

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond

Oliver Ojang

KÄIBEKAPITALI JUHTIMISE SEOS KASUMLIKKUSEGA BALTI RIIKIDE E-
KAUBANDUSE JA TRADITSIOONILISE JAEMÜÜGI ETTEVÕTETES

Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Maire Nurmet

Tartu 2025

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

Sisukord

Sissejuhatus.....	4
1. Kasumlikkuse ning käibekapitali suhtarvud ja nende vaheliste seoste ülevaade varasematest uurimustest e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtetes	6
1.1. Kasumlikkuse defineerimine ja mõõtmine ning iseloomustamine vastavalt e-kaubanduse ja traditsioonilises jaekaubanduses.	6
1.2. Käibekapitali juhtimist iseloomustavate komponentide kirjeldamine e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtetes	9
1.3. Ülevaade varasematest uurimustest käibekapitali ja kasumlikkuse seostest	16
2. Balti riikide e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete käibekapitali juhtimise seos kasumlikkusega.	18
2.1. Andmed, meetodika ja kirjeldav statistika.....	18
2.2. Kasumlikkuse ja käibekapitali suhtarve kirjeldav statistika	22
2.3. Regressioonanalüüsi tulemused	26
2.4. Järeldused.....	31
Kokkuvõte.....	33
Viidatud allikad.....	35
Summary	38

Sissejuhatus

Interneti kiire arengu tõttu on e-kaubandus muutunud laialdaselt kasutatavaks jaekaubanduse sektoris ning selle levik on muutmas sektorit ka konkurentsitihedamaks (Bloomenthal, 2024; Fleming, 2022) Balti riikides on ärikeskkonna lihtsuse, küberjulgeoleku ja teiste riikidega võrreldes suure digitaalarengu poolest e-kaubandus juba praegu kõrgel tasemel ning populaarne nii klientide kui ka ettevõtete hulgas. Näiteks Eestis on 5000 e-kaubandusega tegelevat poodi ning rohkem kui 40% tarbijatest ostab veebis kohalikel e-kaubanduse saitidel. (Pierzecka et al., 2022) E-kaubanduse paindlik iseloom pakub tarbijatele lihtsamat ligipääsu laialdasele informatsioonile ning mugavamaid võimalusi toodete tarnimiseks, mis on andmas e-poodidele jaekaubanduse sektoris konkurentsieelise (Bloomenthal, 2024). Samuti võimaldavad e-poodide madalamad püsikulud neil pakkuda soodsamaid hindu ja kliente traditsiooniliselt kauplustelt üle meelitada. Füüsilised kauplused ei suuda kõrgete rendi- ja tööjõukulude tõttu e-kaubandusega hinnas konkureerida. See omakorda sunnib jaemüügiettevõtteid alandama müügihindu, vähendades nende kasumlikkust. Kuigi enamik müügitgevusest toimub endiselt läbi traditsiooniliste jaekaubanduskanalite, siis prognoositakse, et e-kaubandus moodustab 2030. aastaks juba 30–40% kogu jaemüügist. (Perkins, 2017)

Selleks, et tulevikus suudaksid nii e-kaubanduse kui ka traditsioonilise jaekaubandusega tegelevad ettevõtted konkurentsitihedal turul ellu jääda, peavad ettevõtted vältima finantsiliste piirangute tekkimist ja sealjuures keskenduma käibekapitali juhtimisele, millel on otsene mõju ettevõtete kasumlikkusele ja konkurentsivõimele. Käibekapitali juhtimise strateegiad on erinevad olenevalt sektori eripäradest, mis loob väljakutseid optimaalsete praktikate leidmisel (Jaworski & Czerwonka, 2024). Jaekaubanduse käibekapitali juhtimisel on suurem tähtsus ettevõtte laovarude optimeerimisel ning nõuete ja kohustuste üle arvepidamisel. E-kaubanduse ja traditsioonilise jaemüügi käibekapitali juhtimise eripärasid on varasemalt väshe uuritud ning varasemad uuringud, milles on käibekapitali mõju kasumlikkusele uuritud ei ole hõlmanud Balti riike. See näitab, et ka võrdlevat analüüsi käibekapitali juhtimise ja kasumlikkuse seose kohta Balti riikides ei ole siiani tehtud.

Käesoleva töö eesmärk on välja selgitada käibekapitali juhtimise seos kasumlikkusega e-kaubanduse ja traditsioonilise jaemüügi ettevõtetes Eestis, Lätis ja Leedus. Uuring keskendub käibekapitali komponentidele, nendest tulenevatele suhtarvudele ning nende seosele kasumlikkuse näitajaga. Käibekapitali mõjutavate komponentide väljaselgitamine ettevõtte tasandil võimaldab optimeerida finantsstrateegiaid ja suurendada konkurentsivõimet

muutuvas majanduskeskkonnas. Uurimistulemusi saab kasutada parema ülevaate saamiseks finantsjuhtimises igapäevaselt olulisest valdkonnast, et toetada nende majanduslikult jätkusuutlikku arengut.

Töö läbiviimiseks ja eesmärkide saavutamiseks on püstitatud järgnevad uurimisülesanded:

1. Kasumlikkuse defineerimine ja suhtarvude kirjeldamine ning iseloomustamine e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete vahel.
2. Käibekapitali komponentide ja suhtarvude defineerimine ja kirjeldamine ning kirjeldamine e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete kontekstis.
3. Varasemate uuringute põhjal käibekapitali ning kasumlikkuse vaheliste seoste väljaselgitamine.
4. Balti riikide e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete andmete analüüsi ja metoodika väljavalimine.
5. Balti riikides tegutsevate e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete käibekapitali juhtimise ja kasumlikkuse seoste väljaselgitamine.

Bakalaureusetöö koosneb kahest peatükist. Esimeses peatükis antakse ülevaade teoreetilisest raamistikust, kus defineeritakse kasumlikkus ning kasumlikkuse mõõtmiseks enim kasutatavad suhtarvud. Samuti iseloomustatakse kasumlikkust e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete vahel. Määratletakse käibekapitali komponendid, nendest tulenevad suhtarvud ning võrreldakse e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete kontekstis. Uuritakse käibekapitali juhtimise seost kasumlikkusega, toetudes varasematele uuringutele. Teises, empiirilises peatükis selgitatakse uurimismetoodikat, kasutatud andmeid ja analüüsimeetodeid. Samuti keskendutakse empiirilistele tulemustele, mis uurivad käibekapitali juhtimise näitajate ja kasumlikkuse vahelist seost Baltimaades tegutsevates e-kaubanduse ja traditsioonilise jaemüügi ettevõtetes.

Märksõnad: Käibekapitali juhtimine, kasumlikkus, Balti riigid, e-kaubandus, traditsiooniline jaemüük

1. Kasumlikkuse ning käibekapitali suhtarvud ja nende vaheliste seoste ülevaade varasematest uurimustest e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtetes

1.1. Kasumlikkuse defineerimine ja mõõtmine ning iseloomustamine vastavalt e-kaubanduse ja traditsioonilises jaekaubanduses.

Kasumlikkus on ettevõtte võime teenida tulu või kasumit võrreldes tehtud kulude ja investeringutega teatud ajaperioodil (Clayman et al., 2012). See on peamine näitaja ettevõtte edukuse hindamisel, mis sõltub nii ettevõtte sisestest kui ka majanduslikest teguritest (Hayes, 2024a). Sisesteks teguriteks on näiteks: tegevussektor, ettevõtte struktuur ning korraldus, kulude ja tulude haldamine, ettevõtte maine ning käibekapitali komponentide juhtimine (Hayes, 2024a). Kasumlikud ettevõtted saavad reinvesteerida oma tulud näiteks edasisse innovatsiooni, infrastruktuuri või tootlikkuse suurendamisesse, tagades seeläbi enda konkurentsivõimelisuse oma vastavates tegevusharudes (Clayman et al., 2012). Kõrge kasumlikkus peegeldab tavaliselt tugevat kulude juhtimist, tõhusat ettevõtte varade jaotust ja efektiivselt toimivaid operatiivseid protsesse. Ilma kasumlikkusest oleks ettevõttel keeruline oma tegevust hinnata, uuendusi teha või tõhusalt konkureerida, mis lõppkokkuvõttes võib viia ka pankrotini. Kasumlikkuse finantsnäitajate peamine eesmärk on mõõta ettevõtte efektiivsust ja edu oma varade kasutamisel väärtuse loomiseks (Hayes, 2024a). Samuti loovad kasumlikkuse finantsnäitajad vajaliku konteksti nii ettevõtete omavaheliseks võrdluseks samas tegevusvaldkonnas kui ka ettevõtte enda tulemuste võrdlemiseks erinevate ajaperioodide jooksul.

Tavaliselt kasutatakse selliseid näitajaid nagu puhaskasumi marginaal (*net profit margin* - NPM), varade tootlus (*return on assets* - ROA) ja omakapitali tootlus (*return on equity* - ROE). Puhaskasumi marginaal näitab protsenti tulust, mis jääb kasumiks pärast kõigi kulude mahaarvamist (Clayman et al., 2012). Teisisõnu näitab see, kui palju kasumit teenitakse ühe euro käibe kohta. See näitaja aitab hinnata ettevõtte kasumlikkust ja kulutõhusust. Kõrgem puhaskasumi marginaal tähendab, et ettevõtte säilitab suurema osa oma müügitulust kasumina. Omakapitali tootlus mõeldab, kui tõhusalt ettevõtte kasutab investeringuid kasumi teenimiseks. See näitab, kui palju kasumit ettevõtte teenib iga omakapitali investeeritud euro kohta. (*Tasuvuse suhtarvud*, s.a.) Varade tootlus mõeldab ettevõtte kasumlikkust seoses selle koguaruga, näidates kui tõhusalt ettevõtte kasutab oma vara puhaskasumi teenimiseks (Clayman jt., 2012). Kõikide mainitud suhtarvude arvutamiseks saadakse vajalikud andmed tavaliselt ettevõtte majandusaasta aruandest läbi kasumiaruande ja bilansi kirjete. (Clayman et al., 2012; *Tasuvuse suhtarvud*, s.a.)

Visuaalseks selgituseks on puhaskasumi marginaali, varade tootluse ja omakapitali tootluse valemi komponendid ja arvutuskäigu loogika nähtaval tabelis 1.

Tabel 1

Kasumlikkuse finantsnäitajate valemite komponendid ja nende tõlgendamine

Valemi komponendid			
Tulemus	Jagatav	Jagaja	Tulemuse tõlgendamine
NPM	Puhaskasum	Müügitulu	Näitab suhet, kui palju suudeti müügitulust muuta kasumiks.
ROA	Puhaskasum	Varad	Näitab suhet, kui tõhusalt ettevõtte kasutab oma varasid kasumi teenimiseks.
ROE	Puhaskasum	Omakapital	Näitab suhet, kui tõhusalt kasutatakse omakapitali kasumi teenimiseks.

Allikas: Koostatud autori poolt

Teaduskirjanduses (Duguleană et al., 2024; Kasozi, 2018; Keskinen, 2015; Vukovic et al., 2023) on ROA, ROE ja puhaskasumi marginaali järjepidevalt kasutatud jaekaubandusettevõtete tulemuslikkuse hindamisel. Näiteks kasutas Duguleana (2024) e-kaubanduse kasumlikkuse kirjeldamise analüüsis ROA, ROE ja puhaskasumi marginaali näitajaid. Samuti Keskinen (2015) ja Vukovic jt. (2023) kasutasid e-kaubanduse kasumlikkuse hindamisel ROA suhtarvu. Brutokasumi marginaali analüüsitakse tavapäraselt koos teiste näitajatega, nagu näiteks varude käibekordaja ja ärikasumi marginaal, et süvitsi mõista jaemüüja strateegilisi valikuid. ROE leiab seevastu käsitlemist uurimustes, mis keskenduvad rohkem tootlusele investorite vaates või ka ettevõtete finantsstrateegiale. Näiteks analüüsib Kasozi (2018) jaekaubandusettevõtete finantsstruktuuri, et mõista, kuidas finantsvõimendus mõjub aktsionäride tulususele. ROA on välja toodud kui üks enimkasutatavaid kasumlikkuse näitajaid jaekaubanduse harude uuringutes. Näiteks rõhutab Kamada (2024), et ROA-d rakendatakse sageli jaemüüjate tegevustulemuste mõõtmiseks, tuues esile selle usaldusvääruse jaekaubanduse tegevustulemuste mõõdikuna (Kamada, 2024). ROA eelistamine teaduskirjanduses tuleneb selle võimest kajastada nii kasumimarginaalide juhtimise kui ka varade kasutamise tõhusust. Keskinen (2015) tõi

traditsioonilise jaekaubanduse ja e-kaubanduse ettevõtete kasumlikkuse erinevusi uurides välja, et kasutades ROA-d saab välistada ettevõtete erinevatest kapitalistruktuuridest tulenevad mõjud ning keskenduda sellele, kui tõhusalt suudavad ettevõtted oma varasid kasutades tulu teenida. Sarnaselt töid ka Gaur jt.(1999) välja, et ROA-d saab erinevaid strateegiaid rakendavate jaekaubanduse ettevõtete võrdlemiseks kasutada kõige paremini, kuna nendes esines kõige väiksem varieeruvus(Gaur et al., 1999).

