektile. Nimelt võib paljude suhtarvude leidmisel kasutada nii bilansilistel kui ka turuväärtusel põhinevaid andmeid. Mõlemal lähenemisel on omad eelised ja puudused. Bilansilistel andmetel põhinevad suhtarvud on lihtsamini leitavad ja stabiilsemad ning on suuremal määral mõjutatavad ettevõtte raamatupidamises kasutatavatest reeglitest. Turuväärtustel põhinevad suhtarvud on aga volatiilsemad ja raskemini leitavad. Oma olemuselt on bilansilistel väärtustel põhinevad suhtarvud minevikku vaatavad ja turuväärtustel põhinevad suhtarvud tulevikku vaatavad. Praktikas jälgivad ettevõtte finantsjuhid oma otsuste langetamisel eelkõige bilansilistel väärtustel põhinevaid

suhtarve (Fight 2004). Sellest lähtuvalt kajastatakse töös samuti bilansilistel väärtustel põhinevaid suhtarve.

Käibekapitali juhtimise temaatikast lähtuvalt vaadeldakse maksevõime ja efektiivsuse suhtarve, sealhulgas ka rentaabluse suhtarve. Maksevõime analüüsi eesmärk on hinnata ettevõtte maksevõimet. Maksevõime analüüs näitab, kas ettevõttel on küllaldaselt raha ning kiiresti rahaks muudetavat vara (likviidset vara) oma kohustuste õigeaegselt täitmiseks. Erinevate finantsnäitajate abil saab hinnata ettevõtte likviidsust, samuti tema varade juhtimist teatud perioodi vältel. Hinnates ettevõtte maksevõimet eelistatakse vara, mis on likviidsem, kuna seda on võimalik kiiremini muuta käibevaraks. Likviidsuse tagamiseks peavad rahaseis ja raha sissetulek olema samas suurusjärgus, kui antud perioodi raha väljaminek. Likviidsussuhtarvud aitavad mõõta ettevõtte võimet täita õigeaegselt lühiajalisi kohustusi võlausaldajate ees (Clayman *et al.* 2008: 268). Hitchner (2011: 115) lisab, et need suhtarvud mõõdavad ettevõtte võimet täita lühiajalisi kohustusi lühiajaliste varadega ning aitavad ka tuvastada käibevarade üle- või puudujääki tegevuskulude katmiseks.

Maksevõime indikaatoriteks on:

1. puhaskäibekapital (*net working capital*);
2. lühiajaliste kohustuste kattekordaja (*current ratio*);
3. maksevõime kordaja, nn. happetest (*quick ratio, acid test ratio*);
4. maksevalmiduse kordaja (*cash ratio*).

Puhaskäibekapital on üks mõõdikutest, mõõtmaks, millisel määral ettevõtte on kaitstud likviidsusprobleemide eest (Van Horne, Wachowicz 2008: 206). Puhaskäibekapital on summa, mille võrra käibevarade maksumus on suurem lühiajaliste kohustuste summast, mõõtes laias laastus ettevõtte potentsiaalset sularaha reservi. Ka peatükis 1.1. on kirjeldatud selle olemust. Puhaskäibekapitali leitakse järgmiselt:

$$(10.1) \text{ puhaskäibekapital} = \text{käibevara} - \text{lühiajalised kohustused}$$

Mida suurem on saadud näitaja, seda kõrgem on ettevõtte likviidsus (Barrow 2006: 11).

Lühiajaliste kohustuste kattekordaja näitab ettevõtte võimet katta kreditoride lühiajalised nõuded käibevaradega. See suhtarv on kõige sagedamini kasutatav

likviidsuse suhtarv. Tavaliselt võrreldakse ettevõtte lühiajalise võlgnevuse kattekordajat tööstusharu keskmisega, mis võimaldab võrrelda erineva suurusega ettevõtteid (Hitchner 2011: 115). Lühiajaliste kohustuste kattekordaja leitakse järgmiselt:

$$(10.2) \quad \text{lühiajaliste kohustuste kattekordaja} = \frac{\text{käibevarad}}{\text{lühiajalised kohustused}}$$

Antud suhtarv näitab, mitu korda käibevarad katavad lühiajalisi kohustusi (Atrill, McLaney 2002: 203). Näitaja madal väärtus räägib sellest, et ettevõttel võib tekkida raskusi arvete maksimisega. Kui kordaja on väiksem kui üks, siis antud hetke seisuga on ettevõttel käibekapitali puudujääk (Barrow 2006: 79) – ettevõtte opereerib negatiivse käibekapitaliga, kus lühiajalised kohustused ületavad käibevarasid (Ammons, Gosman 2012). Mida kõrgem on kattekordaja, seda enam on tagatud lühiajalise võlgnevuse õigeaegne tasumine. Samas ka liiga kõrge lühiajalise võla kattekordaja ei ole hea, kuna viitab sellele, et ettevõtte on teinud liiga suuri investeeringuid käibevaradesse, kaotades sellega osa võimalikest tuludest. Lisaks mõjutavad käibevarade koosseis, tootmistsükli pikkus ja arvelduste kord samuti selle näitaja suurust (Atrill, McLaney 2002: 203). Suurem osa vähemlikviidsete ettevõtete käibevaradest moodustavad varud (Fight 2004: 145). Atrill ja McLaney (2002: 203) on märkinud, et kattekordaja kaks on “ideaalne”, kuid lisavad, et siiski tuleb arvestada ettevõtte tegevusvaldkonnaga.

Maksevõime kordaja ehk kiireloomuliste maksete taseme arvutamisel võetakse aluseks ettevõtte likviidsed varad. Seejärel tehakse hinnang ettevõtte võime kohta maksta oma võlgnevusi lühikese etteteatamisega. Välja jäetakse varud, mida võib olla raske kiirelt rahaks realiseerida, seetõttu ei loeta neid likviidseteks varadeks (Fight 2004: 142). Maksevõime kordaja arvutamine toimub järgmise valemiga:

$$(10.3) \quad \text{maksevõime kordaja} = \frac{\text{raha, lühiajalised väärtpaberid, lühiajalised nõuded}}{\text{lühiajalised kohustused}}$$

Kas lühiajalise võlgnevuse kattekordaja või maksevõime kordaja näitaja on hea või halb, sõltub siiski paljudest teguritest, sealhulgas suhtarvude trendidest, suhtarvude võrreldavuset konkurentidega ning olemasolevatest tulusamatest pika elueaga investeeringute võimalustest (Clayman *et al.* 2008: 268). Maksevõime kordajat interpreteeritakse erinevalt. Barrow (2006: 79) väitel on üldist reeglit keeruline leida,

kuid suhtarv 0,8 on vastuvõetav enamuste aritmeetilisele. Atrill'i ja McLaney'i (2002: 203) arvamus kohaselt aga, kui kordaja on 0,8, siis likviidsed käibevarad ei kata lühiajalisi kohustusi ja ettevõtte võib kogeda likviidsuse probleeme.

Maksevalmiduse kordaja ehk likviidsuse kordaja näitab, millise osa lühiajalistest kohustustest on ettevõtte võimeline kohe tasuma. Siin arvutatakse likviidsete varade summast maha vähemlikviidsed varad (lühiajalised nõuded):

$$(10.4) \text{ maksevalmiduse kordaja} = \frac{\text{raha ja lühiajalised väärtpaberid}}{\text{lühiajalised kohustused}}$$

Efektiivsuse näitajad iseloomustavad ettevõtte varade kasutamist. Võtme suhtarvud varade juhtimisel on erinevad käibekordajad (Clayman *et al.* 2008: 268). Peamised efektiivsuse suhtarvud käibekapitali juhtimisest lähtuvalt on:

- lühiajalise võlgnevuse käibekordaja (*receivable turnover*),
- raha laekumise periood päevades (*average collection period*),
- varude käibekordaja (*inventory turnover*),
- kreditoorse võlgnevuse käibekordaja (*payables turnover*),

Lühiajalise võlgnevuse käibekordaja näitab, mitu korda keskmiselt ringleb debitoorne võlgnevus, kui kiiresti ettevõtte krediidiarved laekuvad aruandeperioodil (Clayman *et al.* 2008: 269). Lühiajalise võlgnevuse käibekordaja valem on järgmine:

$$(11.1) \text{ lühiajalise võlgnevuse käibekordaja} = \frac{\text{müügitulu}}{\text{lühiajaline võlgnevus (keskmine)}}$$

Antud näitaja kõrge väärtus räägib nõuete kõrgest konverteeritavusest rahalisteks vahenditeks. Ettevõtte tegeleb aktiivselt võla sissenõudmisega, samuti iseloomustavad seda lühikesed maksetähtajad – tegemist on range krediidipoliitikaga (Edwards 2004: 41).

Raha laekumise periood näitab nõuete tasumise aega:

$$(11.2) \text{ raha laekumise periood} = \frac{360 \text{ päeva}}{\text{lühiajalise võlgnevuse käibekordaja}}$$

Kui laekumise aeg ületab tunduvalt ostjatele antava arve tasumise tähtaega, siis tähendab see seda, et lühiajalise võlgnevuse muutmine rahalisteks vahenditeks võtab

palju aega. Pikk raha laekumise aeg vähendab likviidsust ja mõjutab negatiivselt ettevõtte võimet lühiajaliste kohustuste tasumisel. Raha laekumise perioodi arvutamisel võib aasta pikkuseks võtta nii 365 kui ka 360 päeva. Võõrkeelses kirjanduses on enamasti aluseks võetud 365 päeva ja eestikeelses kirjanduses 360 päeva. Hooajalise äri puhul võib olla täpsem arvutada võlgnevuse laekumise periood (*debt collection period*) igakuiselt (Fight 2004: 121).

Varude käibekordaja näitab, mitu korda keskmiselt varud ringlevad aruandeperioodil (Clayman *et al.* 2008: 269):

$$(11.3) \quad \text{varude käibekordaja} = \frac{\text{müüdud kaupade kulu}}{\text{varud (keskmise)}}$$

Selle madal väärtus kajastab liigseid varusid või raskusi varade realiseerimisega. Liigsed varud mõjutavad negatiivselt varade kasutamist tervikuna ning avaldavad mõju ka ettevõtte maksevõimele. Varude kuhjumist õigustab ainult oodatav hinnatõus (Fight 2004: 166). Varude käibekordaja arvutamisel tuleks varusid võrrelda müüdud kaupade kuluga, kuna seos varude ja müüdud kaupade kulu vahel on vahetum, kui varude ja müügikäibe vahel (Barrow 2006: 83).

Kreditoorse võlgnevuse käibekordaja näitab mitu korda keskmiselt toimub lühiajaliste kohustuste tasumine aruandeperioodil:

$$(11.4) \quad \text{kreditoorse võlgnevuse käibekordaja} = \frac{\text{müüdud kaupade kulu}}{\text{kreditoorne võlgnevus (keskmise)}}$$

Kreditoorse võlgnevuse all mõistetakse aasta keskmist võlgnevust hankijatele ja töövõtjatele (Richards, Laughlin 1980: 37). Võlad hankijatele näitaja suurus peegeldab seda, mil määral hankijad rahastavad ettevõtte tegevust (Fight, 2004: 122).

Rentaablus ehk kasumlikkus on kasumi suhe majandusnäitajasse, mille rentaablust ehk kasumlikkust uuritakse. Põhiliselt kasutatakse kolme rentaablusnäitajate rühma:

1. müügitulu rentaablus, tegevustulukus (*profit margin*);
2. varade rentaablus, varade kasumitootlus (ROA – *return on assets*);
3. omakapitali rentaablus (ROE – *return on equity*).

Müügitulu puhasrentaablus näitab müügitulu iga rahaühiku tasuvust peale kõikide kulude ja maksude mahaarvamist. Müügitulu puhasrentaablust arvutatakse järgmise valemiga:

$$(12.1.) \text{ müügitulu puhasrentaablus} = \frac{\text{puhaskasum}}{\text{müügitulu}} \times 100$$

Peale puhaskasumi võib lugejas kasutada ka brutokasumit või ärikasumit. Brutokasumi puhul iseloomustab see ettevõtte juurdehindlust müüdüd kaubale (müügitulu kogurentaablus) ning ärikasumi puhul peegeldab vastav näitaja äritegevuse tasuvust tervikuna – sel juhul on tegemist müügitulu ärentaablusega (Atrill, McLaney 2002: 195-196).

Varade rentaablus näitab ettevõtte varadesse tehtud investeeringute tasuvust:

$$(12.2.) \text{ varade puhasrentaablus} = \frac{\text{puhaskasum}}{\text{varad}} \times 100$$

Ettevõtted saavad *ROA* taset suurendada läbi tegevustulukuse või (varade) käibe suurendamise.

Omakapitali rentaablus on kõige olulisem kasumitootluse näitaja, mis kajastab omanike poolt ettevõttesse investeeritud kapitali tasuvust (Preve, Sarria-Allende 2010: 44). See näitaja arvutatakse järgmise valemiga:

$$(12.3.) \text{ omakapitali rentaablus} = \frac{\text{puhaskasum}}{\text{omakapital}} \times 100$$

Kasumlikkuse ja rahavoogude realisatsioonid annavad teavet ettevõtte võime kohta genereerida raha sisemiselt. Kui ettevõtte genereerib positiivseid rahavooge või kasumit, näitab see vahendite loomise võimelisust läbi põhitegevuse. Positiivne tulu trend viitab ettevõtte võime paranemisele luua positiivseid rahavooge (Montier 2002: 67).

Ammons ja Gosman (2012) viisid läbi uuringu, milles andsid nõuandeid käibekapitali mõõdikute kasutamisele, hinnates ettevõtte finantsseisundit. Uuringu käigus tuvastati üllatavaid asjaolusid. Mõned käibekapitali mõõdikud võivad esialgu tunduda head, tegelikkuses aga varjates puudusi, mida on võimalik avastada täiendaval analüüsil. Samamoodi mõned käibekapitali mõõdikud võivad tunduda halvad, kuid sügavamal

analüüsimisel võivad ilmned kasutegurid. Uuringus on rõhutatud ka huvipakkuvat fakti, mis eksisteerib kreditoride nägemuses likviidsusest – rohkem käibekapitali on parem, *versus* ettevõtte soov suurendada kasumlikkust, mis sunnib efektiivselt käibekapitali juhtima, otsides tulusat tasakaalu iga käibekapitali komponendi vahel, et tasakaalustada risk ja efektiivsus.

Nagu eelnevalt kirjeldatud uuring tõestas, on suhtarvuanalüüsil ka omad puudused. Suhtarvude kasutamist ja tõlgendamist raskendab asjaolu, et puudub kindel klassifikatsioon. Suhtarvude kasutamisel valitseb suur mitmekesisus, iga autor nimetab suhtarvu erinevalt ning konkreetsete suhtarvude arvutused ei ole standardiseeritud. Suhtarvuanalüüsi käigus saadakse teada, kas tulemused on head või halvad, kuid see meetod ei too välja põhjusi, miks just tulemused on sellised. Suhtarvude arvutamisel peab veenduma, et baasi võrdlus on sama – müügihind või omahind, koos käibemaksuga või ilma käibemaksuta, tuleb kindlaks teha iga suhtarvu tegelik sisu ja arvestuskäik. Oluline piirang avaldub veel selles, et kui ettevõtte äritegevus on hooajaline, siis raamatupidamisbilansi andmed ja neile vastavad suhtarvud sõltuvad aastaajast, millal aruanded on koostatud. Selle vältimiseks soovitatakse kasutada nn. keskmist bilansi aasta mitme kuu või kvartali andmetel, mitte aga aastalõpu oma. Näiteks päevamüük ei ole aastamüük jagatuna 365. päevaga, vaid viimase kvartalimüük jagatuna 90 päevaga, kahe viimase kuu müük jagatuna 60 päevaga jne (Vernimmen *et al.* 2011: 198). Lisaks loetletud puudustele, sõltuvad suhtarvud raamatupidamisest saadavast informatsioonist ja selle usaldusväärsusest. Ettevõtete aastaaruannetes kajastatakse vaid möödunud sündmusi, mis raskendavad suhtarvude alusel prognooside tegemist.

Teoreetilises osas anti ülevaade käibekapitali juhtimisstrateegia kujundamise teoreetilisest olemusest ja kajastati varasemate empiiriliste uuringute tulemusi. Paljud uuringud tõestasid käibekapitali juhtimise mõju ettevõtte kasumlikkusele. Teoreetilise baasi abil uuriti võimalusi käibekapitali reguleerimiseks, optimeerimiseks ning efektiivsuse suurendamiseks ja võimalikke meetmeid rahakäibe perioodiliseks hindamiseks. Kajastamist leidsid kõige olulisemad suhtarvuvalemid käibekapitali juhtimise seisukohast, mis on fokuseeritud uurimisprobleemi lahendamisele. Teoreetilises osas kokku pandud kontseptuaalne mudel on aluseks empiirilisele osale.

Järgnevas peatükis antakse põhjalik ülevaade vaadeldava ettevõtte majandustegevusest ja esitatakse uurimisprobleemi praktiline käsitus selles ettevõttes.

## 2. KÄIBEKAPITALI JUHTIMISE STRATEEGIA AS-S BALTIC TOURS

### 2.1. Ettevõtte tegevuse tutvustus

Vaatamata majanduslikule ebastabiilsusele maailmas on turism üks kõige dünaamilisemaid majandusvaldkondi nii arenenud kui ka arenevates riikides, mõjutades suuremal või vähemal määral väga suurt osa elanikkonnast. Turismi positiivne mõju laieneb mitmetele majandusvaldkondadele, nagu tööhõive, inimressursid, turismimajanduse arendamine (turismiarenduskavad), väliskaubandus ja maksebilanss jne. Turismisektoris on suurim tööhõive, üle 100 miljoni töökoha maailmas (Vellas, Becherel 1995: 217). Maailma Turismiorganisatsiooni (UNWTO – *United Nations World Tourism Organization*) publikatsiooni (2012) andmetel on turismi panus tööhõivele hinnanguliselt suurusjärgus 6-7% töökohtade arvust kogu maailmas. 2011. aastal kasvas rahvusvahelise turismi tulu 3,9%, samas saabuvate rahvusvaheliste turistide arv 4,6%. See fakt kinnitab tugevat korrelatsiooni nende näitajate vahel, kuigi tulu kasv kaldub turistide arvu kasvust mahajäämusele majanduskriisi aja piirangute tõttu. Maailma Reisi- ja Turisminõukogu (WTTC – *World Travel & Tourism Council*) viimane majandusliku mõju uuring (2013) näitab, et turismi kasv maailmas aastal 2012 oli jõuline vaatamata paljudele majanduslikele probleemidele. Turismi majanduslikku tähtsust saab mõõta, vaadates turismiga teenitud tulu osakaalu sisemajanduse koguproduktist (SKP). Turismisektori kogupanus (*total contribution*) maailma SKP-sse kasvas 2012. aastal 3%. See kasv oli kiirem maailma majanduses tervikuna (2,3%), samuti kiirem kui kasv teistes tööstusharudes, sealhulgas tootmine, finants- ja äriteenused ning jaemüük. Turism moodustas 9,3% maailma SKP-st. 2013. aasta prognoosi kohaselt kasvab kogupanus 3,2% ja ületab kogu maailma majanduse kasvu (2,4%). Pikemaajalised prognoosid on veelgi positiivsemad, aastakasvu prognoos on

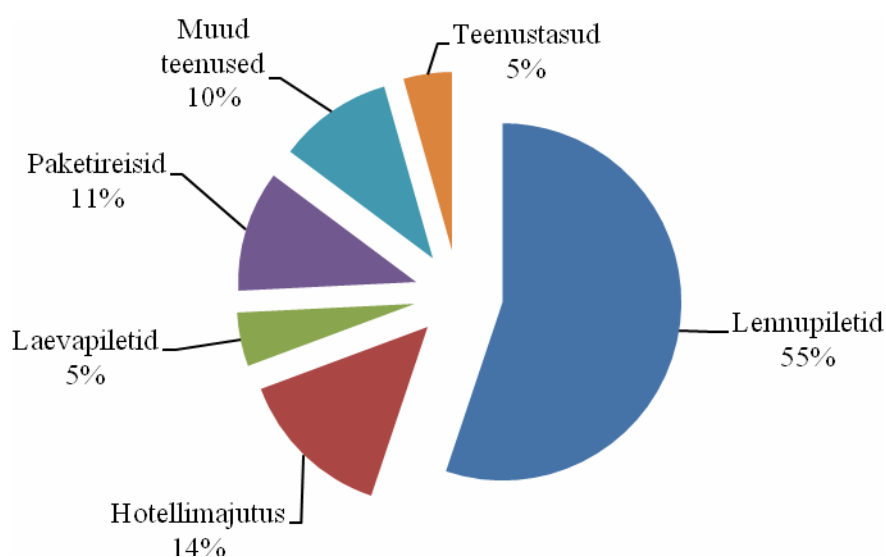
4,4% aastani 2023. Võrdluseks Eesti näitajad: turismisektori kogupanus SKP-sse aastal 2012 oli 13,2%, 2013. aasta prognoosiks kasv 1,7% ja aastaks 2023 kasv 3,3% aastas, on kirjas WTTC uuringus (2013).

Turismiseaduse järgi osutavad reisiteenuseid reisiettevõtjad, kes jagunevad reisikorraldajateks ja reisibüroodeks. Reisikorraldaja on reisiettevõtja, kes koostab reisipakette ja pakub neid müügiks või müüb ise või teise reisiettevõtja kaudu. Reisibüroo on reisiettevõtja, kes pakub müügiks või müüb reisikorraldaja koostatud pakettreise (Turismiseadus 2004 §5). AS Baltic Tours (edaspidi Baltic Tours) on reisibüroo. Seaduses seisva reisibüroo määratluse järgi tegutseb reisibüroo väga kitsastes piirides. Tegelik elu näitab, et pakettreise moodustavad reisibüroo Baltic Tours müügist vaid u. 11%, põhimüügi moodustavad enamasti lennupiletid ja majutusteenused (vt. joonis 7, lk. 48). Sellisest vaatenurgast lähtudes võiks reisibüroo määratlus olla järgmine: reisibüroo on reisiettevõtja, kes müüb või vahendab reisiteenuseid, sealhulgas reisikorraldaja poolt koostatud reisipakette.

