

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Rahanduse ja majandusarvestuse õppetool

Kerli Adosson

**DENOTEERITUD ETTEVÕTETE FINANTSILISE
TULEMUSLIKKUSE HINDAMINE NASDAQ BALTI
BÖRSI NÄITEL**

Magistritöö sotsiaalteaduse magistrikraadi taotlemiseks majandusteaduses

Juhendaja: dotsent Priit Sander

Tartu 2017

Soovitan suunata kaitsmisele
(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud “ “..... 2017. a

Rahanduse ja majandusarvestuse 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.

.....

Kerli Adosson

SISUKORD

Sissejuhatus	5
1. Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamise teoreetilised alused	8
1.1. Ettevõtte denoteerimine	8
1.2. Denoteerimise enamlevinud põhjused	12
1.3. Finantsilise tulemuslikkuse hindamise meetodika	22
2. Börsilt lahkunud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamine Nasdaq Balti börsi näitel	31
2.1. Ülevaade hinnatavatest ettevõtetest	31
2.2. OMXB üldindeks ja Baltikumi majandus viimastel aastakümnetel	36
2.3. Nasdaq Balti börsil denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse analüüs	39
2.3.1. Likviidsusanalüüs	39
2.3.2. Efektiivsusanalüüs	46
2.3.3. Rentaablusanalüüs	52
2.3.4. Kapitali struktuuri analüüs	57
2.4. Finantstulemuslikkuse ja denoteerimise vahelise seose määratlemine mitteparameetrilise testiga	61
2.5. Intervjuu denoteeritud ettevõtete juhatuse liikmetega ja börsi juhtidega finantsilise tulemuslikkuse väljaselgitamiseks ning denoteerimise protsessi määratlemiseks	67
Kokkuvõte	80
Viidatud allikad	84
Lisad	91
Lisa 1. Nasdaq Balti börsilt lahkunud ettevõtete denoteerimise motiivid	91
Lisa 2. Lühiajaliste kohustuste muutus	93
Lisa 3. Pikaajaliste kohustuste muutus	94
Lisa 4. Käibevarade muutus	95
Lisa 5. Lühiajaliste kohustuste katekordaja	96

Lisa 6. Likviidsuskordaja	97
Lisa 7. Maksevalmiduse kordaja	98
Lisa 8. Põhivarade muutus	99
Lisa 9. Varade käibekordaja	100
Lisa 10. Põhivarade käibekordaja.....	101
Lisa 11. Puhaskasumi muutus	102
Lisa 12. EBIT-i muutus	103
Lisa 13. Müügikäibe puhasrentaablus	104
Lisa 14. Omakapitali muutus.....	105
Lisa 15. Omakapitali rentaablus	106
Lisa 16. ROCE rentaablus	107
Lisa 17. Koguvarade rentaablus	108
Lisa 18. Võlakordaja	109
Lisa 19. Pikaajaline laenukordaja.....	110
Lisa 20. Intervjuu denoteeritud ettevõtete juhatuse liikmetega.....	111
Lisa 21. Intervjuu Tallinna börsi juhatuse esimehe Kaarel Otsaga.....	117
Lisa 22. Intervjuu Riia börsi emitenditeenuste juhi Liene Dubavaga	119
Lisa 23. Intervjuu Vilniuse börsi emitenditeenuste spetsialisti Simona Backienega	121
Summary	123

SISSEJUHATUS

Viimane aastakümme on olnud ettevõtte väärtusloome kontekstis reformatsioonide aeg, mida iseloomustab strateegilise tegevuse osatähtsuse suurendamine ettevõtte üldiste tegevuste kogumis. Kui eelnevalt fokuseeriti eesmärgid kasumi maksimeerimisele, seda läbi õige taktika, siis tänapäeval on eesmärgid suunatud jätkusuutlikkuse tagamisele ning seda läbi kohandatud strateegia. Firmateooria kontseptsioonist lähtudes on ettevõtte denoteerimine strateegilises võtmes sama keskse tähtsusega kui ettevõtte noteerimine – strateegia, mille eesmärgiks on tagada omanike jõukuse stabiilne kasv. Seepärast võib arvata, et ettevõtte noteerimise lõpetamise otsus tuleneb tuumikomanike hinnangust, mis on nende arvamuse kohaselt ettevõtte jaoks jätkusuutlikkuse perspektiivist parim. Otsus, mis toob suuremat kasumlikkust ettevõttele, peaks tooma ühtlasi suuremat kasu ka kõigile aktsionäridele.

Avalikel ehk noteeritud ettevõtetel on mitmeid eeliseid ja alternatiivseid võimalusi jõukuse suurendamiseks, võrreldes mitteavalike ettevõtetega. Noteerimine annab võimaluse lojaalse kliendigrupi loomiseks ja usaldusväarsuse tõstmiseks äripartnerite silmis, mistõttu võib arvata, et noteerimise järgselt finantspositsioon tugevneb. Samuti suureneb tuntus ja avalikkuse tähelepanu, mis loob soodsad võimalused müügitulu kasvuks. Eelnevaid aspekte arvesse võttes ning eeldades noteerimise tugevale positiivsele mõjule ettevõtte finantsolukorrale, on käesoleva magistritöö eesmärgiks välja selgitada, kuidas muutub ettevõtte finantsolukord lühiajalises perspektiivis denoteerimise järgselt.

Uurimus viiakse läbi Nasdaq Balti börsi näitel ning vaatlusaluseks perioodiks on aastad 2000-2013. Finantsilise tulemuslikkuse hindamise läbiviimiseks on moodustatud valim 43 endisest börsiettevõttest, millest analüüsi kaasatakse 11 denoteeritud ettevõtet Tallinna börsil, 11 ettevõtet Riia börsil ning 8 ettevõtet Vilniuse börsil. Börsilt lahkunud

ettevõtteid analüüsitakse kaks aastat enne ja pärast denoteerimist, seejuures ei kaasata analüüsi aastat, mil denoteerimine jõustus, sest eelduste kohaselt avaldub mõju viitajaga.

Eesmärgi täitmiseks on püstitatud järgmised uurimisülesanded:

1. Tuua välja ettevõtte denoteerimise olemus ning protsessi eripärad.
2. Uurida denoteerimise enamlevinud meetodeid ja motiive ning nende seost ettevõtte finantsilise tulemuslikkusega.
3. Anda ülevaade finantsilise tulemuslikkuse hindamise metoodikast.
4. Välja selgitada OMXB üldindeksi väärtuse ja denoteerimise vaheline seos.
5. Viia läbi finantsanalüüs perioodil 2000-2013 börsilt lahkunud ettevõtete majandusaasta aruannete põhjal.
6. Analüüsida finantsilise tulemuslikkuse ja denoteerimise vahelist seost binomiaalse testi abil.
7. Viia läbi intervjuu denoteeritud ettevõtete juhatuse liikmetega selgitamiseks välja finantsilise tulemuslikkuse muutused ja enamlevinud denoteerimise motiivid. Viia läbi intervjuu börsi juhtidega denoteerimise protsessi määratlemiseks ja sunnitud denoteerimise meetodi rakendamise õigusliku aspekti analüüsimiseks.

Vastavalt magistritöö eesmärgile ja uurimisülesannetele on töö jaotatud kaheks osaks – esimeses osas on fookus suunatud denoteerimise teoreetilisele olemusele, tuues välja olulisemad mõisted ja börsilt lahkumise enamlevinud motiivid seostatult praktikaga. Lisaks antakse ülevaade denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamise metoodikast.

Teine osa on empiirilise käsitlemisega, mille raames antakse börside lõikes ülevaade hinnatavatest ettevõtetest. Empiiriline osa keskendub eelkõige vaatlusalusel perioodil denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse analüüsimisele ning majanduskeskkonna potentsiaalse mõju väljaselgitamisele. Samuti pööratakse tähelepanu börsiettevõtete finantsnäitajatele noteerimise viimasel aastal, mille raames selgitatakse välja ettevõtete finantsolukord börsilt lahkumise hetkel. Lisaks analüüsitakse denoteerimise seost OMXB üldindeksi tasemega ning selgitatakse välja turuväärtuse seos börsilt lahkumisega. Välistamiseks denoteerimise järgselt toimunud muutuste juhuslikkus ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse kontekstis, viiakse läbi

täiendav andmeanalüüs statistikatarkvaraga „R“, millega testitakse mitteparameetrilise mudeli abil seoseid denoteerimise ja finantsilise tulemuslikkuse vahel. Lisaks viiakse läbi intervjuu denoteeritud ettevõtete juhatuse liikmetega selgitamaks välja finantsilise tulemuslikkuse muutused. Seejuures viiakse läbi ka intervjuu denoteerimise protsessi määramise eesmärgil Tallinna börsi juhiga ning Riia ja Vilniuse börsi emitenditeenuste juhtidega, mille tulemusel analüüsitakse sunnitud denoteerimise meetodi rakendamise õiguslikku aspekti.

Magistritöös kasutatavad kirjandusallikad on enamjaolt pärit teadusandmebaasidest EBSCO ja SSRN. Valdavalt tuginetakse võõrkeelsetele teadusartiklitele, sest vastavasisuline eestikeelne materjal on vähe saadaval. Inglisekeelsetest allikatest on eelistatud artiklid tunnustatud autoritelt nagu Damodaran, Hart, Gopalan, Dittmar ja Myers. Empiirilistest uuringutest väärivad tähelepanu uurimused autoritelt Farris, Leuz, Lasfer, Pour, Bortolon ja Silva. Nimetatud autoritest Lasfer ja Pour (2013) uurisid USA börsil denoteeritud ettevõtete vabatahtlikke motiive börsilt lahkumisel ning seda lineaarse regressioonivõrrandi abil. Kuigi autorid jõudsid oma uurimuses järeldusele, et mitmed finantsilised aspektid on seotud denoteerimise otsusega, ei õnnestunud neil uurida, milliseks kujuneb finantsiline tulemuslikkus denoteerimise järgselt.

Käesoleva töö autorile teadaolevalt on üksnes Garcia (2013) uurinud denoteeritud ettevõtete finantsilist tulemuslikkust ja börsilt lahkumise enamlevinud motiive. Garcia uuris Mehhiko börsilt lahkunud ettevõtete finantsilist tulemuslikkust üksnes omakapitali ja koguvarade rentaabluse suhtarvude põhjal. Käesoleva töö autor on seisukohal, et ainuüksi omakapitali ja koguvarade rentaabluse suhtarvud ei ole piisavalt informatiivsed, et nendele rajada põhjalikum käsitlus denoteerimise ja finantsilise tulemuslikkuse vahelistest seostest. Võttes magistritöö uurimisülesande lahendamisel arvesse suurema hulga tegureid, arvestab töö finantsanalüüs ka majanduskeskkonna potentsiaalse mõjuga börsilt lahkunud ettevõtete finantsseisu kujunemisse. Seepärast, tulenevalt magistritöös püstitatud hüpoteesidest ning vajalike kriteeriumite paljususest, ei ole analüüsi kompleksset käsitlust silmas pidades võimalik denoteerimise seoseid ettevõtte finantsilise tulemuslikkusega avada magistritöö metoodilises juhendis seatud mahupiirangut arvesse võttes.

Märksõnad: börs, denoteerimine, finantsiline tulemuslikkus, ühinemised ja ülevõtmised

1. DENOTEERITUD ETTEVÕTETE FINANTSILISE TULEMUSLIKKUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED

1.1. Ettevõtte denoteerimine

Denoteerimine on kõige primitiivsemas tähenduses noteerimise lõpetamine, mille algatajaks saab olla reeglina nii emitent kui ka börs. Teatud juhtudel võib denoteerimiseni viia ka kolmas subjekt, kelle suhtes emitent ei täida nõuete täitmise kohustusi. Sel juhul on võlausaldajal õigus esitada taotlus pankrotimenetluse algatamiseks, mis ühtlasi tähendab, et edasine noteerimine ei täida enam eesmärki ning sel juhul on emitendi lahkumine börsilt sündmuste loogiline jätk.

Nasdaq Balti Börsi Reglemendi osa Väärtpaberite Noteerimisnõuded § 13 näeb ette, et emitendi algatusel toimub väärtpaberite noteerimise lõpetamine kirjaliku taotluse alusel. Seejuures aktsiaemitendi puhul on ette nähtud, et nimetatud taotluse esitab emitendi aktsionäride üldkoosolek. Noteerimisorganil on õigus keelduda taotluse rahuldamisest, kui noteerimise lõpetamine kahjustaks oluliselt investorite huve (*ibid.*).