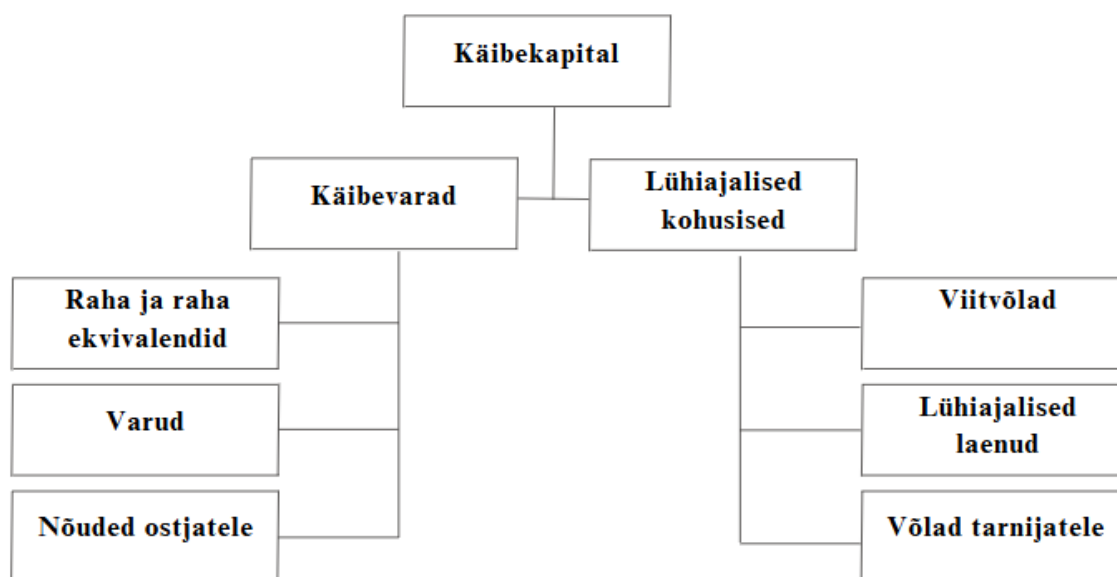
Jaekaubandusettevõtete ROA jääb tavapäraselt ühekohalise protsendi vahemikku. Valdkondadevaheline analüüs näitab, et jaekaubandusettevõtete keskmine ROA on viimastel aastatel jäänud vahemikku 5–7% (Ahern, 2022). Kahekohaline ROA oleks suurtele jaemüüjatele kõrge näitaja, mis viitaks tõenäoliselt ebatavaliselt kõrgetele marginaalidele või väiksemale varade mahule. Vastupidiselt sellele näitab ROA, mis jääb alla 3%, kas väga madalat kasumlikkust või varade ebaefektiivset kasutamist(Hargrave, 2025). Aastal 2024 oli juhtivate jaekaubandusettevõtete, nagu Walmart ja Costco, ROA vahemikus 6–8%, mida peeti sektori kontekstis tugevaks tulemuseks.(Ahern, 2022) Siiski ilmneb vahe traditsioonilise jaekaubanduse ja e-kaubandusega tegelevate ettevõtete ROA tulemustes. E-kaubanduse ettevõtted suudavad saavutada jaekaubanduse sektoris keskmisest tugevamad ROA suhtarvud. Näiteks Duguleana (2024) analüüsi kohaselt on e-kaubandusega tegelevates ettevõtetes keskmine ROA ligikaudu 10%. Tugevama ROA tulemuste peamiseks põhjusteks võib olla e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse kulustruktuuri ja toodete hinnaerinevuste koosmõju. E-kaubandusettevõtted väldivad märkimisväärset osa kinnisvarakuludest, mis muidu kaasneks füüsiliste kaupluste pidamisega. Näiteks ei pea e-kaubanduse ettevõtted arvestama kuludega, mis tulenevad müügiplindadelt, sest kogu müügitgevus toimub veebiplatvormil ning tooteid hoitakse tsentraalselt ladudes, sageli odavamalt üürikohtades (Duguleană et al., 2024; Keskinen, 2015). Samuti on e-poodide tööjõukulud madalamad. Puudub vajadus palgata suurt hulka müügi personali iga eraldiseisva kaupluse teenindamiseks ning paljud protsessid, näiteks tellimuste töötlemine ja klienditeenindus, on automatiseeritud (Ahern, 2022).E-kaubanduses on ka ladustamine ja varude haldus efektiivsem, sest automatiseeritud laosüsteemid ja nõudluspõhine varude juhtimine aitavad vähendada üleliigset laoseisu ja sellest tulenevaid kulusid (Bloomenthal, 2024). Lisaks suurendavad e-kaubanduse kasumlikkust dünaamilised hinnastrateegiad ja laiem turuhaare. Dünaamiline hinnastamine võimaldab veebijaemüüjatel reaalajas hindu kohandada vastavalt nõudlusele, konkurentsiolekorradele ja laoseisule(Bloomenthal, 2024).

Kokkuvõttes selgus varasemate uuringute põhjal, et kõige sagedamini kasutatakse kasumlikkuse hindamiseks ROA näitajat. Samuti selgus, et kulude erinevast struktuurist

tulenevad eelised ja paindlik hinnapoliitika e-kaubanduse jaemüüjatel võimaldavad genereerida iga varaühiku kohta rohkem puhaskasumit, mis kajastub kõrgemas varade tootlikkuses võrreldes traditsiooniliste jaemüügiettevõtetega. Traditsioonilistel jaemüüjatel on tavaliselt ulatuslik varade baas, mis hõlmab kinnisvara, kaupluste sisseseadet ja laovarusid igas kaupluses. Samuti on neil suuremad tegevuskulud, mis pidurdavad puhaskasumi kasvu. Tulemuseks on madalam ROA. See annab aluse empiirilisel uurida, kas traditsiooniliste jaemüügi ettevõtete kasumlikkus erineb e-kaubanduse jaemüügi ettevõtete kasumlikkusest.

1.2.Käibekapitali juhtimist iseloomustavate komponentide kirjeldamine e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtetes

Käibekapital viitab ettevõtte käibevarade ja lühiajalistest kohustustest tulenevale vahele (Zimon, 2021). Lihtsustatult öeldes on tegemist ettevõtte likviidsete ressursside puhvriga, mis on seotud lühiajaliste varadega, mis on saadaval lühiajaliste kohustuste katmiseks. Lühiajalised kohustused ja käibevarad, jaotuvad omakorda väiksemateks osadeks, mille kaudu saavad ettevõtted käibekapitali juhtida. Käibevarade osadeks loetakse kolme komponenti. Üheks nendeks on raha ja raha ekvivalendid, mis on ettevõttes koheselt kasutamiseks valmis olev vaba raha (Raamatupidamise Toimkond, 2017). Teised osad on nõudeid ostjatele, mille all mõeldakse klientidele esitatud arved, mis ootavad lähiajal laekumist ning varud, mis on müügiks valmis olevad kaubad või töötlemist ootavad toormaterjalid (Raamatupidamise Toimkond, 2017). Tavaliselt konverteeritakse kõik käibekapitali osad sularahaks või kasutatakse ära töötsükli jooksul, mis toimub ühe aasta jooksul. Lühiajaliste kohustuste kolmeks komponendiks on võlad tarnijatele, mis näitavad ettevõtte võlgnevusi kaupade või teenuste eest, lühiajalised laenud, mille all mõeldakse kõiki laene, mis vajavad ühe aasta jooksul tagasimaksmist ning viitvõlgasid, mis on tekkinud, kuid veel tasumata kulud, näiteks töötajate palgad ja maksud (Raamatupidamise Toimkond, 2017). Visuaalseks selgituseks on käibevarade ja lühiajaliste kohustuste osade jaotus välja toodud joonisel 1.



Joonis 1. Käibekapitali komponendid

Allikas: Koostatud autori poolt

Käibekapitali analüüsi abil saab kindlaks teha, kas ettevõttel on piisavalt likviidsust ehk käibevarasid oma lühiajaliste kohustuste täitmiseks ja sujuva tegevuse tagamiseks. Positiivne käibekapital näitab, et ettevõtte suudab oma kohustusi mugavalt täita ning negatiivne käibekapital võib osutada võimalikele likviidsusprobleemidele (Hong et al., 2023). Siiski peab ka positiivse käibekapitaliga silmas pidama, et ülearune käibekapitali maht võib viidata, et suur hulk rahalisi vahendeid on kinni ettevõtte igapäevase tegevuse toetamiseks ning neid vahendeid saaks potentsiaalselt kasutada mujal ettevõtte kasumlikkuse suurendamiseks. Näiteks võib ettevõtte raha kinni olla ostjate võlgnevuste kuhjumise tõttu, mis omakorda põhjustab ettevõttele raskusi kohustuste tasumisega ning uute varude soetamisega. Ettevõttel võib raha kinni olla ka varude kuhjumise näol, mis tähendab, et ettevõtte raha on toodete kujul kinni. Säärane olukord nõuab omakorda täiendavat finantseerimist, kuna ettevõtte peab leidma vahendid nende varude hoidmise ja haldamise kulude katmiseks. Teisalt võib varude liiga madal maht põhjustada müügi seiskumise. (Clayman et al., 2012; Rasmussen & Anbelin, 2020)

Seega esineb käibekapitali juhtimise otsustes sageli kompromiss likviidsuse ja kasumlikkuse vahel. Kõrgemal tasemel käibevarade hoidmine vähendab küll rahapuuduse riski, kuid võib vähendada kasumlikkust hoiustamise kulude tõttu (Zimon, 2021). Teisest küljest võib käibevarade vähendamine ja suurem tuginemine lühiajalistele kohustustele suurendada varade tootlust, kuid koos sellega kaasa tuua suuremad likviidsusriskid (Kajal,

2023). Sellest järelduvalt on tähtis leida käibekapitali komponentide tasakaal, et vältida raha defitsiidi tekkimist ning ka raha ülejäägid efektiivselt ära kasutada. Seega peavad ettevõtted optimeerima käibekapitali, hoides selle taset nii, et see ei kahjustaks nende tegevusvajadusi ja müüki.