Baltic Tours on üks vanimaid reisibüroosid Eestis, kelle põhitegevuseks on reisimise ja turismiga seonduvate teenuste ja toodete vahendamine seda nii kaasmaalastele kui ka Eestit külastavatele välituristidele. Baltic Tours loodi 1989. aastal ning tänaseks on kasvanud kõiki turismiteenuseid pakkuvaks igati kaasaegseks ettevõtteks, omades kontoreid Tallinnas, Tartus ja Riias, ning kellel on väljakujunenud klientuur ja turuosa. Alates 1996. aastast ollakse Rahvusvahelise Õhustranspordi Assotsiatsiooni (IATA – *International Air Transport Association*) liige, mis annab õiguse müüa ja iseseisvalt välja kirjutada kõiki IATA-ga ühinenud kompaniide lennupileteid. Peale selle ollakse Eesti Turismifirmade Liidu (ETFL) põhiliige ja 2008. aastal loodud MTÜ Eesti Konverentsibüroo asutajaliige. Väärib märkimist, et alates 2007. aastast on Baltic Tours'ist saanud käibemahult suurim kohalikul kapitalil põhinev reisibüroo Eestis. Ettevõtte tagatisraha on täna 50 000 eurot Turismiseaduse §15 tulenevate kohustuste täitmiseks. Vastavalt müügile suurendatakse või vähendatakse seda.

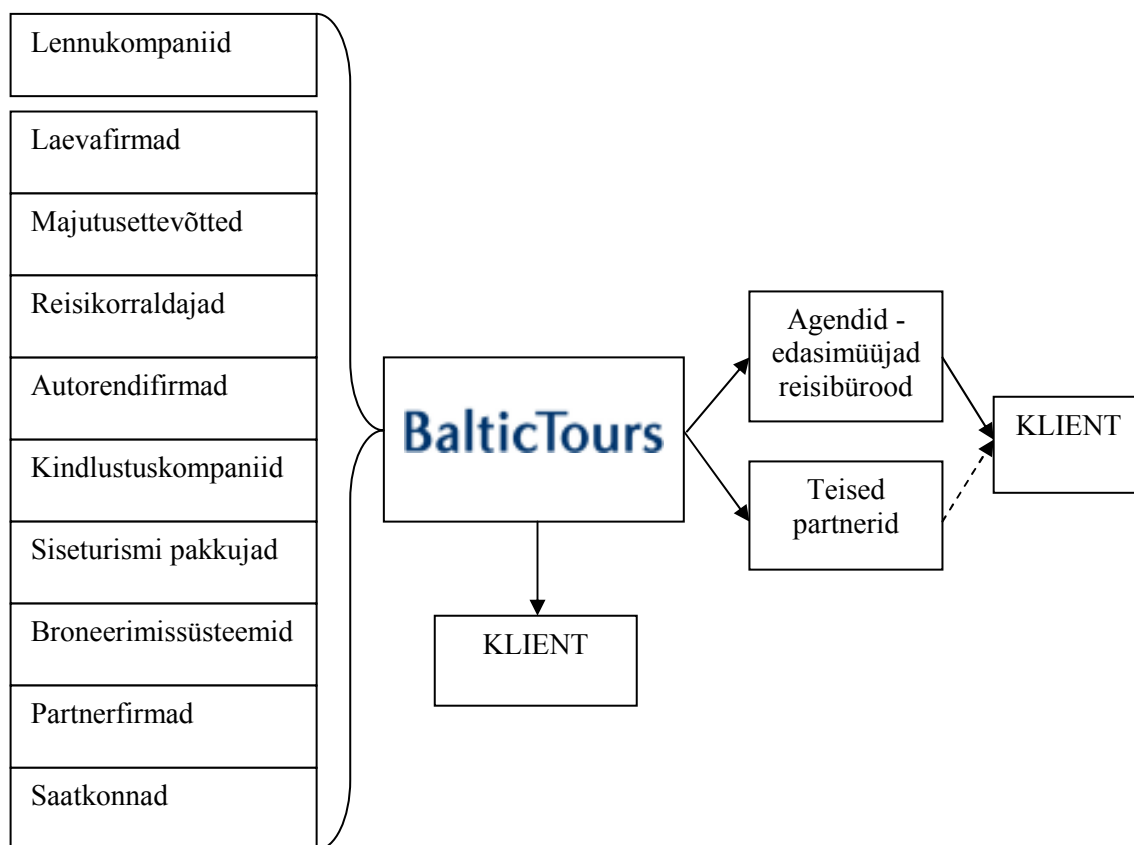
Baltic Tours'i missiooniks on kvaliteetse turismiteenuse ja sellealase konsultatsiooni pakkumine Eestis ja rahvusvaheliselt ning läbi personali motiveeritud tegevuse omaniku poolt investeeritud kapitali tootlikkuse kindlustamine. Ettevõtte slogan: Baltic Tours teab, kuhu viib! Baltic Tours pakub oma klientidele terviklikku reisikorraldusteenust:

teenustepaketti kuuluvad nii otsene reisivahendus (äri- ja puhkusereisid, konverentsipaketid ja hobireisid, lennu- ja laevapiletid, majutus jm.), kui ka muud reisimisega seotud teenused (kindlustus, autorent, viisateenused jne). Hea teenus on kohandatud konkreetselt iga kliendi vajadustele. Usutakse, et suudetakse rahuldada ka kõige nõudlikuma kliendi vajadused. Kuna kliendi vajadused on erinevad, siis varieerub ka teenus – siit tuleneb teenuse heterogeensuse vajalikkus. Kõik enamlevinud reisiteenused on ettevõtte toodete valikus esindatud. Baltic Tours'i tootegruppide osatähtsusest kogumüügis annab ülevaate alljärgnev joonis 7.



**Joonis 7.** Reisibüroo Baltic Tours tooteportfell % (autori koostatud).

Ettevõtte põhitegevuseks on reisiteenuste jae- ja hulgimüük, mis hõlmab nii otsemüüki äri- ja eraklientidele, kui ka müüki vahendajatele. Ettevõtte kohta reisiteenuste jaotuskanalis ehk pakkumisahelas võib lihtsustatult kujutada kui ketti teenuse osutaja, vahendaja ja kliendi vahel (vt. joonis 8, lk. 49). Joonise vasakus tulbas on märgitud teenuse osutajad (tootegrupid), keda ettevõtte edasi müüb. Paremale poole jäävad ettevõtte partnerid, kelle kaudu reisibüroo jõuab sellise kliendini, kelleni ta tavatingimustes ei ulatu.



**Joonis 8.** Reisibüroo Baltic Tours reisiteenuste jaotuskanalis (autori koostatud).

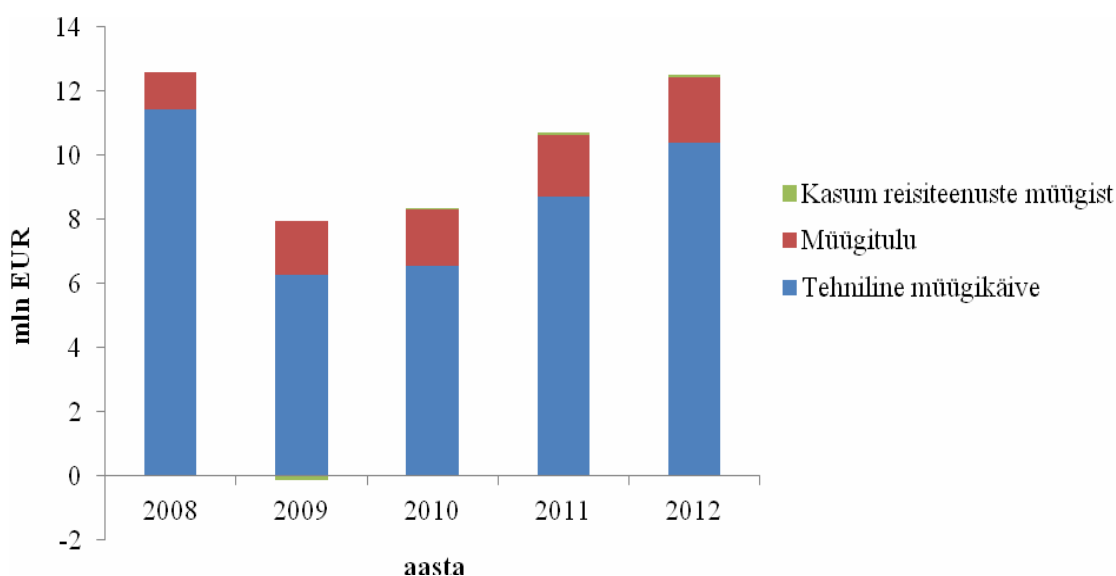
Baltic Tours'i organisatsioonilise ülesehituse eesmärgiks on tagada vajalike otsustusprotsesside võimalikult mobiilne ja funktsionaalne toimimine klientide paindlikuma ning mugavama teenindamise ja selleks vajaliku informatsiooni kättesaadavuse ning piisavuse huvides. Organisatsiooni struktuur on kujundatud selliselt, et välistada paljude otsustustasandite olemasolu ning see on tegevussuundade/valdkondade põhine:

- tootearendus, müügitugi ja müügiesindus, teenuste müük;
- klienditeenindus, teenuste müük;
- finantsjuhtimine, raamatupidamine ja majandus.

Struktuuri kaudu toimub juhtimise ja tööprotsesside täiustamine – iga juht peab teadma, mida tema alluvad teevad ning seeläbi leidma viise tööprotsesside efektiivsemaks muutmiseks. Töötajate keskmine nimestikuline arv ettevõttes 2012. aastal oli 26 töötajat, sisaldades ka Läti Vabariigis asuva välisfiliaali töötajaid. Iga töötaja eesmärk

on olla usaldusväärne ja kliendisõbralik ning saavutada kliendi ja kolleegiga parim suhe heade müügitulemuste saavutamiseks, mis rahuldaksid nii klienti, ettevõtet kui ka töötajat.

Järgmisena antakse ülevaade ettevõtte majandusnäitajatest 2008-2012 aastate lõikes. Joonisel 9 (vt. lk. 51) on käsitletava ettevõtte müügitulemused tehnilise müügikäibe, müügitulu ja kasumi reisiteenuste müügist järgi. Reisibüroo tehniliseks müügikäibeks nimetatakse reisibüroo kogumüüki – vahendatud teenuseid ja enda poolt pakutud teenuseid kokku. Reisibüroo realiseerimise netokäive ehk müügikate on reisibüroo enda poolt osutatud teenuste käive, sisaldades vahendustasu, teenustasu ja teisi tasusid, mis kuuluvad reisibüroode müügitulude hulka. Netokäibes ei kajastu müüdüd lennupiletite, majutusteenuse või muude teenuste hinnad (Jakobson 2005: 15). Reisibüroo tehnilist müügikäivet ei kajastata kasumiaruandes, vaid see näitaja tuuakse välja tegevusaruandes. Baltic Tours'i 2008. a. reisiteenuste tehniline müügikäive oli 11,4 mln eurot. 2009. a. reisiteenuste tehniline müügikäive vähenes 45% võrreldes eelneva aastaga, langedes 6,3 mln euroni. Müügitulu või müügikate moodustas 1,7 mln eurot (2008. a. 1,2 mln eurot), vähenedes eelmise perioodiga võrreldes 47%. Samuti vähenes kasum reisiteenuste müügist, kahjum oli 0,142 mln eurot (2008. a. kahjum 0,016 mln eurot). Languse peamiseks põhjuseks oli majanduskriisist tingitud nõudluse vähenemine. Aastal 2010 reisiteenuste tehniline müügikäive suurenes võrreldes eelneva aastaga 4,4%, jõudes 6,6 mln euroni. Müügitulu moodustas 1,7 mln eurot, suurenedes eelmise perioodiga võrreldes 5,7% ja kasum reisiteenuste müügist moodustas 1,2 mln eurot, see on 30,5% rohkem kui 2009. a. Aastal 2011 oli tehniline müügikäive 8,7 mln eurot, kasvades 32,9% võrra. Müügitulu moodustas 1,9 mln eurot, suurenedes eelmise perioodiga võrreldes 10,5%. Kasum reisiteenuste müügist moodustas 1,3 mln eurot, mida on 14,7% rohkem kui varasemal aastal. Ettevõtte 2012. a. tehniline müügikäive oli 10,4 mln eurot, kasvades 2011. a. võrreldes 19,1% võrra. Müügitulu aga oli 2 mln eurot ja kasum reisiteenuste müügist 0,094 mln eurot, mis suurenesid varasema aastaga võrreldes vastavalt 5,9% ja 16,9%.



**Joonis 9.** Reisibüroo Baltic Tours müügitulemused 2008-2012 (autori koostatud).

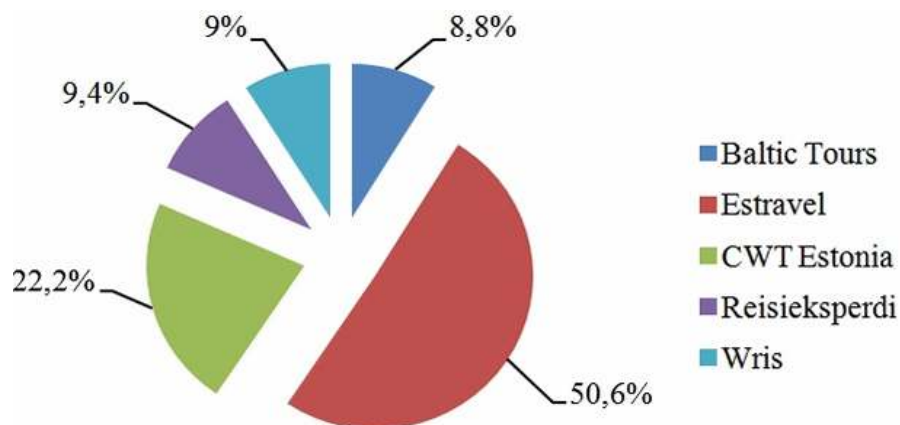
Majandustegevuse ülevaade jätkub analüüsitava ettevõtte erinevate rentaabluse suhtarvudega, mis on kokkuvõtvalt toodud alljärgnevas tabelis 7.

**Tabel 7.** Baltic Tours'i rentaabluse suhtarvud (%) 2008-2012.

Näitaja	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
Puhasrentaablus	6,1	5	2	-5,5	6,9
ROA	7	5,5	2,3	-6,1	3,7
ROA keskmise koguvaraga	6,9	5,8	2,3	-5	2,8
ROE	9,2	7,9	3,1	-8,1	6,6

Allikas: 2008-2012 majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Baltic Tours kuulub Eesti viie suurema reisibüroo hulka, olles AS-i Estravel, AS-i CWT Estonia (endine Kaleva Travel), AS-i Reisieksperdi ja AS-i Wris järel viiendal kohal. Reisibüroode esiviisiku turuosa jagunemist näitab joonis 10 (vt. lk. 52). Turuosa võrdluse aluseks on võetud tehniline müügikäive, kajastades ettevõtte poolt vahendatavate teenuste kogukäivet, millest ei ole maha arvatud vahendatavate teenuste sisseostukulu.



**Joonis 10.** Turuosa jagunemine Baltic Tours'i konkurentide vahel vastavalt 2011. a. tehnilisele müügikäibe (autori koostatud).

Teades turuosa jagunemist põhikonkurentide vahel tehnilise müügikäibe järgi, vaadeldakse edasi viie reisibüroo peamisi finantsnäitajaid ja suhtarve. Analüüsi aluseks on võetud nimetatud ettevõtete 2008-2011 aastate majandusaasta aruanded. Viis aastat on piisav ajaperiood, et näha ettevõtte tegevust erinevatel aegadel, mida on paljuski mõjutanud muutusterohke makromajanduslik keskkond. Konkurentide 2012. aasta aruanded on 16.04.2013 seisuga veel avaldamata, seetõttu on firmadevaheline analüüs nelja aasta kohta. Siinkohal tuleb märkusena lisada, et kui nelja reisibüroo majandusaastaks on kalendriaasta, siis AS-il CWT Estonia on see 01.04-31.03, mis võib mõjutada analüüsi tulemusi. Näitajad on esitatud tabelites 8, 9 ja 10 (vt. lk. 53-55). Kuna suhtarvuanalüüs muudab võrreldavaks erineva suurusega ettevõtted ja erinevad ajaperioodid, siis see meetod aitab välja selgitada uuritava ettevõtte konkurentsieelised ja -puudused läbi tegevuskeskkonna analüüsi. Esmalt antakse ülevaade üldisest majanduse ja tegevusala keskkonnast, seejärel keskendutakse konkreetsetele näitajatele.

Reisivaldkond on globaalselt kiirelt muutuv ja arenev. Kuna reisibüroo teenus seisneb turismiteenuste vahendamises, sõltub reisibüroo edukus suurel määral kogu valdkonna arengutrendidest ning seadusandluse muudatustest. 2008. a. kõige olulisemaks mõjuriks oli algav majanduslangus nii globaalselt, kui ka lokaalselt.

**Tabel 8.** Viie reisibüroo peamised finantsnäitajad aastatel 2008 ja 2009.

Näitaja	2009					2008				
	BalticTours	Estravel	CWT Estonia	Reisieksperti	Wris	Baltic Tours	Estravel	CWT Estonia	Reisieksperti	Wris
<b>Müügitulu (tuh eur)</b>	1645	5497	1666	1207	2081	1154	7189	2574	1579	1300
<b>Müügitulu kasv (%)</b>	-47	-23,5	-35	-23,5	60	-24	-4,1	2	2,5	-2
<b>Puhaskasum (tuh eur)</b>	-91	114	160	30	38	79	757	72	78	-28
<b>Kasumi kasv (%)</b>	-214,9	-84,9	121,6	-61,8	237,4	-48	-49,4	-78	-57,7	-28
<b>Puhasrentaablus (%)</b>	-5,5	2,1	10	2,5	1,9	6,9	10,5	3	5	-2,2
<b>Lühiajaliste kohustuste kattekordaja (kordades)</b>	3,7	1,3	1,0	0,8	1,0	2,2	1,5	0,7	0,8	1,2
<b>ROA (%)</b>	-6,1	1,9	4,9	2,5	5,5	3,7	9,7	2,3	5,6	-4,1
<b>ROE (%)</b>	-8,1	6,8	12	5,9	16,7	6,6	26,5	6	16,5	-14,6
<b>Töötajate arv</b>	33	176	58	47	29	43	207	61	51	38

Allikas: 2008-2009 majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Alates 2008. aasta suvest hakkas nõudlus reiside järele vähenema ja see süvenes aasta lõpupoole veelgi enam. Mõjud avaldusid mõlemas peamises müügikanalis nii siseturismi kui ka Eestist väljapoole suunduvate reiside mahtudes. Alanud globaalse ja lokaalse majanduslanguse tulemusel vähenesid tunduvalt reisiteenuste müügi kasv ja kõik võrreldavad reisibürood lõpetasid aasta kahjumiga. Aastat 2008 iseloomustas veel hankijatepoolne kulude kokkuvõid ning oma teenuste müügi suunamine otse lõpptarbijale erinevate veebipõhiste ja muude turunduslahenduste kaudu, jättes vahendaja – reisibüroo, teenuse müügi protsessist välja. Hankija kulude kokkuvõid väljendus ka reisibüroole makstavate komisjonitasude vähendamises ning otsekontaktide loomises lõpptarbijaga. 2009. aasta on läinud ajalukku kaasaja tõsisema globaalse finants- ja majanduskriisi aastana. Järsk majanduskasvu vähenemine puudutas väga tõsiselt turismisektorit. Majanduskriisi tingimustes kahanes nõudlus reiside järele, mille tulemusena vähenes reisiteenuste jae- ja hulgi müük, jäädes oluliselt väiksemaks varasematest aastatest. Uus majandusolukord nõudis kiireid ja radikaalseid otsuseid

kulude kokkuhoiu ja müüгитеgevuse planeerimise vallas. 2009. a. majandustulemusi mõjutas ka riigi poolt kiirustades tehtud käibemaksumuudatus, mis tõstis teenuse hindasid ning mille rakendamiseks raamatupidamis- ja ettevõttesiseses infosüsteemis tuli teha mitteplaneeritud lisakulutusi (põhjalik süsteemide ümberprogrammeerimine ja hinnakirjade muutmine). Vaatamata keerulisele turusituatsioonile, tänu kulude kokkuhoiu ja tulude säilitamise kiire strateegia väljatöötamisele, suutsid enamus reisibüroosid 2009 olla kasumlikud.

**Tabel 9.** Viie reisibüroo peamised finantsnäitajad aastatel 2009 ja 2010.

Näitaja	2010					2009				
	BalticTours	Estravel	CWT Estonia	Reisieksperti	Wris	Baltic Tours	Estravel	CWT Estonia	Reisieksperti	Wris
<b>Müügitulu (tuh eur)</b>	1740	5754	1902	1694	1967	1645	5497	1666	1207	2081
<b>Müügitulu kasv (%)</b>	5,7	11,4	14,2	40,3	-0,1	-47	-23,5	-35	-23,5	60
<b>Puhaskasum (tuh eur)</b>	35	939	247	21	256	-91	114	160	30	38
<b>Kasumi kasv (%)</b>	138,6	720,1	54	-29,4	560,1	-214,9	-84,9	121,6	-61,8	237,4
<b>Puhasrentaablus (%)</b>	2	17	13	1,3	13	-5,5	2,1	10	2,5	1,9
<b>Lühiajaliste kohustuste kattekordaja (kordades)</b>	3,7	1,4	1,0	0,7	1,3	3,7	1,3	1,0	0,8	1,0
<b>ROA (%)</b>	2,3	16,1	7	2,1	30,8	-6,1	1,9	4,9	2,5	5,5
<b>ROE (%)</b>	3,1	46,9	16	4	52,5	-8,1	6,8	12	5,9	16,7
<b>Töötajate arv</b>	28	167	61	40	29	33	176	58	47	29

Allikas: 2009-2010 majandusaasta aruanded, autori arvutused.