Börsi Reglemendi osa Järelevalve § 4 lõike 4.6 kohaselt on investorite huvide kaitse eesmärgist tulenevalt börsil õigus peatada väärtpaberitega kauplemine, kui emitent rikub börsi õigusaktide sätteid või eirab väljakujunenud tavaid viisid, mis võib oluliselt takistada väärtpaberite hinna õiglast kujunemist. Emitendi väärtpaberitega kauplemine peatatakse viivitamatult, kui noteerimisorganil on alust arvata, et börsi infosüsteemi kaudu avalikustamiseks edastatud informatsioon sisaldab vigu või on muul moel tahtlikult või tahtmatult moonutatud. Samuti on börsil õigus peatada väärtpaberitega kauplemine, kui emitent jätab tasumata võlakirjadest tulenevad kupongimaksud või noteerimis- ja haldustasud, esitab pankrotiavalduse või kutsub kokku üldkoosoleku noteerimise lõpetamise otsuse vastuvõtmiseks. (*ibid.*)

Nasdaq Balti Börsi Reglemendi osa Väärtpaberite Noteerimisnõuded § 13 lõige 13.2 punkt 13.2.1 kohaselt on börsil õigus noteeritud emitendi väärtpaberite mittevastavuse korral viia ettevõtte väärtpaberid põhinimekirjast kauplemisele lisanimekirja. Lisanimekiri on väärtpaberituru teine suur kategooria, kus kehtivad mõnevõrra leebemad reeglid (Väärtpaberite noteerimine 2017). Nii näiteks puudub lisanimekirja ettevõtetel kolme aasta pikkune tegutsemisajaloo nõue ja samuti on kehtestatud madalamad kapitalinõuded (*ibid.*). Teabe avalikustamisel ja investoritega suhtlemisel kehtivad lisanimekirjas kaubeldavatele ettevõtetele aga börsiettevõtetega samad nõuded (*ibid.*). Võrreldes siinkohal Nasdaq Balti börsi reglementi USA väärtpaberituru regulatsiooniga, võib välja tuua, et NYSE börsil (New York Stock Exchange) noteerimise tingimusi mittetäitnud ettevõtted viiakse üle Roosale Lehele (ingl *Pink Sheet*), kus ettevõtted alluvad vabaturul kehtivatele miinimumnõuetele ega raporteeri aktiivselt majandustulemusi (Investopedia 2017). Roosa Leht ei ole reguleeritud turg USA väärtpaberituru regulatsiooni tähenduses ning sealsel turul kauplevad ettevõtted on kohustatud järgima vabaturu regulatsiooni, mitte reguleeritud turu ega börsi reglementi (*ibid.*).

Ettevõtte börsilt lahkumise kontekstis on oluline eristada kahte erinevat protsessi – täielik denoteerimine (ingl *going private*) ja mittetäielik denoteerimine (ingl *going dark*). Farris (2009) definitsiooni kohaselt toimub täielik denoteerimine ehk privaatseks muutumine läbi tehingu või tehingute jada, mis hõlmab endas kõigi avalikult emiteeritud aktsiate tagasiostu ning protsessi lõppedes puudub ettevõttel aruandluse kohustus börsi infosüsteemis. Ellenoff (2010:5) kirjeldab ettevõtte mittetäielikku denoteerimise protsessi, mille raames emitent ei osta tagasi kõik emiteeritud aktsiad ning seejuures toimub aruandlus üksnes tagasiostetavate aktsiate piires ja seda seni kuni ettevõtte muutub täielikult privaatseks.

Täielik denoteerimine võib toimuda läbi ühinemiste ja ülevõtmiste (M&A) või tagurpidi splittimise¹ (Farris 2009). M&A tehingute teostamiseks või aktsiate splittimiseks on vajalik saavutada aktsionäride absoluutne häälteenamus, ilma milleta tehinguid teostada ei saa (*ibid.*). Samuti on M&A tehingute teostamise eelduseks piisava kapitali

¹ Tagurpidi splittimine ehk pöördaktsiatükeldus on väärtpaberi nimiväärtuse suurendamine aktsiakapitali muutmiseta (Investopedia 2017).

olemasolu. Seevastu ettevõtte mittetäielik denoteerimine võib toimuda ilma aktsionäride hääletuseta, õiglase hinnanguta ja aktsiate tagasiostuta (Ellenoff 2012:6). Seda selgitab asjaolu, et mittetäielikul denoteerimisel seisavad ettevõtted silmitsi finantsiliste raskuste, maksevõimetuse ja piiratud kasvuvõimalustega (Leuz *et al* 2008:183). Seejuures on maksevõimetus tingitud lühiajaliste kohustuste suurenemisest ja tulemuslikkuse vähenemisest ning aktsiatega kauplemine jätkub börsivälisel turul, kuid seda langenud aktsiahinna ja vähenenud tehingumahu tingimustes (Ellenoff 2010:27). Börsiväline turg (ingl *over the counter* ehk OTC) on reguleerimata turg, kus väärtpaberitehinguid tehakse nii noteeritud kui ka denoteeritud ettevõtetega. Kuna denoteeritud väärtpaberite kohta on avalikkusel vähem informatsiooni ning sellekohane regulatsioon minimaalsem, on nendesse investeerimine seotud suurema riskiga (Börsivälised tehingud...2017). Sellest tulenevalt langeb ettevõtte mittetäieliku denoteerimise tagajärjel nii aktsiahind kui ka tehingumaht. Samuti on täheldatud, et suureneb ka risk kohtuvaidlusteks (*ibid.*).

Leuz *et al* (2008:183) on uurinud börsiettevõtete valikuid täieliku ja mittetäieliku denoteerimise protsessi vahel ning jõudnud järeldusele, et ettevõtted, kus kumuleerunud võlgnevus (ingl *accruals*) on suurem, juhtimiskompetents nõrgem ning avalik tähelepanu väiksem, eelistavad pigem mittetäieliku protsessi läbi denoteerida. Valikute tegemisel lähtutakse denoteerimise kahe erisuguse protsessi positiivsetest ja negatiivsetest aspektidest, mis käesoleval juhul on koondatud tabelisse 1. Kuigi negatiivsed ja positiivsed aspektid on kaardistatud ettevõtte juhtkonna perspektiivist vaadeldes, ei ole investorite perspektiiv vähem olulisem.

Tabel 1. Täieliku ja mittetäieliku denoteerimise protsessi positiivsete ja negatiivsete aspektide võrdlus

	Positiivsed aspektid	Negatiivsed aspektid
Täielik denoteerimine	<ul style="list-style-type: none"> • mainekahjustused väiksemad • üldjuhtimine stabiilsem • kogukulud madalamad • konfidentsiaalsus suurem • autonoomsuse kasv 	<ul style="list-style-type: none"> • vajalik häälteenamus • aeganõudev • kulukas protsess
Mittetäielik denoteerimine	<ul style="list-style-type: none"> • algatav häälteenamuseta • kogukulud vähenevad • järelevalve väiksem • üldjuhtimine lihtsustatud 	<ul style="list-style-type: none"> • likviidsus madalam • tehingumahud vähenevad • aktsiahind langeb • risk kohtuvaidlusteks • konfliktid sagenevad • prestiiž langeb • usaldusväarsus väheneb

(allikas: autori koostatud)

Ettevõtte mittetäielikul denoteerimisel, seda investorite perspektiivist vaadelduna, võib lisaks suurenevale riskile, vähenevale likviidsusele ja madalamale aktsiahinnale tuua välja ka väärtuspäeva pikenemise. Börsil sõlmitud rahalise tasaarveldusega tehingute puhul vahendavad kontohaldurid nii väärtpaberite kui ka raha liikumist (Väärtpaberitehingute...2017). Määratud vastaspoolega tehingute puhul laekub investori arvelduskontole müüdü väärtpaberitest teenitud tulu kolmandal päeval pärast tehingu sooritamist ehk väärtuspäev on T+2 (*ibid.*). Kui tegu ei ole börsil sõlmitud tehinguga, siis on väärtuspäev reguleerimata ning võib kõikuda vahemikus T+0 kuni T+30 (Börsivälised tehingud...2017). Turuvälise tehingu korral vahendavad kontohaldurid väärtpaberite liikumist ilma rahalise tasaarvelduse korraldamiseta (*ibid.*). See tähendab, et tasaarveldamine jääb täielikult osapoolte korraldada, mis ühtlasi viitab investori seisukohast suuremale riskile.

Leuz *et al* (2008:204) on samuti uurinud turu võimalikke reaktsioone ettevõtte börsilt lahkumisel ning leidnud, et turg reageerib negatiivsemalt mittetäieliku denoteerimise protsessile. Turuosalistel kujuneb arusaam, et välisfinantseeringuga kaasatud ressursse ei investeerita ratsionaalselt, mistõttu on ettevõtte kasvupotentsiaal piiratud (*ibid.*). Kuna mittetäieliku protsessi käigus ei informeerita avalikkust planeeritavatest tegevustest ja saavutatud eesmärkidest, kujuneb spontaanselt arvamus, et juhtkonna salatsemine on kui strateegiline tegevus. On ka täheldatud, et mittetäieliku denoteerimise läbi lahkuvad börsilt ettevõtted, kus investorite ja juhtkonna vahelised

konfliktid on suuremad (*ibid*). See on ühtlasi ka alternatiivne selgitus asjaolule, miks ei kaasata aktsionäre ega arvestata nende õiglase hinnanguga.

Ettevõtte denoteerimise kaks erisugust protsessi on oma olemuselt sama erinevad, kui on ka nendega kaasnevad aspektid. On ilmne, et ettevõtte mittetäieliku denoteerimise protsessi tulemusel on väikeaktsionäride huvid alla surutud ning juhtkonna võimalustes on tegutseda minimaalse regulatsiooni alusel. Kuna mittetäielik denoteerimine võib olla tingitud nii juhtkonna/tuumikaktsionäri isiklikest huvidest kui ka suutmatusest viia läbi nõuetekohane ülevõtupakkumine, on selge, et seda protsessi võib vaadelda kui nõrka ja ebaõnnestunud viisi börsilt lahkumisena.

Kuigi ettevõtte denoteerimise kontekstis on küll oluline mõista täieliku ja mittetäieliku protsessi erinevust, ei saa börsilt lahkumise põhjuste ja denoteerimise kahe nimetatud protsessi vahel otseselt paralleele tõmmata. Kuigi võib arvata, et börsilt lahkumine läbi mittetäieliku protsessi võib tuleneda nii informatsiooni piiratusest kui ka investorite ja juhtkonna vahelistest konfliktidest, ei saa välistada, et täielikult denoteerunud ettevõtted samal põhjusel ei lahkunud börsilt. Seetõttu analüüsitakse käesolevas töös börsilt lahkumise põhjuseid laiemas kontekstis, eristamata denoteerimise erisuguseid protsesse.

1.2. Denoteerimise enamlevinud põhjused

Börsiettevõtte denoteerimise vajalikkuse väljaselgitamisel on kesksel kohal küsimus – miks börsilt lahkuda? Sellele küsimusele on andnud primitiivse vastuse Bharath ja Dittmar (2010:5), kelle hinnangul tuleks börsilt lahkuda, kui avaliku ettevõtte staatusest tulenevad privileegid ei ületa enam eraettevõtte privileege. Analooorse abstraktse hinnangu selgitamiseks on asjakohane kaardistada kõik enamlevinud denoteerimise motiivid ehk börsilt lahkumise põhjused lähtudes denoteerimise meetodist.

Ettevõtte denoteerimise meetodid jaotatakse laiemas perspektiivis kolmeks: vabatahtlik lahkumine, sunnitud lahkumine ja M&A ehk ülevõtmised ja ühinemised (Lees 2015). Doidge *et al* viisid 2015. aastal läbi uurimuse „*The U.S Listing Gap*“ ning tõdesid, et viimase paarikümne aasta jooksul on vabatahtlikult börsilt lahkumine asendunud ühinemiste ja ülevõtmistega. Perioodil 1997-2012 lahkus USA börsidelt 8 327 ettevõtet, millest 4 957 M&A tõttu (*ibid*). Vastupidiselt nimetatud uurimusele kinnitavad

erinevad teadusuuringud, et enamlevinud meetodiks on siiski vabatahtlik lahkumine. Kuid selge on, et sunnitud lahkumine on vähelevinud meetod, mis on omakorda investorite huvide kaitse seisukohast väga positiivne tendents.