Optimaalse käibekapitali hindamiseks kasutatakse erinevaid suhtarve ja mõõdikuid (Amin & Islam Anisul, 2014; Rahman, 2023). Käibekapitali käibekordaja (*working capital turnover - WCT*) on oluline finantsnäitaja, mis mõõdab, kui tõhusalt ettevõtte kasutab oma käibekapitali müügitulu genereerimiseks (Amin & Islam Anisul, 2014). Kõrgem suhtarv viitab sellele, et ettevõtte suudab oma lühiajalisi varasid ja kohustusi efektiivselt juhtida, suurendades seeläbi müügitulu iga käibekapitali ühiku kohta (Amin & Islam Anisul, 2014). Empiirilised uuringud toetavad selle näitaja olulisust kasumlikkuse hindamisel. Näiteks Rahman (2023) leidis, et käibekapitali käibekordaja on positiivselt seotud kasumlikkuse näitajatega. Samuti rõhutab (Arjun, 2024), et kõrge käibekapitali käibekordaja näitab ettevõtte suutlikkust kiiresti oma käibekapitali müügituluks konverteerida, mis omakorda viitab tugevale operatiivsele jõudlusele ja tõhusale juhtimisele. Seetõttu on käibekapitali käibekordaja väärtuslik näitaja ettevõtte finantstervise ja kasumlikkuse hindamisel. Käibekapitali käibekordaja arvutuskäik on valemis (1).

$$WCT = \frac{MT}{KK} \quad (1)$$

kus WCT – käibekapitali käibekordaja

MT – müügitulu

KK – käibekapital

Samuti kasutatakse käibekapitali juhtimise hindamisel likviidsusmäärasid nagu lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja (*Current ratio - CR*) ja maksevõime kordaja (*Quick ratio - QR*), kuna nende näitajate kaudu saadakse hea ülevaade ettevõtte lühiajalisest suutlikkusest täita võlakohustusi (Hong et al., 2023; Rahman, 2023). Täpsemalt näitab lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja ettevõtte võimet täita lühiajalisi kohustusi lühiajaliste varade abil (Hayes, 2025). Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja on valemis (2).

$$CR = \frac{KV}{KK} \quad (2)$$

kus CR – lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja

KV – käibevarad

KK – käibekapital

Näiteks näitab lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja tulemus 2.0, et ettevõttel on 2 eurot käibevara iga 1 euro lühiajaliste kohustuste kohta. Suhe alla 1.0, mille puhul on käibevarad väiksemad kui kohustused, võib viidata võimalikele likviidsusprobleemidele. Siiski peab märkima, et liialt kõrge käibemäär võib osutada ressurside ebaefektiivsele kasutamisele, mis tavaliselt tuleneb üleliigsest sularaha või laovarude kogustest (Hayes, 2025).

Maksevõime kordaja annab veelgi täpsema ülevaate ettevõtte likviidsusest, sest see jätab välja laovarud ning keskendub vaid nendele maksevõime kordaja varadele, mida saab kergesti rahaks muuta (Hayes, 2025). Kõrgem maksevõime kordaja tähendab, et ettevõtte suudab katta oma lühiajalised kohustused hõlpsasti vaid rahaks muudetavate varadega ning seda ka juhul kui laomüük peatub. Kui ettevõtte lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja on oluliselt kõrgem kui maksevõime kordaja, viitab see suurele sõltuvusele laovarudest lühiajaliste kohustuste täitmisel (Hayes, 2025). Sellisel juhul võib ettevõtte likviidsus olla haavatavam, kui tekivad probleemid laovarude ringluses (Seth, 2025). Maksevõime kordaja arvutuskäik on esile toodud valemis (3).

$$QR = \frac{KV - V}{LK} \quad (3)$$

kus QR – maksevõime kordaja

KV – käibevarad

V – varud

LK – lühiajalised kohustused

Käibekapitali komponentidest detailsema ülevaate saamiseks kasutatakse näiteks raha konversioonitsüklit (*cash conversion cycle* - CCC) ning selles olevaid komponente, nagu varude konversioonitsüklit (*Days Inventory Outstanding* - DIO), nõuete laekumise periood (*Days Sales Outstanding* - DSO) ja kohustuste tasumise periood (*Days Payables Outstanding* - DPO) (Jaworski & Czerwonka, 2024). Raha konversioonitsüklit mõeldakse aega, mis kulub varude ja nõuete muutmiseks rahaks, arvestades samal ajal võlgade haldamist (Hayes, 2024b). Raha konversioonitsükli pikkus saadakse liites varude konversioonitsükli ja nõuete laekumise perioodi ning lahutades ostjate võlgade tasumise perioodi (Jaworski & Czerwonka, 2024). Raha konversioonitsükli arvutuskäik on esitatud valemis (4).

$$CCC = DIO + DSO - DPO \quad (4)$$

kus CCC – raha konversioonitsükkel

DIO – varude konversioonitsükkel

DSO – nõuete laekumise periood

DPO – kohustuste tasumise periood

Varude konversioonitsükkel mõõdab, kui tõhusalt varusid teatud päevade jooksul asendatakse, näidates ettevõtte varude haldamise efektiivsust. Lühem tsükkel on positiivne märk, mis näitab, et ettevõtte müüb varusid kiiresti ega seo liigset raha laoseisu (Deloof, 2003). Pikem tsükkel viitab sellele, et varud seisavad müümata kauem, mis võib taaskord tähendada liigseid laovarusid või aeglast müüki. Mida lühemat aega on varud ettevõtte käes, seda madalamad on ka varude ülalpidamise kulud. (Clayman et al., 2012; Deloof, 2003) Varude konversioonitsükli arvutuskäik on esitatud valemis (5).

$$DIO = \frac{KL}{COGS} \times 365 \quad (5)$$

kus DIO – Varude konversioonitsükkel

KL – keskmine laoseis

COGS – müüdud kaupade kulu

Nõuete laekumise periood hindab päevade arvu, mis kulub makse kättesaamiseks pärast müüki. Sisuliselt märgib see ajavahemikku krediitimüügi ja raha laekumise vahel. Lühem laekumise periood tähendab, et ettevõtte kogub klientidelt raha kiiresti, parandades likviidsust (Deloof, 2003). Seevastu pikem periood viitab aeglasemale laekumisele ning võib viidata krediitihalduse probleemidele või liiga leebetele krediitingimustele. Kohustuste tasumise periood näitab päevades aega, mis kulub tarnijatele võlgnevuste maksmiseks. Pikem periood võimaldab rahavoogude paremat juhtimist ja näitab tarnijate usaldust. (Clayman et al., 2012; Hayes, 2024b) Nõuete laekumise perioodi arvutuskäik ja kohustuste tasumise perioodi arvutuskäik on esitatud valemis (6) ja (7).

$$DSO = \frac{NO}{MT} \times 365 \quad (6)$$

kus DSO – nõuete laekumise periood

MT	–	müügitulu
NO	–	Nõuded ostjatele

$$DPO = \frac{VT}{COGS} \times 365 \quad (7)$$

kus DPO – kohustuste tasumise perioodi

VT – võlad tarnijale

COGS – müüidud kaupade kulu

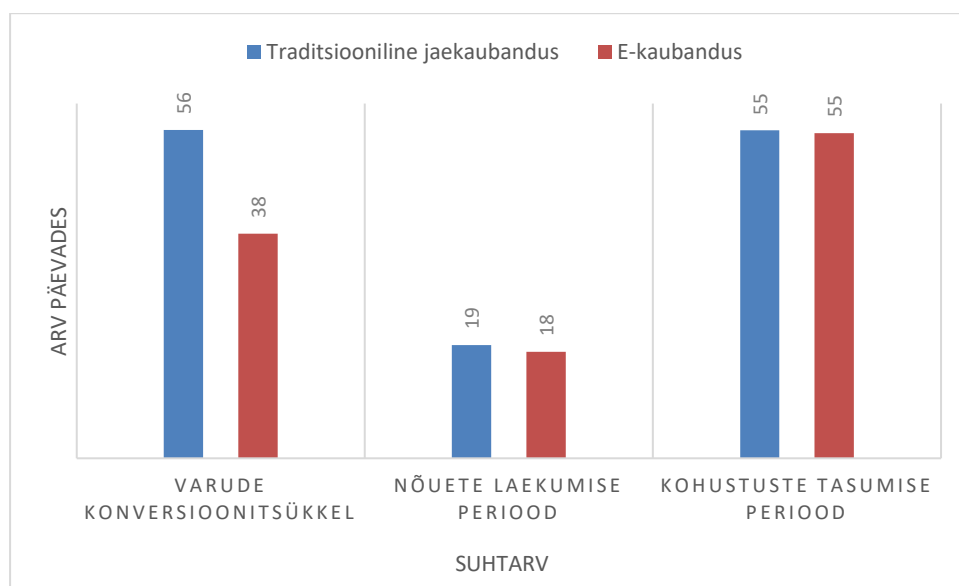
Seega kui ettevõtte hoiab näiteks varusid keskmiselt 45 päeva, kogub arveid 35 päeva jooksul ja maksab tarnijatele 25 päeva pärast, siis on selle ettevõtte CCC: $45 + 35 - 25 = 55$ päeva. See tähendab ligikaudu 55-päevast ajavahet raha väljamakse ja laekumise vahel, ehk perioodi, mil raha on ettevõttest väljas enne, kui see klientidelt tagasi laekub.

Teadusartiklites (Baños-Caballero et al., 2014; Deloof, 2003; Hong et al., 2023; Jaworski & Czerwonka, 2024) kasutatakse sageli mitmeid erinevaid suhtarve, et hinnata käibekapitali juhtimist ja selle mõju ettevõtte tulemuslikkusele. Mitme näitaja samaaegne kasutamine võimaldab saada terviklikuma ülevaate sellest, kuidas erinevad käibekapitali komponendid, näiteks varud, nõuded ja kohustused, mõjutavad ettevõtte efektiivsust, likviidsust ja kasumlikkust. Näiteks kasutasid Hong et al (2023) oma uuringus Ameerika Ühendriikide lennundussektori ettevõtete andmeid analüüsides korraga nii raha konversioonitsükli, lühiajaliste kohustuste kattekordajat, maksevõime kordajat kui ka käibekapitali mahtu. Nende analüüs näitas, et kõigil valitud suhtarvudel oli statistiliselt oluline mõju ettevõtete kasumlikkusele. Lisaks rõhutati, et CCC abil saab tõhusalt hinnata ettevõtete rahavoogude juhtimist, likviidsust ja finantsilist jätkusuutlikkust. Kuigi käibekapitali hindamiseks kasutatakse mitmeid näitajaid, on CCC üks enim kasutatud ja uuritud suhtarvusid. Seda on rakendatud nii klassikalistes uuringutes, näiteks Deloof (2003) kui ka hiljutistes töödes, näiteks Jaworski ja Czerwonka (2024), kus rõhutatakse CCC praktilisust ja mitmekülgsust ettevõtte tegevuse analüüsimisel. Uuringutes toodi välja, et CCC on ettevõtete juhtkondade ja analüütikute üks peamisi tööriistu, hindamiseks kui efektiivselt suudab ettevõtte käibekapitali komponentide tegevust juhtida. Samuti on autorid toonud esile, et CCC ja selle komponentide tõlgendamisel tuleb arvestada sektori spetsiifikat ja ärimudeli eripära (Deloof, 2003; Jaworski & Czerwonka, 2024).

Oluline erinevus käibekapitali kasutamises ilmneb traditsioonilise jaemüügi ja e-kaubanduse ettevõtete ärimudelite vahel ning see on märgatav ka CCC ja selle komponentide

võimalik analüüside kaudu. Traditsioonilises jaemüügis on CCC tavaliselt pikem, kuna ettevõtted hoiavad suuri laovaruseid ja pakuvad klientidele sageli krediiti, mis pikendab nii varude pöörlemisaega kui ka nõuete laekumise perioodi (Anthony et al., 2024). E-kaubanduse ettevõtetel on CCC sageli lühem, sest kliendid tasuvad ostuhetkel ja ettevõtted võivad kasutada väiksemaid varuseid, sealhulgas otsetarne mudeleid või väga tõhusat laohaldust (Mullick, 2023).

CCC erinevused tulenevad kolmest põhikomponendist: varudest, nõuetest ja kohustustest. Jaemüügifirmad hoiavad tavaliselt suuri laoseise, mis seob suure osa käibekapitalist (Anthony et al., 2024; Mullick, 2023). E-kaubanduse ettevõtted hoiavad sageli minimaalseid varuseid, mis võimaldab neil kapitali kiiremini vabastada ja kasutada see muudes tegevustes, näiteks kasvu rahastamiseks (Bloomenthal, 2024). Nõuete osas saavad e-kaubandusettevõtted maksed kätte koheselt või lühikese viitega, samas kui traditsiooniline jaemüük pakub sageli pikemaid maksetähtaegu, mis seob käibekapitali pikemaks ajaks (Mullick, 2023). Kohustuste poolel kasutavad e-kaubanduse ettevõtted tihti pikemaid maksetähtaegu tarnijatele, mis võimaldab neil rahastada oma tegevust tarnijate arvelt. Jaemüügifirmadel on tarnijate maksetähtajad tavaliselt lühemad, mis tähendab, et nad peavad rohkem tuginema oma vahenditele (Mullick, 2023). E-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete CCC komponentide illustreeriv võrdlus on toodud joonises 2.