2010 kujunes majanduskriisist taastumise aastaks nii Eestis kui ka Euroopa Liidus tervikuna. 2010. a. iseloomustasid Eestis majanduse stabiliseerumise ja kasvu esimesed märgid: kui 2010 algas ebakindlusega, siis aasta teisel poolel sai Eesti majandus langusest üle ning hakkas kasvama. Majanduskasvu toetas peamiselt eksport. Ootuspäraselt oli 2010. a. turismiturule raske, sest hinnatundlikkus kasvas ja konkurents

tihenes. 2010. a. kujunes turismisektorile *force majeure*<sup>3</sup> olukordade tõttu väga pingeliseks. 2010. a. aprillis peatas Islandi vulkaani tuhapilv terve Euroopa ja osaliselt ka interkontinentaalse lennuliikluse, detsembris sulgesid erakorralised lumetormid paljud Euroopa lennuväljad. Lisaks nendele sündmustele valitses turismisektoris suur usalduskriis seoses suure Eesti reisikorraldaja Top Tours'i ootamatu pankrotiga ning novembris halvas normaalse töö suure lennufirma töötajate streik. Samuti mõjus müügitulule negatiivselt kuum ja päikeseline suvi, mis pani tuhandeid kliente loobuma puhkusereisist soojale maale. Siiski vaatamata karmile olukorrale, näitas ka turismisektor aasta lõpuks taastumise märke.

**Tabel 10.** Viie reisibüroo peamised finantsnäitajad aastatel 2010 ja 2011.

Näitaja	2011					2010				
	BalticTours	Estravel	CWT Estonia	Reisieksperti	Wris	Baltic Tours	Estravel	CWT Estonia	Reisieksperti	Wris
<b>Müügitulu (tuh eur)</b>	1923	5883	2091	2120	2063	1740	5754	1902	1694	1967
<b>Müügitulu kasv (%)</b>	10,5	2,3	10	25,1	4,9	5,7	11,4	14,2	40,3	-0,1
<b>Puhaskasum (tuh eur)</b>	96	594	236	31	67	35	939	247	21	256
<b>Kasumi kasv (%)</b>	175	-36,8	-4	49,1	-73,7	138,6	720,1	54	-29,4	560,1
<b>Puhasrentaablus (%)</b>	5	10,1	11	1,5	3,3	2	17	13	1,3	13
<b>Lühiajaliste kohustuste kattekordaja (kordades)</b>	3,2	1,3	1,0	0,8	1,4	3,7	1,4	1,0	0,7	1,3
<b>ROA (%)</b>	5,5	9,6	6,2	2,6	11,1	2,3	16,1	7	2,1	30,8
<b>ROE (%)</b>	7,9	32,5	13	5,7	34,8	3,1	46,9	16	4	52,5
<b>Töötajate arv</b>	26	163	61	41	26	28	167	61	40	29

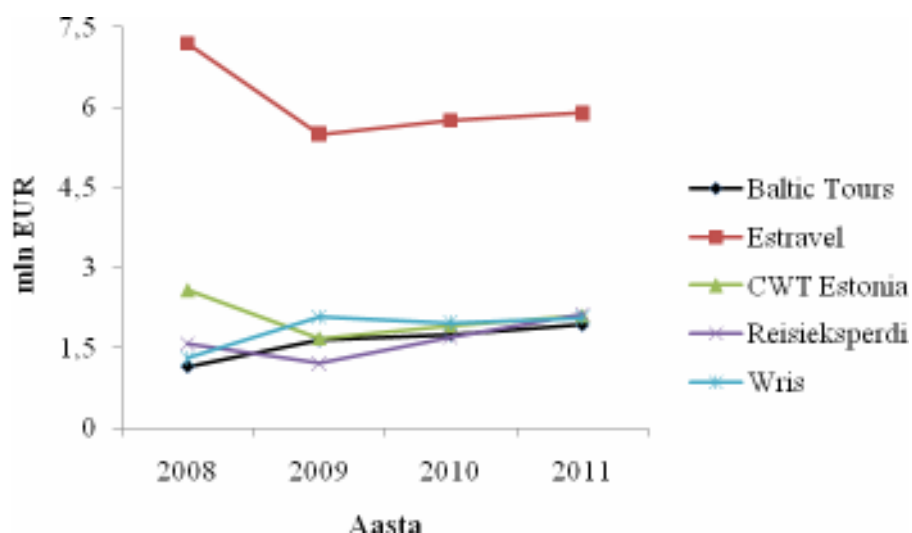
Allikas: 2010-2011 majandusaasta aruanded, autori arvutused.

<sup>3</sup> *Force majeure* – vääramatud jõud

2011. a. paranes makromajanduslik keskkond, mis avaldas positiivset mõju ka turismisektori arengule. Eesti majandusele oli 2011 hea aasta – majandusaktiivsus kasvas kiiresti ja Eesti majanduse kasv alates aasta algusest kuni sügiseni ületas ootusi.

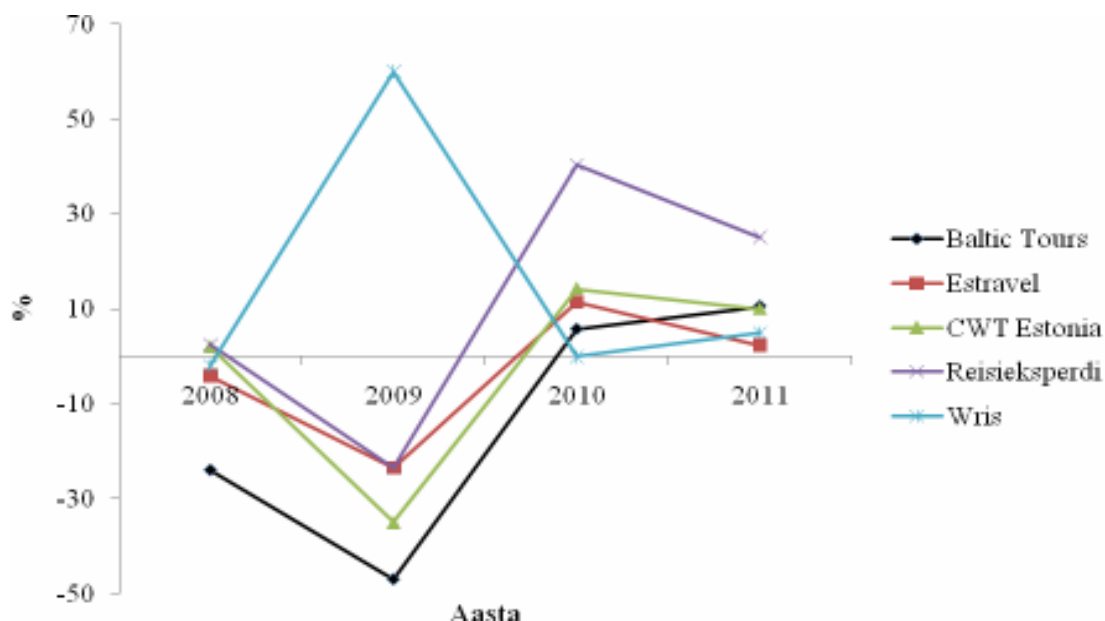
Tulenevalt aga keerukast olukorrast euroalas 2011. a. neljandas kvartalis majanduskasv aeglustus. 2011 aasta oli lõppkokkuvõttes turismisektorile stabiilne aasta. Reisibüroode areng ja tegevused on taganud ettevõtetele stabiilsuse ja reisiteenuste tulude kasvule pööramise majanduslanguse järgses olukorras.

Alljärgnevatel joonistel 11-18 (lk. 56-61) on esitatud graafiliselt ülaltoodud peamiste finantsnäitajate muutused aastatel 2008-2011, et anda selgem ülevaade nende näitajate dünaamikast reisibüroode lõikes.



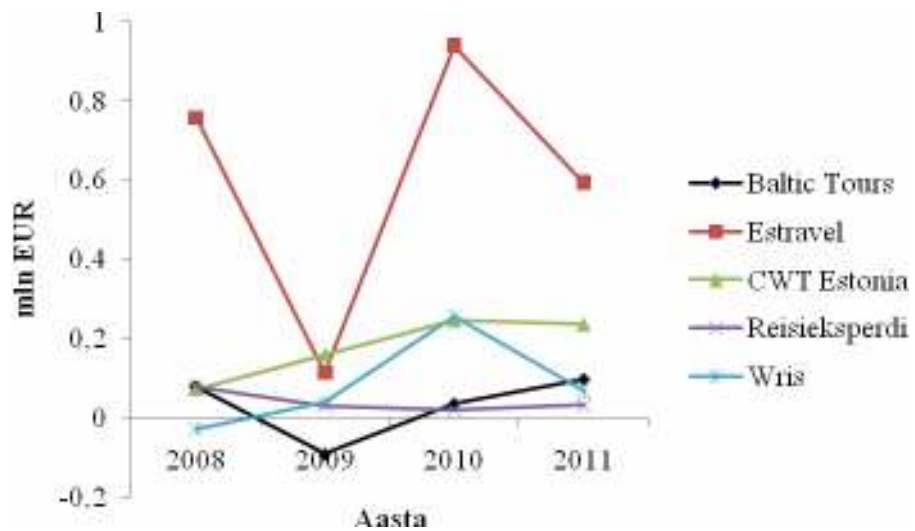
**Joonis 11.** Viie reisibüroo müügitulud 2008-2011 (autori koostatud).

Joonis 11 toob välja Eesti reisibüroode esiviisiku jagunemise müügitulu alusel. Kindel turuliider on Estravel, kellele järgnevad teised reisibürood enam-vähem ühesuguste müügituludega. Kuna reisivaldkond on üks esimesi, mis majanduskriisi tingimustes kannatab müügitulu languse all, siis on näha 2009. a. müügitulude vähenemist ning seejärel stabiliseerumist.



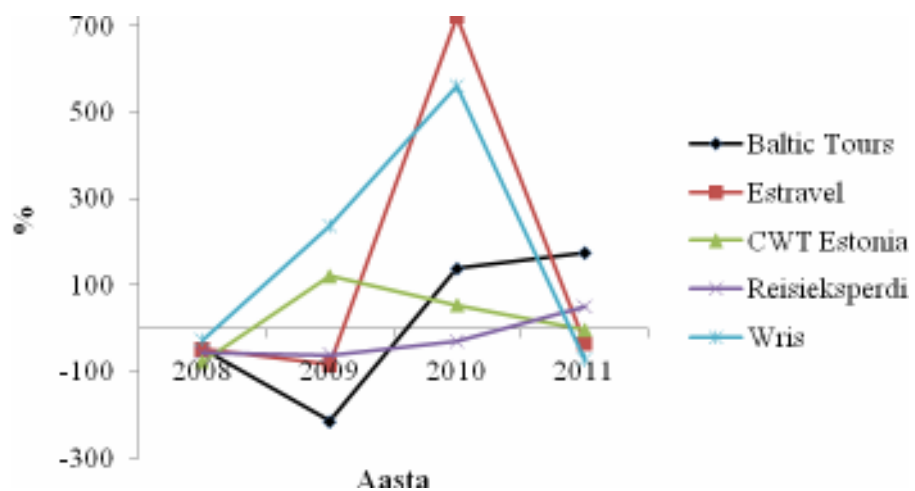
**Joonis 12.** Viie reisibüroo müügitulude muutus 2008-2011 (autori koostatud).

Kogumüük vähenes 2009. a. neljal reisibürool keskmiselt 32%. Ainus ettevõtte, kes suutis müüki kasvatada 60%, võrreldes 2008. a., oli Wris. Müügitulu kasvu põhjuseks – suurenes allagentide arv ja nende käibe kasv suurendas Wris'i müügitulu. Kuna allagentide käibe läheb täies mahus reisibüroodel käibesse, siis mõne agendi lisandumine või ära langemine on käibenumbrites märgatavam. Kasumis see aga nii suurt rolli ei mängi. Majanduse stabiliseerumine kasvatas 2010. a. reisiteenuste müügitulu 2009. aastaga võrreldes, müügitulu kasvas keskmiselt 18%, v.a. Wris'il, kellel müügitulu langes peale 2009. a. suurt kasvu. Tänu müügitöö efektiivsuse tõstmisele ja infotehnoloogia ning e-müügikanalite edukamale rakendamisele olid 2011 juba kõik reisibürood müügitulude osas kasvutrendis.



**Joonis 13.** Viie reisibüroo puhaskasum 2008-2011 (autori koostatud).

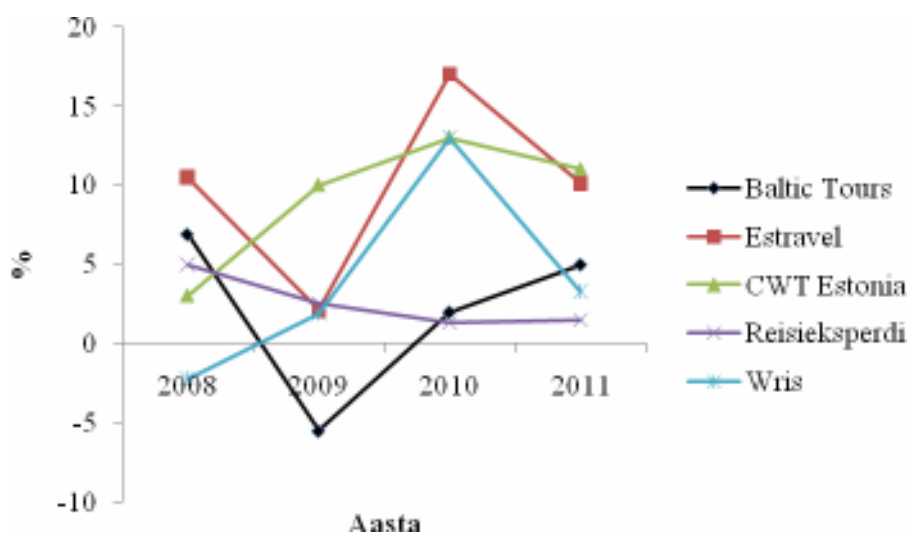
Globaalne majanduskriis avaldas oma mõju peale müügitulu ka turuosaliste kasumile, mis langes juba 2008. a. ja osadel reisibüroodel jätkuvalt ka 2009. a. Müügitulude oluline vähenemine sundis ettevõtteid kriitiliselt üle vaatama kõiki kulusid, mis aitas saavutada 2009. a. positiivse tulemi peale Baltic Tours'i, kuid 2010 ja 2011 iseloomustab kõiki viit reisibürood positiivne tulemus.



**Joonis 14.** Viie reisibüroo puhaskasumi muutus 2008-2011 (autori koostatud).

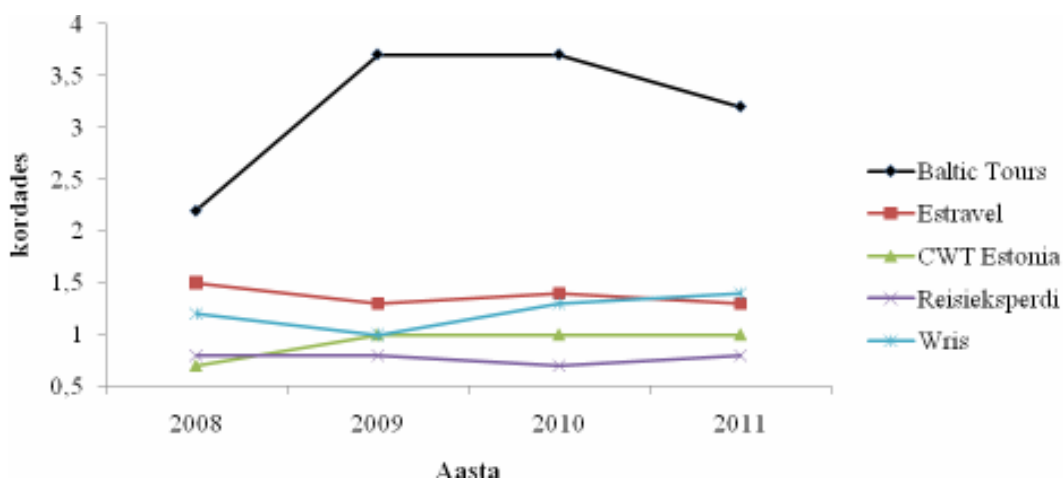
Kui müügitulude muutus on vaadeldavatel reisibüroodel suhteliselt sarnane, siis puhaskasumi muutus mitte. 2009. a. otsustati sulgeda Wris'i teeninduspind Tallinna Lennujaamas. See otsus mõjutas ettevõtte kasumlikkust 2009. a. ja 2010. a. vastavalt

237% ja 560%. Wris'i juhatuse liikme Aili Kägu sõnul on 2009 ja 2010 aastate positiivsete tulemuste põhjuseks see, et kuna Wris'i tütarfirma OÜ Tuule Piletikeskus oli suures kasumis, siis see mõjutas ka Wris'i tulemusi.



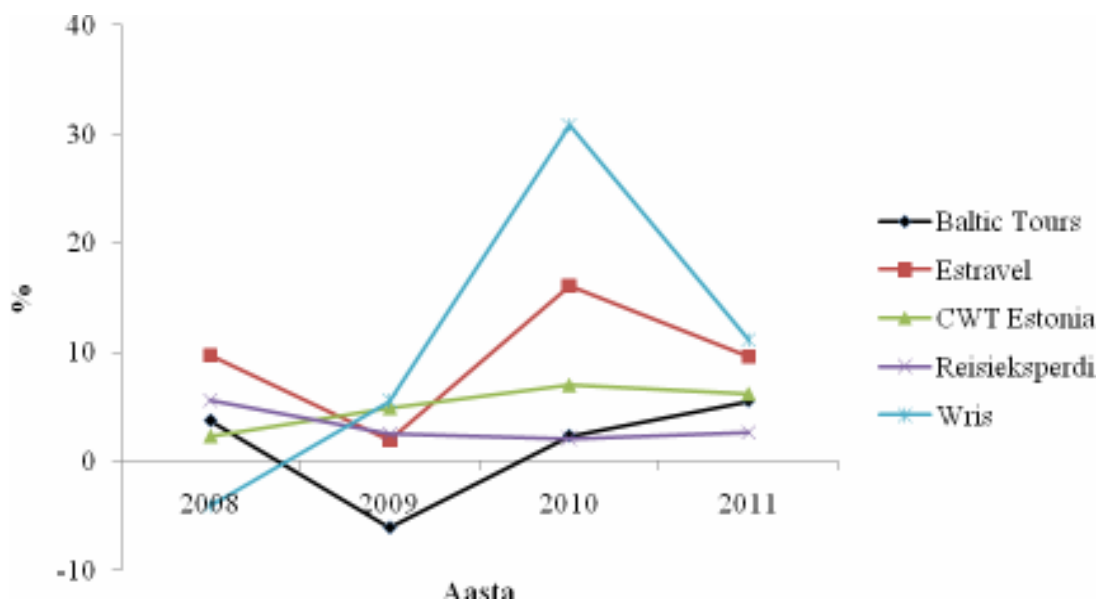
**Joonis 15.** Viie reisibüroo käibe puhasrentaablus 2008-2011 (autori koostatud).

Hinnapoliitika ja tegevuskulude juhtimise koosmõjust ja tõhususest annab käibe puhasrentaablus hea pildi. Kõrgeim näitaja vaadeldavatel ettevõtetel on olnud 17% ning see on väga hea näitaja reisibüroo kohta. Kuna Estravel on kindel turuliider, siis tal on võimalik kõrgemate hindadega turul opereerida. Ka CWT Estonia'l on stabiilselt see ülejäänutest kõrgem olnud.



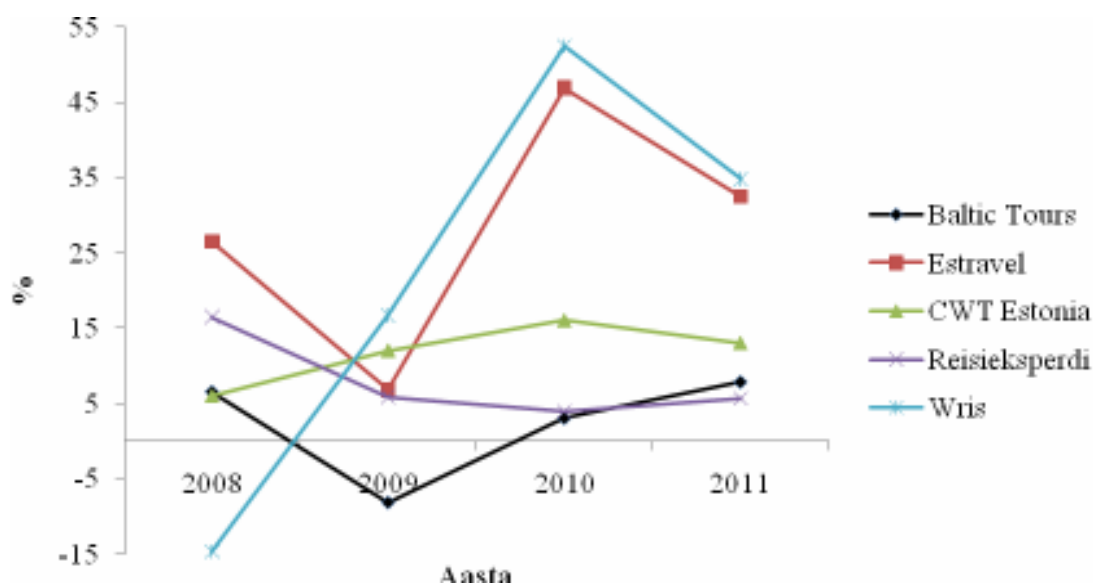
**Joonis 16.** Viie reisibüroo lühiajaliste kohustuste katekordaja 2008-2011 (autori koostatud).

Ülaltoodud jooniselt 16 on näha, et osadel ettevõtetel on käibekapitali puudujääk või on see minimaalne, näiteks Reisiexperdi lühiajalised kohustused ületavad käibevarasid kõikidel aastatel. Selgelt eristub aga Baltic Tours, kelle lühiajaliste kohustuste kattekordaja kõrge väärtus näitab, et likviidsus on hea, kuid viitab probleemile, et ettevõtte ei kasuta efektiivselt käibevarasid või lühiajalise finantseerimise võimalusi. See näitab probleemi käibekapitali juhtimises.