Gopalan *et al* (2008:3) arvamuse kohaselt on denoteerimise primaarseks põhjuseks juhtimise autonoomsuse vähenemine. Juhtimise autonoomsuse tähtsust on kirjeldanud ka Boot *et al* (2006:807), kes väidab, et avaliku ettevõtte juhtimise lahutamatuks osaks on ühise kontrolli omamine (ingl *joint control*). Ühine kontroll on mitme isiku vahel jagatud juhtimis- ja otsustusõigus vastavalt kokkuleppelisele reglementatsioonile (*ibid.*). Kuigi reglementeeritud otsustusõigus aitab tulla toime olukordades, kus kontrolli omavate isikute arvamused lahknevad, ei ole ühine kontroll siiski efektiivne. Harti (1995, viidatud Boot *et al* 2006:808 vahendusel) kohaselt vähendab ühine kontroll osapoolte ettevõttesse investeerimise huvi.

Ühine kontroll ei ole efektiivne ka riskikapitali kaasamisel (*ibid.*). Riskikapital on kapital, mis investeeritakse märkimisväärset riski sisaldavatesse tehingutesse, mille edukus on küllaltki ebakindel (Efert 2005:17). Analoogne kapitali kaasamine toimub enamjaolt iduettevõtetes, kuid vähemal määral võib esineda vajadust riskikapitali järele ka kasvuettevõtetes, mis on noteeritud alternatiivturul (ingl *multilateral trading facility*). Riskikapitali pakkuja sekkub enamasti aktiivselt ettevõtte tegevusse, võttes osa ettevõtte olulisemate otsuste langetamisest, sealhulgas ka juhtkonna vahetuse ja muudest strateegilistest küsimustest. Seetõttu on jagatud otsustusõiguse puhul oluline, kes on riskikapitali pakkujaks – kas eraisik ehk riskikapitalist või riskikapitalifond. Viimase puhul võib esineda situatsioon, kus monopoolset otsustusõigust ei oma investor ega ka ettevõtte juht (Boot *et al* 2006:807). See aga seab omakorda kahtluse alla, kuivõrd täidetakse ettevõtte jaoks olulisega tähtsusega seotud eesmärged.

Gopalan *et al* (2008:2) väidab, et denoteerimine võib olla ajendatud ka omandiõiguslikust stabiilsusest lähtuvalt. Nimelt, kuna avalike ettevõtete investorite heterogeensus varieerub suuresti, sõltudes turu likviidsusest, on omandiõiguslik kuuluvus ebastabiilne (*ibid.*). Gopalan *et al* (2008:3) kohaselt tekitab omandiõigusliku kuuluvuse ebastabiilsus suurel määral ka ebakindlust tuleviku osas, sest avalikul ettevõttel baseerub juhtimise autonoomsus ootustel ehk tulevaste investorite käitumise ratsionaalsusel. Seevastu eraettevõtteid juhivad erainvestorid, kes ei kauple sagedaselt

illikviidse omandiõigusega ning sellest tulenevalt on ka juhtimise autonoomsus optimaalsem ning omandiõigus stabiilsem (*ibid.*). Selleks, et otsustada, millal on ratsionaalne aeg ettevõtte denoteerimiseks, annavad märku aktsionäride vahetustehingud – kõrgema likviidsusega avaliku ettevõtte omandiõiguse müügitheing madalama likviidsusega, kuid autonoomsema juhtimisega eraettevõtte omandiõiguse vastu (*ibid.*). Kuna suurem ebakindlus tähendab üldjuhul ka suuremat riski, võib järeldada, et analoogseid vahetustehinguid sooritavad investorid, kes eelistavad pigem madalama riskitasemega ettevõtete aktsiaid, leppides samuti ka madalama tulususega, ent stabiilsema omandiõigusega. Seega võib järeldada, et avaliku ettevõtte kõrgem likviidsus loob suuremat kasu läbi madalamate kapitalikulude, kuid samas suurendab ebakindlust, mis tuleneb omandiõigusliku kuuluvuse ebastabiilsusest.

Vastupidiselt eelnevas lõigus kajastatule ei ole ka välistatud, et denoteerimise otsus võetakse vastu just madala likviidsuse tõttu. Väidet kinnitab ka 2004. aastal börsilt lahkunud ettevõtte Estiko Plaster, kus denoteerimise otsusena põhjendati aktsiate vähest atraktiivsust ja madalat likviidsust (Seli...2017). Kuna Estiko ei olnud börsil noteerimise aja jooksul muutunud aktiivselt kaubeldavate aktsiatega ettevõtteks, otsustati börsilt lahkuda (*ibid.*). Madalat likviidsust kui denoteerimise motiivi on uurinud ka Bortolon ja Silva (2014:143), kes uurisid Portugali väärtpaberiturul denoteeritud ettevõtete motiive. Autorid järeldasid, et kuna aktsiate madal likviidsus takistab ettevõtte kapitalisatsiooniprotsessi, eelistavad ettevõtted pigem lahkuda börsilt (*ibid.*).

Kapitalisatsiooniprotsessi ehk ettevõtte väärtuse maksimeerimise eesmärgi täitmisel on üheks alternatiiviks võõrfinantseeringu kaasamine. Laenatud intressikandvate vahendite kaasamine suurendab ka ettevõtte finantsriski, kuid samas võimaldab omanikele teenida projektist suuremat rentaablust, kui ilma finantsvõimendusega (Becker, Pollet 2008:4). Myersi (1977, viidatud Becker ja Pollet 2008:5 vahendusel) käsitluse kohaselt võib finantsvõimenduse kasutamine moonutada investeringute motiive, põhjustades sellega finantsvõimenduse liigkasutamise (ingl *debt overhang*). Finantsvõimenduse liigkasutamine viitab olukorrale, kus uuel investeringult genereeritud rahavood on osaliselt juba olemasolevate võlausaldajate valduses ja seetõttu ei ole alati kõik positiivse nüüdispuhasväärtusega (ingl *net present value* ehk NPV) projektid juhtkonna poolt aktsepteeritavad (*ibid.*). Positiivse NPV-ga projektidest keeldumine võib viia

ekslikult olukorrani, kus ettevõtte juhtkond ei suuda olemasolevate võlausaldajate nõudeid enam rahuldada, mis omakorda viitab ajutisele maksevõimetusele. Sellises situatsioonis on ootuspärane, et otsustatakse denoteerimise kasuks. Samas ei saa ka välistada, et denoteerimise eesmärgil finantsvõimenduse liigkasutamisest tingitud maksevõimetust näilise kuvandina ei kajastata. Nii näiteks esitas börsiettevõtte Norma 2010. aastal börsilt lahkudes väikeaktsionäridele väljaostupakkumise põhjendusega, et ettevõtte tulevikuprognosis on negatiivne, kuid tegelikkuses lõpetati väga heade majandustulemustega (Äripäev 2017). Analoogse näilise kuvandi eesmärgiks on tüüpiliselt ettevõtte väärtuse väiksemana näitamine, mille raames ajendatakse aktsionäre odavamale ülesvõtmishinnaga aktsiaid müüma. Ettevõtte väärtuse hindamine tegelikkusest madalamana ei pruugi alati olla manipulatsioonivõtte, kuid antud juhul on Norma denoteerimine stiilinäide, kuidas avaliku ettevõtte juhtkonna võimalustes on varjama, moonutava või suunava informatsiooni edastamine avalikkusele.

Informatsiooni omakasupüüdlikel eesmärkidel ära kasutamine, selle levitamine ja avalikustamine viitab infotõrgete olemasolule. Infotõrked on majanduslase kirjanduse kohaselt tuntud informatsiooni asümmeetria teooriana. Damodarani (1997:467) käsitluse kohaselt on informatsiooni asümmeetria olukord, kus ettevõtte juhtkond omab hetkeolukorrast ja tuleviku perspektiividest paremat ülevaadet kui ettevõtte välised isikud. Bharath ja Dittmar (2010:8) täiendavad Damodarani käsitlust, tuues välja, et ettevõtted eelistavad informatsiooni asümmeetria kontekstis pigem lahkuda börsilt vältimaks kahjulikest valikutest tingitud kulusid (ingl *adverse selection cost*). Kahjulike valikute kulud tekivad, kui turuväärtus alahindab ettevõtte emiteeritava omakapitali väärtust ning seetõttu võib tekkida olukord, kus ettevõtte loobub emissiooniprojektist (Damodaran 1997:467). Eeltoodud olukorrale vastandub omakapitali väärtuse ülehindamine, mille tulemusena kaasatakse võõrkapitali ebaratsionaalselt (*ibid.*).

Erinevalt Damodarani, Barathi ja Dittmari käsitlusest väidavad Marosi ja Massoud (2007), et informatsiooni asümmeetria ning denoteerimise vahel seos puudub. Autorid kasutasid korrelatsiooni hindamisel immateriaalsete varade suhtarve ning tõdesid, et informatsiooni asümmeetria ning denoteerimise vaheline immateriaalsete varade koefitsiendi olulisuseniivoo on ebaoluline. Sellest järeldasid nad, et informatsiooni asümmeetria ning denoteerimine ei ole korrelatsioonis. Seevastu Pour ja Lasfer

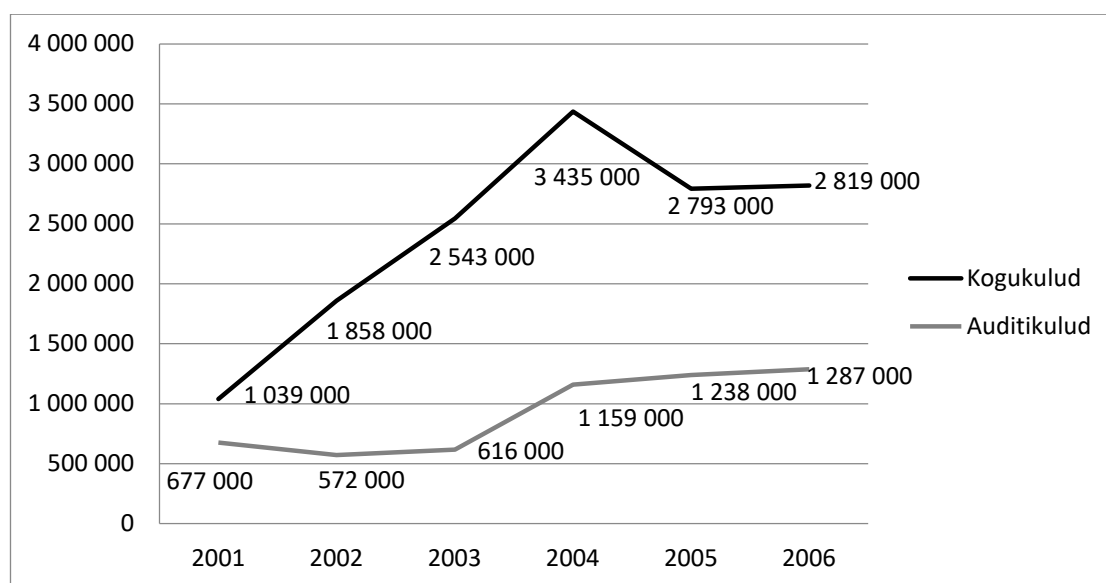
kinnitavad oma läbiviidud uurimuses (2013:12) vastupidist ning lükkavad Marosi ja Massoudi hüpoteesi tagasi. Autorid kasutasid korrelatsiooni testimisel ettevõtete suurust ning immateriaalsete varade suhet koguvaradesse ning tõdesid, et väiksema suurusega organisatsioonid ning suurema immateriaalsete varade osakaaluga ettevõtted eelistavad siiski börsilt lahkuda (*ibid.*).

Tuginedes eeltoodud autorite seisukohtadele ja läbiviidud uurimustulemustele võib järeldada, et informatsiooni asümmeetria toob börsiettevõttele pigem kahju kui kasu ning olenemata sellest, kas turuväärtus on üle- või alahinnatud. Kuna vähese või puuduva informatsiooni tingimustes ei ole adekvaatne turuväärtuse ja õiglase väärtuse vahel paralleele tõmmata, on põhjendatud seisukoht, et informatsiooni asümmeetria ja denoteerimine on omavahel seotud.