Joonis 2. E-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse CCC komponendid.

Allikas: Autori koostatud (Anthony et al., 2024; Mullick, 2023) tööde põhjal

Kokkuvõttes näitavad erinevad teadusuuringud, et raha konversioonitsükkel (CCC) ja selle komponendid on tõhusad tööriistad ettevõtte käibekapitali juhtimise ning kasumlikkuse hindamisel. Nii klassikalised kui ka hiljutised uuringud kinnitavad, et lühem CCC on sageli seotud paremate finantstulemustega, viidates paremale varude haldamisele, tõhusamale nõuete laekumisele ning soodsatele maksetingimustele tarnijatega. Samas rõhutavad autorid vajadust arvestada sektori eripärade ja ärimudeli mõju, kuna näiteks e-kaubanduses ja traditsioonilises jaemüügis võivad käibekapitali juhtimise praktikad ja seosed kasumlikkusega oluliselt erineda. E-kaubandusettevõtete lühem CCC ja paindlikumad rahavood võimaldavad neil efektiivsemalt kapitali kasutada, samas kui traditsioonilise jaemüügi ettevõtted peavad silmitsi seisma suuremate varude ja aeglasema raharinglusega. Seetõttu on CCC analüüs kasulik mitte ainult üldise finantstulemuse hindamisel, vaid ka ettevõtte strateegilise juhtimise ja ärimudeli arendamise seisukohalt.

1.3.Ülevaade varasematest uurimustest käibekapitali ja kasumlikkuse seostest

Selleks et käesolevas uurimistöös saada põhjalikum arusaam käibekapitali juhtimise ja kasumlikkuse vahelistest seostest ning nende analüüsimisel kasutatud meetoditest, on oluline uurida varasemate empiiriliste tööde järeldusi. Käesolevas alapeatükis keskendutakse viie olulisema uuringu tulemustele ning nendevahelistele sarnasustele ja erinevustele.

Boigues (2016) viis läbi uuringu Ameerika Ühendriikide jaemüügi ettevõtete seas, mille eesmärk oli hinnata käibekapitali juhtimise efektiivsuse mõju ettevõtte kasumlikkusele. Töö põhines 30 jaemüügi ettevõtte andmetel perioodil 2006 kuni 2015. Uuringus kasutati Pearsoni korrelatsiooni ja lineaarset regressioonianalüüsi, et hinnata seoseid rahatsükli (cash conversion cycle, CCC) ja selle komponentide ehk varude konversioonitsükli (days inventory outstanding, DIO), nõuete laekumise perioodi (days sales outstanding, DSO) ja kohustuste tasumise perioodi (days payables outstanding, DPO) ning kasumlikkuse näitajate (return on assets, ROA ja return on invested capital, ROIC) vahel. Tulemused näitasid järjekindlalt negatiivset seost kõigi nimetatud käibekapitali näitajate ja kasumlikkuse vahel. Sellest järeldati, et lühem rahatsükkel avaldab positiivset mõju ettevõtte kasumlikkusele (Boigues, 2016).

Jaworski ja Czerwonka (2024) viisid läbi ulatusliku meta-analüüsi ja meta-regressiooni, mis hõlmas 43 empiirilist uuringut ning koondas andmeid 62 000 ettevõttelt 35 riigist ajavahemikul 1992 kuni 2017. Töö tulemused kinnitasid Boigues'i järeldusi, tuues välja negatiivse ja statistiliselt olulise seose kasumlikkuse ning rahatsükli, varude konversioonitsükli, nõuete laekumise perioodi ja kohustuste tasumise perioodi vahel. Uuring

rõhutas, et need seosed kehtivad sõltumata majanduskeskkonnast või geograafilisest piirkonnast, mistõttu rahatsükli lühendamist võib pidada universaalseks strateegiaks kasumlikkuse parandamisel (Jaworski & Czerwonka, 2024).

Deloof (2003) uuris Belgia 1009 ettevõtte paneelandmeid aastatel 1992 kuni 1996, et selgitada rahatsükli komponentide mõju ettevõtte kasumlikkusele. Uuringus kasutati mitmekordset regressioonanalüüsi, kus sõltuvaks muutujaks oli brutokasumi marginaal. Analüüs näitas, et lühem varude konversioonitsükkel, lühem nõuete laekumise periood ja pikem kohustuste tasumise periood olid seotud kõrgema kasumlikkusega. Leiti, et rahatsükli efektiivne juhtimine võimaldab ettevõttel parandada rahavoogude juhtimist ja vähendada vajadust välise rahastuse järele, mis omakorda suurendab kasumlikkust (Deloof, 2003).

Enqvist, Graham ja Nikkinen (2014) analüüsisid 1136 Soome ettevõtet ajavahemikul 1990 kuni 2008, kasutades sõltuvate muutujatena omakapitali tootlust (ROE) ja tegevuse kogutulu (gross operating income, GOI). Lazaridis ja Tryfonidis (2006) viisid sarnase uuringu läbi 131 Ateena börsil noteeritud ettevõtte kohta aastatel 2001 kuni 2004, mõõtes kasumlikkust brutotegevuskasumi põhjal. Mõlemas uuringus rakendati regressioon- ja korrelatsioonanalüüsi ning leiti negatiivne seos rahatsükli ning selle komponentide ja kasumlikkuse vahel (Enqvist et al., 2014; Lazaridis & Tryfonidis, 2006). Tulemused kinnitasid, et lühem rahatsükkel on seotud kõrgema kasumlikkusega.

Lisaks rõhutasid nii Jaworski ja Czerwonka (2024) kui ka Lazaridis ja Tryfonidis (2006), et käibekapitali juhtimist mõjutavad oluliselt väliskeskonna majandustingimused ning tegevusvaldkonna eripärad. Seetõttu peavad ettevõtted olema valmis kohandama oma finantsstrateegiaid, et säilitada likviidsus, parandada operatiivset efektiivsust ning tagada pikaajaline finantsiline vastupidavus (Jaworski & Czerwonka, 2024; Lazaridis & Tryfonidis, 2006). Varasemate uuringute tulemuste kokkuvõtte käibekapitali ja kasumlikkuse seostest on nähtaval tabelis 2.

Tabel 2

Käibekapitali juhtimise ja kasumlikkuse seosed varasemate uuringute põhjal

Seos	Sõltuvad muutujad	Sõltumatud muutujad	Metoodika	Autor
Negatiivne	ROA ja ROIC	CCC, DIO, DPO ja DSO	Korrelatsioon- ja regressioonanalüüs	Boigues (2016)

Negatiivne	ROA, GOP, NOP, ROCE, ROS ja ROE	CCC, DIO, DPO ja DSO	Korrelatsioon- ja regressioonanalüüs	Jaworski ja Czerwonka (2024)
Negatiivne	GOI ja ROA	CCC	Korrelatsioon- ja regressioonanalüüs	Enqvist, Graham ja Nikkinen (2014)
Negatiivne	GOP	CCC	Korrelatsioon- ja regressioonanalüüs	Lazaridis ja Tryfonidis (2006)
Negatiivne	GPM	CCC, DIO, DSO, DPO	Korrelatsioon- ja regressioonanalüüs	Deloof (2003)

Allikas: koostatud autori poolt

Nii jaekaubanduse kui ka teiste sektorite uuringutest on seega ühtlaselt välja tulnud, et käibekapitali komponentide ja kasumlikkuse vahel on negatiivne seos. Seega suurema kasumlikkuse saavutamiseks peavad ettevõtted keskenduma lühemate DIO, DPO ja pikemate DSO näidikuteni jõudmisele. Varasemates uuringutes on pidevalt kasutatud käibekapitali ja kasumlikkuse seoste analüüsiks paneelandmeid ning regressioonanalüüsi. Kasumlikkuse kirjeldamiseks on kõige rohkem rakendatud ROA suhtarvu.

2. Balti riikide e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete käibekapitali juhtimise seos kasumlikkusega.

2.1. Andmed, meetodika ja kirjeldav statistika

Bakalaureusetöö empiirilises osas selgitatakse välja käibekapitali juhtimise seos kasumlikkusega e-kaubanduse ja traditsioonilise jaemüügi ettevõtetes Eestis, Lätis ja Leedus. Saadud põhiantmete põhjal koostatakse kirjeldav ja võrdlev ülevaade, et iseloomustada mõlema sektori ettevõtete finantstulemusi. Traditsiooniliste jaekaubanduse ja e-kaubanduse ettevõtete kasumlikkuse võrdluseks kasutatakse suhtarvu ROA analüüsi. Samuti kirjeldatakse saadud põhiantmetest tulenevaid käibekapitali suhtarvud nagu DIO, CR, QR ja WCT. Eialgu soovis autor kasumlikkuse seost uurida ka CCC ja kõikide selleolevate alamkomponentide seoseid, kuid piiratud andmete tõttu sai analüüsida vaid DIO seost.

Käibekapitali juhtimise ja kasumlikkuse vaheliste seoste tuvastamiseks rakendatakse nii korrelatsiooni- kui regressioonanalüüsi. Analüüs põhineb aastate 2017–2023 paneelandmetel ning regressioonimudelite hindamiseks kasutatakse fikseeritud efektide meetodikat. Empiiriline andmetöötlus viidi läbi tarkvaraga Stata. Mõlemad saadud andmestikud puhastati, winsoriseeriti (st äärmusväärtused asendati vastavate protsentiilide väärtustega, 5. ja 95. protsentiilil) ning vajadusel ka transformeeriti. Ülevaade andmestiku struktuurist on esitatud tabelis 3.

Tabel 3

Fikseeritud efektidega regressioonimudelite andmestiku ülevaade

Tunnus	E-kaubanduse ettevõtted	Traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtted
Ettevõtete arv	50	384
Vaatluste arv	350	2688
Ajavahemik	2017–2023	2017–2023
Paneeli tüüp	Tasakaalustatud	Tasakaalustatud

Allikas: Koostatud autori poolt

E-kaubanduse ja traditsiooniliste jaekaubandusettevõtete finantsandmete kogumiseks kasutati Orbis Euroopa andmebaasi. Esmalt sooviti mõlema tegevussektori kohta leida 2016–2023 aastate andmeid järgmiste finantsnäitajate kohta: müügitulu, käibevara, lühiajalised kohustused, käibekapital, varud, varade tootlus (ROA), müüdud kaupade kulu, ostjatelt laekuvad nõuded ning tarnijatele esitatavad võlgnevused. Valitud ajavahemik hõlmab autori meelest olulisi muutusi jaekaubanduse maastikul nagu näiteks e-kaubanduse kiirenenud kasvu ja COVID-19 pandeemia mõju. Lisaks parandab pikema perioodi kaasamine analüüsi usaldusväärsust, aidates siluda lühiajalisi kõikumisi ja hõlmates laiemat perspektiivi, mis omakorda suurendab järelduste usaldusväärsust käibekapitali juhtimise ja kasumlikkuse vaheliste seoste kohta. Mõlema valimi puhul võeti kõik andmed tuhandetes eurodes, välja arvatud ROA kuna see oli juba Orbis Euroopa andmebaasi poolt arvutatud protsendiline suhtarv.

Traditsioonilise jaekaubandusega tegelevate ettevõtete valimisel muudeti eelnevas protsessis vaid NACE Rev. 2 põhitegevusala koodi, ülejäänud piirangud jäid samaks. Valitud NACE koodid ja nende tähendused olid järgmised:

- 471 – Jaemüük spetsialiseerumata kauplustes
- 472 – Toiduainete, jookide ja tubakatoode jaemüük spetsialiseeritud kauplustes
- 473 – Mootorkütuse jaemüük spetsialiseeritud kauplustes
- 474 – Info- ja sideseadmete jaemüük spetsialiseeritud kauplustes
- 475 – Muude majapidamisseadmete jaemüük spetsialiseeritud kauplustes
- 476 – Kultuuri- ja vabaajakaupade jaemüük spetsialiseeritud kauplustes
- 477 – Muude kaupade jaemüük spetsialiseeritud kauplustes
- 478 – Jaemüük kioskites ja turgudel

Kokku identifitseeriti 2 294 traditsioonilise jaekaubandusega tegelevat ettevõtet. Ka nende puhul ei olnud võimalik hankida andmeid ostjate nõuete ja tarnijate võlgnevuste kohta. Sarnaselt e-kaubanduse ettevõtetega jäeti lõppvalimisse ainult need ettevõtted, millel esines täielik andmestik ülejäänud finantsnäitajate osas aastatel 2016–2023. Lõplik valim traditsioonilise jaekaubandusega tegelevate ettevõtete kohta hõlmas 384 ettevõtet.