**Joonis 17.** Viie reisibüroo varade puhasrentaablus (*ROA*) 2008-2011 (autori koostatud).

Vaadeldavate ettevõtete koguvarade rentaablus on suhteliselt sarnase dünaamikaga, seega võib järeldada, et suuri investeeringuid ei ole keegi teinud. Wris'i ja Baltic Tours'i varade puhasrentaabluse miinus vastavalt 2008. a. ja 2009. a. tuleneb kahjumist. Ettevõtted on varasid kasutanud hästi näiteks 2010. a., mil suurendati tegevustulukust või käivet. Tegevusharu omapärast lähtuvalt võibki varade puhasrentaablus madalam olla võrreldes teiste harudega, sest varasid on vähem.



**Joonis 18.** Viie reisibüroo omakapitali rentaablus (*ROE*) 2008-2011 (autori koostatud).

Omakapitali rentaablus on kõigil viiel ettevõttel suurem kui varade puhaskapitali rentaablus finantsvõimenduse (pikaajaline laen ja jooksvad kohustused) tõttu, sest *ROA* ei võta finantsvõimendust arvesse. Kahel ettevõttel võib täheldada *ROE* kiiret kasvu, mis viitab jaotamata kasumile, sest säilitatud tulu on kõige odavam ja kõige lihtsamini kättesaadavam raha allikas.

Peale Eesti reisibüroode esiviisiku peamiste finantsnäitajate võrdlemist on järgmise etapina toodud käsitletava ettevõtte võrdlus nelja põhikonkurendi keskmiste näitajatega, et kindlaks määrata Baltic Tours'i positsioon konkurentide suhtes. Parema ülevaate trendide arengu suhtes saab, kui tulemusi võrrelda põhikonkurendi vastava keskmise näitaja muutumisega ajas. See toob selgust ettevõtte juhtkonna otsuste adekvaatsuse kohta pikema perioodi vältel ning näitab kitsaskohad, millega tuleb rohkem tegeleda. Võrdluse aluseks on võetud samad finantsnäitajad ning sama periood nagu eelnevalt.

**Tabel 11.** Baltic Tours'i finantsnäitajate võrdlus konkurentide keskmiste näitajatega aastatel 2008-2011.

Näitaja	31.12.2011		31.12.2010		31.12.2009		31.12.2008	
	Baltic Tours	Konkurendid <sub>mean</sub>	Baltic Tours	Konkurendid <sub>mean</sub>	Baltic Tours	Konkurendid <sub>mean</sub>	Baltic Tours	Konkurendid <sub>mean</sub>
<b>Müügitulu kasv (%)</b>	10,5	10,6	5,7	16,5	-47	-5,5	-24	-0,4
<b>Kasumi kasv (%)</b>	175	-16,4	138,6	326,2	-214,9	53,1	-48	-53,3
<b>Puhasrentaablus (%)</b>	5	6,5	2	11,1	-5,5	4,1	6,9	4,1
<b>Lühiajaliste kohustuste kattekordaja (kordades)</b>	3,2		3,7		3,7		2,2	
		1,1		1,1		1,0		1,1
<b>ROA (%)</b>	5,5	7,4	2,3	14,0	-6,1	3,7	3,7	3,4
<b>ROE (%)</b>	7,9	21,5	3,1	29,9	-8,1	10,4	6,6	8,6

Allikas: 2008-2011 majandusaasta aruanded, autori arvutused

Suhtarvude arvutamisel kasutatud valemid:

- Tulu kasv (%) =  $(\text{müügitulu}_t - \text{müügitulu}_{1-t}) / \text{müügitulu}_{1-t} * 100$ ;
- Kasumi kasv (%) =  $(\text{puhaskasum}_t - \text{puhaskasum}_{1-t}) / \text{puhaskasum}_{1-t} * 100$ ;
- Puhasrentaablus – vt. valem 12.1, lk. 43;
- Lühiajaliste kohustuste kattekordaja – vt. valem 10.2, lk. 40;
- ROA – vt. valem 12.2, lk. 43;
- ROE – vt. valem 12.3, lk. 43.

2008. a. alanud globaalse majanduskasvu pidurdumise tulemusel hakkas analüüsitavas ettevõttes reisiteenuste müügi kasv tunduvalt vähenema. Müügitulu langus oli suurim 2009. a., samas konkurentide keskmised langused nii suured ei olnud. Samuti oli kasumi langus konkurentide omast oluliselt suurem. Seega, konkurentidele majanduslangus justkui nii halvasti ei mõjunud, ning kriisi olukorras suudeti kiiremini reageerida strateegiliste muudatuste tegemiseks. 2008. a. pööras Baltic Tours suurt tähelepanu ettevõtte tegevuse efektiivsemaks muutmisele ja seda eelkõige infotehnoloogiliste lahenduste valdkonnas. Aasta jooksul laiendati tootevalikut ja parandati interneti e-kontori funktsionaalsust. Olulist tähelepanu pöörati krediidi- ja kvaliteedikontrollile. Vastavalt ettevõtte nõukogu otsusele suleti 2008. a. Vene

Föderatsioonis Peterburis 1996. aastast tegutsev Baltic Tours'i filiaal. Filiaali sulgemine mõjutas ettevõtte majandustulemusi 2008. a. Müügitulu moodustas 1,15 mln eurot, vähenedes eelmise perioodiga võrreldes 24%. Tegevuskulud moodustasid 1,17 mln eurot, vähenedes aastaga 17%. Tegevuskulude vähenemise peamiseks põhjuseks oli Peterburi filiaali sulgemisest tulenev kulude vähenemine. 2009. a. oli ettevõttele raskeim, mida kinnitavad peamised finantsnäitajad. Kasumi ja puhasrentaabluse langused olid ettevõttel aegade suurimad, seda võrreldes ka konkurentide keskmiste näitajatega. Oluliselt halvenenud makromajanduse tingimustes lõppenud majandusaasta oli tõestanud, et ka sellises tõsiseid väljakutseid esitavas keskkonnas ollakse klientidele professionaalne ja vastutustundlik partner, ning suudetakse ellu jääda tänu õige strateegia valikule. 2009. a. keskenduti jätkuvalt tegevuse efektiivsusele, majanduskriisist tulenevalt oli vältimatu tegevuskulude kärpimine, sealhulgas töötajate arvu vähendamine. Tegevuskulud moodustasid 0,75 mln eurot, vähenedes aastaga 35,5%. 2010. a. oli põhitähelepanu all müügitöö efektiivsuse tõstmine, klienditeeninduse kvaliteedi kõrgel tasemel hoidmine ja kliendibaasi suurendamine. Kliendikeskse lähenemise toetamiseks arendati oluliselt e-müügikanalite võimalusi internetis. Püüti jätkuvalt minimeerida tegevuskulusid, mis vähenesid aastaga 23,7%. Aasta 2011 kujunes Baltic Tours'ile edukaks – kasvas ettevõtte klientide arv, mis pani aluse müügitulu kasvule, mis omakorda kasvas võrdselt konkurentide keskmisega. Koos tõhusa kontrolliga tegevuskulude üle paranesid vaadeldava perioodi efektiivsusnäitajad ning kasvas kasum. Vaadates puhasrentaablust, siis see on väga kõikumine olnud. Kui 2009. a. järgi võib vaadeldavat ettevõtet halvasti toimivaks pidada, siis järgnevatel aastatel on olukord paranenud. Aastal 2011 oli see näitaja 5%, mis jääb alla konkurentide keskmisele ja 2012. a. 6,1% (vt. tabel 11, lk. 62). Peale puhasrentaabluse võiks siinkohal vaadata ka käibe ärirentaablust. Ärikasumi puhul peegeldab vastav näitaja äritegevuse tasuvust tervikuna, sisaldades kõiki tavapärase äritegevusega seotud kulusid. 2011. a. oli see näitaja 4,2% ja 2012. a. 4,7% – seega, ärirentaablus ei ole nii palju paranenud. Ühe põhjusena võib tuua e-müügi kasvu, mis on väga madala marginaaliga. Liikudes edasi lühiajaliste kohustuste maksevõime näitaja juurde, siis see on käsitletav ettevõttel palju suurem kui konkurentidel, mis juba selgelt eristus joonisel 16 (vt. lk. 59). Mida kõrgem on kattetekordaja, seda enam on ettevõttel tagatud lühiajalise võlgnevuse õigeaegne tasumine. Samas väga kõrge kattetekordaja väärtus – 3,7

aastatel 2009, 2010 ja 2012 (vt. tabel 11, lk. 62), annab tunnistust sellest, et ressursse on kasutatud ebaefektiivselt, st. ettevõtte ei ole osanud oma käibevarasid investeerida oma arengu vajadusteks. Järgmine rentaabluse suhtarv *ROA* näitab kehvemat varade kasutamist, kui võrreldavate ettevõtete keskmine on olnud. Kuna puhaskasum on tulu, mida teenitakse aasta-läbi, kuid koguvara on näitaja, mis ilmneb alles aasta lõpus, siis seetõttu on arvutatud keskmine koguvara: (aasta alguse vara + aasta lõpu vara) / 2. Samuti on *ROE* võrreldavate ettevõtete keskmisest madalam. Ettevõttesse investeeritud kapitali tasuvus võiks parem olla. Uuritava ettevõtte *ROE* on kasvanud alates 2010. a. Selle kiirem kasv oli 2011. ja 2012. a., sest jaotamata kasum on olnud siis kõige suurem. Samas ei ole see ka halb näitaja, arvestades, et ettevõttel on kiirete käivetega tegevus, ning hetkel puudub võõrkapital, v.a hankijate krediit.

Ettevõtte tutvustuse ja majandustegevusest ülevaate andmise järel jätkatakse tööd vaadeldava ettevõtte käibekapitali komponentide juhtimise analüüsiga, sealhulgas krediidipoliitika käsitlemisega, et töötada ettevõtte jaoks välja käibekapitali juhtimise strateegia.

## **2.2. Käibekapitali juhtimise analüüs ja strateegia väljatöötamine**

Käibekapitali juhtimise analüüsi käigus on uuritud, millises suunas on liikunud ettevõtte viimase viie aasta majandustegevuse tulemusel käibekapitali komponentide juhtimises, kas ettevõtte käibekapitali juhtimises on kitsaskohti, mis võivad tulevikus probleeme tekitada ning eeliseid, millest võiks edaspidi ettevõtte tulu saada. Analüüsi eesmärgi täitmiseks on kasutatud erinevaid meetodeid: horisontaalne, vertikaalne ja suhtarvude meetod, sest autori arvamuse kohaselt ei ole ükski analüüsi meetod eraldi kasutatuna piisav, et langetada selle põhjal olulisi otsuseid.

Kuigi ettevõtte bilanss on koostatud vastavalt üldkehtivatele põhimõtetele, peab analüüsi juures arvestama teatud piirangutega:

- debitoorse võlgnevuse bilansikirjele on antud ligikaudne hinnang selle loodetava laekumise seisukohalt;
- käibevara ja põhivara piirmäärade erinevused.

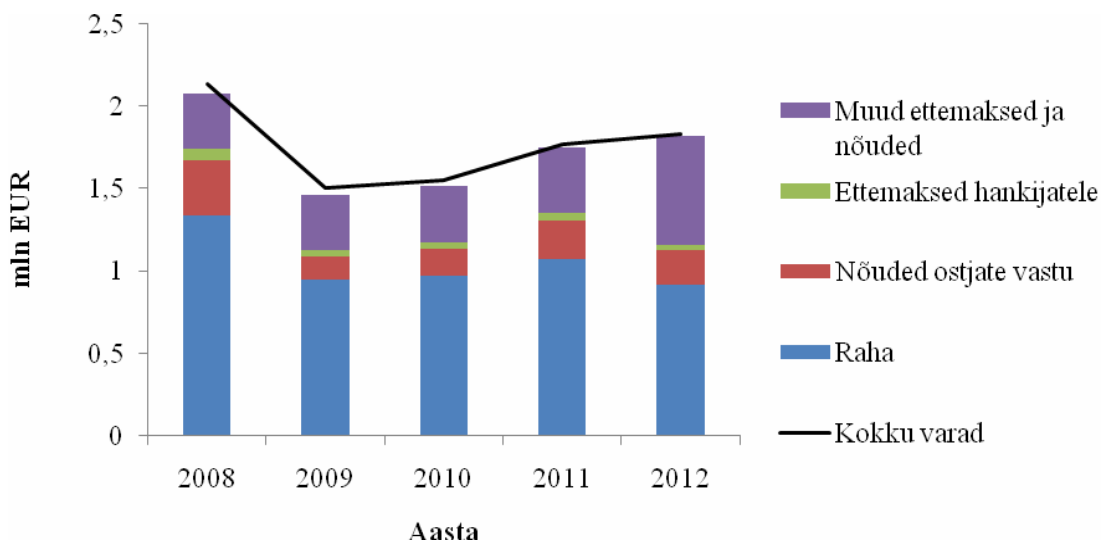
Ettevõtte kasumiaruanne on koostatud Raamatupidamise seaduse lisas 2 toodud kasumiaruande skeemi nr. 1 alusel. Tulud ja kulud on kirjendatud tekkepõhise arvestusprintsibi alusel. Tulud kirjendatakse raamatupidamises siis, kui ostetud teenuse kasutamise õigus (reisidokument) on kliendile üle antud.

Horisontaalanalüüsis on vaadeldud bilansi ja kasumiaruande käibekapitali puudutavate kirjete muutuste dünaamikat võrreldes 2012. aastat 2011. aastaga. Andmestik analüüsiks on esitatud lisades 2 ja 3. Võrdluse aluseks on võetud absoluutnäitjad, kui ka protsentuaalsed muutused. Absoluutmuutuste kaudu on välja selgitatud finantsseisundit mõjutavad võtmefaktorid ja protsentuaalkuju kaudu on leitud muutuste olulisuse määr. Horisontaalanalüüsi puudusena võib välja tuua selle, et nullilähedased baasaasta arvud võivad anda tulemuseks suured muutuste protsendid. Analüüsist selgus, et käibevarade mahtude kasv on olnud 4,4% ja samas ka müügitulu on kasvanud 5,9%, mis kinnitab teooriast tulenevat käibevarade ja müügitulu positiivset seost. Nõuded ostjate vastu ja ettemaksete maht on kasvanud 34,6%, see on palju rohkem kui müügitulu kasv võrreldes 2011. aastaga. Kuna raha on langenud 14,6% võrra, siis võib põhjuseks olla suuremast debitoorsest võlgnevusest tulenev arvete mittetähtajaline laekumine. Põhivaradel on olnud suur langus – 44,6%, mida ettevõttel ongi vähe tegevusvaldkonna spetsiifika tõttu. Materiaalseks põhivaraks on arvutid ja arvutisüsteemid ning immateriaalseks põhivaraks arvutitarkvara. Põhivarade vähenemise põhjuseks on nende akumulieritud kulum ja väärtuse langus. Lühiajalised kohustused on ettevõttel 2012. a. langenud, sest vähenenud on kreditoorne võlgnevus. Aastal 2011 olid võlad tarnijatele 346 670 eurot ja 2012. a. 302 536 eurot, mis teeb muutuseks 12,7%. Pikaajalisi kohustusi ettevõttel ei ole. Müügitulud ja äritulud kokku kasvasid aastal 2012 vähem kui tegevuskulud. Tulud kokku 2012. a. olid 2 042 554 eurot ja 2011. a. 1 928 300 eurot, mis teeb tulude kasvuks 5,9%. Tegevuskulud kokku vastavatel aastatel olid 628 985 eurot ja 590 485 eurot, mis teeb kulude kasvuks 6,5%. Tegevuskulude suurema kasvu ühe põhjusena võib välja tuua ebatõenäoliselt laekuvad nõuded, lisaks ka, tööjõukulude, rendi- ja bürookulude tõus.

Vertikaalanalüüsis on vaadeldud finantsaruannete sisemise struktuuri muutuste dünaamikat samuti võrreldes 2012. aastat 2011. aastaga. Enim on tähelepanu pööratud käibekapitali puudutavatele kirjetele. Andmestik analüüsiks on esitatud lisades 4 ja 5.

Võrdluse aluseks on võetud bilansi ja kasumiaruande absoluutnäitajad, mis on ümber arvutatud protsentnäitajateks baasnäitaja suhtes. Bilansis on võetud baasnäitajaks vastavalt aktiva või passiva kogusumma ja kasumiaruandes netokäive. Analüüsist selgus, et raha kassas ja arvelduskontol kui kõige likviidsem käibevara, on vähenenud. Nõuete ja ettemaksete osakaal on kasvanud, mis viitab debitoorse võlgnevuse suurenemisele. Seda võis ka välja lugeda horisontaalanalüüsist. Käibevarad on domineerivaks varaks, mille osakaal on veelgi tõusnud võrreldes 2011. aastaga. Vertikaalne lähenemine kinnitab samuti lühiajaliste kohustuste vähenemise tendentsi. Lühiajalisteks kohustusteks peale võlgnevuse hankijatele on ettevõttel klientide ettemaksed ja võlad töövõtjatele. Aastal 2012 on omakapital suurenenud eelmiste perioodide jaotamata kasumi ja kasumi arvelt, sest 2011. a. ei makstud dividende. Ärikasumi protsentnäitaja on kasvanud 2012. a. võrreldes varasema aastaga, mis kinnitab väikest efektiivsuse tõusu.

Analüüsile tuginedes võib väita, et käibevarad on vaatluse all oleva ettevõtte peamised varad. Käibevarad moodustavad koguvarade bilansilisest mahust 31.12.2012 seisuga 99,4%. Käibevarade struktuurist viie aasta lõikes annab ülevaate joonis 19, täpsemad arvulised näitajad on toodud lisas 6.



**Joonis 19.** Käibevarade struktuur reisibüroos Baltic Tours 2008-2012 (autori koostatud).

Ettevõtte käibevaradeks on raha kassas ja pangas, nõuded ostjate vastu, ettemaksed hankijatele ning muud ettemaksed ja nõuded. Nõuded ostjate vastu on ostjatelt laekumata arved, mis on bilansis hinnatud, lähtuvalt tõenäoliselt laekuvatest summadest. Seejuures hinnatakse iga kliendi laekumata arveid eraldi, arvestades teadaolevat informatsiooni kliendi maksevõime kohta. Ebatõenäoliselt laekuvad nõuded on kantud täies ulatuses tegevuskuludesse. Varem ebatõenäoliselt laekuvaks hinnatud nõuded loetakse ühe aasta möödumisel lootusetuks ja kantakse bilansist välja koos aruandeaastal lootusetuks hinnatud nõuetega. Ettemakseid hankijatele käsitletakse kui varusid, kauba vm. varusid ettevõttel ei ole. Varude suurus käibevarade struktuuris sõltub ettevõtte tüübist. Teenindusettevõtetel on erinevalt tootmisettevõtetest tavaliselt väikesed varud või puuduvad üldse, nii on see ka uuritavas ettevõttes. Varud moodustavad ainult ca 3% käibevaradest, mis näitab selgelt hankijatepoolseid suhteliselt lühikesi krediidiperioode ja/või madalaid krediidilimiite (vt. joonist 23, lk. 71). Muude ettemaksete ja nõuete all kajastatakse maksude ettemakseid ja tagasinõudeid, klientide ettemakseid, laenu- ja intressinõudeid.

Debitoorse võlgnevuse osakaal ettevõtte varades seisuga 31.12.2012 on 11,47% koguvaradest ning 11,54% käibevaradest. Järelikult hõlmab debitoorse võlgnevuse juhtimine ligikaudu 1/9 ettevõtte varadest. Debitoorse võlgnevuse tase sõltub ettevõtte kliendiportfellist ning makse- ja krediidingimustest, mida ettevõtte pakub oma klientidele. Baltic Tours'i kliendisuhete juhtimise strateegia lähtub Eesti turu piiratud ja klientide äärmisest hinnatundlikkusest ning tihedast konkurentsist. Ettevõtte ei välista ühtegi klienti ega kliendisegmenti. Kliendisuhete juhtimise peamine eesmärk on muuta klient püsikliendiks, st. et tegevuses seatakse esikohale eelkõige pikaajaline partnerlus oma klientidega.

Ettevõtte kliendisegmendid on järgmised:

- ärikliendid ehk korporatiivkliendid ja agendid, kellega on koostööleping;
- erakliendid ja koostöölepinguta firmad.

Ärikliendid on omakorda jaotatud alamsegmentideks, lähtudes alljärgnevatest tingimustest:

1) Riik ehk avalik sektor – riigiettevõtete segment

Peamiselt kategoriseeritakse lähtudes riigihanke olemasolust ja konkureeriva teenindaja olemasolust:

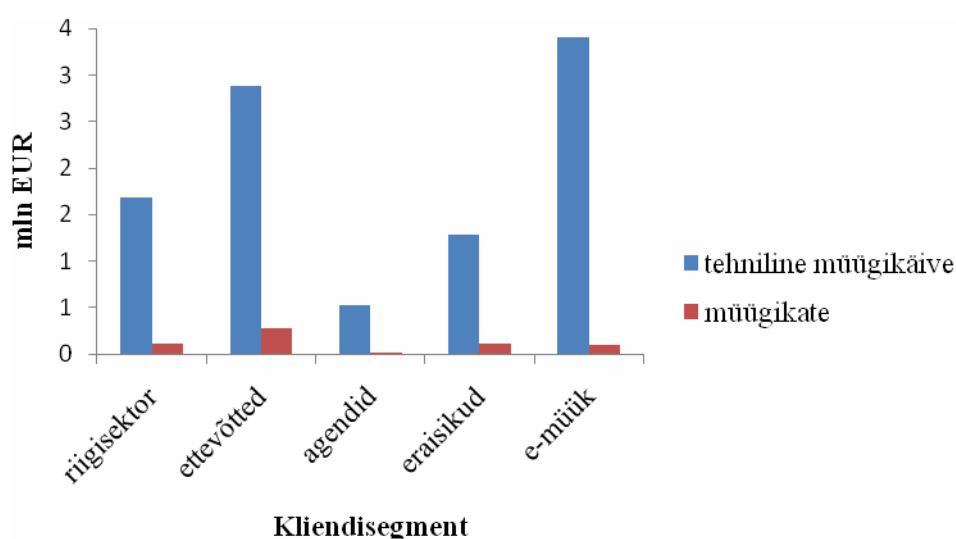
- riigihankega, kus valitud teenindajaks on ainult Baltic Tours ja kogu käive tuleb ettevõttele;
- riigihankega, kus valitud teenindajaks on mitu reisibürood, konkureeritakse igakordselt hindadega;
- riigihanketa, kus on mitu teenindavat reisibürood, konkureeritakse igakordselt hindadega.