Jätkates informatsiooni asümmeetria analüüsimist denoteerimise kontekstis võib väita, et juhtkonna ja aktsionäride vaheline teabe asümmeetria võib tekitada ka erimeelsusi ja lahkavumusi, mida nimetatakse agentuurikonfliktideks (Nurmet 2001:22). Hammesi (2003:96) käsitluse kohaselt on konfliktide esinemise tõenäosus suurem, kui tegevjuhtkond ei oma ettevõttes enamusosalust. Mida väiksem on juhtkonna osalus, seda suurem on tõenäosus, et aktsionäride ja juhtkonna vahelised huvid ei ühti (*ibid.*). Pour ja Lasferi (2013:11) arvamuse kohaselt väljenduvad agentuurikonfliktid eelkõige vabade rahavoogude reinvesteeringu problemaatikas ning väidavad veel, et probleem on aktuaalsem madalamate kasvuvõimalustega ent suuremates börsiettevõtetes. Nimetatud autoritega nõustuvad ka Lehn ja Poulsen (1989, viidatud Pour ja Lasferi 2013:9 vahendusel) ning kinnitavad, kui suuri vabasid rahavooge ei reinvesteerita, piirab see kasvuvõimalusi, mistõttu on väga tõenäoline, et ettevõtte lahkub börsilt.

Eeltoodud erinevate käsitluste kohaselt on teada, et informatsiooni asümmeetria võib tekitada noteeritud ettevõttele täiendavaid kulutusi. Lisaks sellele on avaliku ettevõtte staatuse eest kõrgemalt makstav hind seotud ka raamatupidamise ja mitmesuguste õigusteenuste tarbeks tehtud kulutustega. Deutsh (2005) viis läbi uurimuse ajakirja „*The New York Time*“ vahendusel, mille raames küsitleti denoteeritud ettevõtete juhte selgitamaks välja börsilt lahkumise põhjuseid. Ameerika Ühendriikide pank United Fidelity oli noteeritud USA börsil ning seda ajani, mil panga juhtkond teatas aktsiate denoteerimisest (*ibid.*). Panga juhataja, Donald Neeli, hinnangul on börsilt lahkumise

otsus ajendatud kõrgetest kuludest, mistõttu denoteerimine tekitaks kulusäästu aastas ligi 0,3 miljonit dollarit (*ibid.*). Siinkohal tuleb tähelepanu pöörata asjaolule, et kõrged kulud ei ole tingitud mitte üksnes auditeerimise kohustusest, vaid tuleneb Sarbanes-Oxley Akti² (edaspidiselt: Sarbox või SOX) täitmise tõttu. Sarboxi mõju avalikele ettevõtetele on uurinud Hartman (2007), kelle uuringutulemused kinnitavad, et kogukulude kasv on akti jõustumise järel kasvanud ettevõtetes, kus müügitulu jääb alla ühe miljardi dollari, ligi 174% (vt joonis 1). Kogukulude märkimisväärne kasv tuleneb auditikulude, direktori ja ametnike kindlustuskulude, juhatuse kompensatsioonikulude ja juriidiliste kulude suurenemisest (*ibid.*).



Joonis 1. Auditi- ja kogukulude dünaamika Sarboxi jõustumise järgselt (allikas: Hartman 2007)

Antud juhul on liialt ennatlik arvata, et Sarbox jätab regulatsiooni alt välja teiste riikide börsidel tegutsevad turuosalised ning seda kahel põhjusel. Esiteks mõjutab nimetatud regulatsioon kõiki neid ettevõtteid, kes planeerivad siseneda USA väärtpaberiturule olenemata emitendi päritolulepinguriigist³ ja sealsetest kehtivatest õigusaktidest. Teiseks, USA väärtpaberiturg on tuntud maailma mastaabis kui üks suuremaid ja arenenumaid börse ning seetõttu on tavapärane, et Ameerika Ühendriikide üldtunnustatud direktiive ja standardeid ühildatakse rahvusvaheliste regulatsioonidega.

² Sarbanes-Oxley Akt on 2002. aastal investorite kaitseks väljatöötatud õiguslane raamistik parendamiseks avalike ettevõtete aruandluse usaldusväärsust ning vastavust Ameerika Ühendriikide väärtpaberituru seadustele (Cunningham 2003:3).

³ Väärtpaberituru seaduse § 13¹ kohaselt on päritolulepinguriik emitendi lepinguriik, mis on väärtpaberituru emitendi registreeritud asukoht või elukoht.

Nii näiteks on Sarbox tunnustatud regulatsioonina vastuvõetud Kanadas (*C-SOX*), Jaapanis (*J-SOX*), Türgis (*TC-SOX II*) kui ka Prantsusmaal, Saksamaal ja Austraalias. Sarbox tunnustatud regulatsioonid kannavad ka teistes riikides finantsaruandluse usaldusväärsuse suurendamise ning börsireeglite rikkumiste vähendamise eesmärke (Cunningham 2003:4).

Börsireeglite rikkumist võib käsitleda väärtpaberialase pettusena, mis seisneb turuosalise faktide kuritahtliku moonutamisest fakte, mille käigus esitavad turuosalisel ebatõest informatsiooni või käituvad muul tahtlikul viisil väärsti, mis on vastuolus väärtpaberituru reglementatsiooni või hea tavaga.

Johnson (2015) toob välja kolm kõige enamlevinud pettuste liiki, milledeks on:

1. Informatsiooni avalikustamise kohustuste tahtlik rikkumine – väärtpaberite hinda mõjutada võiva informatsiooni (sh aasta- ja kvartaliaruannete) moonutamine, avalikustamata jätmine või valeesitamine, mis on vastuolus efektiivse turu toimimisele.
2. Turu manipulatsioon – ettevõtte, maakleri või investori poolt pakkumise, nõudluse või hinna suhtes eksitusse viivad tehingud ja tehingukorraldused, kui tehingut teinud isikul puuduvad õigustatud põhjendused ning kui selline tehing või tehingukorraldus ei vasta turu tunnustatud tavale.
3. Sisetehingud – konfidentsiaalse info põhjal tehingute tegemine insaiderite⁴ ehk siseteavet omavate isikute poolt.

Börsireeglite kuritahtliku eiramise ning rikkumise korral on börsil õigus teha emitendile hoiatus, nõuda leppetrahvi tasumist (kindlaksmääratud summas või iga rikkumise päeva eest) või börsilt välja heita. Kuid mitte alati ei vii börsireeglite rikkumine sunnitud denoteerimiseni. Nii näiteks rikkus 2013. aastal börsireegleid Ekspress Grupp, mille puhul käsitleti väärteona info avalikustamiseks vale meediakanali valikut (Ekspress....2017). Nimelt, lähtuvalt Reglemendi osast Nõuded Emitentidele lõige 2 punkt 2.1.8 sätestatule, peavad börsiettevõtted avaldama info esmalt börsiteatena ehk avalikustamisele kuuluv informatsioon peab liikuma läbi börsi infosüsteemi. Ekspress

⁴ Insaideriteks loetakse väärtpaberituru seaduse § 188⁵ kohaselt isikuid, kes väärtpaberi emitendi täisosanikuna, juhtimis- või järelevalveorgani liikmena, osaluse tõttu väärtpaberi emitendis või oma töö, elukutse või kohustuste tõttu või seoses oma toimepandud süüteoga valdab siseteavet.

Grupp eksis nimetatud reegli vastu ning teavitas aktsionäre erakorralisest koosolekust Eesti Päevalehes ning hiljem börsi süsteemis (Ekspress...2017). Kuna kirjeldatud juhtum leidis aset läbi tahtmatu ja eksliku käitumise, päädis Ekspress Grupi tegevusele antud hinnang üksnes hoiatusega (*ibid.*).

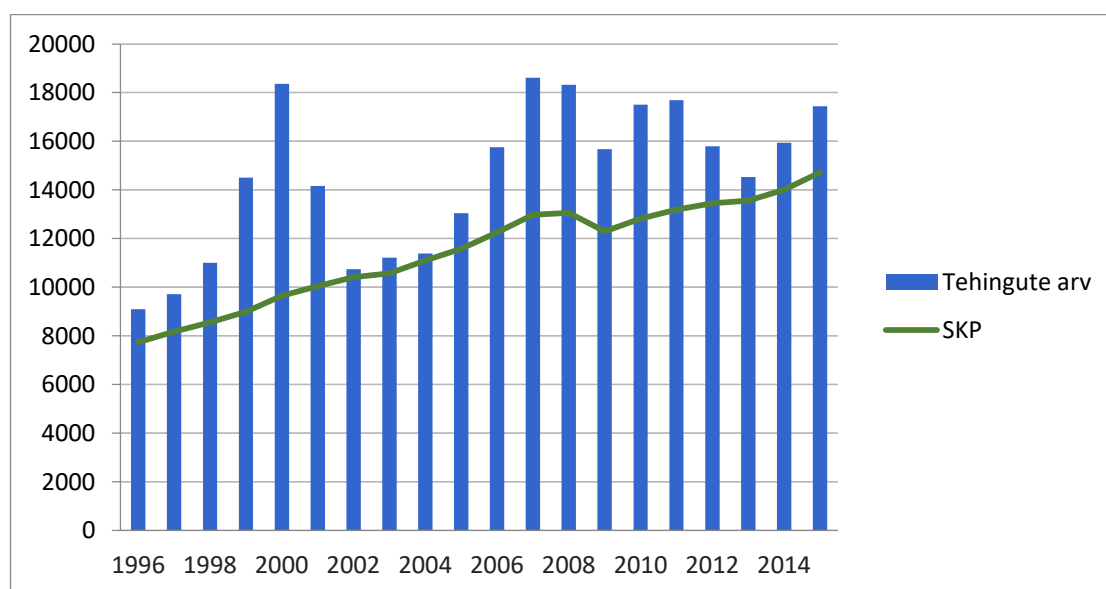
Ekspress Grupp AS-i juhtumile vastandub 2001. aastal aset leidnud Pro Kapital Grupp AS-i börsireeglite rikkumise juhtum, mis lõppes börsiettevõtte denoteerimisega. Aktsiate denoteerimise põhjuseks oli korduva väärinfo edastamine, millega oluliselt kahjustati väikeinvestorite huve (Pro Kapital...2017). Kuigi analoogse haldusõigusrikkumise alusel oleks võinud toona kohus määrata börsiettevõttele kuni miljoni krooni suuruse rahatrahvi, otsustati Pro Kapital börsilt välja heita (*ibid.*).

Võttes arvesse Ekspress Grupp AS-i ja Pro Kapital Grupp AS-i juhtumeid, võib väita, et börsireeglite rikkumise korral on sanktsioonide määramise juures olulise tähtsusega õigusrikkumise toimepaneku tahtlikkus ja korduvus. Samuti võib järeldada väikeinvestorite huvide kaitsest tulenevalt, et Pro Kapitali juhtumi puhul oli kuritegelik käitumine ilmsem ja teosüü hinnatav suuremana kui Ekspress Grupi puhul, mistõttu oli denoteerimine sündmuste loogiline jätk.

Börsiettevõtte denoteerimine ei ole alati seotud negatiivsete motiividega, vaid võib tuleneda ka emiteerimise eesmärgi saavutamisest. Sellisel juhul võib käsitleda denoteerimist kui ettevõtte strateegilistest eesmärkidest tulenevat otsust. Noteerimise eesmärgiks on tavapäraselt lisakapitali kaasamine selleks, et viia ellu laienemis- ühinemis- või ülevõtmisplaane (Kuidas noteerida...2017). Ühinemised ja ülevõtmised (M&A) on denoteerimisel, seda Tallinna börsi kontekstis, üks levinumaid motiive. Nii näiteks lahkus 2008. aastal Tallinna börsilt Saku Õlletehas, mille puhul oli denoteerimine seotud suurte rahvusvaheliste joogitootjate ülevõtmisega. Ülevõtmise tulemusel sai Carlsberg AS-st 75%-ga Saku Õlletehase aktsiate ainuomanik ning seaduse järgi tekkis Carlsbergil kohustus teha ülevõtmispakkumine kõikide ülejäänud väikeaktsionäridele (Saku Õlletehas...2017). Sarnaselt Saku Õlletehasele on ülevõtmispakkumisega lahkunud Tallinna börsilt ka Hansapank, mille puhul omandas panga suuromanik Rootsi Swedbank kõik Hansapanga aktsiad (Hansapanga lahkumine...2017). Ülevõtmispakkumisega denoteeritud ettevõtete nimekirja võib veel täiendada 2010. aastal börsilt lahkunud telekommunikatsiooni teenuste pakujaga Eesti

Telekom, 2009. aastal lahkunud kaabeltelevisiooni operaatoriga Starman, 2007. aastal lahkunud toiduainetööstusettevõttega Kalev ning ravimitootmisettevõttega Tallinna Farmaatsiatehas.