Orbis Euroopa andmete põhjal arvatati iga saadud näitaja aastakeskmised väärtused, et anda ülevaade e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete esialgsetest tulemustest. Allpool olevates tabelites on näidatud e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubandusega tegelevate ettevõtete mõõdikute keskmised tulemused aastatel 2016-2023.

Tabel 4

Balti riikide e-kaubanduse ettevõtete valimi keskmised finantsnäitajad aastatel 2016-2023

Finantsnäitaja (th EUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Müügitulu	1677	1975	2238	2546	3319	3993	4615	4453
Müüdud kaupade kulu	1179	1447	1585	1880	2414	2866	3323	3371
Käibevarad	630	664	760	795	947	1149	1541	1651
Varud	306	371	439	428	482	673	896	815
Lühiajalised kohustused	264	302	370	433	463	552	708	704
Käibekapital	377	428	508	488	512	712	955	886

Allikas: Koostatud autori poolt Orbis Euroopa andmebaasist saadud andmete põhjal

Tabel 5

Balti riikide traditsioonilise jaekaubandusega tegelevate ettevõtete valimi keskmised finantsnäitajad aastatel 2016-2023

Finantsnäitaja (th EUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Müügitulu	10658	11980	10722	13178	12199	12001	12633	14215
Müüdüd kaupade kulu	6539	5355	6614	8967	8574	10416	12528	12210
Käibevarad	2773	2443	2355	2255	2083	1946	1760	1669
Varud	1026	1168	1331	1450	1393	1436	2113	1754
Lühiajalised kohustused	2515	1458	1853	1426	2145	2339	2054	2736
Käibekapital	707	514	712	478	365	584	534	706

Allikas: Koostatud autori poolt Orbis Euroopa andmebaasist saadud andmete põhjal

Tabelite põhjal on aastatel 2016 kuni 2023 Balti riikide e-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete finantsnäitajad kujunenud erinevalt. E-kaubanduse ettevõtted on selle perioodi jooksul näidanud järjepidevat kasvu. Keskmine müügitulu on suurenenud igal aastal, alustades umbes 1.68 miljonist eurost 2016. aastal ja jõudes 2022. aastaks tipptasemeni 4.62 miljonit eurot. 2023. aastal toimus väike langus 4.45 miljoni euroni, kuid üldine trend on siiski senini olnud kasvav. See viitab sellele, et e-kaubandus on muutunud populaarsemaks ja ettevõtted on suutnud oma turupositsiooni tugevdada. Langus viimasel aastal võib olla seotud kas konkurentsi tihenemise, turu ajutise küllastumise või majanduskeskkonna ebastabiilsusega. Ka müüdüd kaupade kulu keskmised kasvasid sarnaselt müügituluga e-kaubandus ettevõtetes. Kui 2016. aastal oli see umbes 1.18 miljonit eurot, siis 2023. aastaks oli see tõusnud 3.37 miljonini. See tähendab, et kuigi ettevõtted müüsid rohkem, kasvasid ka nende kulud, mis võib viidata sellele, et kasumlikkus ei paranenud oluliselt.

Traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete keskmine müügitulu kasvas samuti, kuid aeglasemalt ja ebahütlasemalt. Kui 2016. aastal oli see 10.66 miljonit eurot, siis 2023. aastaks ulatus see 14.22 miljonini. Vahepealsetel aastatel esines siiski langusi, näiteks 2018. aastal vähenes müügitulu võrreldes eelneva aastaga. Müüdüd kaupade kulu keskmised suurenesid samal perioodil märkimisväärselt, kasvades 6.54 miljonilt 12.21 miljonini, ning ületasid

mitmel aastal müügitulu kasvu. See viitab survele kasumlikkusele ning vajadusele parandada kulude juhtimist. Likviidsusnäitajad nagu keskmised käibevarad ja lühiajalised kohustused, arenesid sektorites erinevalt. E-kaubanduse ettevõtetele kasvas käibevara stabiilselt, ulatudes 630 tuhandelt eurolt 2016. aastal enam kui 1.6 miljoni euroni 2023. aastaks. Lühiajalised kohustused suurenesid aeglasemas tempos, mistõttu suutis sektor säilitada tugeva finantsseisu. Keskmise käibekapitali kasvas 377 tuhandelt 886 tuhandeni, viidates võimele katta lühiajalisi kohustusi ilma liigselt riskimata. Traditsioonilises jaekaubanduses liikus käibevara vastupidises suunas, langedes 2.77 miljonilt 1.67 miljonini. Samal ajal kasvasid lühiajalised kohustused 2.52 miljonilt 2.74 miljonini, mis viitab võimalikule likviidsusriskile ja vajadusele kohandada finantsstruktuuri. Käibekapital küll säilis positiivsena, kuid kõikus aastate lõikes ja ei näidanud selget kasvutrendi, jäädes 2023. aastal samale tasemele kui 2016. aastal.

Kokkuvõttes on e-kaubanduse ettevõtted suutnud kasvatada oma müügitulu ja varasid stabiilselt ja tasakaalustatumalt. Traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtetele on küll suuremad mahud, kuid kulude kiirem kasv ja langev likviidsus osutavad vajadusele strateegilisteks muudatusteks ning tugevamaks finantsjuhtimiseks. E-kaubandus liigub jätkusuutlikuma kasvu suunas, samas kui traditsiooniline jaekaubandus peab kohanema muutuva majanduskeskkonnaga.

2.2. Kasumlikkuse ja käibekapitali suhtarve kirjeldav statistika

Tabel 6 annab ülevaate analüüsis kasutatud finantsnäitajate peamisest kirjeldavast statistikast. Selle kohaselt oli e-kaubanduse ettevõtete keskmine ROA 14.04% ning traditsioonilistes jaekaubandusettevõtetes oli see 8.54%, mis näitab, et traditsiooniliste jaemüügi ettevõtete kasumlikkus on mõõdetuna ROA näitaja alusel erinev ja madalam e-kaubanduse jaemüügi ettevõtete kasumlikkusest. E-kaubanduse ettevõtted hoidsid laovarasid keskmiselt 80 päeva, võrreldes traditsioonilise jaekaubanduse 348 päevaga, mis viitab kiiremale varude ringlusele e-kaubanduses. Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja oli e-kaubanduses keskmiselt 3.68 ja traditsioonilises jaemüügis 4.56. Sarnast tulemust järgib ka saadud maksevõime kordaja keskmine. Käibekapitali käibekordaja keskmine oli oluliselt suurem traditsioonilises jaemüügis (14.61) võrreldes e-kaubandusega (6.46), viidates kapitali intensiivsemale kasutamisele. Ettevõtte suurust, mida mõõdeti logaritmitud müügiuluna, oli e-kaubanduse ettevõtetes keskmiselt 7.45 ja traditsioonilises jaemüügis 7.35. Alljärgnevad kirjeldavad statistikud põhinevad winsoriseeritud andmetel, kus ekstreemsed väärtused väljaspool 5. ja 95. protsentiili on kohandatud, et vähendada äärmuslike väärtuste mõju.

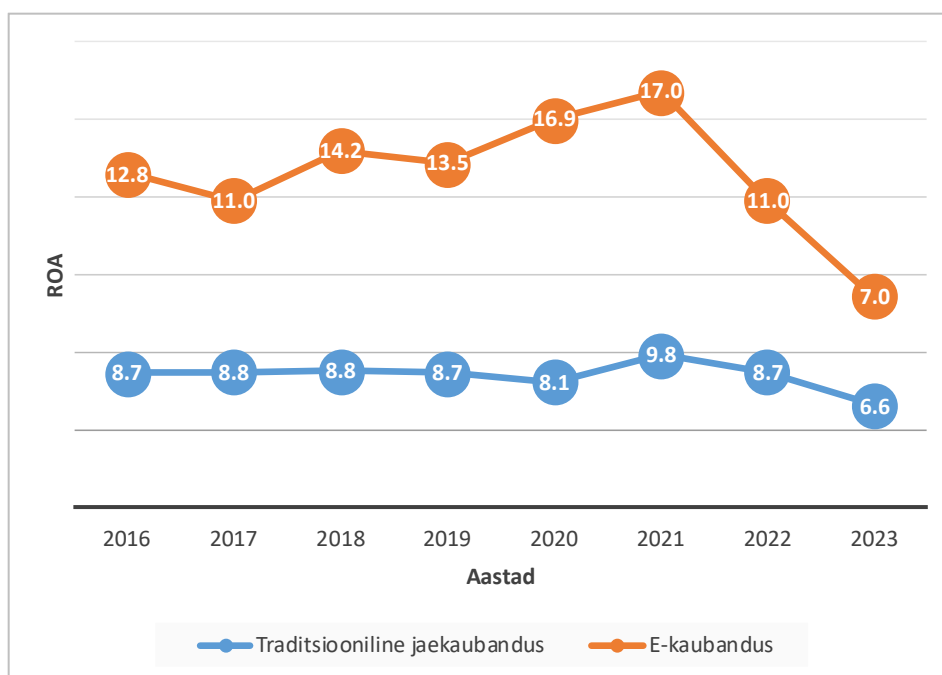
Tabel 6

Kirjeldavate finantsnäitajate koondtabel sektorite lõikes

Muutuja	Sektor	Keskmine	Std. hälve	Min	Maks
ROA (%)	E-kaubandus	14.04	18.44	-24.49	52.31
	Traditsiooniline jaemüük	8.54	10.13	-8.71	32.14
DIO(päevades)	E-kaubandus	80.32	24.45	29.57	121.02
	Traditsiooniline jaemüük	348	521	9	1966
CR	E-kaubandus	3.68	3.26	0.80	13.75
	Traditsiooniline jaemüük	4.56	5.83	0.75	23.49
QR	E-kaubandus	1.63	1.49	0.17	6.08
	Traditsiooniline jaemüük	1.39	3.87	-6.43	11.87
WCT	E-kaubandus	6.46	10.35	-20.03	29.89
	Traditsiooniline jaemüük	14.61	31.81	-26.62	117.88
ln(Müügitulu)	E-kaubandus	7.45	1.16	2.32	10.40
	Traditsiooniline jaemüük	7.36	1.83	0.51	13.76

Allikas: Koostatud autori poolt kasutades STATA tarkvara

E-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ROA analüüs perioodil 2016 kuni 2023 toob esile veelgi selgemad erinevused nende sektorite tulemuslikkuses ja stabiilsuses. Traditsiooniline jaekaubandus näitas analüüsitud perioodil suhteliselt stabiilseid ROA väärtusi. Kahe sektori ROA keskmiste väärtuste võrdlus on välja toodud joonisel (3)



Joonis 3. E-kaubanduse ja traditsioonilise jaekaubanduse ROA keskmiste tulemuste võrdlus ajavahemikus 2016-2023

Allikas: Koostatud autori poolt Orbis Euroopa andmebaasist saadud andmete põhjal

Aastal 2016 oli traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete keskmine ROA ligikaudu 8.68% ning see püsis sarnasel tasemel kuni 2019. aastani. Aastal 2020 toimus mõõdukas langus, mis võib olla seotud COVID-19 pandeemia mõjuga. Aastal 2021 järgnes taastumine, mil ROA tõusis 9.84%, kuid seejärel langes näitaja uuesti. Aastal 2023. langes see veelgi, jõudes tasemele 6.59%. E-kaubandus seevastu näitas kogu perioodi jooksul kõrgemaid ROA väärtusi, mis viitab suuremale varade kasutamise tõhususele. Aastal 2016 oli ROA 12.81% ning järgnevatel aastatel olid väärtused muutlikumad. Aastal 2021 saavutati kõrgeim ROA tulemus 16.96%, mis võib peegeldada e-kaubanduse buumi pandeemia ajal. Seejärel järgnes märgatav langus. ROA kahanes 2022. aastal 11.03% ning 2023. aastaks 7%. Selline langus võib viidata turu küllastumisele või suurenenud konkurentsile.