## 2) Eraettevõtted – eraettevõtete segment

Peamiselt kategoriseeritakse aastase ostumahu alusel: alla 32 000 euro, 32 000-64 000 eurot ja üle 64 000 euro.

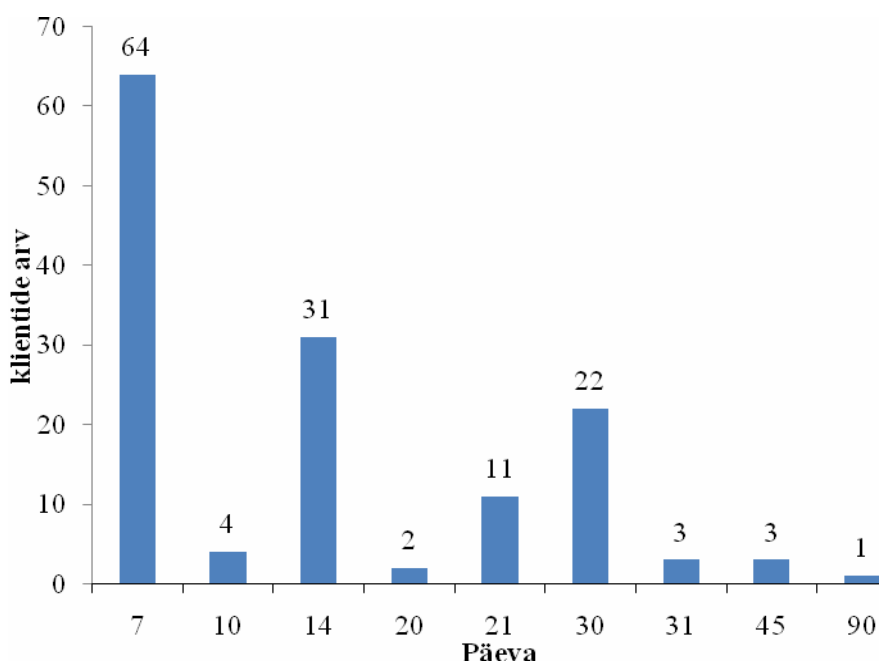
## 3) Edasimüüjad või agendid (üldjuhul väiksemad reisibürood).

Kliendisegmentide osakaalud tehnilise müügikäibe ja müügikatte järgi aastal 2012 on toodud alljärgeval diagrammil (vt. joonis 20). Ettevõtete segmenti kuuluvad koostöölepinguga ja koostöölepinguta firmad. Eraldi segment on e-müük, mis on viimastel aastatel tugevas kasvutrendis. Siia alla kuuluvad nii erakliendid, kui ka ettevõtted, kes ise broneerides maksavad teenuse eest koheselt. Krediitmüügi moodustavad riigisektor, agendid ja osaliselt ka ettevõtted. Seega, krediitmüük ei ole vaadeldavas ettevõttes ainsaks müügivormiks, vaid rakendatakse edukalt diferentseeritud arvelduste vorme.



**Joonis 20.** Kliendisegmenid reisibüroos Baltic Tours (autori koostatud).

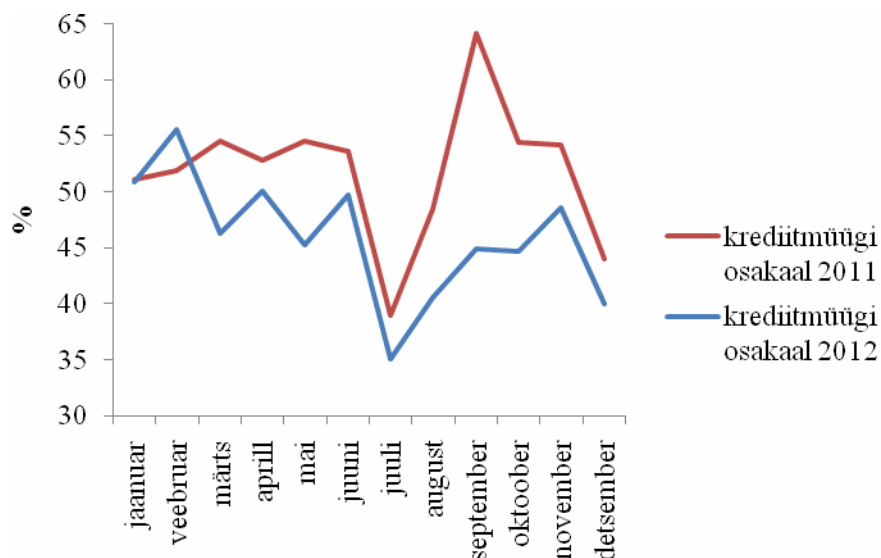
Ettevõtte müügisüsteem võimaldab määratleda kliendi staatused ajalisest aspektist ehk aktiivsed kliendid ja passiivsed kliendid. Aktiivsed kliendid on toimivat kliendisuhet omavad kliendid. Passiivsed kliendid on Baltic Tours'i kliendid, kes vähemalt viimase kalendriaasta jooksul ei ole oste sooritanud. Passiivse staatusega kliente on ettevõttel 24 tegevusaasta jooksul tekkinud mitmetel põhjustel. Oluline on hoida kliente aktiivsetena, sõltumata nende kliendisegmendist, sest püsikliendid tagavad ettevõtte jätkusuutlikkuse. Kuna töö fookuses on krediitmüügist tekkivad aspektid, siis põhitähelepanu osutatakse ärikliendi segmendile. 10.04.2013 seisuga on ettevõttel 141 aktiivset lepingulist äriklienti, kellele ettevõtte pakub erinevat krediitperioodi, mis on vahemikus 7 kuni 90 päeva, ning erinevat krediitlimiiti, mis on vahemikus 320-500 000 eurot. Aktiivsetest klientidest 11 klienti saavad osta reisiteenuseid ilma krediitlimiidita. Lepinguliste klientide krediitperioodidest annab ülevaate joonis 21, mis näitab, et kõige sagedamini esinev väärtus on 7-päevane maksetähtaeg. Domineerivad maksetähtajad on veel 14 ja 30 päeva, kaalutud keskmine krediitperiood on 15 päeva.



**Joonis 21.** Krediitperioodid Baltic Tours'i lepingulistel klientidel (autori koostatud).

Ettevõtte kliendiportfellis on arvuliselt u. 60% ärikliente, kes saavad osta reisiteenuseid krediitiga, kuid krediitmüügi osakaal kogu müügitulust moodustas 2011. a. 52,7% ja 2012. a. 46,2%. Krediitmüügi languse üheks põhjuseks on ettevõtte e-müügi kasv, sest suurenenud on nende äriklientide müügikäive, kes varem ei kasutanud nii aktiivselt

ettevõtte online broneerimissüsteemi, aga 2012. a. on rohkem kasutama hakanud, broneerides ja makstes teenuse eest koheselt. Sellest võib järeldada, et ärikliendid on muutunud hinnatundlikumaks ning krediitisaamine ei ole enam primaarse tähtsusega. Joonisel 22 on näidatud krediitmüügi osakaalude trend kuude lõikes, mis näitab selgelt sesoonset mõju ärikliendi ostukäitumisele.



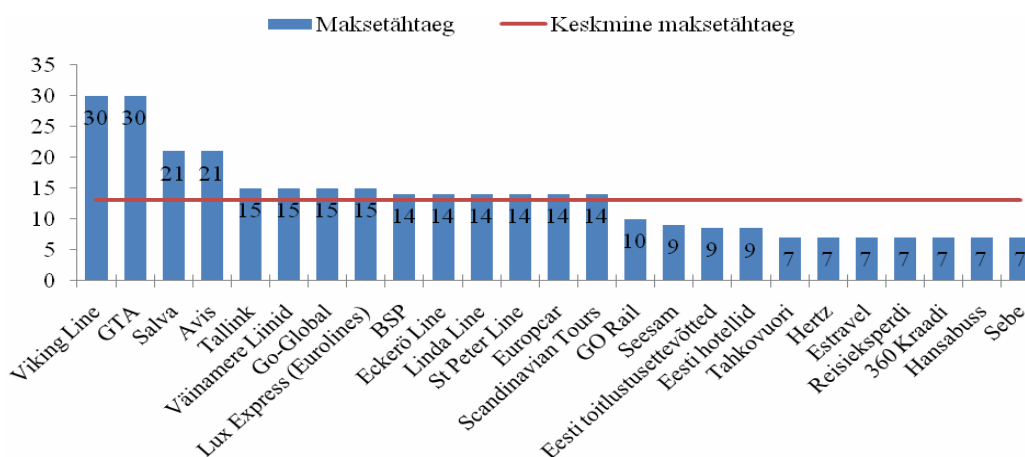
**Joonis 22.** Krediitmüügi osakaal 2011. a. ja 2012. a. reisibüroos Baltic Tours (autori koostatud).

Reisivaldkond on oma olemuselt hooajaline. Eraklientide teenindamine toimub üldjuhul sama intensiivselt aastaringiselt. Äriklientide puhul on sesoonsus tuntuvalt – suvi on selline aeg, mil ostud vähenevad ning kevadel ja sügisel ostud suurenevad, mis on näha ülaltoodud joonisel 22. Seetõttu on see oluline tegur, mida tuleb arvesse võtta ka eelarvete koostamisel. Kuna ettevõttel on kliendiportfellis 60% ärikliendid, on eelarved suvekuudel väiksemad, sest seda ei ole võimalik täita erakliendiga samas mahus. Ka detsembris on ärikliendi ostud tagasihoidlikumad. Ehk siis juuli-, augusti- ja detsembrikuud võib nimetada madalhooajaks. Hooajalisusega seotud riskide hajutamiseks püüab ettevõtte arendada kõiki suundi võrdselt. Madalhooaja vältimiseks on suur rõhk erakliendi teenuste müügi edendamisel.

Äriklientide suurema osakaalu osas võib paralleeli tõmmata Gustafsoni (2012) väitega, et viimased aastakümned on tunnustuseks ärireiside olulisele kasvule, eriti just juhtide ja spetsialistide hulgas. Selle peamiseks põhjusteks on globaliseerumine ja geograafiliselt

laienenud turud. Nende tegurite tagajärjel on ärireisid oluline majandusharu kogu maailmas. Ärireisid on keeruline valdkond toodete eripära ja turundamise viisi tõttu. Suurte reisibüroode edukas strateegia on toetada ärikliente oma reiside korraldamisel, pakkudes reisiabi, detailset reisistatistikat, turvalisi lahendusi ja nõuandvat toetust. Holma (2009) iseloomustab ärireisisektorit kui ärisuhete triadi, kus reisibürood tegutsevad vahendajatena äriklientide ja hankijate vahel. Need suhted hõlmavad vastastikuseid huve, kuid ka võimalikke konflikte. Reisibüroo roll vahendajana eeldab kõrgel määral kommunikatsiooni ja koostööd kõigi kolme osapoole vahel. Tuleb edastada informatsiooni, mida hankijatel on pakkuda, mida kliendid soovivad osta, ning kaasata infot majanduslike tingimuste ja tehingute kohta.

Teenuse osutajatega ehk hankijatega heal koostööl on eriti tähtis roll ettevõtte kreditoorse võlgnevuse kujunemisel. Hankijad pakuvad erinevaid maksetähtaegu, mis on vahemikus 7 kuni 30 päeva. Siinkohal selline tähelepanek, et rahvusvahelised ettevõtted pakuvad pigem pikemat maksetähtaega, näiteks nagu majutuse hulgimüüja GTA, laevakompanii Viking Line jpt. hankijad. Keskmise hankijatepoolne maksetähtaeg Baltic Tours'ile on 13 päeva (vt. joonis 23). Kreditoorse võlgnevuse taset ei saa ettevõtte ise suures osas määrata ega mõjutada endale kasulikus suunas. Pigem soovivad hankijad tingimusi rangemaks muuta väiksema komisjonitasu, väiksema krediidilimiidi ja lühema makseperioodi osas, kuid enamasti on läbirääkimiste tulemusena olnud võimalik neid muutusi vältida või leida kompromiss (nt. makseperioodi osas, et makseperiood küll muutub lühemaks, kuid mitte nii palju lühemaks, kui algselt hankija poolt soovitud oli).



**Joonis 23.** Baltic Tours'i peamiste hankijate krediidiperioodid (autori koostatud).

Käibekapitali hindamise seisukohast on suhtarvuanalüüsi teostamiseks võetud bilansi ja kasumiaruande andmetel põhinevad maksevõime ja efektiivsuse suhtarvud. Firmasisese trendianalüüsi käigus on uuritud iga suhtarvu ajaloolist tausta ja määratud kindlaks need näitajad, mis on aja jooksul paranenud või halvenenud. Maksevõime näitajad on esitatud tabelis 12.

**Tabel 12.** Baltic Tours'i maksevõime suhtarvud 2008-2012.

Näitaja	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009	31.12.2008
<b>Puhaskäibekapital (EUR)</b>	1 331 855	1 198 664	1 109 787	1 065 162	1 144 023
<b>Lühiajaliste kohustuste kattekordaja</b>	3,7	3,2	3,7	3,7	2,2
<b>Maksevõime kordaja</b>	3,7	3,1	3,6	3,6	2,2
<b>Maksevalmiduse kordaja</b>	1,9	2,0	2,4	2,4	1,4

Allikas: 2008-2012 majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Ettevõtte maksevõime hindamisel on kõigepealt analüüsitud puhaskäibekapitali. Käibevarade maksumus on suurem lühiajaliste kohustuste summast ja see on järjest kasvanud peale majanduslangust. Võib tõdeda, et ettevõtte on kaitstud likviidsusprobleemide eest. Lühiajaliste kohustuste kattekordajat on juba eespool analüüsitud ning autori hinnang on, et see näitaja on kõrge. Maksevõime kordaja on vaadeldaval ettevõttel suhteliselt sarnane lühiajaliste kohustuste kattekordajaga. Ettevõtte varude all kajastatakse ettemakseid hankijatele, kuna muid varusid ettevõttel ei ole. Mitte kõik hankijad ei võimalda reisis teenust vahendada krediidi alusel ning sellest lähtuvalt tekivad ettevõttel ettemaksed. Hankijatest, kes võimaldavad Baltic Tours'ile krediiti, anti ülevaade joonisel 23 (vt. lk. 71). Ettevõtte on võimeline tasuma kiireloomulisi makseid. Maksevõime indikaatoritest viimane suhtarv – maksevalmiduse kordaja, võtab arvesse ainult raha kassas ja pangakontol ning see näitaja on autori hinnangul kõrge.

Järgmisena on analüüsitud ettevõtet efektiivsuse suhtarvude abil, ning leitakse ettevõtte tegevustsükli ja raha konversioonitsükli pikkused. Efektiivsuse näitajad on esitatud tabelis 13 (vt. lk. 73).

**Tabel 13.** Baltic Tours'i efektiivsuse suhtarvud 2008-2012.

Näitaja	2012	2011	2010	2009	2008
<b>Käibekordajad:</b>					
Lühiajalise võlgnevuse käibekordaja	9,27	9,73	11,43	6,98	1,26
Varude käibekordaja	52,80	45,14	42,94	28,88	13,58
Kreditoorse võlgnevuse käibekordaja	3,93	4,03	4,33	3,47	0,67
<b>Raha konversioonitsüklid (päevades):</b>					
Debitoorse võlgnevuse konversioonitsüklid	39	37	32	52	285
Varude konversioonitsüklid	7	8	8	12	27
Tegevustsüklid	46	45	40	64	312
Kreditoorse võlgnevuse konversioonitsüklid	92	89	83	146	539
Raha konversioonitsüklid	-46	-44	-43	-82	-227

Allikas: 2008-2012 majandusaasta aruanded, autori arvutused.

Lühiajalise võlgnevuse käibekordaja näitab, et 2011. a. ja 2012. a. ringleb ettevõtte debitoorne võlgnevus keskmiselt sama palju kordi. Ettevõtte tegeleb aktiivselt võlgnevuste sissenõudmisega, samuti iseloomustavad ettevõtte krediidipoliitikat lühikesed maksetähtajad – võib öelda, et tegemist on range krediidipoliitikaga. Varude käibekordaja kõrge väärtus kajastab väikeseid varusid, ettemaksed hankijatele on vähenenud 2008-2012. Samas võib kõrge varude käive tähendada ka klienditellimuste kaotamist. Kuna 2012. a. müügitulu kasvas, siis võis langeda ettemaksuga teenuste müük. Hankijate maksetähtajad ei ole lühenenud. Kreditoorse võlgnevuse käibekordaja näitab, mitu korda keskmiselt toimub lühiajaliste kohustuste tasumine aruandeperioodil. Kreditoorse võlgnevuse all on mõistetud aasta keskmist võlgnevust hankijatele. Nõuete laekumise aeg päevades on viimastel vaadeldavatel aastatel suhteliselt sarnane olnud. Kui saadud tulemust, näiteks 2012. a. esinevat 39 päeva, võrrelda ostjatele kehtestatud maksetähtaegadega, siis on see kaalutud keskmisest (mis on 15 päeva) üle kahe korra kõrgem. Kuna raha laekumise aeg ületab tunduvalt ostjatele antava arve tasumise tähtaega, siis tähendab see seda, et debitoorse võlgnevuse muutmine rahalisteks vahenditeks võtab liigselt aega. Pikk raha laekumise aeg võib vähendada likviidsust ja mõjutada negatiivselt ettevõtte võimet lühiajaliste kohustuste tasumisel. Selgub, et ettevõtte raha konversioonitsüklid on negatiivne, sest ettevõtte kreditoorse võlgnevuse käibevalde on tegevustsüklid suurem. On tekkinud vastuolu, sest ettevõtte maksedistsipliin ei ole halvem, kui ettevõtte klientide maksedistsipliin. Järelikult negatiivne konversioonitsüklid võib tuleneda ettevõtte tegevuse eripärast. Kuna

debitoorse võlgnevuse konversioonitsükkel võiks olla lühem, arvestades klientidele kehtestatud maksetähtaegade, siis edasi käsitletakse debitoorset võlgnevust.

Kuna lühiajaliste nõuete põhiosa moodustavad ostjatelt laekumata arved, siis tuleb debitoorse võlgnevuse juhtimisel pöörata sellele põhitähelepanu. Ostjatelt raha laekumise kiirus mõjutab nii ettevõtte rentaablust, kui ka likviidsust. Et ettevõtte kasum oleks maksimaalne, tuleb leida võimalustele vastuvõetavaim debitoorse võlgnevuse tase, mis sõltub ettevõtte krediitpoliitikast. Efektiiivse krediitpoliitika kaudu saab parendada kliendisuhteid, optimeerida kaasnevaid äriprotsesse ja seeläbi saavutada konkurentsieelis. Tänapäeva ärikeskkonnas on ilma krediitmüügita peaaegu võimatu konkurentsipüüdis – krediitdist on saanud väga tugev müügiendenduse argument. Ettevõtte üheks motoks on see, et klienti tuleb tundma õppida. Selleks on vaja informatsiooni kliendi kohta, paremini mõista tema vajadusi ning müüki personaalsemaks muuta – õigesti määratud maksetähtajad ja krediitlimiidid on maksimaalse tulemuslikkuse aluseks. Krediitingimustest sõltub müügitulu kasv, sellest anti pikem ülevaade peatükis 1.2. Ringeveld (2008) järeldas oma töös, et ühtne krediitpoliitika ei sobi kõikidele klientidele ja sõltub antud sektoris valitsevast konkurentsist. Mida põhjalikum on informatsioon kliendi tausta kohta ja kontroll kliendi krediidiriski hindamisel ning krediitingimuste väljatöötamisel ja rakendamisel, seda suuremaks osutub ettevõtte müügitulu hiljem.

Maksetähtaegade ja krediitlimiitide määramisel rakendab ettevõtte erinevaid tähtaegu ja limiite. Samas, mida individuaalsemad on klientidele seatud tingimused, seda keerukamaks muutub ettevõtte krediitjuhtimine. Baltic Tours'i krediitjuhtimine hõlmab järgmisi tegevusi:

- krediitingimuste määramine – teenuste müük maksetähtajaga arve ja krediitlimiidi alusel. Krediitlimiidid peavad toetama müügiprotsessi. Sobilik krediitlimiit arvestab nii müügieesmärke, kui ka maandab võimalikku riski, kui klient ei ole võimeline teenuse eest tasuma. Koostööleping sõlmitakse kliendiga, kellele ettevõtte soovib pakkuda krediiti ja/või muid soodustusi. Kliendiks on üldjuhul juriidiline isik;
- potentsiaalsete klientide taustakontroll ja krediitvõimelisuse õige hindamine;

- TOP klientide (suuremate ostumahtudega) regulaarne monitoorimine, sest kõrgemad krediidiriskid on seotud TOP klientidega;
- krediitkõlblikkuse jälgimine kogu kliendisuhte ajal (kliendihaldus);
- lepingutingimuste täitmise jälgimine (krediidilimiidi ja maksetähtaegade ületamine jms.) – lähtutakse eelnevast maksekäitumisest ja olemasolevatest maksekohustustest.

Alltoodud tõestuse põhjal võib väita, et 2013. a. on tendents uutele klientidele pikema maksetähtaja andmise poole nii vaadeldavas ettevõttes, kui ka konkureerivates ettevõtetes. Krediitingimuste karmistamine praeguses turusituatsioonis on liiga suure riski võtmine püsiklientuuri kaotamise ja uute klientide värbamise seisukohast. Eraldi tuleb vaadata kahte kliendisegmenti: riigisektor ja erasektor. Riigisektori minimaalseks maksetähtajaks on 14 päeva, tavapärase on aga 30 päeva. Iga uue riigihanke puhul küsitakse järjest pikemat maksetähtaega, pakkumise kriteeriumiks on kindel maksetähtaja pikkus. Näiteks ühes viimases riigihankes pakkus Estravel maksetähtajaks 180 päeva, CWT Estonia 90 päeva ja Baltic Tours 30 päeva. Erasektori puhul vaadatakse olemasolevate klientide maksetähtaeg üle igal aastal. Erandiks on alustav ettevõtte, kes enne ei ole kasutanud vaadeldava reisibüroo teenust – alustatakse lühema maksetähtajaga ja kui maksekäitumine on hea olnud, siis pikendatakse.