Ühinemised ja ülevõtmised ei ole aktuaalsed mitte üksnes Baltikumis. Joonisel 2 on kujutatud Euroopa- Liidu riikides toimunud ühinemiste ja ülevõtmiste tehingute arv, mis on tõusnud viimaste aastakümnete jooksul kahekordselt ning omades alates 2010. aastast küllaltki stabiilset trendi. M&A tehingute arv ja SKP näitaja, kui turuaktiivsuse indikatsioon, omavad seost, mis selgelt väljendub vaatlusalusel perioodil. Jooniselt on näha, et tehingute arv tõuseb majandusaktiivsuse suurenemisel.



Joonis 2. EL-i riikide M&A tehingute dünaamika ja SKP miljonites eurodes (allikas: IMAA-Instituut, Eurostat)

Eeltoodud ühinemiste ja ülevõtmiste statistikat võib põhjendada neoklassikalise majandusteooriaga. Harford (2005:533) tugineb neoklassikalisele mudelile ning väidab, et kui sektoris on toimunud tehnoloogiline, regulatiivne või majanduslik šokk, siis agendid reageerivad kollektiivselt läbi omandamise ja ühendamise, eesmärgiga kohaneda uue keskkonnaga. Siinkohal võib tehnoloogiline šokk tuleneda perioodist 1992-2000, mil oli IT-sektori äkktõus (Steger, Kummer 2007:30). Eraldi perioodina võib välja tuua ka aastaid 2000-2007, mida võib pidada majandustsükliks ning mis lõppes 2009. aastal majanduskriisiga. Alates 2010. aastast on olnud M&A tehingute arv küllaltki stabiilne, kõikudes üksnes paari tuhandega.

Veel lisab Harford, et M&A edukaks läbiviimiseks on vajalik piisava kapitali olemasolu suutmaks finantseerida võimalikke ülevõtmistehinguid (*ibid.*). See selgitab ka ühtlasi, miks ühinemised ja ülevõtmised on sagedased just börsiettevõtete puhul.

Õiguslikust perspektiivist lähtudes tuleb eristada ülevõtmispakkumist äriseadustikus ette nähtud juhtudel väärtpaberituruseaduses sätestatust. Äriseadustiku § 363¹ näeb ette, et aktsionäri taotlusel, kelle aktsiatega on esindatud vähemalt 9/10 aktsiaseltsi aktsiakapitalist, võib aktsionäride üldkoosolek otsustada vähemusaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmise (ingl *squeeze out*). Väärtpaberituruseaduse § 166 reguleerib ülevõtmispakkumise tegemise kohustust, kui isik või kooskõlastatult tegutsevad isikud on saavutanud sihtemitendi üle valitseva mõju, mille järgselt tekib kohustus ülevõtupakkumise esitamiseks 20 päeva jooksul valitseva mõju saamisest arvates. Valitsev mõju on konkurentsiseaduse § 2 tähenduses mõju, mille puhul tekib ühe või mitme ettevõtja poolt võimalus oluliselt mõjutada teise ettevõtja juhtorganite koosseisu, hääletamist ja otsuseid või käsutada teise ettevõtja kogu vara või olulist osa sellest.

Sundkorras aktsiate ülevõtmine on laialdaselt levinud börsilt lahkumise viis, mis on määratletud regulatiivselt ning seda väikeinvestorite huvide kaitset prioriteediks pidades. Sellest tulenevalt on kõikidel väikeinvestoritel võrdsed võimalused oma osaluse müümisel, kui valitseva mõju omandanud ettevõtja profiil või tema tuleviku väljavaated ei ole väikeaktsionäride poolt aktsepteeritavad (Cumming 2006). Seevastu Jesse (2016) väidab, et Eesti regulatsioonid ei sätesta väikeinvestori õigust nõuda enamusaktsionärielt väikeinvestorile kuuluvate aktsiate väljaostu (ingl *sell out*). Seega võib pidada sundkorras aktsiate müüki pigem äriõiguslikuks meetmeks, millega on võimalik tõrjuda passiivseid väikeinvestoreid (*ibid.*).

Burkart *et al* (2003) toob sundkorras aktsiate ülevõtmisel õigustavate asjaoludena välja järgmised aspektid:

1. Majandusliku efektiivsuse suurendamine ehk sünergia realiseerimine, mille saavutamiseks soovitakse vabaneda vähemusotsustusõigusega väikeinvestoritest, kes tekitavad aktsiaseltsile täiendavat raha- ja ajakulu.
2. Koalitsiooni moodustamine hääleõiguse volitamise teel põhjendamatute soodustuste väljapressimiseks (ingl *free-rider problem*).

3. Potentsiaalsete kohtuvaidluste vältimine vähemusaktsionäridega, kes võivad algatada menetlusi toimingute õiguspärasuse väljaselgitamiseks või vastuvõetud otsuste vastuolu tuvastamiseks põhikirja või seadusega.
4. Atraktiivsuse suurendamine välisinvestorile, kes ei soovi tegeleda siseriikliku õigusega.

Kokkuvõtlikult märkides on denoteerimise enamlevinud motiivid seotud finantsilise efektiivsuse ja tulemuslikkuse parendamisega. Ka käesolevas alapeatükis analüüsitud enamlevinud börsilt lahkumise põhjused assotsieeruvad otseselt või kaudselt kulude juhtimisega.

Tuginedes eespool analüüsitud erinevatele uurimustulemustele võib väita, et denoteerimise enamlevinud vabatahtlikud motiivid on:

- autonoomsuse vähenemine,
- omandiõiguslik ebastabiilsus,
- madal likviidsus,
- finantsvõimenduse liigkasutamine,
- informatsiooni asümmeetria,
- kulude kasv.

Lisaks vabatahtlikule denoteerimisele võib eristada sunnitud lahkumist, mis esineb siis, kui börsiettevõtte on kuritahtlikult kahjustanud investorite huve, avaldades moonutatud või väärinformatsiooni. Denoteerimise kontekstis liigitatakse eraldi ühinemiste ja ülevõtmiste tõttu börsilt lahkumist, mis on ühtlasi ka USA börsi ettevõtete denoteerimise domineeriv motiiv. Kuna M&A tehing teostatakse tihtipeale valitseva mõju saavutamise eesmärgil, mille järgselt tekib ülevõtjal ülevõtupakkumise esitamise kohustus väikeaktsionäridele, on ettevõtte denoteerimine kui õiguslike nõuete täitmine. Selleks, et anda hinnangut kuivõrd efektiivne ja tulemuslik on ettevõtte finantsiliselt denoteerimise järgselt, analüüsitakse käesoleva töö kontekstis nii ettevõtte finantsseisundit kui ka tegevustulemusi.

1.3. Finantsilise tulemuslikkuse hindamise meetodika

Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamisel analüüsitakse kogu ettevõttega seotud majandusnäitajaid erinevatel perioodidel. Tulemuslikkuse hindamisel

saab eristada nii traditsioonilist kui integreeritud lähenemist, millest esimene keskendub rentaabluse, efektiivsuse ja maksevõime analüüsimisele ning seda nii lühi- kui ka pikemas perspektiivis (Behn 2003:588). Integreeritud lähenemine hõlmab endas nii finants- ja ka mittefinantsaspektide analüüsimist (*ibid.*). Käesolev töö keskendub üksnes traditsioonilisele lähenemisele, mille raames viiakse läbi finantsanalüüs. Finantsanalüüsi allikana kasutatakse ettevõtte bilanssi, mis kajastab finantsseisundit ning kasumiaruannet, mis peegeldab ettevõtte tegevustulemust ning selle edukust. Raudsepa (1999:139) arvamuse kohaselt pakub põhjalikumat informatsiooni ettevõtte tegevuse edukusele suhtarvude analüüs.

Peterson ja Fabozzi (2006:96) väidavad, et suhtarvude analüüs võimaldab hinnata ettevõtte üldist finantsseisundit, sh näitab rahaliste kohustuste täitmise suutlikkust, samuti annab ülevaate ka ettevõtte rahastamise meetoditest. Finants-suhtarve jaotatakse tegevus-, likviidsus-, rentaabluse- ja kapitali struktuuri suhtarvudeks (White *et al* 2011:142). Ka käesoleva töö fookus on suunatud ettevõtte likviidsuse, efektiivsuse, kapitali struktuuri ja tasuvuse analüüsimisele. Seejuures võrreldakse suhtarve eelnevate perioodidega, mille tulemusena kaardistatakse börsiettevõtete finantsolukord denoteerimise järgselt. Tulemuste interpreteerimisel on arvestatud ka majanduskeskkonnast tulenevate mõjuteguritega. Kuna käesolevalt kasutatakse suhtarve trendianalüüsina, ei keskenduta seejuures sektoranalüüsile.

Likviidsussuhtarve kasutatakse mõõtmaks ettevõtete võimekust tasuda lühiajalisi kohustusi ehk teisisõnu väljendab likviidsus ettevõtte maksevõimet. Seejuures mõistetakse likviidsuse all ka ettevõtte varade konverteerumise võimet maksevahendiks. Antud aspektist lähtudes jaotatakse ettevõtte käibevarad alaneva likviidsuse järjekorras järgmiselt (Bragg 2005:100):

1. Raha kassas ja arvelduskontol,
2. Väärtpaberid,
3. Debitoorne võlgnevus,
4. Kauba- ja tootmisvarud.

Bragg (2005:100) hinnangul on ettevõtte maksevõime analüüs üks olulisemaid aspekte ettevõtte finantsseisundi hindamisel, mille põhjal töötatakse välja tegevusstrateegiaid ettevõtte jätkusuutlikkuse tagamiseks. Maksevõime analüüsi alusel langetavad ka

organisatsioonivälised ringkonnad otsuseid äripartnerluse kohta, mis on ühtlasi avaliku ettevõtte staatuse juures oluline aspekt. Likviidsus on ettevõtte usaldatavuse ja eksistentsi vältimatu eeltingimus ning probleemid selles valdkonnas põhjustavad häireid majandustegevuses, halvemal juhul võivad viia ettevõtte pankrotistumiseni (*ibid.*).

Seega on maksevõime analüüsi eesmärgiks selgitada, kas denoteeritud ettevõtetel on piisaval hulgal raha ja kergesti rahaks muudetavat vara arvete õigeaegseks tasumiseks. Kuna ettevõtte jooksva võlgnevuse kustutamise peamiseks allikaks saab olla käibevara, oleks otstarbekas teostada maksevõime esmaseid uuringuid puhaskäibekapitali (ingl *net working capital*) näitaja kaudu. Puhaskäibekapital kujuneb käibevarade ja lühiajaliste võlgnevuste vahena (Bragg 2005:101):

$$(1) \quad \textit{Puhaskäibekapital} = \textit{käibevarad} - \textit{lühiajalised kohustused}$$

Teearu (2005:20) käsitluse kohaselt kajastab puhaskäibekapital ettevõtte rahaliste vahendite potentsiaalset reservi. Puhaskäibekapital näitab, kui võrd muutub ettevõtetel lühiajaliste kohustuste tase võrreldes likviidsete varadega. Seega peaks maksevõimelistel ettevõtetel olema näitaja positiivne, seevastu negatiivne puhaskäibekapital viitab võimalikele makseraskustele. (*ibid.*)

Absoluutväärtustest paremini iseloomustavad ettevõtte maksevõimet suhtarvud. Kuna ettevõtte võlgnevuste kustutamise peamiseks allikaks on käibevarad, võib likviidsustaseme määramiseks kasutada lühiajalise võlgnevuse kattekindajad (*ibid.*):

$$(2) \quad \textit{Lühiajalise võlgnevuse kattekindajad} = \frac{\textit{käibevarad}}{\textit{lühiajalised kohustused}}$$

Lühiajalise võlgnevuse kattekindajad (ingl *current ratio*) väljendab lühiajaliste kohustuste suhet lühiajalistesse varadesse (Rünkla 2003:63). Mida kõrgem on kattekindajad väärtus, seda enam on tagatud lühiajaliste kohustuste õigeaegne tasumine (*ibid.*). Heaks tulemuseks loetakse kindajad 1,6-2,0, kuid näitajad erinevad oluliselt majandusharude lõikes (*ibid.*). Seevastu kindajad, mis jääb alla 0,9 viitab nõrgale maksevõimele ning tähendab, et ettevõtetel võib esineda raskusi arvete õigeaegse tasumisega (Teearu, Krumm 2005:20). Järve ja Veisson (2003:25) rõhutavad, et liiga kõrgeid kattekindajad väärtusi (>3,5) tuleks vaadelda kui majanduslike ebakõlade ilminguid, kuna ettevõtte ei ole investeerinud käibevarasid arengu vajadusteks.