Võrreldes mõlemat sektorit, oli e-kaubanduse ROA kuni aastani 2023 järjepidevalt kõrgem kui traditsioonilises jaekaubanduses. Traditsiooniline jaekaubandus pakkus stabiilsemaid, kuid madalamaid tootlusnäitajaid, samal ajal kui e-kaubandus näitas suuremat volatiilsust ja kõrgemaid tipp tulemusi. Aastal 2023 toimus sektorite näitajates lähenemine, kus ROA väärtused koondusid vahemikku 6.6 kuni 7%, mis võib viidata e-kaubanduse kasvu normaliseerumisele pärast pandeemiast tingitud tõusu. ROA perioodiline analüüs kinnitas

	0.719	0.273	0.000	0.000		
ln(Müügitulu)	0.09	-0.05	-0.023	-0.022	0.025	1
	0.646	0.005	0.234	0.264	0.201	

Allikas: Koostatud autori poolt kasutades STATA tarkvara

Tabel 8

E-kaubandus ettevõtete suhtarvude korrelatsioon

	ROA	DIO	CR	QR	WCT	ln(Müük)
ROA	1					
DIO	-0.114*	1				
	0.034					
CR	0.251*	-0.066	1			
	0.000	0.216				
QR	0.258*	-0.186*	0.764*	1		
	0.000	0.001	0.000			
WCT	0.086	0.060	-0.164*	-0.104	1	
	0.108	0.267	0.002	0.053		
ln	0.014	-0.052	-0.172*	-0.112*	0.012	1
(Müügitulu)	0.796	0.332	0.001	0.037	0.825	

Allikas: Koostatud autori poolt kasutades STATA tarkvara

2.3. Regressionanalüüsi tulemused

Käibekapitali juhtimise näitajate seose hindamiseks kasumlikkusele nii e-kaubanduse kui ka traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtetes kasutati fikseeritud efektidega paneel regressioonimudelit. Mudeli usaldusvääruse tagamiseks kasutati robustseid standardvigu. Täpsemalt klasterdati standardvead ettevõtte tasandil, mille abil välditakse heteroskedastiivsust ja autokorrelatsiooni. Regressioonimudel sisaldab ühte sõltuvat ja viit sõltumatut muutujat. Sõltuv muutuja on ROA, mis näitab ettevõtte kasumlikkust. Sõltumatud muutujad on DIO, CR, QR, WCT ja ln(müügitulu), viimane on ettevõtte suurus peegeldav müügitulu naturaallogaritm. Valitud muutujate abil sooviti analüüsida erinevaid seoseid käibekapitali juhtimise ja kasumlikkusega. Aastapõhise ja ettevõttepõhise varieeruvuse mõju kontrollimiseks on mudelisse kaasatud ka aasta- ja ettevõtte spetsiifilised fikseeritud efektid (δ_i ja α_i). Kasutatud regressioonimudel on nähtaval valemis 9.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIO_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 QR_{it} + \beta_4 WCT_{it} + \beta_5 \ln(\text{Sales})_{it} + \delta t + \alpha_i + \epsilon_{it} \quad (9)$$

kus:

- t : tähistab aastat
- i : tähistab ettevõtet
- ROA_{it} : varade tootlus ettevõtte i jaoks aastal t
- DIO_{it} : Varude konversioonitsükkel ettevõtte i jaoks aastal t
- CR_{it} : Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja ettevõtte i jaoks aastal t
- QR_{it} : Maksevõime kordaja ettevõtte i jaoks aastal t
- WCT_{it} : Käibekapitali käibekordaja ettevõtte i jaoks aastal t
- $\ln(\text{Sales})_{it}$: Ettevõtte müügitulu naturaallõgaritm ettevõtte i jaoks aastal t
- δt : Aasta spetsiifilised (ajaliselt fikseeritud) efektid
- α_i : Ettevõtte spetsiifilised (individuaalsed fikseeritud) efektid
- ϵ_{it} : Viga (jääkmõju)

Esialgne regressioonanalüüs viidi läbi traditsiooniliste jaemüügi ettevõtete laiema valimi põhjal, kasutades NACE 2 koodi 471 - 478. Nende NACE 2 koodide tähendused on kirjeldatud ülalpool peatükis. Selle valimi põhjal saadud regressioonimudeli tulemusena osutus statistiliselt oluliseks ainult müügitulu logaritm, millel oli positiivne seos ROA-ga. Selle kordaja väärtus oli 0.558 ja p-väärtus alla 0.001, mis viitab sellele, et suuremad ettevõtted kipuvad olema kasumlikumad. Teised seletavad muutujad, nagu DIO, CR, QR ja WCT, ei osutunud oluliseks. Mudeli selgitusvõime oli madal (R -ruut = 0.0246), viidates sellele, et see lai ja mitmekesine valim ei olnud optimaalne. Üheks võimalikuks põhjuseks nende nõrkade tulemuste taga võib olla valimisse kuuluvate ettevõtete tegevusvaldkondade suur varieeruvus. Kütusemüüjad, toidu ja tubaka müüjad võivad erineda näiteks kodutehnika- või elektroonikakauplustest nii varude kui ka kapitali juhtimise poolest, mis omakorda võib hägustada võimalikke seoseid käibekapitali juhtimise ja kasumlikkuse vahel. Et seda probleemi leevendada, täpsustati valimit, jättes alles vaid need NACE 2 koodid, mis on struktuurselt paremini võrreldavad e-kaubanduse ettevõtetega.

Täpsemalt hõlmab uus valim järgmisi tegevusalasid: muu jaekaubandus spetsialiseerumata kauplustes (4719), kodumasinade ja mööbli jaemüük spetsialiseeritud kauplustes (4759) ning muu spetsialiseeritud jaekaubandus (4778). Uus traditsioonilisi jaekaubanduse ettevõtteid iseloomustav valim koosnes 118 ettevõttest ning andis kokku 708 vaatlust. Uue valimi põhjal läbi viidud regressioonanalüüsid andsid märgatavalt tugevamaid ja tõlgendatavamaid tulemusi. Samuti paranes ka tulemuste võrreldavus traditsioonilise ja e-

kaubanduse sektori vahel. Mõlema valimi põhjal saadud regressioonanalüüsi tulemused on näidatud tabelis 9.

Tabel 9

Fikseeritud efektidega regressioonimudelite tulemused

Muutuja	E-kaubanduse koefitsient (p-väärtus)	Traditsioonilise jaekaubanduse koefitsient (p-väärtus)
DIO	0.2489 (0.065)	0.0003 (0.641)
CR	1.0103 (0.047)*	0.1435 (0.036)*
QR	1.6099 (0.285)	-0.0182 (0.873)
WCT	-0.0562 (0.615)	-0.0051 (0.566)
ln(Müügitulu)	7.9828 (0.000)*	0.6342 (0.012)*
Aasta 2023	-13.0414 (0.000)	-4.2776 (0.000)

Allikas: Koostatud autori poolt kasutades STATA tarkvara

Traditsiooniliste jaemüügi ettevõtete puhul tuvastas analüüs statistiliselt olulise positiivse seose CR ja ROA vahel, milles ilmnes koefitsiendi väärtuseks 0.1435 ($p = 0.036$). See viitab sellele, et suurem likviidsus on traditsiooniliste jaemüügi ettevõtete puhul seotud kõrgema kasumlikkusega. Samuti näitas ettevõtte suurus mõõdetuna müügitulu naturaallogaritmiga, olulist ja positiivset mõju ROA-le ($\beta = 0.6342$, $p = 0.012$), mis viitab seosele, et suuremad ettevõtted on üldiselt kasumlikumad. Muud käibekapitali näitajad nagu DIO, QR ja WCT, ei osutunud statistiliselt oluliseks. E-kaubanduse ettevõtetel ilmnes seevastu tugevam sõltuvus ettevõtte suurusest. Müügitulu logaritmi koefitsient oli märkimisväärselt suurem ($\beta = 7.9828$, $p < 0.001$). Lisaks jäi CR oluliseks ROA prognoosijaks ($\beta = 1.0103$, $p = 0.047$), mis on kooskõlas ka traditsioonilise jaemüügi sektori leidudega ja kinnitab likviidsuse tähtsust mõlemas sektoris. Huvitaval kombel näitas DIO positiivset, kuid väga nõrka statistilist olulisust kasumlikkuse suhtes ($\beta = 0.2489$, $p = 0.065$), mis võib viidata sellele, et varude pikem hoidmine võib teatud juhtudel olla kasulik, näiteks väiksemate laokulude või erinevate müügi mudelite tõttu e-kaubanduse kontekstis. QR, WCT ja enamik aasta mõjusid ei olnud kummaski sektoris statistiliselt olulised. Siiski viitas e-kaubanduse ettevõtete puhul negatiivne ja statistiliselt oluline koefitsient aasta 2023 puhul ($\beta = -13.0414$,

$p = 0.000$) märkimisväärsele kasumlikkuse langusele, mis võib olla tingitud makromajanduslikest pingetest või sektorispetsiifilistest häiretest.

Mõlema mudeli statistiline olulisus on kinnitatud nende vastavate F-statistikute põhjal. E-kaubanduse mudeli puhul oli see 5.55 ja traditsioonilise jaekaubanduse mudeli puhul 5.95, vastavate p -väärtustega alla 0.01. Need tulemused viitavad sellele, et kõigi mudelis kasutatud sõltumatute muutujate koosmõju on statistiliselt oluline ROA varieeruvuse seletamisel. Seletusvõime osas selgus, et traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete fikseeritud efektidega regressioonimudel suutis selgitada ligikaudu 7% sektori sisesest kasumlikkuse varieeruvusest (R -ruut väärtus 0.0696). E-kaubanduse ettevõtete puhul oli vastav väärtus märkimisväärselt kõrgem, ulatudes 0.2088-ni, mis tähendab, et mudel selgitas rohkem kui 20% kasumlikkuse varieeruvusest. See omakorda viitab sellele, et valitud käibekapitali juhtimise näitajad ja kontrollmuutujad omasid e-kaubanduse puhul suuremat seletavat tähendust. E-kaubanduse mudeli parem sobivus rõhutab, et selle sektori kasumlikkus on tugevamalt seotud likviidsuse ja ettevõtte suurusega võrreldes traditsioonilise jaekaubandusega, kus seletavad muutujad haaravad väiksema osa tulemuste varieeruvusest.

Et paremini hinnata käibekapitali juhtimise näitajate seost ettevõtte kasumlikkusele, viidi läbi täiendav fikseeritud efektidega regressioonimudel, kus sõltumatud muutujad olid viitajaga ühe aasta võrra. Selline mudel eeldab, et käibekapitali puudutavad otsused ei pruugi mõjutada ettevõtte finantstulemusi koheselt, vaid nende mõju võib avalduda alles järgmisel aruandeperioodil. Kasutatud viitajaga regressioonimudel on nähtaval valemis 10.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 L1_DIO_{it} + \beta_2 L1_CR_{it} + \beta_3 L1_QR_{it} + \beta_4 L1_WCT_{it} + \beta_5 \ln(\text{Sales})_{it} + \delta t + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

kus:

- t : tähistab aastat
- i : tähistab ettevõtet
- ROA_{it} : varade tootlus ettevõtte i jaoks aastal t
- DIO_{it} : Varude konversioonitsükkel ettevõtte i jaoks aastal $t-1$
- $L1_CR_{it}$: Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja ettevõtte i jaoks aastal $t-1$
- $L1_QR_{it}$: Maksevõime kordaja ettevõtte i jaoks aastal $t-1$
- $L1_WCT_{it}$: Käibekapitali käibekordaja ettevõtte i jaoks aastal $t-1$
- $L1_ln(\text{Sales})_{it}$: Ettevõtte müügitulu naturaallogaritm ettevõtte i jaoks aastal $t-1$
- δt : Aasta spetsiifilised (ajaliselt fikseeritud) efektid
- α_i : Ettevõtte spetsiifilised (individuaalsed fikseeritud) efektid

- eit: Viga (jääkmõju)

Traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete puhul osutus viitajaga mudel statistiliselt oluliseks, mida näitab saadud F-statistika väärtus 6.87 ja sellega kaasnev p-väärtus alla 0.0000. Mudeli seletusjõud (R-ruut väärtus) oli 0.082, mis tähendab, et ligikaudu 8.2% ROA muutlikkusest ettevõtete löikes ajas on seletatav kaasatud muutujatega. E-kaubanduse ettevõtete puhul oli samuti viitajaga mudel statistiliselt oluline ($F = 5.79$, $p < 0.01$) ning R-ruut väärtuseks oli 0.1456, viidates sellele, et umbes 14.7% ROA varieeruvusest ajas on seletatav mudelis kasutatud muutujatega. Traditsioonilise jaekaubanduse ja e-kaubanduse ettevõtete põhjal saadud viitega regressioonanalüüsi tulemused on näidatud tabelis 10.