Täiendavalt viidi läbi AS-i Baltic Tours klientide hulgas krediidipoliitika teemaline küsitlusuuring. Uuringu eesmärgiks oli anda klientidele võimalus läbi nende arvamuse ja kogemuse anda panus AS-i Baltic Tours krediidipoliitika arendamisse, et seeläbi pakkuda klientidele paremaid individuaalseid lahendusi, mis omakorda tagaksid kliendi lojaalsuse ja rahulolu pakutavate teenuste ja krediitingimustega. Selleks koostati poolstruktureeritud küsimustik, et uuring pakuks ka avastuslikku iseloomu ning küsitletavate seisukohtade põhjendusi, mitte ainult uurija seisukohtade kinnituse saamist või ümberlükkamist. Küsimustik on toodud lisas 10. Indikaatorite leidmisel tugineti teooriale ning küsimustik kohandati ettevõttele sobivaks. Uuringu subjektideks võeti ettevõtte lepingulised kliendid, täpsemalt eraettevõtted, kellega ettevõttel on krediidileping. Uuriti teatavat osa üldkogumist, välja valiti aktiivsed kliendid ja need passiivsed, kes on aastal 2010 veel teinud oste, aga 2011 enam mitte. Valim oli 117, sh. 84 aktiivse ja 33 passiivse staatusega klienti. Uuring postitati ettevõtte postitusbaasist

eelnevalt kontrollitud e-maili kontaktidele. Et tõsta vastanute määra, helistati klientidele üle. Vastanute määraks tuli 32, neist 26 aktiivse ja 6 passiivse staatusega klienti, mis teeb 27% koguvalemist. Autor hindab seda määra madalaks ning toob peamise põhjusena välja uuringu teema liigse spetsiifilisuse. Andmete analüüs teostati protsentjaotustega. Leitud seoste üldistamiseks ei pidanud autor vajalikuks kasutada statistilisi lisameetodeid. Alljärgnevalt on esitatud olulisemad analüüsi tulemused:

- aktiivne olek on 43%-l vastanutest seotud lepingutingimuste, sh. krediitingimuste rahuloluga, 50%-l teenuse kvaliteediga ja 7%-l rahulolu muude teguritega;
- passiivne olek on põhjustatud reisibüroo teenuse järgi vajaduse kadumisest, mitterahulolu lepingutingimustega, sh. krediitingimustega ei toodud ühelgi korral põhjuseks;
- Baltic Tours'i poolt pakutavad krediitingimused vastavad ootustele ja vajadustele täielikul määral vastanutest 65%-le, enam-vähem 19%-le ja vaid osaliselt 16%-le, seejures "üldse mitte" vastanuid ei olnud;
- maksetähtaja lühendamine võib vähendada tellimusi – 60% vastanutest peab seda vähe tõenäoliseks (50%) või üldse mitte tõenäoliseks (10%) ja 40% vastanutest pigem tõenäoliseks (23%) või väga tõenäoliseks (17%);
- maksetähtaja pikendamine võib suurendada tellimusi – 81% vastanutest peab seda vähe tõenäoliseks (71%) või üldse mitte tõenäoliseks (10%) ja 19% vastanutest pigem tõenäoliseks (13%) või väga tõenäoliseks (6%);
- allahindlus ennetähtaegse tasumise korral (väljendatakse kujul: a/b, kogu c) on kindlasti tähtsam kui pikem maksetähtaeg 10%-le vastanutest, 68%-le vastanutest on see võib-olla tähtsam ja 23%-le ei ole see tähtis;
- suurem krediidilimit likviidsusriski maandamisel on 53%-le vastanutest mitte eriti oluline (47%) või väheoluline (6%) ja 47%-le vastanutest oluline (34%) või väga oluline (13%);
- Baltic Tours'i poolt pakutavatel krediitingimustel on võrdsed konkurentsitingimused teiste reisibüroodega, sest 29% vastanutest peab neid pigem võrdseteks, 16% täiesti võrdseks teiste reisibüroodega, 9% kehvemad ja 45% vastanutest ei osanud öelda;
- maksehäireid ei ole esinenud seoses Baltic Tours'i arvete tasumisega 53%-l vastanutest, ühel korral on esinenud 6%-l, korduvalt 19%-l ja ei oska öelda 22%.

Põhjuseks 60%-l administratiivne ebaefektiivsus, 20%-l ettevõtte likviidsusprobleem või muu põhjus.

Järgnevalt on toodud tulemusi sünteesides autoripoolsed järeldused. Selgus, et pigem ollakse rohkem rahul teenuse kvaliteediga kui lepingutingimuste, sh. krediitingimustega, samas passiivseks olemise põhjuseks ei ole mitterahulolu lepingutingimustega, sh. krediitingimustega. Baltic Tours'i poolt pakutavad krediitingimused vastavad üldiselt klientide ootustele ja vajadustele, kuigi toodi välja ka mõned puudused, nagu näiteks: seoses ettevõtte suurenenud mahuga ei ole krediidilimiit enam piisav; 7 päeva maksetingimuseks on liiga lühike, sest arve menetlemise aeg ettevõttes on pikk; 14 päeva maksetähtaeg on sobivam; Baltic Tours pakub täna kõige lühemat maksetähtaega võrreldes teiste agentuuridega. On vähem tõenäoline kui pigem tõenäoline, et maksetähtaja lühendamine vähendab klientide tellimusi; maksetähtaja pikendamine ei suurenda klientide tellimusi. Nendest tulemustest võib järeldada, et maksetähtaja pikkus ei ole vastanute hulgas olulisel kohal. Allahindluse pakkumine ennetähtaegse tasumise korral on enamuses vastanutele võib-olla tähtsam kui pikem maksetähtaeg, mis jällegi kinnitab, et maksetähtaja pikkus ei ole kõige olulisem, nagu eeldatud. Baltic Tours'i poolt pakutavaid krediitingimusi võib uuringu põhjal hinnata keskmiselt konkurentsivõimeliseks.

Baltic Tours'i krediidipoliitika võrreldes konkurentidega on autori arvates liiga range ja samas kaootiline, millele viitab joonis 21 (vt. lk. 69) – maksetähtaegade skaala on väga erinev. Grupeerides kliente maksetähtaegade ja krediidilimiitide järgi, võimaldaks see täpsemalt prognoosida debitoorse võlgnevusega seotud näitajaid ja leida sobivaim debitoorse võlgnevuse tase. Liiga range krediidipoliitika ei toeta ettevõtte ühte eesmärkidest – suurendada müügitulu, kuigi teisest küljest on tagatud riskide madal tase. Autori ettepanek on, et võiks pakkuda pikemat maksetähtaega ja kõrgemat krediidilimiiti, nagu näitab ka trend konkurentide hulgas ja seda eriti riigiasutustele, sest riigiasutused on madalama riskiga kliendisegment. Et võetud riskid saaksid maandatud, tuleb järjest enam süsteemselt tegeleda krediidijuhtimisega.

Põhjaliku analüüsi tulemusena võib ettevõtte praegust käibekapitali juhtimist iseloomustada järgmiste karakteristikute järgi, mis on toodud punaselt alljärgnevas tabelis 14, ning millises suunas peaks ettevõtte autori soovitusel liikuma.

**Tabel 14.** Reisibüroo Baltic Tours võimalikud finantseerimispoliitikad.

Põhilised karakteristikud	Valitavad finantseerimispoliitikad		
	agressiivne	mõõdukas	konservatiivne
<b>Käibekapitali suurus</b>	põhjendatult väike	keskmine (optimaalne) ←	lubatavalt suur
<b>Finantseerimisallikad</b>	valdavalt lühiajalised (odavamad allikad) →	pigem lühiajalised	ülekaalus pikaajalised (kallimad allikad)
<b>Risk</b>	talutavalt kõrge	keskmine ←	madal
<b>Debitoorse võla ja varude ülalpidamiskulud</b>	põhjendatult väikesed →	keskmine	(sageli põhjendamatult) suured
<b>Raha konversioonitsükkel</b>	põhjendatult lühike (näiteks 30 päeva) on -11	keskmine (30 – 65 päeva)	vastuvõetavalt pikk (65 – 135 päeva)
<b>Likviidsus</b>	vastuvõetavalt madal (võla kattekordaja kuni 0,9)	keskmine (kattekordaja 0,9 – 1,8) ←	suhteliselt kõrge (kattekordaja üle 1,8) on 3,7
<b>Tulusus</b>	kõrge (ROE > 18%)	mõõdukas (ROE 12 – 18%) ←	madal (ROE < 12%) on 9,2

Allikas: autori koostatud.

Selgus, et üleliigset raha on kontol palju. Ettevõtte õigustab suurt rahavaru madalama riskiga, kuna kardetakse jääda raskustesse arvete õigeaegse tasumisega. Investeeringute suurendamine käibevaradesse tähendab küll ettevõtte likviidsusriski vähenemist, kuid samas vähendab see ka tema rentaablust. Valides mõõduka strateegia ning pakkudes kliendile 30 päeva maksetähtaega, tekib vajadus lühiajalise finantseerimise järele. Sellise probleemi lahenduseks pakub autor välja arvelduskrediidi võtmise võimalust või käibekapitali laenu, mida ettevõtte praegu finantsjuhi kinnitusel (vt. intervjuud lisa 11) ei kasuta. Arvelduskrediit on laenutoode, mis võimaldab ettevõttel minna oma arvelduskonto saldoga miinusesse ja seda on otstarbekas kasutada rahanappuse leevendamiseks regulaarsete laekumiste vahelisel perioodil. Loomulikult kaasneb toodud võimalustega ka intressikulu. Vahemärkusena, ettevõtte kasutab investeerimistegevusel ainult üleöödeposiiti. Lisaks võib raha panna ka rahaturufondi osakutesse, kui puhaskäibekapitali määr on lubatavalt suur. Ajutiselt üleliigse raha investeerimisega kaasneb risk, mille maandamiseks võib kasutada ka tähtajalist hoiust. Finantsjuhi ülesandeks ongi leida kompromiss riski ja tulususe vahel.

Vastavalt majandusliku arengu stsenaariumidele (nõrk, keskmine, tugev) ning valitavale käibekapitali juhtimise poliitikale (pingeline, mõõdukas, liberaalne) on koostatud

ettevõtte müügiprognoosid aastaks 2013. Kui valitakse agressiivne käibekapitali juhtimise poliitika, on müük madalam, kui konservatiivse poliitika valimisel (vt. tabelit 14, lk. 78).

**Tabel 15.** Ettevõtte müügitulu seos käibekapitali juhtimiseks valitava poliitikaga.

Majanduslik olukord	Käibekapitali juhtimise poliitika		
	Agressiivne	Mõõdukas	Konservatiivne
Nõrk	1 940 000	2 036 900	2 138 700
Keskmine	2 036 900	2 138 700	2 240 600
Tugev	2 138 700	2 240 600	2 352 500

Allikas: autori koostatud.

Kokkuvõtvalt on autoripoolsed ettepanekud või soovitused Baltic Tours'ile järgmised:

- parandada käibe puhasrentaablust ehk müügitulu rentaablust, langetades tegevuskulusid;
- parandada ärirentaablust – kui hindasid tõsta ei saa, siis langetada müügikulusid.
- Mitte niivõrd vaadata rentaablust tehnilisse müügikäibesse, nagu ettevõtte 2013. aastaks püstitanud on – säilitada 2012. a. tase 1,2%, vaid müügitulusse.
- tõsta *ROA* taset, suurendades kas tegevusrentaablust või (varade) käivet. Käibe ja marginaali vahel kompromissi leidmine on raskemaid ülesandeid (kompromiss, kas teenida kiiremalt käibe pealt või suuremalt marginaalilt).
- tõsta *ROE* taset, et aktsionäride investeeringute tasuvus oleks kõrgem, kindlustada omanikele normaalne dividendide tase tulevikus.
- vähendada lühiajaliste kohustuste katekordaja väärtust, hoida seda 2 juures – liiga palju sularaha või liigsed rahamahutused teistesse likviidsetesse käibevaradesse, selle asemel investeerida käibevarasid ettevõtte arengu vajadusteks;
- vähendada maksevõime ja maksevalmiduse kordajate väärtusi – ettevõtte võiks vaba raha efektiivsemalt kasutada investeerides uuetesse toodetesse, ettevõtete omandamise või muudesse laienemise projektidesse;
- investeerida raha ülejääk, milleks on palju erinevaid investeerimisvõimalusi;
- jälgida pidevalt õigeid ja ettevõttele kohandatud käibekapitali mõõdikuid, mida autor on töös kasutanud.

Ostjatelt laekumata nõuded:

- pakkuda varasema maksmise eest soodustust, kui tegemist on probleemse deebitoriga.

Võlad hankijatele:

- vältida ettemakseid – kui hankija nõuab ettevõttelt teenuste eest ettemaksu, siis püüda ettemakstavat summat vähendada või makseintervalle suurendada ja sel viisil kahandada ettemaksu alla kinnipandava raha hulka;
- läbi rääkida hankijatega pikema maksetähtaja osas – ettevõttel võib õnnestuda hankijalt saada pikem maksetähtaeg, ehkki sellega võivad kaasneda ka lisatingimused, näiteks suurem tellimiskohustus või kõrgem toote hind/väiksem komisjonitasu;
- läbi rääkida hankijatega madalama toote hinna või suurema komisjonitasu osas – ettevõttel võib õnnestuda hankijalt saada madalam toote hind või suurem komisjon, ehkki sellega võivad kaasneda ka lisatingimused, näiteks suurem tellimiskohustus või lühem maksetähtaeg;
- kasutada makse edasilükkamiseks ettevõtte krediitkaarti – paljud hankijad võimaldavad arveid tasuda krediitkaardiga.

Baltic Tours'i käibekapitali juhtimise strateegia väljatöötamisel on olnud peamine eeldus mitte sattuda vastuollu ettevõtte üldise strateegiaga. Ettevõtte hindab kõrgelt koostööd pikaajaliste partnerite ja hankijatega, ning et mitte suhteid kahjustada, maksab arveid tähtaegselt ja sihipäraselt.

## KOKKUVÕTE

Käibekapitali juhtimise temaatika on ettevõtte finantsjuhtimises olulise tähtsusega, kuna käibekapitali juhtimises tehtavate otsuste kvaliteedist sõltub ettevõtte käekäik laiemas perspektiivis. Töö teoreetilise baasi põhjal selgus, millistele aspektidele ja põhjustagajärg seostele käibekapitali juhtimises tuleb rohkem tähelepanu pöörata. Empiiriliste andmete ning ettevõtte majandussituatsiooni analüüsimise alusel toimus ettevõtte käibekapitali juhtimise strateegia väljatöötamine, sealhulgas ettepanekute tegemine käibekapitali juhtimise edaspidiseks arengusuunaks.

Töö esimeses osas uuriti käibekapitali olemust, ettevõtte käibekapitali juhtimisstrateegia kujundamise võimalusi ning käibevarade finantseerimise eripärasid. Teooria kinnituseks on antud ülevaade mitmetest varasematest uuringutest, mis on tõestanud käibekapitali juhtimise mõju ettevõtte kasumlikkusele, likviidsusele ja raha konversioonitsüklile. Uuringud on tõestanud tugevat negatiivset seost ettevõtte raha konversioonitsükli pikkuse ja kasumlikkuse vahel. Teoreetilise baasi abil uuriti võimalusi käibekapitali reguleerimiseks, optimeerimiseks ning efektiivsuse suurendamiseks ja võimalikke meetmeid rahakäibe perioodiliseks hindamiseks. Kajastamist leidsid kõige olulisemad suhtarvuvalemid käibekapitali juhtimise seisukohast, mis olid fokuseeritud uurimisprobleemi lahendamisele. Teoreetilises osas kokku pandud kontseptuaalne mudel sai aluseks empiirilisele osale.

Teoreetilises osas käsitletud käibekapitali finantsanalüüsi meetodid on aluseks käsitletava ettevõtte süvaanalüüsi tegemisel. Kirjeldatud on tegevuskeskkonda ja selle mõjusid ettevõtte majandustulemustele. Analüüsi käigus on leitud vastused püstitatud eesmärkidele, antud autoripoolne hinnang erinevatele finantsnäitajatele, tuginedes teoreetilisele kirjandusele. Koostati ettevõtte tegevustsükkel ja raha konversioonitsükkel. Näitajate tulemusel järeldati, et ettevõtte rakendab liiga ranget krediitpoliitikat, mis vähendab müügitulu. Krediitimüük tuleb ettevõttes korraldada

nii, et oleks kindlustatud stabiilne raha laekumine ning säiliksid väärtuslikud kliendisuhted. Analüüsi tulemusena selgitati välja, millise käibekapitali juhtimise strateegiale sarnaselt ettevõtte käitunud on ning tehti ettepanekud edasiseks efektiivsemaks tegevuseks, mis aitavad saavutada ettevõtte eesmärgid pikemas perspektiivis.

Selle töö raames oli vaatluse all turismisektoris pikaajaliselt tegutsenud reisiteenuseid pakkuv klassikaline reisibüroo Baltic Tours AS-i käibekapitali juhtimine koosneb raha ja raha ekvivalentide, debitoorse ning kreditoorse võlgnevuse juhtimisest. Suuremat tähelepanu antud töös leiab debitoorse võlgnevuse kajastamine. Vaatluse all olev ettevõtte tegutseb valdkonnas, kus krediidiklientide osakaal on suur ning tihe konkurents võimaldab ostjatele pikki maksetähtaegu. Kuna ettevõtte kliendiportfellis on 60% ärikliente, kes ostavad teenuseid krediidi alusel, ning kuna krediidipoliitika mõjutab debitoorse võlgnevuse taset, siis seetõttu tuleb debitoorse võlgnevuse juhtimisele pöörata suuremat tähelepanu. Vähem tähelepanu on antud magistritöös pööratud varude poolele tegevusharu eripärast tulenevalt. Magistritöö uudsus seisneb selles, et lähtutud on teenindustevõtte käibekapitali juhtimisest vähemate komponentide aspektist.

AS-i Baltic Tours äriklientide hulgas, kellega on sõlmitud krediidileping, viidi täiendavalt läbi krediidipoliitika teemaline küsitlusuuring, mis aitas kaasa ettevõtte käibekapitali juhtimise strateegia väljatöötamisele. See on oluline just debitoorse võlgnevuse juhtimise seisukohast, kuna debitoorse võlgnevuse ja ettevõtte krediidipoliitika vahel on otsene seos. Uuringu eesmärgiks oli pakkuda klientidele võimalust läbi nende arvamuse ja kogemuse anda panus AS-i Baltic Tours krediidipoliitika arendamisse, et seeläbi võimaldada klientidele paremaid individuaalseid lahendusi, mis tagaksid kliendi lojaalsuse ja rahulolu pakutavate teenuste ja krediidingimustega. Leitakse, et krediidipoliitika ei tohi olla staatiline, vaid peab ajas muutuma arvestades kehtivaid äritingimusi ja -tavasid. Uuringust selgus, et pigem ollakse rohkem rahul teenuse kvaliteedi kui lepingutingimuste, sh. krediidingimustega, samas passiivseks olemise põhjuseks ei ole mitterahulolu lepingutingimustega, sh. krediidingimustega. Baltic Tours'i poolt pakutavad krediitingimused vastavad üldiselt klientide ootustele ja vajadustele. Tulemustest võis

järeldada, et maksetähtaja pikkus ei ole vastanute hulgas kõige olulisemal kohal. Allahindluse pakkumine ennetähtaegse tasumise korral on enamusele vastanutele võib-olla tähtsam kui pikem maksetähtaeg, mis jällegi kinnitab, et maksetähtaja pikkus ei ole kõige olulisem, kui enne uuringu tegemist eeldati. Baltic Tours'i poolt pakutavaid krediitingimusi võib uuringu põhjal hinnata keskmiselt konkurentsivõimeliselt. Läbiviidud uuring võimaldab ettevõttel edasi arendada kliendisuhetust ning seeläbi tõsta klientide rahulolu pakutavate makse- ja krediitingimustega.

Kokkuvõtteks andis käesolev magistr töö võimaluse hinnata AS-i Baltic Tours käibekapitali juhtimisega seonduvalt, võrrelda ettevõtet Eesti turismiturul tegutseva nelja põhikonkurendiga ning välja töötada käibekapitali juhtimise strateegia, mis võetakse peagi kasutusse.

## VIIDATUD ALLIKAD

1. **Arbidane, I., Volkova, J.** External Factors Influencing Management of Company's Current Assets. – Scientific Journal, 2012, Vol. 34, No. 5, pp. 7-14.
2. **Atrill, P., McLaney, E.** Financial Accounting for Non-specialists 3<sup>rd</sup> edition. Essex: Pearson Education Limited, 2002, 414 p.
3. **Bagchi, B., Chakrabarti, J., Roy, P. B.** Influence of Working Capital Management on Profitability: A Study on Indian FMCG Companies. – International Journal of Business and Management. Published by Canadian Center of Science and Education, 2012, Vol. 7, No. 22, pp. 1-10.
4. **Bagley, J.** Structured Finance. – The Corporate Finance Handbook 3rd ed. Edited by J. Reuvid. London: Kogan Page, 2002, pp. 39-43.
5. **Baker, H. K., Powell, G.** Understanding Financial Management: A Practical Guide. Oxford: Blackwell Publishing, 2005, 483 p.
6. **Ban˜os-Caballero, S., Garcı'a-Teruel, P. J., Martı'nez-Solano, P.** How does working capital management affect the profitability of Spanish SMEs? – Springer Science+Business Media, LLC, 2011, pp. 517-529.
7. **Barrow, C.** Financial Management for the Small Business 6<sup>th</sup> edition. London: Kogan Page, 2006, 238 p.
8. **Bhattacharya, H.** Banking Strategy, Credit Appraisal, and Lending Decisions: A Risk–Return Framework. Oxford Scholarship Online, 2012. [<http://www.oxfordscholarship.com.ezproxy.utlib.ee/view/10.1093/acprof:oso/9780198074106.001.0001/acprof-9780198074106>] 17.05.2013
9. **Berkman, H., Bradbury, M. E.** Empirical Evidence on the Corporate Use of Derivates. – Financial Management, 1996, Vol. 25, No. 2, pp. 5-13.
10. **Bragg, S.** Uus finantsjuhtimise käsiraamat. Tallinn: Fontese kirjastus, 2005, lk. 341.
11. **Brigham, E. F., Ehrhardt, M. C.** Financial Management: Theory and Practice 13<sup>th</sup> Edition. Mason: South-Western Cengage Learning, 2011, 1184 p.