Lühiajalise võlgnevuse kattedekordajast parema hinnangu ettevõtte maksevõimelisusest annab likviidsuskordaja (ingl *quick ratio*), mis näitab lühiajaliste kohustuste katmise võimet üksnes likviidsemate varade arvelt (Tearu 2005:20):

$$(3) \quad \text{Likviidsuskordaja} = \frac{\text{käibevarad} - \text{varud} - \text{ettemaksed}}{\text{lühiajalised kohustused}}$$

Likviidsuskordaja näitab, mitu korda likviidse käibevara maksumus ületab lühiajaliste kohustuste summat, see tähendab, et käibevarast on lahutatud maha väiksema likviidsusega varad (*ibid.*). Likviidsuskordaja interpreteerimisel võib lugeda näitajat >0,9 heaks, seevastu <0,5 mitterahuldavaks tulemuseks. Likviidsuskordaja põhjal analüüsitakse, kuivõrd muutub börsilt lahkumise järgselt lühiajaliste kohustuste suhe kõige likviidsematesse varadesse.

Likviidsusnäitaja kolmas suhtarv maksevalmiduse kordaja (ingl *cash ratio*), kajastab ettevõtte võimet katta kiireloomulisi kohustusi kreditoridele üksnes kõige likviidsemate varade ehk raha ja väärtpaberite arvelt (Tearu 2005:223):

$$(4) \quad \text{Maksevalmiduse kordaja} = \frac{\text{raha} + \text{väärtpaberid}}{\text{lühiajalised kohustused}}$$

Maksevalmiduse kordaja on ühtlasi ainus likviidsuse suhtarv, millele pole normatiive võrdluseks välja töötatud (*ibid.*). Nimetatud näitaja põhjal analüüsitakse denoteeritud ettevõtete maksevõimet kõrglikviidsemate varade arvelt ning seejuures võetakse arvesse suhtarvude normatiive tulemuste interpreteerimisel.

Eelnevalt kirjeldatud likviidsuse suhtarvude põhjal selgitatakse käesolevas töös välja likviidsuse muutuse trend ning seejuures ei eeldata, et börsilt lahkumise järgselt toimuvad märkimisväärsed muutused ettevõtte käibevarade struktuuris. Eeldades, et muutused debitoorses võlgnevuses ja varudes ei ole seotud denoteerimisega, võib arvata, et likviidsuse suhtarvude langev tendents võib tuleneda lühiajaliste kohustuste märkimisväärselt muutusest.

Käibekapitali juhtimise kontekstis pole mitte üksnes oluline optimaalse likviidsuse tagamine, vaid ka käibevarade efektiivne kasutamine. Efektiivsuse ehk tegevustulemuste analüüs vaatleb, kuidas ettevõtte on kasutanud oma varasid esmaste tegevustulemuste, tulude ja kulude, loomisel ja müügitulu genereerimisel (Bõtškova, Tearu 1997:19). Efektiivsuse analüüsi põhjal selgitatakse välja, kas denoteerimise

järgselt toimuvad muutused ettevõtete koguvarades ning kuivõrd efektiivselt kasutatakse varasid müügitulu genereerimisel.

Varade käibekordaja (ingl *total asset turnover*) ehk käibesiduvus näitab, kui intensiivselt kasutati ettevõtte koguvara müügitulu genereerimisel (Järve, Veisson 2003:24):

$$(5) \quad \text{Varade käibekordaja} = \frac{\text{müügitulu}}{\text{keskmise koguvara}}$$

Varade käibekordaja interpreteerimisel konkreetseid normatiive ei rakendata vaid lähtutakse põhimõttest, mida kõrgem on näitaja väärtus, seda kõrgem on ka varade kasutamise efektiivsus (*ibid.*).

Lisaks koguvarade käibekordajale kasutatakse ka põhivarade käibekordajat (ingl *fixed asset turnover*), mis näitab, kui efektiivselt kasutati ettevõtte põhivara müügitulu genereerimisel (*ibid.*):

$$(6) \quad \text{Põhivarade käibekordaja} = \frac{\text{müügitulu}}{\text{keskmise põhivara}}$$

Põhivara käibekordaja kõrge väärtus viitab sellele, et põhivarasid kasutatakse efektiivselt (*ibid.*). Seevastu kordaja madal väärtus võib tuleneda liigsetest investeeringutest põhivarasse ja vähesest müügikäibest (Bõtskova, Teearu 1997:21). Eeldades, et noteerimise perioodil kaasatud võõrkapital on investeeritud ettevõtte varadesse, mille tulemusena suureneb bilansimaht, võib efektiivsuse analüüs näidata denoteerimise järel langevat tendentsi. Kuna investeeringute tasuvust ei saa lühiajalises perspektiivis hinnata, võib põhivarade madal kordaja väärtus olla denoteeritud ettevõtetele aktsepteeritav, sest investeeringutest saadav tulus realiseerub pikaajaliselt.

Siinkohal tuleb tähelepanu pöörata asjaolule, et kuna põhivara soetusmaksumus erineb jääkmaksumusest, oleks müügitulu genereerimise analüüsimise kontekstis õigem kasutada jääkmaksumust ehk seda põhivara, mis konkreetsel perioodil osales müügitulu genereerimisel (Järve, Veisson 2003:25).

Ettevõtte efektiivsusest, edukusest ja võimekusest annavad ülevaate rentaabluse ehk kasumlikkuse suhtarvud (Tearu, Krumm 2005:29). Rentaabluse suhtarvud on ühtlasi ka kõige laialdasemalt kasutatavamad suhtarvud läbi aegade, sest üksnes likviidsus või

efektiivsus ei pruugi tagada veel piisavat kasumit (*ibid.*). Seetõttu on kasumlikkuse suhtarvudest kajastuvast informatsioonist huvitatud nii ettevõtte omanikud kui ka potentsiaalsed investorid. Käesoleva töö kontekstis näitab rentaabluste analüüs, kuidas muutub denoteerimise järgselt ettevõtete kasumi genereerimisvõime erinevate tegurite - müügitulu, koguvara ja omakapitali lõikes ning seejuures selgub, kas börsilt lahkunud ettevõtete atraktiivsus investeerimisobjektina langeb või tõuseb.

Tasuvuse indikaatorina kasutatakse müügikäibe puhasrentaablust (ingl *return on sales* ehk ROS), mis näitab müügikäibe iga euro tasuvust pärast kõikide kulude ja maksude mahaarvamist (*ibid.*):

$$(7) \quad \text{Müügikäibe puhasrentaablus} = \frac{\text{puhaskasum}}{\text{müügitulu}} * 100\%$$

Müügikäibe puhasrentaabluse interpreteerimisel lähtutakse põhimõttest, et mida kõrgem on väärtus, seda suurem on kasumlikkus (*ibid.*). Näitaja peegeldab, kuidas muutub börsilt lahkumise järgselt ettevõtete netokäibe ning selle võime teenida kasumit. Eeldades, et denoteerimise järel võib täheldada müügitulu langevat tendentsi, mille tulemusena väheneb ka puhaskasum, on ootuspärane, et ROS on börsilt lahkumise järgselt vähenev.

Varade puhasrentaablus (ingl *return on assets* ehk ROA) näitab, kui palju puhaskasumit teenis ettevõttesse paigutatud iga euro (Tearu, Krumm 2005:29). Seejuures näitab ROA, kas börsilt lahkumise järgselt investeringute maht koguvaradesse muutub ning kas sellest saadav kasumlikkus on tõusvas või langevas trendis. Sarnaselt varade käibekordajale, võib denoteeritud ettevõtete ROA olla vähenevas trendis, sest investeringutest saadav tulus realiseerub pikaajaliselt. Bragg (2005:106) toob veel välja, et nimetatud suhtarv peegeldab ka ettevõtte juhtimise efektiivsust:

$$(8) \quad \text{Varade rentaablus} = \frac{\text{puhaskasum}}{\text{keskmine koguvara}} * 100\%$$

Investorite perspektiivist on kasumlikum, kui ettevõtte suudab kasumit teenida võimalikult minimaalsete varade mahuga (*ibid.*). Kuna ROA võtab arvesse ettevõtte koguvara mitte netovara, ei pruugi nimetatud näitaja alati kõige objektiivsemalt investoritele varade puhasrentaablust kajastada, sest koguvarade hulka on arvestatud ka põhivarade amortisatsioon (Evans, Mathur 2014:38). Laidre (2004:6) hinnangul on

kapitalimahukatel ettevõtetel kõrget ROA-d keeruline saavutada, kuna tootmine vajab väga spetsiifilisi varasid ning seetõttu on võimatu määrata üheselt ROA rahuldav miinimumtase. Kuigi denoteeritud ettevõtete puhul võib ROA näitaja olla börsilt lahkumise järgselt vähenevas trendis, peegeldab nimetatud näitaja, kuiõrd muutub denoteerimise järgselt ettevõtete investeringute maht koguvaradesse.

Omakapitalirentaablus (ingl *return on equity* ehk ROE) on samuti investorite poolt väga hinnatud kasumlikkust peegeldav suhtarv (Enekwe *et al* 2013:108). ROE näitab ettevõtte võimet genereerida kasumit investorite poolt investeeritud rahaühiku pealt (*ibid.*):

$$(9) \quad \text{Omakapitalirentaablus} = \frac{\text{puhaskasum}}{\text{keskmine omakapital}} * 100\%$$

Omanike seisukohalt iseloomustab omakapitali puhasrentaablus ettevõtte efektiivsust aktsionäride rikkuse maksimeerimisel (Evans, Mathur 2014:38). Üldreeglina loetakse heaks, kui ROE on vähemalt 10% (*ibid.*). Noteeritud ettevõtetel võib ROE madal tase tuleneda dividendide väljamaksetest, sest tulu ei reinvesteerita kasvu tarbeks ning seetõttu on ootuspärane, et denoteerimise järgselt näitab ROE tõusvat trendi. Kui aga tulusid kasutatakse emiteeritud aktsiate tagasiostuks, võib see näidata ROE langevat trendi.

Lisaks eelnevatele rentaabluse suhtarvudele on väga levinud ka ROCE (ingl *return on capital employd*) näitaja kasutamine, mis näitab, kui efektiivselt suudetakse omakapitali ja võlakohustustega kasumit teenida (Whalen *et al* 2015:261). Seega näitab ROCE, kuiõrd muutub denoteeritud ettevõtetel kogu kaasatud kapitali kasutamise efektiivsus ning peegeldab denoteerimise järgselt ettevõtte kasvupotentsiaali. Kui börsilt lahkumise järgselt näitab ROCE langevat tendentsi, viitab see asjaolule, et ettevõtte kasumist ei jätku reinvesteeringuteks, mistõttu võib olla ettevõtte kasvuvõimalused piiratud. Nimetatud suhtarvu korral võetakse arvesse intresside- ja maksueelne kasum ehk EBIT:

$$(10) \quad \text{ROCE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{koguvara-lühiajalised kohustused}}$$

ROCE näitaja interpreteerimisel lähtutakse samuti põhimõttest, et mida kõrgem on väärtus, seda suurem on ka kasumlikkus. Ettevõtte edukust on võimalik hinnata ka, kui võrrelda kaasatud kapitali rentaablust kaalutud keskmise kapitalikulukuse määraga

(WACC), mille korral peaks ROCE olema suurem või võrdne võrreldava näitajaga. (*ibid.*)

Pikaajalise maksevõime hindamisel on oluline uurida ettevõtte pikemaajalist maksevõimepotentsiaali, milleks loovad aluse kapitali struktuuri näitajad. Kapitali struktuur tähendab definitsioonilt ettevõtte käsutuses olevate pikaajaliste finantseerimisallikate kogumit, mille analüüsimise eesmärk on seotud ettevõtete pikaajalise maksevõime väljaselgitamisega (Bragg 2005:104).