Tabel 10

Ühe aastase viitajaga fikseeritud efektidega regressioonimudelite tulemused

Muutuja	E-kaubanduse koefitsient (p-väärtus)	Traditsioonilise jaekaubanduse koefitsient (p-väärtus)
DIO	0.189 (0.355)	-0.0004 (0.581)
CR	-0.618 (0.470)	0.051 (0.584)
QR	0.476 (0.806)	0.104 (0.497)
WCT	-0.142 (0.234)	0.019 (0.017)*
ln(Müügitulu)	9.005 (0.001)*	0.540 (0.039)*
Aasta 2023	-14.007 (0.000)*	-4.427 (0.000)*

Allikas: Koostatud autori poolt kasutades STATA tarkvara

E-kaubanduse ettevõtete puhul osutus statistiliselt oluliseks ja positiivse mõjuga muutujaks vaid ettevõtte suurus ($\beta = 9.0054$, $p = 0.001$). See kinnitab eelnevast regressioonimudelist saadud tulemusi, mille kohaselt on suuremad e-kaubanduse ettevõtted keskmiselt kasumlikumad. Kõik ülejäänud viitajaga käibekapitali näitajad nagu DIO, CR, QR ja WCT, ei osutunud statistiliselt oluliseks, viidates sellele, et nende mõju võib olla keerulisem või ka kaudsem. Traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtetes osutus statistiliselt oluliseks WCT aastase viitega ($\beta = 0.019$, $p = 0.017$), mis näitab, et eelneval perioodil efektiivne kapitali kasutus võib suurendada ettevõtte kasumlikkust järgmisel aastal. Samuti säilitas ettevõtte suurus oma tugeva ja positiivse mõju ROA-le ($\beta = 0.5499$, $p = 0.039$), olles

kooskõlas eelnevate mudelite tulemustega. Teised viitajaga muutujad nagu DIO, CR ja QR ei osutunud statistiliselt oluliseks.

Kokkuvõttes kinnitab viitajaga mudel, et ettevõtte suurus on jätkuvalt keskne tegur kasumlikkuse määramisel mõlemas sektoris. Lisaks tõstab traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete puhul esile viitajaga WCT, mis võib osutada strateegiliselt oluliseks pikaajaliseks kasumlikkuse mõjutajaks.

Multikollineaarsuse võimalike probleemide tuvastamiseks uuriti iga regressioonimudeli puhul dispersiooni inflatsioonitegurite (VIF) tulemusi. VIF väärtus üle 10 viitab tavaliselt tõsisele multikollineaarsusele. Väärtused vahemikus 1 - 5 osutavad madalale kuni mõõdukale korrelatsioonile muutujate vahel. Igas regressioonimudelid jäid kõik VIF väärtused alla 3 piiri, mis viitab sellele, et multikollineaarsus ei ole probleemiks. Saadud tulemused kinnitavad, et sõltumatute muutujate vahel ei ole multikollineaarsuse tõttu tulemused moonutatud. Likviidsusnäitajate ilmnemine küll kõige kõrgemad VIF väärtused, kuid nende vaheline korrelatsioon on ootuspärane ning nende saadud tulemused jäid siiski aktsepteeritavatesse piiridesse.

Samuti kontrolliti iga regressioonimudeli puhul Hausman testiga üle ka fikseeritud efektide kasutamise sobivus. Kõikide regressioonimudelite puhul saadi Hausmani p-väärtused väiksemad kui 0.05, millest tulenevalt oli fikseeritud efektide kasutamine eelistatum juhuslike efektide üle.

2.4. Järeldused

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk oli uurida käibekapitali juhtimise ja kasumlikkuse vahelist seost Balti riikide e-kaubanduse ja traditsioonilise jaemüügi ettevõtetes. Kasumlikkust mõõdeti varade tootluse (ROA) kaudu ning käibekapitali juhtimist analüüsiti erinevate suhtarvude abil, sealhulgas varude konversioonitsükkel (DIO), lühiajaliste kohustuste kattekordaja (CR), maksevõime kordaja (QR) ja käibekapitali käibekordaja (WCT). Töö keskendus lisaks seoste tuvastamisele ka erinevuste esiletoomisele kahe sektori vahel, võttes arvesse nende tegevusmudelite spetsiifikat.

Nii kasumlikkust kirjeldava statistika kui ka empiirilisesest analüüsist saadu kinnitas, et e-kaubanduse ettevõtetel oli keskmine ROA kõrgem kui traditsioonilistel jaemüüjatel. See on kooskõlas teoreetilise käsitlusega, mille kohaselt digitaalsetel ettevõtetel on sageli madalamad püsikulud ja efektiivsem varade kasutus (Duguleană et al., 2024; Keskinen, 2015). Samas ei kinnitanud regressioonanalüüs täielikult varasemates teadusuuringutes leitud tulemusi, mille järgi lühemad rahatsüklid ja tõhusam käibekapitali juhtimine toovad otseselt

kaasa kõrgema kasumlikkuse. Näiteks uuringutes Deloof (2003), Enqvist jt (2014) ja Jaworski ja Czerwonka (2024) leiti, et raha konversioonitsükli lühendamine suurendab selgelt ettevõtete kasumlikkust. Käesoleva töö tulemused Balti kontekstis seda väidet siiski otseselt ei kinnitanud.

Traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtete puhul eeldati, et kasumlikkus kasvab koos efektiivsema varude juhtimise ja suurema käibekapitali käibekordajaga. Regressioonanalüüsist selgus aga, et kasumlikkusega olid statistiliselt olulisel määral seotud hoopis ettevõtte suurus ja CR näitaja ning DIO ja WCT seosed ei osutunud oluliseks. See viitab sellele, et traditsioonilises jaekaubanduses on likviidsuse säilitamine ja ulatuslikum tegevusbaas olulisemad tegurid kui puhtalt lühiajalise kapitali kasutuse tõhusus. WCT seos kasumlikkusele ilmnes üksnes viitava viivitusega, mis tähendab, et selle positiivne mõju võib avalduda alles pikema aja jooksul. DIO ebaolulisus erineb mitmetest varasematest töödest, kus rõhutati kiiremat varude ringlust kui kasumlikkuse suurendamise tegurit.

E-kaubanduse ettevõtetes osutus olulisemaks teguriks ettevõtte suurus, mis viitab sellele, et kasumlikkus on seotud eelkõige kasvupotentsiaal ja turuosa suurendamisega. Väga nõrgalt ja positiivselt oli DIO seotud ROA-ga, mis erineb levinud käsitlusest, mille järgi varude aeglasem ringlus viitab ebatõhusale juhtimisele. Huvitaval kombel leidis ka CR ja ROA vahel positiivne seos. Käibekapitali käibekordaja mõju e-kaubanduses ei osutunud oluliseks, mis rõhutab veel kord, et traditsiooniliste finantsnäitajate mõju on selles sektoris piiratud. Tulemused võivad osutada sellele, et e-kaubanduse ärimudelites aitavad suuremad varud ja likviidsus paremini täita klientide ootusi ja tegutseda paindlikult, mis suurendab kasumit.

Saadud tulemused seavad kahtluse alla mitmete klassikaliste finantsjuhtimise teooriate üldistamisvõimaluse, eriti nende rakendamisel Balti riikide majandus- ja ettevõtluskeskkonnas. Ehkki rahatsükli lühendamise positiivne mõju kasumlikkusele on rahvusvahelistes uuringutes selgelt esile toodud, viitavad käesoleva uuringu tulemused sellele, et nimetatud seos ei pruugi olla kõikjal üheselt rakendatav. E-kaubanduse kontekstis osutavad määravad seosed hoopiski kasvu ja tegevusmahu laiendamisele, samas kui traditsiooniliste jaemüügi ettevõtete puhul seatakse esikohale stabiilsus ja likviidsus, mitte kapitali kasutamise maksimaalne efektiivsus.

Traditsioonilised jaemüügi ettevõtted ei peaks keskenduma üksnes käibekapitali efektiivsuse parandamisele lootuses saavutada kiiret kasumlikkuse kasvu. Tähelepanu tuleks eeskätt suunata piisava likviidsuse tagamisele ning tasakaalustatud ja mõõdukale laienemisele. Kuigi ka WCT võib omada osalist pikaajalist mõju, ei ilmunud selle seost

kasumlikkusele lühiajaliselt. E-kaubanduse ettevõtetele on soovitatav säilitada keskendumine kasvule, kuna sellel on käesoleva analüüsi põhjal tugevaim seos kasumlikkusega. Samal ajal tuleb küll tagada likviidsuse säilimine, kuid klassikalised käibekapitali juhtimise suhtarvud nagu DIO või WCT ei näi olevat kasumlikkuse suurenemisega määravalt seotud.

Töö tulemused avavad ka uusi uurimissuundi. Käesoleva analüüsi üheks piiranguks oli andmete puudulikkus nõuete ja kohustuste kohta, mistõttu täieliku raha konversioonitsükli mõju ei olnud võimalik hinnata. Tulevased uuringud võiksid kaasata kõik CCC komponendid ja uurida nende mõju erineva suurusega ettevõtetes või regiooniti. Täiendav võrdlus teiste väiksemate või arenevate turgudega aitaks samuti selgitada, kas Balti riikides ilmnenud mustrid on universaalsed või pigem lokaalse majanduskeskkonna tulemus.

Kokkuvõte

Käesoleva bakalaureusetööga uuriti käibekapitali juhtimise seoseid kasumlikkusega Balti riikide e-kaubanduse ja traditsioonilise jaemüügi ettevõtete näitel. Teoreetilises raamistikus kasumlikkuse mõiste ning selle mõõtmiseks kasutatavad suhtarvud, sealhulgas puhaskasumi marginaal (NPM), varade tootlus (ROA) ja omakapitali tootlus (ROE). Kasumlikkuse hindamisel keskenduti eelkõige ROA-le, kuna see võimaldab võrrelda erineva kapitalistruktuuriga ettevõtteid. Töö teoreetilises osas iseloomustati ka e-kaubanduse ja traditsioonilise jaemüügi ettevõtete eripärasid kasumlikkuse kontekstis ning leiti, et e-kaubanduse ettevõtted suudavat saavutada suuremaid ROA tulemusi võrreldes traditsioonilise jaekaubanduse ettevõtetega.

Lisaks käsitleti käibekapitali komponente ning selle juhtimise hindamiseks kasutatavaid suhtarve: käibekapitali käibekordaja (WCT), maksevõime kordaja (CR), lühiajaliste kohustuste kattekordaja (QR), raha konversioonitsükkel (CCC) ning selle alamkomponente, milleks on varude konversioonitsükkel (DIO), nõuete laekumise periood (DSO) ja kohustuste tasumise periood (DPO). Töö käigus selgitati välja, et traditsioonilised jaemüügi ettevõtted kasutavad suuremahulist käibekapitali tulenevalt suurematest varudest ja pikematest makseperioodidest, mis pikendab nende raha konversioonitsükli. Seevastu e-kaubanduse ettevõtetel võimaldab paindlik ärimudel hoida raha konversioonitsükli lühemana ja käibekapitali mahtu väiksemana.

Varasemate uuringute analüüs näitas, et lühem raha konversioonitsükkel on üldjuhul seotud kõrgema kasumlikkusega, mida toetab tõhusam varude haldamine, kiirem nõuete laekumine ja efektiivne kohustuste juhtimine. Need järeldused löid aluse empiiriliseks

analüüsiks, kus kasutati fikseeritud efektidega regressioonimudelit, et hinnata käibekapitali juhtimise suhtarvude mõju ROA-le kahe sektori lõikes.