12. **Chandra, P.** Financial Management, Theory and Practice, Eight Edition. New Delhi: Tata McGraw Hill, 2011, 1067 p.
13. **Charitou, M., Lois, P., Santoso, H. B.** The Relationship Between Working Capital Management And Firm's Profitability: An Empirical Investigation For An Emerging Asian Country. – International Business & Economics Research Journal, 2012, Vol.11, No. 8, pp. 839-848.
14. **Clayman, M. R., Fridson, M. S., Troughton, G. H.** Corporate Finance: A Practical Approach. New Jersey: Wiley, 2008, 451 p.
15. **Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V.** Firms as Financial Intermediaries: Evidence from Trade Credit Data. – World Bank Policy Research Working Paper no. 2696. Washington D.C.: World Bank, 2001, pp. 1-48.
16. **Duggal, R., Budden, M. C.** The Effects Of The Great Recession On Corporate Working Capital Management Practices. – International Business & Economics Research Journal, 2012, Vol. 11, No. 7, pp. 753-756.
17. **Edwards, B.** Credit Management Handbook 5th ed. Burlington: Gower, 2004, 561 p.
18. European Payment Index Report. Intrum Justitia, 2012, 56 p. [[http://ec.europa.eu/enterprise/policies/single-market-goods/files/late-payment-campaign/presentations/ireland/epi2012\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/single-market-goods/files/late-payment-campaign/presentations/ireland/epi2012_en.pdf)] 23.03.2013
19. European Payment Index Report. Intrum Justitia, 2011, 48 p. [<http://conferencias.economico.pt/public/uploads/files/credito/apresentacaoluissalvaterra2.pdf>] 23.03.2013
20. European Payment Index Report. Intrum Justitia, 2010, 48 p. [[http://economico.sapo.pt/public/admin/tiny\\_mce/jscripts/tiny\\_mce/plugins/filemanager/files/intrumjustitia.pdf](http://economico.sapo.pt/public/admin/tiny_mce/jscripts/tiny_mce/plugins/filemanager/files/intrumjustitia.pdf)] 23.03.2013
21. **Fight, A.** Credit Risk Management. Oxford: Elsevier Butterworth-Heinemann Linacre House, 2004, 254 p.
22. **Gibson, C. H.** Financial Reporting and Analysis: Using Financial Accounting Information. Mason: South-Western Cengage Learning, 2011, 623 p.
23. **Gitman, L.** Principles of Managerial Finance by Gitman. Pearson/Prentice Hall, 2009, 599 p.

25. **Gosman, M. L. Ammons, J. L.**, Cautions When Using Working Capital Metrics to Assess Firms' Financial Health. - Journal of the International Academy for Case Studies, 2012, Vol. 18, No. 3, pp. 11-14.
26. **Gustafson, P.** Managing business travel: Developments and dilemmas in corporate travel management. – Tourism Management, 2012, Vol. 33, No. 2, pp. 276-284.
27. **Harford, J.** Corporate Cash Reserves and Acquisitions. – Journal of Finance, 1999, Vol. 54, No. 6, pp. 1969-1997.
28. **Hitchner, J. R.** Financial Valuation: Applications and Models Third Edition. New Jersey: Wiley, 2011, 1286 p.
29. **Holma, A.** Adaptation in triadic business relationship settings: A study in corporate travel management. Hanken School of Economics, Department of Marketing, Marketing, 2009, 234 p. (Doctoral thesis)
30. **Howorth, C., Westhead, P.** The focus of working capital management in UK small firms. – Management Accounting Research, 2003, Vol. 14, No. 2, pp. 93-111.
31. **Jakobson, J.** Turismikorraldus, reisiettevõtte tegevus. Tallinn: Ilo, 2005, lk. 127.
32. **Juhkam, A.** Ettevõtte riskimaandamine ja selle motiivid. – Riskid Eesti ettevõtetes ja riskijuhtimine. Vastutav toimetaja A. Juhkam, J. Masso. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2002, lk. 85–107.
33. **Kägu, A.** (AS Wris Juhatuse liige). Autori intervjuu. Elektronposti kiri. Tallinn, 23.04.2013.
34. **Lamberson, M.** Changes in Working Capital of Small Firms in Relation to Changes in Economic Activity. – American Journal of Business, 1995, Vol. 10, No. 2, pp. 45-50.
35. **Lashgari, Z., Reza, D., Vahid, O.** The Effect of Debt Financing on Cash Flows; Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE). – International Journal of Academic Research, 2010, Vol. 2, No. 6, pp. 423-431.
36. **Lotfinia, E., Mousavi, Z., Jari, A.** The Relationship between Working Capital Management and Firm Characteristics: Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE). – International Journal of Business and Social Science, 2012, Vol. 3, No. 14, pp. 296-301.

37. **Mansoori, E., Muhammad, J.** The Effect of Working Capital Management of Firm's Profitability: Evidence from Singapore. – *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 2012, Vol. 4, No. 5, pp. 472-486.
38. **Michalski, G.** Operating Cycle and Nonprofit Organizations Efficiency. – *Economics, Management, and Financial Markets*, 2012, Vol. 7, No. 4, pp. 360-376.
39. **Montier, J.** *Behavioural Finance: Insights into Irrational Minds and Markets*. West Sussex: Wiley, 2002, 193 p.
40. **Nazir, M. S., Afza, T.** Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firms' Profitability. – *IUP Journal of Applied Finance*, 2009, Vol. 15, No. 8, pp. 19-30.
41. **Preve, L., Sarria-Allende, V.** *Working Capital Management*. New York: Oxford University Press, 2010, 160 p.
42. **Ranganatham, M., Madhumathi, R.** *Investment Analysis and Portfolio Management*. India: Dorling Kindersley, 2006, 527 p.
43. **Raudsepp, V.** *Finantsjuhtimine. Ettevõtte rahandus*. Tallinn: Külim, 1995, lk. 140.
44. **Raudsepp, V.** *Finantsjuhtimise alused. Ettevõtte rahandus*. Tallinn: Külim, 1999, lk. 221.
45. **Richards, V., Laughlin, E.** *A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis*. *Financial Management*, 1980, pp. 32-38.
46. **Ringeveld, R.** *Krediidipoliitika korraldamine ettevõttes (AS-i Gasell näitel)*. TÜ Ettevõttemajanduse Instituut, 2008, 111 lk. (magistritöö)
47. **Sagner, J.** *Essentials of Working Capital Management*. New Jersey: Wiley, 2011, 272 p.
48. **Smith, K. V.** Profitability versus liquidity tradeoffs in working capital management. *Readings on the Management of Working Capital*. St. Paul, MN: West Publishing Company, 1980, pp. 549-562.
49. Statistikaamet [<http://www.stat.ee/files/koolinurk/abiks/sonastik/#v>] 20.04.2013
50. **Smith, W.** 4 Working Capital Performance Measures Controllers Should Calculate & Report Monthly. – *Controller's Report*, 2012, Vol. 2012, No. 10, pp. 4-5.
51. *The Economic Impact of Travel & Tourism 2013*. World Travel & Tourism Council, 2013, 24 p. [[http://www.wttc.org/site\\_media/uploads/downloads/world\\_2013\\_1.pdf](http://www.wttc.org/site_media/uploads/downloads/world_2013_1.pdf)] 12.03.2013.

- 52.** Travel & Tourism Economic Impact 2013 Estonia. World Travel & Tourism Council, 2013, 28 p. [[http://www.wttc.org/site\\_media/uploads/downloads/estonia2013.pdf](http://www.wttc.org/site_media/uploads/downloads/estonia2013.pdf)] 12.03.2013.
- 53.** Turismiseadus. Vastu võetud Riigikogus 10. märtsil 2004. a. – Riigi Teataja I osa, 2004, nr. 18, art. 131. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/13309741>] 15.03.2013.
- 54.** UNWTO Tourism Highlights, 2012 Edition. Madrid: World Tourism Organization, 2012, 16 p. [[http://dtx4w60xqpw.cloudfront.net/sites/all/files/docpdf/unwtohighlights12enlr\\_1.pdf](http://dtx4w60xqpw.cloudfront.net/sites/all/files/docpdf/unwtohighlights12enlr_1.pdf)] 28.03.2013.
- 55. Van Horne, J. C., Wachowicz, J. M.** Fundamentals of Financial Management: 13th edition. Essex: Pearson Education Limited, 2008, 737 p.
- 56. Vellas F., Becherel, L.** International Tourism: An Economic Perspective. London: Macmillan, 1995, 359 p.
- 57. Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Le Fur, Y., Salvi, A.** Corporate Finance: Theory and Practise, Third Edition. West Sussex: Wiley, 2011, 1004 p.
- 58. Vijaykumar, A.** Working Capital Management. New Delhi: Northern Book Centre, 2001, 210 p.
- 59. Vogel, H. L.** Travel Industry Economics. A Guide for Financial Analysis. Cambridge: Cambridge University Press, 2001, 284 p.
- 60. Weinraub, H. J., Visscher, S.** Industry Practice Relating to Aggressive Conservative Working Capital Policies. – Journal of Financial and Strategic Decisions, 1998, Vol. 11, No. 2, pp. 11-18.

## LISAD

### Lisa 1. Reisibüroo Baltic Tours peamised finantsnäitajad 2008-2012 (EUR).

Näitaja	2008	2009	2010	2011	2012
Tehniline müügikäive	11 422 509	6 282 380	6 558 805	8 713 850	10 382 266
Müügitulu	1 154 708	1 645 972	1 740 484	1 923 663	2 036 892
Tegevuskulud kokku	1 170 930	1 788 917	1 725 997	1 842 767	1 942 320
Kasum reisiteenuste müügist	-16 222	-142 946	14 487	80 896	94 572

Allikas: 2008-2012 majandusaasta aruanded, autori arvutused

## Lisa 2. Reisibüroo Baltic Tours bilansi horistontaalanalüüs

Varad	31.12.2012	31.12.2011	Muutus	
			Rahaline	Protsent
<b>Käibevara</b>				
Raha	916 159	1 072 439	(156 280)	(14,6)%
Nõuded ja ettemaksed	905 680	672 770	232 910	34,6%
Kokku käibevara	1 821 839	1 745 209	76 630	4,4%
<b>Põhivara</b>				
Materiaalne põhivara	10 749	10 652	97	0,9%
Immateriaalne põhivara	519	9 683	(9 164)	(94,6)%
Kokku põhivara	11 268	20 335	(9 067)	(44,6)%
Kokku varad	1 833 107	1 765 544	67 563	3,8%
<b>Kohustused ja omakapital</b>				
<b>Kohustused</b>				
Lühiajalised kohustused:				
Võlad ja ettemaksed	489 984	546 545	(56 561)	(10,3)%
Kokku lühiajalised kohustused	489 984	546 545	(56 561)	(10,3)%
Kokku kohustused	489 984	546 545	(56 561)	(10,3)%
<b>Omakapital</b>				
Aktsiakapital nimiväärtuses	94 500	94 500	-	0%
Kohustuslik reservkapital	9 450	9 450	-	0%
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	1 115 049	1 018 219	96 830	9,5%
Aruandeaasta kasum	124 124	96 830	27 294	28,2%
Kokku omakapital	1 343 123	1 218 999	124 124	10,2%
Kokku kohustused ja omakapital	1 833 107	1 765 544	67 563	3,8%

Allikas: 2011-2012 majandusaasta aruanded, autori arvutused

**Lisa 3. Reisibüroo Baltic Tours kasumiaruande horistontaalanalüüs**

	2012	2011	Muutus	
			Rahaline	Protsent
<b>Müügitulu</b>	2 036 892	1 923 663	113 229	5,9%
Muud äritulud	3 650	2 626	1 024	39%
Kaubad, toore, materjal ja teenused	1 313 335	1 252 282	61 053	4,9%
Mitmesugused tegevuskulud	268 959	244 885	24 074	9,8%
Tööjõukulud	345 274	330 878	14 396	4,4%
Põhivara kulum ja väärtuse langus	14 752	14 722	30	0,2%
Muud ärikulud	2 988	2 483	505	20,3%
Ärikasum (kahjum)	95 234	81 039	14 195	17,5%
Finantstulud ja -kulud	28 890	20 473	8 417	41,1%
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	124 124	101 512	22 612	22,3%
Tulumaks	0	4 682	(4 682)	(100)%
<b>Aruandeaasta kasum (kahjum)</b>	124 124	96 830	27 294	28,2%

Allikas: 2011-2012 majandusaasta aruanded, autori arvutused

#### Lisa 4. Reisibüroo Baltic Tours bilansi vertikaalanalüüs

<b>Varad</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>Muutus</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>Muutus</b>
<b>Käibevara</b>				
Raha	916 159	49,98%	1 072 439	60,74%
Nõuded ja ettemaksed	905 680	49,41%	672 770	38,11%
<b>Kokku käibevara</b>	<b>1 821 839</b>	<b>99,39%</b>	<b>1 745 209</b>	<b>98,85%</b>
<b>Põhivara</b>				
Materiaalne põhivara	10 749	0,59%	10 652	0,60%
Immateriaalne põhivara	519	0,03%	9 683	0,55%
<b>Kokku põhivara</b>	<b>11 268</b>	<b>0,61%</b>	<b>20 335</b>	<b>1,15%</b>
<b>Kokku varad</b>	<b>1 833 107</b>	<b>100%</b>	<b>1 765 544</b>	<b>100%</b>
<b>Kohustused ja omakapital</b>				
<b>Kohustused</b>				
Lühiajalised kohustused:				
Võlad ja ettemaksed	489 984		546 545	
<b>Kokku lühiajalised kohustused</b>	<b>489 984</b>		<b>546 545</b>	
<b>Kokku kohustused</b>	<b>489 984</b>	<b>26,7%</b>	<b>546 545</b>	<b>31%</b>
<b>Omakapital</b>				
Aktsiakapital nimiväärtuses	94 500	5,2%	94 500	5,4%
Kohustuslik reservkapital	9 450	0,5%	9 450	0,5%
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	1 115 049	60,8%	1 018 219	57,7%
Aruandeaasta kasum	124 124	6,8%	96 830	5,5%
<b>Kokku omakapital</b>	<b>1 343 123</b>	<b>73,3%</b>	<b>1 218 999</b>	<b>69%</b>
<b>Kokku kohustused ja omakapital</b>	<b>1 833 107</b>	<b>100%</b>	<b>1 765 544</b>	<b>100%</b>

Allikas: 2011-2012 majandusaasta aruanded, autori arvutused

**Lisa 5. Reisibüroo Baltic Tours kasumiaruande vertikaalanalüüs**

	<b>2012</b>	<b>Muutus</b>	<b>2011</b>	<b>Muutus</b>
<b>Müügitulu</b>	<b>2 036 892</b>	<b>100%</b>	<b>1 923 663</b>	<b>100%</b>
Muud äritulud	3 650	0,2%	2 626	0,1%
Kaubad, toore, materjal ja teenused	1 313 335	64,5%	1 252 282	65,1%
Mitmesugused tegevuskulud	268 959	13,2%	244 885	12,7%
Tööjõukulud	345 274	17%	330 878	17,2%
Põhivara kulum ja väärtuse langus	14 752	0,7%	14 722	0,8%
Muud ärikulud	2 988	0,1%	2 483	0,1%
<b>Ärikasum (kahjum)</b>	<b>95 234</b>	<b>4,7%</b>	<b>81 039</b>	<b>4,2%</b>
Finantstulud ja -kulud	28 890	1,4%	20 473	1,1%
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	124 124	6,1%	101 512	5,3%
Tulumaks	0	-	4 682	0,2%
<b>Aruandeaasta kasum (kahjum)</b>	<b>124 124</b>	<b>6,1%</b>	<b>96 830</b>	<b>5%</b>

Allikas: 2011-2012 majandusaasta aruanded, autori arvutused

**Lisa 6. Reisibüroo Baltic Tours käibevarade struktuur 2008-2012 (EUR).**

<b>Käibevara</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Raha	1 339 662	944 024	971 006	1 072 439	916 159
Nõuded ostjate vastu	332 953	138 820	165 807	229 407	210 173
Ettemaksed hankijatele	67 703	46 274	34 791	50 432	26 717
Muud ettemaksed ja nõuded	339 212	331 690	345 701	392 931	668 790
Kokku käibevara	2 079 530	1 460 808	1 517 305	1 745 209	1 821 839
Kokku varad	2 131 315	1 500 201	1 547 299	1 765 544	1 833 107

Allikas: 2008-2012 majandusaasta aruanded, autori arvutused

## Lisa 7. Kliendisegmentid reisibüroos Baltic Tours (EUR).

<b>Kliendisegment</b>	<b>Tehniline müügiäive</b>	<b>Müügikate</b>
Riigisektor	1 680 512	117 726
Ettevõtted	2 881 137	279 408
Agendid	525 034	15 733
Eraisikud	1 291 234	119 139
E-müük	3 406 081	99 649

Allikas: autori arvutused 2012. a. andmete põhjal

**Lisa 8. Krediitmüügi osakaalud 2011. a. ja 2012. a. reisibüroos Baltic Tours.**

Kuu	2012		osakaal (%)	2011		osakaal (%)
	müügitulu	krediitmüügitulu		müügitulu	krediitmüügitulu	
Jaanuar	171 331	87 109	50,8	128 861	65 869	51,1
Veebruar	158 684	88 230	55,6	150 535	78 179	51,9
Märts	193 579	89 660	46,3	159 169	86 751	54,5
Aprill	165 783	83 057	50,1	137 699	72 756	52,8
Mai	155 349	70 313	45,3	165 785	90 308	54,5
Juuni	171 654	85 370	49,7	132 592	71 114	53,6
Juuli	131 477	46 124	35,1	118 230	46 095	39,0
August	175 007	71 042	40,6	158 017	76 521	48,4
September	205 659	92 260	44,9	230 532	147 967	64,2
Oktoober	206 888	92 496	44,7	190 051	103 311	54,4
November	171 974	83 620	48,6	199 938	108 431	54,2
Detsember	129 507	51 751	40,0	152 254	66 972	44,0
<b>Kokku</b>	<b>2 036 892</b>	<b>941 032</b>	<b>46,2</b>	<b>1 923 663</b>	<b>1 014 274</b>	<b>52,7</b>

Allikas: Baltic Tours'i müügiprogramm, autori arvutused

## Lisa 9. AS Baltic Tours 2008-2012 bilansid ja kasumiaruanded

EEK

### VARAD

	Lisa	31.12.2008	31.12.2007
<b>Käibevara</b>			
Raha ja pangakontod		20 961 154	18 782 981
Nõuded ostjate vastu	1	5 209 579	23 361 831
Lühiajalised laenud	2	4 500 000	11 500 000
Maksude ettemaksed ja tagasinõuded	3	441 305	270 512
Muud nõuded ja ettemaksud	4	1 425 526	1 892 294
<b>Käibevara kokku</b>		<b>32 537 564</b>	<b>55 807 618</b>
<b>Põhivara</b>			
Materiaalne põhivara	5	159 726	283 150
Immateriaalne põhivara	6	650 549	809 377
<b>Põhivara kokku</b>		<b>810 275</b>	<b>1 092 527</b>
<b>VARAD KOKKU</b>		<b>33 347 839</b>	<b>56 900 145</b>

### KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL

	Lisa	31.12.2008	31.12.2007
<b>KOHUSTUSED</b>			
<b>Lühiajalised kohustused</b>			
Ostjate ettemaksed		3 196 089	2 587 918
Võlad tarnijatele		9 585 175	35 065 392
Maksuvõlad	3	994 880	725 443
Võlad töövõtjatele	7	740 411	947 966
Muud võlad		120 932	106 035
<b>Lühiajalised kohustused kokku</b>		<b>14 637 487</b>	<b>39 432 754</b>
<b>OMAKAPITAL</b>			
Aktsiakapital nimiväärtuses	9	1 500 000	1 500 000
Kohustuslik reservkapital		150 000	150 000
Eelmiste perioodide jaotamata kasum		15 817 391	13 443 338
Aruandeaasta kasum		1 242 961	2 374 053
<b>Omakapital kokku</b>		<b>18 710 352</b>	<b>17 467 391</b>
<b>KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL KOKKU</b>		<b>33 347 839</b>	<b>56 900 145</b>

**Lisa 9. Järg**

EEK

	<b>Lisa</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
<b>ÄRITULUD</b>			
Müügitulud	10	18 067 255	23 835 400
Muud äritulud	11	107 137	124 464
<b>ÄRITULUD KOKKU</b>		<b>18 174 392</b>	<b>23 959 864</b>
<b>ÄRIKULUD</b>			
Muud tegevuskulud	12	7 025 625	9 372 408
Töjõu kulud:		10 984 238	12 328 409
s.h. - palgakulu		8 329 059	9 368 251
- sotsiaalmaksud		2 655 179	2 960 158
Kulum		311 209	243 862
Muud ärikulud	13	357 374	317 410
<b>ÄRIKULUD KOKKU</b>		<b>18 678 446</b>	<b>22 262 088</b>
<b>ÄRIKASUM</b>		<b>-504 054</b>	<b>1 697 776</b>
<b>Finantstulud ja -kulud</b>			
- kasum investeringute müügist			0
- kasum/kahjum valuutakursi muutustest		-146 602	-300 351
- muud intressi- ja finantstulud/kulud		1 893 617	976 628
<b>Kokku finantstulud- ja kulud</b>		<b>1 747 015</b>	<b>676 277</b>
<b>Kasum enne tulumaksustamist</b>		<b>1 242 961</b>	<b>2 374 053</b>
<b>PUHASKASUM</b>		<b>1 242 961</b>	<b>2 374 053</b>