Pikaajalise maksevõime indikaatorina kasutatakse võlakordajat (ingl *debt ratio*), mis näitab, kui suurt osa ettevõtte varadest finantseeritakse laenatud vahenditega (*ibid.*):

$$(11) \quad \text{Võlakordaja} = \frac{\text{kohustused}}{\text{varade maksumus}}$$

Võlakordaja kõrge väärtus viitab sellele, et ettevõtte varasid finantseerivad põhiliselt kreditorid mitte aga omanikud (Järve, Veisson 2003:26). Kreditoride seisukohalt on vastuvõetavam, kui antud näitaja on madal või mõõdukas, sest sel juhul on tõenäolisem, et nad on ettevõtte finantsraskuste korral enam kaitstud (*ibid.*). Bragg (2005:104) hinnangul ei tohiks võlakordaja olla suurem kui 60-70%. Seega kõrgem võlakordaja väärtus viitab finantsvõimenduse liigkasutamisele (ingl *debt overhang*), mis kirjanduse kohaselt tähendab ettevõtte denoteerimist, sest ettevõtted ei ole enam suutelised rahuldamaks võlausaldajate nõudeid.

Teine oluline kapitali struktuuri indikaator on pikaajaline laenukordaja (ingl *long-term debt ratio*), mis näitab, kui suure osa pikaajalises kapitalis moodustab võõrkapital (*ibid.*):

$$(12) \quad \text{Pikaajaline laenukordaja} = \frac{\text{pikaajalised kohustused}}{(\text{pikaajalised kohustused} + \text{omakapital})}$$

Pikaajalise laenukordaja kõrge väärtus viitab ettevõtte suuremale sõltuvusele võõrvahenditest ning seda skeptilisemalt suhtuvad investorid ettevõtte pikaajalisesse maksevõimesse (Haldma 1994:26). Pikaajalise laenukordaja väärtus tasemel 0,5-0,6 on vastuvõetav, kuid sellest kõrgem kordaja on seotud suurema riskiga (*ibid.*). Seega näitab pikaajaline laenukordaja, kuivõrd kaasatakse täiendavalt börsilt lahkumise järgselt võõrkapitali. Kuna aga noteerimise eesmärgiks on võõrkapitali kaasamine strateegiliste

eesmärkide täitmiseks on ootuspärane, et denoteerimise järgselt näitab pikaajaline laenukordaja langevat tendentsi.

Eespool kirjeldatud suhtarvude võrdlus eelnevate perioodidega selgitab välja, millises tööloigis on finantsdistipliin nõrgenenud börsilt lahkumise järgselt. Tähelepanu pööratakse ka denoteerimise otsuse vastuvõtmise hetke ehk noteerimise viimase aasta finantsolukorrale, mille eesmärgiks on välja selgitada, kas börsilt lahkumise otsus võis tuleneda finantsolukorra nõrgenemise tõttu. Seejuures tuleb arvestada ka asjaoluga, et ettevõtte likviidsus ja tulusus on pöördvõrdelises seoses – tulususe suurenemisel likviidsus väheneb. Suhtarvude interpreteerimisel on vajalik arvestada ka asjaoluga, et bilansi andmed on koostatud bilansipäeva seisuga ning seetõttu ei pruugi suhtarvudest tulenev informatsioon kajastada kõige objektiivsemat hetke olukorda. Lisaks ei arvesta suhtarvud ka võimalikke riske ning üldist tegevuskeskkonda.

Eespool kirjeldatud likviidsus-, efektiivsus-, rentaablus- ja kapitali struktuuri suhtarvude analüüs viiakse läbi perioodil 2000-2013 denoteeritud ettevõtete andmete põhjal, mille tulemusena selgitatakse välja finantsilise tulemuslikkuse trend börsilt lahkumise järgselt. Vaatlusalusel perioodil võetakse tulemuste interpreteerimisel arvesse ka majanduskeskkonda ning seda Balti riikide kontekstis.

2. BÖRSILT LAHKUNUD ETTEVÖTETE FINANTSILISE TULEMUSLIKKUSE HINDAMINE NASDAQ BALTI BÖRSI NÄITEL

2.1. Ülevaade hinnatavatest ettevõtetest

Nasdaq Balti börsil denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamise läbiviimiseks on analüüsitud põhi- ja lisanimekirjas registreeritud ettevõtete kauplemissstatistikat perioodil 2000-2013. Selle tulemusena moodustus valim 43 denoteeritud ettevõttest, millest 15 ettevõtet lahkus Tallinna börsilt (vt tabel 2), 15 ettevõtet Vilniuse börsilt (vt tabel 3) ja 13 ettevõtet Riia börsilt (vt tabel 4). Denoteeritud ettevõtete aruanded pärinevad e-äriregistritest: rik.ee, registrucentras.lt ja lursoft.lv.

Finantsilise tulemuslikkuse hindamisel on arvestatava tähtsusega ettevõtete tegevusvaldkond, mis on hinnangu kujundamisel oluline aspekt. Järgnevas tabelis (vt tabel 2) on näha, et tegevusalad varieeruvad suuresti – ettevõtteid on nii teenindus- kui ka tootmissfäärist. See aga ühtlasi tähendab, et finantstulemuslikkuse hindamisel ei saa suhtarvude normatiive laiendada üheselt üle valimi, seda eriti likviidsuse aspektist, sest teenindussfääri ettevõtetel, millel varud praktiliselt puuduvad või on minimaalsed, on likviidsuse näitajate väärtused madalamad kui tööstusettevõtetel. Seetõttu lähtutakse tulemuste interpreteerimisel ka ettevõtete üldisest tegevusalast.

Analüüsi kaasatud ettevõtteid saab eristada ka ajalisest perspektiivist lähtudes – on ettevõtteid, mille börsil oleku staaž ulatub 14- aastani, kuid on ka väiksema ehk kahe aastase staažiga ettevõtteid. Seejuures ei saa väita, et pikaajaline noteerimine soositum oleks, sest lühiajaliselt kannavad börsiettevõtte staatust valimist seitse ettevõtet, mis teeb ligi pool kogu Tallinna börsil denoteeritud ettevõtete valimist.

Tabel 2. Nasdaq Tallinna börsil denoteeritud ettevõtted perioodil 2000-2013

Ettevõte	Tegevusala	Periood (staaž)
Norma AS	Autoohutussüsteemide tööstus	1996-2010 (14)
Eesti Telekom AS	Telekommunikatsioon	1999-2010 (11)
Saku Õlletehas AS	Õlle- ja joogitööstus	1996-2007 (11)
Tallinna Farmaatsiatehas AS	Ravimitööstus	1996-2007 (11)
Rakvere Lihakombinaat AS	Lihatööstus	1996-2006 (10)
Kalev AS	Toiduainetetööstus	1999-2009 (10)
Hansapank Grupp AS	Pangandus	1996-2005 (9)
Estiko Plastar AS	Kinnisvarahaldus- ja arendus	1998-2004 (6)
Starman AS	Telekommunikatsioon	2005-2009 (4)
XXL.EE AS	Infotehnoloogia	1998-2002 (4)
Fakto AS	Autode müük ja hooldus	1998-2001 (3)
Pro Kapital Grupp AS	Kinnisvarahaldus- ja arendus	1998-2001 (3)
Tallinna Külkhoone AS	Jäätisetööstus	2000-2002 (2)
Reval Hotelligrupp AS	Hotellindus	1998-2000 (2)
Leks Kindlustus AS	Kindlustus	1998-2000 (2)

(allikas: autori koostatud)

Tallinna börsil denoteeritud ettevõtetest kaasatakse analüüsi 11 ettevõtet, sest nii mõnedki ettevõtted on börsilt lahkumise järgselt pankrotistunud. Üheks pankrotistunud ettevõtteks oli endine toiduainetetööstus Kalev AS, mis kandis alates 2005. aastast nime Luterma AS ning seejuures muudeti ka põhitegevusala ning toiduainetetööstuselt mindi üle trükandusele. Kuna aga ettevõtte restruktureerimine positiivses võtmes mõju ei avaldanud, oli börsiettevõtte sunnitud raske majandusliku olukorra tõttu börsilt lahkuma. Pankroti tõttu lahkus börsilt ka kahjukindlustuse valdkonnas tegutsev ettevõte Leks Kindlustus AS, mis kustutati äriregistrist 2001. aastal. Lisaks nimetatud ettevõtetele ei saa andmete puudumise tõttu kaasata analüüsi hotellinduse alal tegutsevat ettevõtet Reval Hotelligrupp AS ning infotehnoloogiale spetsialiseerunud ettevõtet XXL.EE, mis kandis varasemalt nimelt Pennu Computer Technology, olles 1996. aastal ühtlasi ka üks esimesi Tallinna börsil noteeritud ettevõtteid.

Sarnaselt Tallinna börsile on ka Vilniuse väärtpapieriturul denoteeritud ettevõtete tegevusalad väga varieeruvad (vt tabel 3). Teenindussfääris on ettevõtteid, mille tegevusalaks on nii kinnisvarahaldus- ja hooldus, kuid on ka spetsiifilisemaid valdkondi, nagu näiteks elektri ülekandeteenuste osutamisele orienteeritud ettevõtteid. Ka tootmisvaldkonda iseloomustab küllaltki spetsiifiline orienteeritus, sest on ettevõtteid nii keemia-, õli- kui ka soojusenergiatööstusest.

Erinevalt Tallinna börsil denoteeritud ettevõtetest ei saa Vilniuse börsilt lahkunud ettevõtteid nii hästi ajalises perspektiivis eristada. Siinjuures saab rääkida üksnes pikemaajalisest staažist, sest madalaim noteerimise aeg on viis aastat.

Nagu eelnevalt kajastatud on vaatlusalusel perioodil Vilniuse väärtpaberibörsilt lahkunud ettevõtteid kokku 15. Paraku ei olnud analüüsi võimalik kaasata kõiki tabelis väljatoodud ettevõtteid, sest nii mõnedki äriühingud on denoteerimise järgselt pankrotistunud. Nendeks olid investeerimisteenustele spetsialiseerunud ettevõtte ALT Investicijos AB, elektrienergia tootja Lietuvos Elektrine AB, elektroonikaseadmete tootjad Ekranas AB ja Vilniaus Vingis AB ning kolmes Balti riigis tegutsenud kommertsbank Snoras Bankas AB. Kuigi ka Alytaus Tekstile AB on tänaseks pankrotistunud, on siiski nimetatud kangatootja analüüsi kaasatud, sest pankrotimenetlus algatati pärast denoteerimist ning pankrot jõustus aastaid hiljem. Lisaks pankrotistunud ettevõtetele, ei kaasata analüüsi ka elektrienergia tarnijaid VST AB ja Rytų Skirstomieji Tinklai AB, sest Leedu äriregistris puuduvad vastavad andmed. Seega on Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtetest analüüsi kaasatud 8 ettevõtet.

Tabel 3. Nasdaq Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtted perioodil 2000-2013

Ettevõtte	Tegevusala	Periood (staaž)
Sanitas AB	Ravimpreparaatide tööstus	1994-2013 (19)
Kauno Tiekimas AB	Kinnisvarahaldus	1992-2009 (17)
Alytaus Tekstilė AB	Kangatööstus	1993-2007 (14)
Lifosa AB	Kemikaalide tööstus	1997-2011 (14)
Vilniaus Vingis AB	Elektroonikaseadmete tööstus	1994-2008 (14)
Klaipėdos jūrų krovinių AB	Sadama lastimine	1996-2009 (13)
ALT Investicijos AB	Investeerimis- ja nõustamisteenused	1998-2011 (13)
Ekranas AB	Elektroonikaseadmete tööstus	1995-2006 (11)
Snoras Bankas AB	Pangandus	1999-2010 (11)
Mažeikių Nafta AB	Õlitööstus	1996-2007 (11)
Stumbras AB	Alkoholi tööstus	2000-2011 (11)
Lietuvos Elektrinė AB	Soojus- ja elektrienergia tööstus	2002-2011 (9)
VST AB	Elektrienergia tarnimine	2002-2011 (9)
Pramprojektas AB	Arhitektuur ja projekteerimine	2003-2010 (7)
Rytų Skirstomieji Tinklai AB	Elektrienergia tarnimine	2002-2007 (5)

(allikas: autori koostatud)

Sarnaselt Tallinna börsil denoteeritud ettevõtetega on ka Riia väärtpaberiturult lahkunud ettevõtete noteerimise aeg eristatav nii lühi- kui ka pikaajalisest perspektiivist (vt tabel

4). Staaž varieerub ühest aastast kuni 13- aastani ning seejuures on ülekaalus pigem pikaajalisem noteerimine.