Empiirilises osas analüüsiti andmeid 50 e-kaubandusettevõttelt ja 384 traditsioonilise jaemüügi ettevõttelt Eestis, Lätis ja Leedus perioodil 2017 kuni 2023. Analüüsi tulemusel selgus, et e-kaubanduse ettevõtetel oli keskmiselt kõrgem ROA (14.04 %) võrreldes traditsiooniliste jaemüüjatega (8.54 %), kuigi nende tulemused olid ajas volatiilsemad. Samuti tuvastati, et e-kaubanduse ettevõtete varude konversioonitsükkel oli oluliselt lühem (keskmiselt 80 päeva) kui traditsioonilises jaemüügis (keskmiselt 348 päeva), mis viitab varade tõhusamale kasutamisele.

Regressioonanalüüsi tulemused näitasid, et traditsioonilise jaemüügi puhul oli ROA positiivselt seotud ettevõtte suuruse ja likviidsusnäitajaga (CR), samas kui varude konversioonitsükkel ja käibekapitali käibekordaja ei näidanud statistiliselt olulist mõju. E-kaubanduse ettevõtetes osutus ettevõtte suurus peamiseks kasumlikkust mõjutavaks teguriks, kuid ka likviidsusnäitaja omas statistiliselt olulist positiivset mõju. Tähelepanuväärne oli, et e-kaubanduse ettevõtetes avaldas varude konversioonitsükkel mõõdukat positiivset mõju, mis võib viidata sellele, et teatav varude maht võib toetada klienditeenindust ja tarnekiirust.

Töö tulemused kinnitavad, et teoorias eeldatav tugev seos käibekapitali juhtimise ja kasumlikkuse vahel ei ole kõikjal üheselt rakendatav ning sõltub sektorispetsiifilistest teguritest. E-kaubanduses on kasumlikkus seotud peamiselt ettevõtte kasvupotentsiaali ja skaleeritavusega, samas kui traditsioonilises jaemüügis mängivad suuremat rolli likviidsus ja pikaajalisem kapitalikasutus. Kokkuvõttes võib järeldada, et käibekapitali juhtimise ja kasumlikkuse vaheline seos Balti riikide ettevõtetes on pigem nõrk ja sõltub oluliselt kontekstist.

Töö põhjal tehakse järgmised soovitusel: traditsioonilistel jaemüügi ettevõtetel tuleks keskenduda käibekapitali efektiivsuse parandamisele ja tugeva likviidsuspositsiooni säilitamisele, samas kui e-kaubanduse ettevõtted peaksid jätkama kasvu- ja müügistrateegiate arendamist. Edasistes uuringutes võiks pöörata tähelepanu raha konversioonitsükli komponentide ja kasumlikkuse täpsematele seostele, samuti sektori sisestele alamsegmentidele ja ettevõtte suuruse mõjule. Lisaks võiks kaaluda kasvu ja jätkusuutlikkuse mõõdikute kaasamist, et pakkuda terviklikumat arusaama finantstulemuslikkuse teguritest.

Viidatud allikad

1. Ahern, D. (2022, september 14). Everything to Know on ROA, with Average ROA by Industry Data. *Investing for Beginners 101*.
<https://investingforbeginners.com/average-roa-by-industry-daah/>
2. Amin, S., & Islam Anisul, M. (2014). Impact of Working Capital Management on Firm's Profitability: Evidence from the Fuel and Power Companies Listed on the Dhaka Stock Exchange. *Journal of Business Studies*, 35(1), 178–199.
3. Anthony, J., Infantino, R., Haas, R., Moore, C., Keene, J., Hughes, J., Khan, A., du Preez, W., Szabo, T., Rogge, J., Maupin, R., & Quails, M. (2024). *Working Capital Roundup: Capital Freedom – Exploration of 2023 Working Capital Trends*. Deloitte Development LLC.
https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/Advisory/rfa_8818769_workingcapitalroundup_2024_v5_050724.pdf
4. Arjun, R. (2024). *Working Capital Turnover Ratio: Overview, Uses, Formula, Calculation, Limitations*. Strike. <https://www.strike.money/fundamental-analysis/working-capital-turnover-ratio>
5. Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332–338.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>
6. Bloomenthal, A. (2024, september 24). *E-commerce Defined: Types, History, and Examples*. Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/e/ecommerce.asp>
7. Boigues, S. (2016). *An Empirical Analysis of Efficiency and Profitability Ratios in the U.S. Retail Industry* [Master's Thesis, Morehead State University].
https://scholarworks.moreheadstate.edu/msu_theses_dissertations/19
8. Clayman, M. R., Fridson, M. S., & Troughton, G. H. (2012). *Corporate Finance: A Practical Approach*. John Wiley & Sons.
9. Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3–4), 573–588.
<https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>
10. Duguleană, C., Duguleană, L., & Deszke, K.-D. (2024). Financial performance and capital structure – an econometric approach for Romanian e-

- commerce companies during the COVID-19 pandemic. *Economic Analysis and Policy*, 83, 786–812. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2024.05.024>
11. Fleming, I. (2022). *Optimization of Financial Performance in E-commerce* [Walden University]. <https://scholarworks.waldenu.edu/dissertations/13354>
 12. Gaur, V., Fisher, M., & Raman, A. (1999). *What Explains Superior Retail Performance?* [Working Paper]. Stern School of Business, New York University. <http://archive.nyu.edu/handle/2451/14632>
 13. Hargrave, M. (2025). *Return on Assets (ROA) Ratio: Formula and „Good“ ROA Defined*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/r/returnonassets.asp>
 14. Hayes, A. (2024a, juuni 25). *Profitability Ratios: What They Are, Common Types, and How Businesses Use Them*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/p/profitabilityratios.asp>
 15. Hayes, A. (2024b, juuli 25). *What Is the Cash Conversion Cycle (CCC)?* Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/c/cashconversioncycle.asp>
 16. Hayes, A. (2025). *Understanding Liquidity Ratios: Types and Their Importance*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/l/liquidityratios.asp>
 17. Hong, S.-J., Farris, M. T., Pohlen, T. L., & Idug, Y. (2023). Exploring the impact of working capital in the U.S. aviation industry for profitability and shareholder value. *Transport Policy*, 144, 90–101. <https://doi.org/10.1016/j.tranpol.2023.10.006>
 18. Jaworski, J., & Czerwonka, L. (2024). Profitability and working capital management: A meta-study in macroeconomic and institutional conditions. *DECISION*, 51(1), 123–145. <https://doi.org/10.1007/s40622-023-00372-x>
 19. Kajal. (2023, august 22). *Managing Working Capital & Liquidity | CFA Level 1. AnalystPrep | CFA® Exam Study Notes*. <https://analystprep.com/cfa-level-1-exam/corporate-issuers/managing-working-capital-and-liquidity/>
 20. Kamada, N. (2024). Lean inventory strategy and fashion retailers' profitability: Exploring the moderating effects of information technology intensity. *Journal of Fashion Marketing and Management: An International Journal*, 29(3), 480–495. <https://doi.org/10.1108/JFMM-05-2024-0194>
 21. Kasozi, J. S. (2018). Capital Structure and The Profitability of Listed Retail Firms. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 10(1), 171–181.

22. Keskinen, A. (2015). *Profitability differences between online and offline retailers—An empirical study on European SMEs* [Master's Thesis]. Lappeenranta University of Technology.
23. Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). *Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange*. <https://papers.ssrn.com/abstract=931591>
24. Mullick, M. A. R. (2023). NAVIGATING FINANCIAL WATERS IN RETAIL – A STUDY OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT AND STRATEGIES. *International Journal of Novel Research and Development (IJNRD)*, 8(8). <https://www.ijnrd.org/papers/IJNRD2308301.pdf>
25. Perkins, B. (2017). *A Brave New World: The Retail Profitability Challenge* (1k 16).
26. Pierzecka, E. C., Sobczak, A., Stasiak, J., Soboń, D., & Stasiak, J. (2022). Development of E-Commerce in Poland and the Baltic States. *EUROPEAN RESEARCH STUDIES JOURNAL*, XXV(Issue 2), 236–246. <https://doi.org/10.35808/ersj/2918>
27. Raamatupidamise Toimkond. (2017). *RTJ 2 NÕUDED INFORMATSIOONI ESITUSVIISILE RAAMATUPIDAMISE AASTAARUANDES* (Raamatupidamise Toimkonna Juhend (RTJ)). https://www.riigiteataja.ee/aktilisa/1201/2201/9026/RM_17122018_m55Lisa2.pdf
28. Rahman, A. (2023). Impact of Working Capital Ratios on Profitability in Selected Four-Wheeler Automobile Companies in India. *Purakala (UGC Care Journal)*, 2(5), 76–88.
29. Rasmussen, M., & Anbelin, H. (2020). *Working capital study 2020: Unlocking cash in a digital world*. Nordea Bank.
30. Seth, S. (2025). *Quick Ratio Formula With Examples, Pros and Cons*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/q/quickratio.asp>
31. Zimon, G. (2021). Working Capital. *Encyclopedia*, 1(3), Article 3. <https://doi.org/10.3390/encyclopedia1030058>
32. *Tasuvuse suhtarvud*. (s.a.). Rahandusministeerium. Salvestatud 27. jaanuar 2025, <https://www.rahandus.ee/et/tasuvuse-suhtarvud>
33. Vukovic, D. B., Spitsina, L., Spitsin, V., & Gribanova, E. (2023). The joint impact of working capital and platform-economy on firm profitability: The

case of e-business model in transition country. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 9(2), 100060.

<https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2023.100060>

Summary

THE RELATIONSHIP BETWEEN WORKING CAPITAL MANAGEMENT AND PROFITABILITY IN E-COMMERCE AND TRADITIONAL RETAIL COMPANIES IN THE BALTIC STATES

Oliver Ojang

This bachelor's thesis examined the relationship between working capital management and profitability in e-commerce and traditional retail companies operating in the Baltic States. To address the research objectives, the study first established a theoretical framework by defining key concepts such as profitability, working capital, and the financial ratios used to measure them. The theoretical discussion also explored how these indicators function differently in e-commerce and traditional retail contexts and reviewed relevant findings from previous studies on the topic.

The theoretical part emphasized that return on assets (ROA) is a suitable measure for evaluating profitability across firms with different capital structures. Additionally, the components of the cash conversion cycle (CCC), including days inventory outstanding (DIO), days sales outstanding (DSO), and days payable outstanding (DPO), were identified as central to assessing the efficiency of working capital management. The findings in previous literature generally suggests that a shorter CCC is associated with higher profitability, as it reflects more efficient inventory turnover, quicker receivables collection, and better-managed payment schedules.

The empirical analysis used financial data from 50 e-commerce and 384 traditional retail companies in Estonia, Latvia, and Lithuania over the period from 2017 to 2023. Using a fixed-effects regression model, the study evaluated the effect of working capital indicators on ROA. The results showed that e-commerce companies had a significantly higher average ROA, at 14.04 %, compared to 8.54 % in traditional retail firms, although profitability in e-commerce appeared to be more volatile. E-commerce firms also had shorter inventory turnover periods, with an average DIO of 80 days compared to 348 days in traditional retail, indicating more efficient inventory use.

Although theory predicted a strong relationship between working capital management and profitability, the regression analysis showed that this relationship could be more nuanced and varied by sector. In traditional retail companies, ROA was positively associated with liquidity measures such as the current ratio (CR) and firm size, while DIO and working capital turnover (WCT) and QR were not statistically significant. In e-commerce, firm size and CR also contributed positively to ROA, and DIO showed a small positive effect, suggesting that some inventory holding may enhance customer service and delivery reliability in that sector.

In conclusion, e-commerce companies tend to achieve better profitability through leaner capital use and flexible operations, while traditional retailers should prioritize liquidity and improve inventory management practices. Future research could explore CCC and its components in more detail, compare results across different company sizes or industries, and include additional indicators such as business growth or sustainability performance to provide a broader view of financial outcomes in retail.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Oliver Ojang,

annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) minu loodud teose käibekapitali juhtimise seos kasumlikkusega Balti riikide e-kaubanduse ja traditsioonilise jaemüügu ettevõtetes

,mille juhendaja on Maire Nurmet,

reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada digitaalarhiivi DSpace kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.

Annan Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 3.0, mis lubab autorile viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.

Olen teadlik, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei riku ma teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Oliver Ojang
13.05.2025