## Lisa 9. järg

### Bilanss (kroonides)

	31.12.2009	31.12.2008	Lisa nr
<b>Varad</b>			
<b>Käibevara</b>			
Raha	14 770 759	20 961 154	
Nõuded ja ettemaksed	8 085 906	11 576 410	2
<b>Kokku käibevara</b>	<b>22 856 665</b>	<b>32 537 564</b>	
<b>Põhivara</b>			
Materiaalne põhivara	162 420	159 726	7
Immateriaalne põhivara	453 966	650 549	8
<b>Kokku põhivara</b>	<b>616 386</b>	<b>810 275</b>	
<b>Kokku varad</b>	<b>23 473 051</b>	<b>33 347 839</b>	
<b>Kohustused ja omakapital</b>			
<b>Kohustused</b>			
Lühiajalised kohustused			
Võlad ja ettemaksed	6 190 497	14 637 487	9
<b>Kokku lühiajalised kohustused</b>	<b>6 190 497</b>	<b>14 637 487</b>	
<b>Kokku kohustused</b>	<b>6 190 497</b>	<b>14 637 487</b>	
<b>Omakapital</b>			
Aktsiakapital nimiväärtuses	1 500 000	1 500 000	12
Kohustuslik reservkapital	150 000	150 000	
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	17 060 352	15 817 391	
Aruandeaasta kasum (kahjum)	-1 427 798	1 242 961	
<b>Kokku omakapital</b>	<b>17 282 554</b>	<b>18 710 352</b>	
<b>Kokku kohustused ja omakapital</b>	<b>23 473 051</b>	<b>33 347 839</b>	

## Lisa 9. järg

### Kasumiaruanne (kroonides)

	2009	2008	Lisa nr
Müügitulu	9 575 883	18 067 255	13
Muud äritulud	108 183	107 137	14
Mitmesugused tegevuskulud	-4 366 955	-7 025 625	15
Tööjõukulud	-7 167 398	-10 984 238	16
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-278 141	-311 209	7,8
Muud ärikulud	-108 628	-357 374	17
<b>Ärikasum (-kahjum)</b>	<b>-2 237 056</b>	<b>-504 054</b>	
Finantstulud ja -kulud	809 258	1 747 015	
<b>Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist</b>	<b>-1 427 798</b>	<b>1 242 961</b>	
<b>Aruandeaasta kasum (kahjum)</b>	<b>-1 427 798</b>	<b>1 242 961</b>	

## Lisa 9. järg

### Bilanss

(kroonides)

	31.12.2010	31.12.2009	Lisa nr
<b>Varad</b>			
<b>Käibevara</b>			
Raha	15 192 942	14 770 759	
Nõuded ja ettemaksud	8 547 725	8 085 906	2
<b>Kokku käibevara</b>	<b>23 740 667</b>	<b>22 856 665</b>	
<b>Põhivara</b>			
Materiaalne põhivara	165 294	162 420	7
Immateriaalne põhivara	304 014	453 966	8
<b>Kokku põhivara</b>	<b>469 308</b>	<b>616 386</b>	
<b>Kokku varad</b>	<b>24 209 975</b>	<b>23 473 051</b>	
<b>Kohustused ja omakapital</b>			
<b>Kohustused</b>			
Lühiajalised kohustused			
Võlad ja ettemaksud	6 376 274	6 190 497	9
<b>Kokku lühiajalised kohustused</b>	<b>6 376 274</b>	<b>6 190 497</b>	
<b>Kokku kohustused</b>	<b>6 376 274</b>	<b>6 190 497</b>	
<b>Omakapital</b>			
Aktsiakapital nimiväärtuses	1 500 000	1 500 000	12
Kohustuslik reservkapital	150 000	150 000	
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	15 632 554	17 060 352	
Aruandeaasta kasum (kahjum)	551 147	-1 427 798	
<b>Kokku omakapital</b>	<b>17 833 701</b>	<b>17 282 554</b>	
<b>Kokku kohustused ja omakapital</b>	<b>24 209 975</b>	<b>23 473 051</b>	

**Lisa 9. järg****Kasumiaruanne**

(kroonides)

	2010	2009	Lisa nr
Müügitulu	27 232 650	25 753 863	13
Muud äritulud	127 661	108 183	14
Kaubad, toore, materjal ja teenused	-17 962 660	-16 177 980	
Mitmesugused tegevuskulud	-2 970 604	-4 366 955	15
Tööjõukulud	-5 832 474	-7 167 398	16
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-240 248	-278 141	7,8
Muud ärikulud	-56 871	-108 628	17
<b>Ärikasum (-kahjum)</b>	<b>297 454</b>	<b>-2 237 056</b>	
Finantstulud ja -kulud	253 693	809 258	
<b>Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist</b>	<b>551 147</b>	<b>-1 427 798</b>	
<b>Aruandeaasta kasum (kahjum)</b>	<b>551 147</b>	<b>-1 427 798</b>	

## Lisa 9. järg

### Bilanss

(eurodes)

	31.12.2011	31.12.2010	Lisa nr
Varad			
Käibevara			
Raha	1 072 439	971 006	
Nõuded ja ettemaksud	672 770	546 299	2
<b>Kokku käibevara</b>	<b>1 745 209</b>	<b>1 517 305</b>	
Põhivara			
Materiaalne põhivara	10 652	10 564	7
Immateriaalne põhivara	9 683	19 430	8
<b>Kokku põhivara</b>	<b>20 335</b>	<b>29 994</b>	
<b>Kokku varad</b>	<b>1 765 544</b>	<b>1 547 299</b>	
Kohustused ja omakapital			
Kohustused			
Lühiajalised kohustused			
Võlad ja ettemaksud	546 545	407 518	11
<b>Kokku lühiajalised kohustused</b>	<b>546 545</b>	<b>407 518</b>	
<b>Kokku kohustused</b>	<b>546 545</b>	<b>407 518</b>	
Omakapital			
Aktsiakapital nimiväärtuses	94 500	95 867	13
Kohustuslik reservkapital	9 450	9 587	
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	1 018 219	999 102	
Aruandeaasta kasum (kahjum)	96 830	35 225	
<b>Kokku omakapital</b>	<b>1 218 999</b>	<b>1 139 781</b>	
<b>Kokku kohustused ja omakapital</b>	<b>1 765 544</b>	<b>1 547 299</b>	

## Lisa 9. järg

### Kasumiaruanne

(eurodes)

	2011	2010	Lisa nr
Müügitulu	1 923 663	1 740 484	14
Muud äritulud	2 626	8 159	15
Kaubad, toore, materjal ja teenused	-1 252 282	-1 148 023	
Mitmesugused tegevuskulud	-244 885	-189 856	16
Tööjõukulud	-330 878	-372 763	17
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-14 722	-15 355	7,8
Muud ärikulud	-2 483	-3 635	18
<b>Ärikasum (kahjum)</b>	<b>81 039</b>	<b>19 011</b>	
Finantstulud ja -kulud	20 473	16 214	
<b>Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist</b>	<b>101 512</b>	<b>35 225</b>	
Tulumaks	-4 682	0	
<b>Aruandeaasta kasum (kahjum)</b>	<b>96 830</b>	<b>35 225</b>	

## Lisa 9. järg

### Bilanss

(eurodes)

	31.12.2012	31.12.2011	Lisa nr
<b>Varad</b>			
<b>Käibevara</b>			
Raha	916 159	1 072 439	
Nõuded ja ettemaksed	905 680	672 770	2
<b>Kokku käibevara</b>	<b>1 821 839</b>	<b>1 745 209</b>	
<b>Põhivara</b>			
Materiaalne põhivara	10 749	10 652	6
Immateriaalne põhivara	519	9 683	7
<b>Kokku põhivara</b>	<b>11 268</b>	<b>20 335</b>	
<b>Kokku varad</b>	<b>1 833 107</b>	<b>1 765 544</b>	
<b>Kohustused ja omakapital</b>			
<b>Kohustused</b>			
Lühiajalised kohustused			
Võlad ja ettemaksed	489 984	546 545	9
<b>Kokku lühiajalised kohustused</b>	<b>489 984</b>	<b>546 545</b>	
<b>Kokku kohustused</b>	<b>489 984</b>	<b>546 545</b>	
<b>Omakapital</b>			
Aktsiakapital nimiväärtuses	94 500	94 500	11
Kohustuslik reservkapital	9 450	9 450	
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	1 115 049	1 018 219	
Aruandeaasta kasum (kahjum)	124 124	96 830	
<b>Kokku omakapital</b>	<b>1 343 123</b>	<b>1 218 999</b>	
<b>Kokku kohustused ja omakapital</b>	<b>1 833 107</b>	<b>1 765 544</b>	

## Lisa 9. järg

### Kasumiaruanne

(eurodes)

	2012	2011	Lisa nr
Müügitulu	2 036 892	1 923 663	12
Muud äritulud	3 650	2 626	13
Kaubad, toore, materjal ja teenused	-1 313 335	-1 252 282	
Mitmesugused tegevuskulud	-268 959	-244 885	14
Tööjõukulud	-345 274	-330 878	15
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-14 752	-14 722	6,7
Muud ärikulud	-2 988	-2 483	16
Ärikasum (kahjum)	95 234	81 039	
Finantstulud ja -kulud	28 890	20 473	
<b>Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist</b>	<b>124 124</b>	<b>101 512</b>	
Tulumaks	0	-4 682	
<b>Aruandeaasta kasum (kahjum)</b>	<b>124 124</b>	<b>96 830</b>	

## Lisa 10. Reisibüroo Baltic Tours küsitlusuuring

Kui küsimuse juures ei ole märgitud teisiti, siis valige palun üks vastusevariant. Palun vastake täpselt.

Ettevõtte nimi

1. Kas olete täna aktiivne või passiivne (viimase aasta jooksul ostud puuduvad) Baltic Tours'i teenuste kasutaja?
  - a. Aktiivne
  - b. Passiivne
2. Kui vastasite aktiivne, siis palun põhjendage (võib olla ka mitu vastusevarianti)?
  - a. Rahul lepingutingimustega, sh. krediitingimused
  - b. Rahul teenuse kvaliteediga
  - c. Muu põhjus, palun täpsustage
3. Kui vastasite passiivne, siis mis on selle põhjus(-ed) (võib olla ka mitu vastusevarianti)?
  - a. Kadus vajadus reisibüroo teenuse järgi
  - b. Ei rahuldanud teenuse kvaliteet
  - c. Ei rahuldanud lepingutingimused, sh. krediitingimused
  - d. Muu põhjus, palun täpsustage
4. Kui vastasite passiivne, siis kas Te soovite uuesti meiega koostööd alustada?
  - a. Jah
  - b. Ei
5. Kas Baltic Tours'i poolt pakutavad krediitingimused vastavad Teie ettevõtte ootustele ja vajadustele?
  - a. Jah, täielikult
  - b. Jah, enam-vähem
  - c. Ei, vaid osaliselt
  - d. Ei, üldse mitte
6. Kui mitte, siis milles seisnevad puudujäägid?

**Lisa 10. järg**

7. Kui tõenäoline on, et maksetähtaja lühendamine vähendab Teie ettevõtte tellimusi?
- a. Üldse mitte tõenäoline
  - b. Vähe tõenäoline
  - c. Pigem tõenäoline
  - d. Väga tõenäoline
8. Kui tõenäoline on, et maksetähtaja pikendamine suurendab Teie ettevõtte tellimusi?
- a. Üldse mitte tõenäoline
  - b. Vähe tõenäoline
  - c. Pigem tõenäoline
  - d. Väga tõenäoline
9. Kas Teie ettevõttele on atraktiivne selline krediitimüügi tingimus, mis pakub allahindlust ennetähtaegse tasumise korral, mida väljendatakse kujul: a/b, kogu c? See tähendab, et kui Te maksate teenuse eest b päeva jooksul, saate allahindlust a% ning kui loobute allahindlusest, tuleb arve tasuda c päeva jooksul.
- a. Jah, kindlasti
  - b. Jah, võib-olla
  - c. Ei
10. Kui vastasite jah, siis milline tingimus see oleks?
11. Kui oluline on kõrgem krediitilimiit Teie ettevõtte likviidsusriski maandamisel?
- a. Väga oluline
  - b. Oluline
  - c. Mitte eriti oluline
  - d. Väheoluline
12. Kas Baltic Tours'i poolt pakutavatel krediitingimustel on võrdsed konkurentsitingimused teiste reisibüroodega?
- a. Täiesti võrdsed
  - b. Pigem võrdsed
  - c. Pigem kehvemad
  - d. Oluliselt kehvemad
  - e. Ei oska öelda

**Lisa 10. järg**

13. Kas Teil on esinenud maksehäireid seoses Baltic Tours'i arvete tasumisega?

- a. Ei
- b. Jah, ühel korral
- c. Jah, korduvalt
- d. Ei oska öelda

14. Kui vastasite jah, palun täpsustage makseviivituse põhjus(-ed) (võib olla ka mitu vastusevarianti).

- a. Likviidsusprobleem
- b. Administratiivne ebaefektiivsus
- c. Tahtlik viivitamine
- d. Muu põhjus

15. Milliseid soovitusi annaksite Baltic Tours'ile edaspidiseks?

Täname vastamast!

## Lisa 11. Intervjuu AS Baltic Tours finantsjuhiga

**Pruuli, Merileid.** (AS Baltic Tours Finantsjuht). Käibekapitali juhtimine ettevõttes. M. Nemvaltsi üleskirjutus. Elektronposti kiri, 18 jaanuar 2013.

Küsimus: Mis on Baltic Tours'i eesmärk, kas parandada kasumlikkust ja likviidsust või suurendada müügitulu või midagi muud? Vastus: Firma eesmärk on ALATI nr.1 kasumlikkuse suurendamine, mida saab teha kas kulude kokkuhoiuga või sama kulubaasiga müügitulu suurendamisega. Olulised on seega mõlemad. Kulude kokku hoidmisega on Baltic Tours palju vaeva näinud ja väga palju siin enam ruumi pole, pigem kõik kulud tasapisi kasvavad meist mittesõltumatel põhjustel (nt. elekter, üür jne.), siis peardõhk on müügitulu suurendamisel. See omakorda tähendab väga aktiivset müügitööd klientidega ja kõige muuga, mis aitab müüki tõsta. Kuna kliendid tahavad järjest pikemaid maksetähtaegu, siis tuleb firmal omakorda saada kokkulepped hankijatega sarnaselt, et võimalikult pikem maksetähtaeg kuluarvete maksmiseks.

Küsimus: Millised probleemid on tekkinud seoses käibekapitali juhtimisega? Nõrgad kohad ettevõttes? Vastus: Nõrgaks kohaks pean krediidi ja maksetähtaegade andmist klientidele. See ei tulene ettevõttest, vaid konkurentsitihedast valdkonnast, kus kliendi võitmine sõltub tihtipeale just sellest kes kui pika maksetähtaja suudab lubada. Uue kliendi puhul ostu ja maksekäitumist tundmata, võtab firma siin suuremad või väiksemad riskid. Kuni firmal on piisav likviidsus, siis saab teatud piirini erandeid pikkade tähtaegade korras lubada.

Küsimus: Kas on vaja debitoorse võlgnevuse laekumist kiirendada? Vastus: Otseselt mitte, kuigi majanduslikus mõttes on alati kasulik raha kiiresti „koju“ saada – saame ju ise selle nt. täiendavat tulu teenima panna (deposiidi intressid, laenuintressid jm.)

Küsimus: Kuidas parandada debitoorse võlgnevuse kiirust? Vastus: Minu meelest ainus võimalus on lühemad maksetähtajad, aga nagu ütlesin, see määratakse niigi kahepoolsel kokkuleppel nii minimaalne kui ühe või teise kliendi puhul võimalik. Loomulikult ka pidev tegelemine maksmata ja tähtaja ületanud arvetega.

## **Lisa 11. järg**

Küsimus: Kas tehakse statistikat või ostjate võlgnevuse analüüsi aruannet, et kui palju arveid ei maksta tähtjaks, ebatõenäoliselt laekuvad arved jne? Vastus: Ebatõenäoliste info on majandusaasta aruannetes kajastatud. Raamatupidaja teeb üle nädala ülevaate ja tegeleme vastavalt situatsioonile, otseselt mingit statistikat ei pea. Maksetähtaja ületanud arvetega tegelemiseks on oma kord, millest püüame jõudumööda kinni hoida.

Küsimus: Kas oleme pakkunud või pakume maksekrediiti hinnaalanduse tingimusel (nt. 2/10, kogu 30)? Vastus: Selliseid hinnaalandusi ei ole pakkunud.

Küsimus: Kas hankijate (lepinguliste) maksetähtajad on olemas tabelivormis. Kui ei ole, siis kuidas saab neid kõige hõlpsamini kätte? Vastus: Selliseid andmeid tabelvormis ei ole. Ainuke kõige rohkem koondatud info on intranetis.

Küsimus: Mis on ettevõttel lühiajaliste kohustuste all? Vastus: Bilansi lisas (lisa 9) on see kõik lahti kirjutatud.

Küsimus: Kas ettevõttel varusid üldse pole? Vastus: Lühiajalised nõuded, vt. lisa 2, sh. varude all kajastame hankijatele ettemakseid.

Küsimus: Kas Baltic Tours finantseerib debitorset võlgnevust – finantskrediit (nõueteportfellide müük, debitorsete võlanõuete müük)? Vastus: Jah.

Küsimus: Deposiitarvete olemasolu? Deposiitarvelt optimaalse summa väljavõtmine. Vastus: Meil pole tarvidust mingit raha välja võtta – see on üleöö deposiid.

Küsimus: Et kasutatakse ainult üleöö deposiiti? Vastus: Lisaks ka tähtajalist lühemat või pikemat hoiustamist.

Küsimus: Faktooringulepinguid? Vastus: Ei ole.

**Lisa 11. järg**

Küsimus: Kas Baltic Tours kasutab arvelduskrediiti? Vastus: Ei ole vajadust.

Tänan vastamast!

## **SUMMARY**

### DEVELOPMENT OF A STRATEGY FOR WORKING CAPITAL MANAGEMENT ON THE EXAMPLE OF BALTIC TOURS

Maret Nemvalts

The subject of working capital management is very important in financial administration of an organization, as the quality of decisions in the subject designates the future of the company. Working capital management consists of management of current assets and short-term liabilities. It influences the profitability and liquidity of the business and helps to strengthen the value of the company.

Many companies try to gain one of the most important strategic objectives by increasing sales revenue. Usually it means the need to increase current assets of the business and make additional investments to current assets. Thus, a suitable strategy of working capital management is very important to a company.

The topic is on the agenda in the competitive tourism sector, where the key of the success belongs to the companies with great sales and flexible services, low expenses and innovativeness, and who value their employees and customers. Effective working capital management and credit policy of the business lead to achievement of targets, but this needs certain activities with definite parameters and rules.

This thesis concentrates on the travel agency Baltic Tours, which has been operating in tourism sector long-term. The most significant fields of working capital management in the agency are cash and management of cash equivalents, receivables management and current liabilities management. Receivables management takes more attention in this work. The level of receivables depends on the payment and credit conditions that the company allows to its clients. Baltic Tours acts in the field, where the weight of credit

customers is large and intense competition permits quite long-term payment deadlines to buyers. As 60% of the customers are business clients, who buy tourism services with the credit, and the credit policy influences the level of receivables, the management of receivables has been taken into focus.

The novelty of the thesis lies in working capital management inherent for an service enterprise from the aspect of less components. The goal of the thesis is developing a strategy of working capital management for the agency. This strategy would help to increase the profitability, at the same time maintaining the level of liquidity. The main tasks for this survey are as following:

- To give an overview of the nature, tasks and strategies of working capital;
- To describe receivables management as the important component of working capital management;
- To give methodical reasons for the analysis of working capital management;
- To analyze the current situation through evaluation of working capital effectiveness and comparison with the main competitors;
- To conduct a questionnaire on the topic of credit policy;
- To develop a strategy supporting to previous functions.

The thesis consists of two parts – theoretical and empirical sections, which both consist of sub-chapters. In the theoretical part the overview of the theoretical nature of working capital management, purposes and strategies is given and the results of previous empirical surveys are reflected. With the theoretical literature the options for regulation, optimization and increase of effectiveness of working capital, and possible measures for periodical assessment of cash flow are examined. The most important formulas of profitability ratios focused on the solution of the survey problem are reflected.

The conceptual model derived from the theoretical part has provided a basis for the empirical work, where the practical approach of survey in the travel agency has described. First, tourism trends are distinguished, and an overview of economic activity of Baltic Tours is given. Second, five competitors have been compared to Baltic Tours, taking into account the main financial indicators. Third, different analytical methods

have been used to analyze the organization and the evaluation for the financial situation and the components of working capital management of the business has been given. Finally, the optimal working capital strategy has been worked out, which leads the company to a greater profitability, liquidity and sustainability.

Three methods have been used for the analysis of working capital management: horizontal and vertical analysis, and the analysis of ratios. With the horizontal analysis dynamics of changes in different items of balance sheet and income statement have been studied. The vertical analysis gave an overview of the dynamics in changes of internal structure of financial reports. The analysis of ratios consisted of liquidity ratios, activity ratios and profitability ratios. In addition, a questionnaire was conducted amongst the customers, which was very helpful in development the working capital strategy. The sample comprised of business customers, who hold a credit contract with Baltic Tours. The survey well explained that credit conditions are not as important as the quality of service, and that current credit conditions meet customers' needs and expectations, and are quite comparable.

In summary, on purpose of profitability it is suggested to retain low level of current assets and high proportion of short-term liabilities from the total debts. With this strategy, the level of working capital is lower or negative, but the risk for the business is higher. The developed strategy will be in use in the near future.

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

Mina, Maret Nemvalts (sünd. 29.06.1972)

annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose,

**KÄIBEKAPITALI JUHTIMISE STRATEEGIA VÄLJATÖÖTAMINE AS  
BALTIC TOURS NÄITEL,**

mille juhendajateks on Taru Ülikooli lektor Maire Nurmet ja lektor Kaia Kask

- 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 alates **01.06.2018** kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 23.05.2013