Ülevaatliselt analüüsid Riia börsil denoteeritud ettevõtete tegevusvaldkondi võib väita, et selgelt domineerib tootmissfäär. Teenindusettevõtetest on kaasatud analüüsi üksnes meretransporditeenust pakkuva Rigas Transporta Flote AS, sest nagu eelnevalt mainitud, on pangateenuste pakkuja Snoras Bankas AB pankroti tõttu analüüsist välja jäetud.

Aastatel 2000-2013 on Riia börsil denoteeritud ettevõtteid kokku 13, kuid ka siinkohal ei saa kõiki ettevõtteid analüüsi kaasata. Valimist on välja jäetud 2011. aastal denoteeritud Latvijas Krajbanka AS, mille börsilt lahkumine on samuti seotud pankrotimenetluse algatamisega. Lisaks nimetatud pangale ei kaasata analüüsi ka kondiitritööstust JSC Staburadzet, sest selle ettevõtte börsil oleku aeg jäi liialt lühikeseks, et hinnata denoteerimise mõju finantsilisele tulemuslikkusele. Seega kaasatakse analüüsi 11 endist Riia börsi ettevõtet.

Tabel 4. Nasdaq Riia börsil denoteeritud ettevõtted 2000-2013

Ettevõte	Tegevusala	Periood (staaž)
Rīgas Raugs AS	Toiduainetetööstus	1995-2008 (13)
Strenču MRS	Metsandus	1995-2008 (13)
Lode SIA	Ehitusmaterjalide tootmine	1996-2008 (12)
Baloži AS	Turba töötlemine/kaevandus	1998-2009 (11)
Rīgas Transporta Flote AS	Meretransport	1996-2006 (10)
Kvadrapak AS	Trükindus	1998-2006 (8)
Rīgas Starptautiskā Autoosta AS	Transport	2001-2008 (7)
Latvijas Krājbanka AS	Pangandus	2004-2011 (7)
Olaines Kūdra SIA	Turba töötlemine/kaevandus	2006-2012 (6)
Protezesanas un Ortopedijas AS	Meditšiinarvivate tööstus	2005-2008 (3)
Rīgas Miesnieks AS	Lihatööstus	2007-2009 (2)
Laima JSC	Toiduainetetööstus	2005-2007 (2)
Staburadze JSC	Kondiitritööstus	2007-2007 (1)

(allikas: autori koostatud)

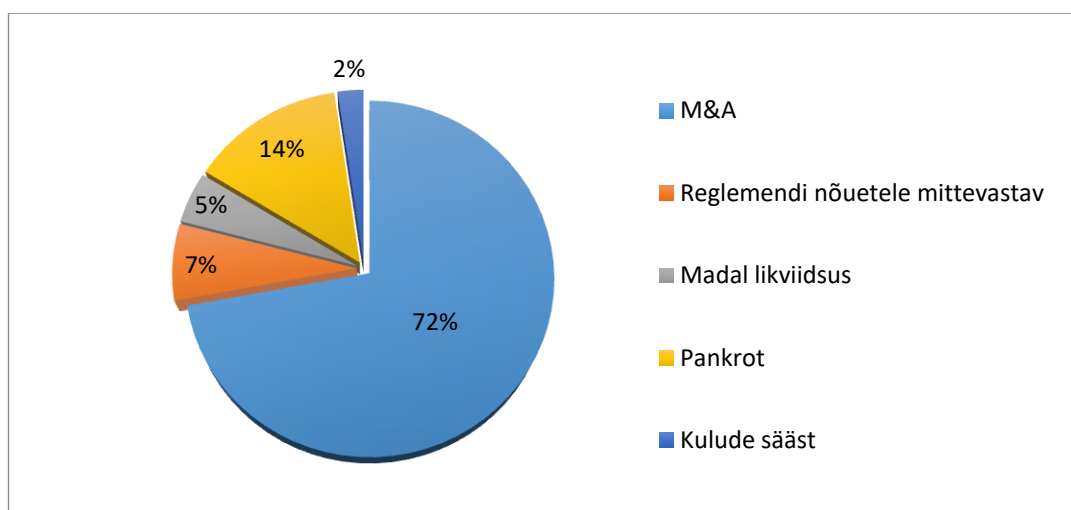
Analüüsid Nasdaq Balti börsil denoteeritud ettevõtteid, lähtudes börsiteadetes avaldatud lahkumise motiivist (vt lisa 1), selgub, et ülekaalukalt domineerib 72%-ga ühinemised ja ülevõtmised ehk M&A (vt joonis 3). Lisas 1 toodud tabelist on näha osaluse protsentuaalne suurus, millega saavutati ülevõtmispakkumise teel sihtemitendi

üle valitsev mõju. Seejuures võib märkida, et enamikel Tallinna börsil denoteeritud ettevõtetel on osalus omandatud üle 90%-lise piirmäära, mis tähendab, et ülejäänud emiteeritud aktsiad osteti väikeaktsionäridelt välja sundkorras (ingl *squeeze out*). Seevastu Läti ja Leedu börsil ülevõetud ettevõtete puhul on näha, et valitseva mõju omandamiseks saavutati osalus ületades 95%-list piirmäära. Seega võib tõdeda, et Balti börsil on denoteerimine sundkorras aktsiate ülevõtmisega väga levinud viis, mida kasutatakse eelkõige majandusliku efektiivsuse kasvu prioriteediks pidades.

Paljud ettevõtted lahkusid vaadeldaval perioodil ka pankroti tõttu, mis kogu valimi lõikes teeb kokku 14%. Seejuures esines suhteliselt võrdselt pankrotimenetluse algatamist võlausaldaja poolt kui ka börsiettevõtte enda initsiatiivil.

Ettevõtted, mis ei allunud reglemendis sätestatud nõuetele, oli kokku 7%. Siia hulka on arvatud ettevõtted, reglemendi nõuete rikkumiste tõttu ja ka need ettevõtted, kus hinnati omal initsiatiivil nõuete täitmine võimatuks ning sellest tulenevalt eelistati omaalgatusel taotleda noteerimise lõpetamist.

Lisaks esines denoteerimise põhjusena ka vähest likviidsust, mis teeb käesoleva valimi puhul 5%. Siia hulka on arvatud ettevõtted, kus kauplemistehingute madala aktiivsuse tõttu muutusid aktsiad illikviidseks ning sellest tulenevalt ei olnud enam ettevõtte börsil hoidmine õigustatud.



Joonis 3. Nasdaq Balti börsilt lahkunud ettevõtete denoteerimise motiivid (allikas: Nasdaq; autori koostatud)

Vähemal määral denoteeriti ettevõtteid ka kulude kokkuhoiu eesmärgil ning seda 2% ulatuses. Siia hulka on arvatud ettevõtted, kus noteerimise lõpetamise taotluses selgitati denoteerimise põhjusena tulemuslikkuse halvenemist kui ka suutmatust tasuda börsiettevõtte staatuse eest kõrgemat hinda. Finantsilise tulemuslikkuse analüüsi juures pööratakse ka tähelepanu noteerimise viimase aasta finantsnäitajatele. Noteerimise viimase aasta finantsnäitajad kajastavad ettevõtte finantsolukorda börsilt lahkumise otsuse vastuvõtmise hetkel ning seejuures aitavad välja selgitada kuivõrd tõenäoliselt denoteeritakse finantspositsiooni nõrgenemise tõttu.

Vaatlusalusel perioodil on finantsilise tulemuslikkuse hindamise läbiviimiseks valim moodustatud kolme Balti riigi väärtpaberiturul denoteeritud 30 ettevõttega. Analüüsivad ettevõtted kauplesid Nasdaq Balti börsi põhi- ja lisanimekirjas perioodil 2000-2013, mis ühtlasi tähendab ka seda, et ettevõtted olid sunnitud tegutsema väga erisuguste majanduslike situatsioonide tingimustes.

2.2. OMXB üldindeks ja Baltikumi majandus viimastel aastakümnetel

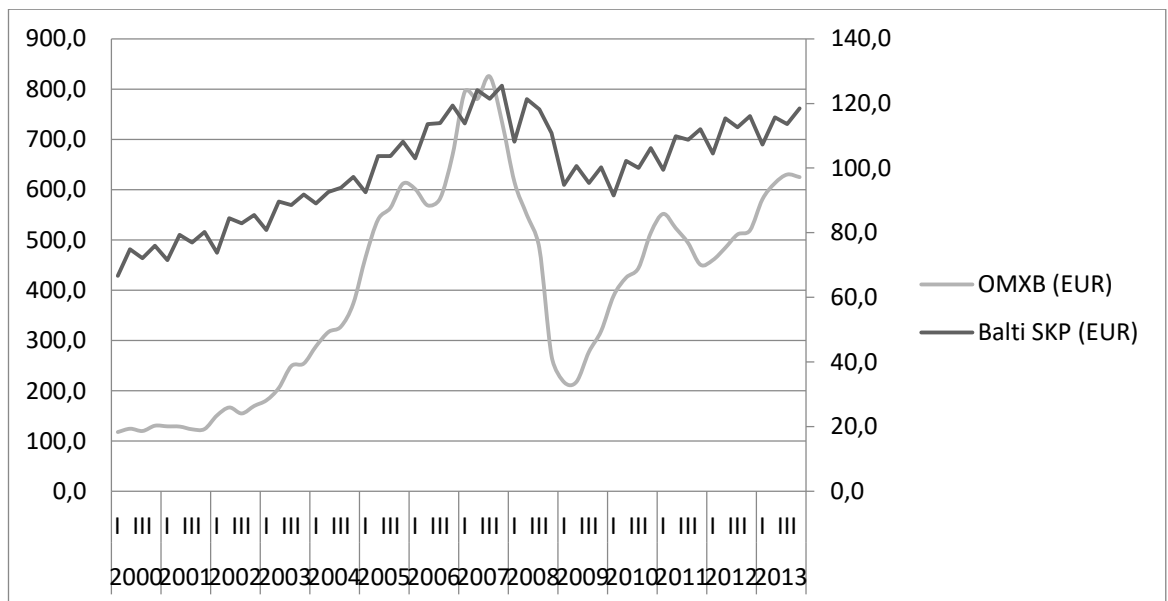
Baltimaade majanduse aastatel 2000-2013 võib tinglikult jagada kolmeks etapiks. Aastatel 2000-2007 toimus väga kiire majanduskasv (vt joonis 4), mille üheks oluliseks mõjutajaks oli Balti riikide ühinemine 2004. aastal Euroopa Liiduga. Sellel perioodil kasvas reaalne SKP 1,83 korda, suurenes tööhõive ning 2007. aastaks kahanes tööpuudus 4,7%-ni (Purju 2013:2). Seda etappi iseloomustas suurenev integreerumine rahvusvaheliste tootmisvõrgustikega, millega kaasnes oluline välisnõudluse suurenemine (Kriisiaastate...2017). Välisvahendite sissevoolul ning kiiresti kasvanud kodumajapidamiste ja korporatiivse sektori laenudel oli oluline osa kinnisvara- ja ehitussektori laenuboomil ning kiirel kasvul (*ibid.*). Pikaajaliselt ei olnud selline kasv jätkusuutlik ning globaalne majanduse jähnenemine tõi majanduskriisi ka Baltikumi (Purju 2013:2).

Teisel etapil ehk aastatel 2008 ja 2009 toimus ulatuslik majanduslangus. Aastal 2009. seisid kõik EL-i riigid (v.a Poola) silmitsi majanduslangusega. Kõige rohkem kannatas Balti riikide majandus, mis kahanes Lätis 18%, Leedus 14,7% ja Eestis 13,9% (Kriisiaastate...2017). Kuna finantsraskuste käes vaevlevad ettevõtted pidid sel

perioodil rakendama erinevaid meetmeid kriisiolukorras toimetulekuks, tehti seda esmajoones tööjõukulude arvelt. Seetõttu suurenes tööpuudus 2009. aastaks 13,8%-ni ning ainuüksi ehitussektori tööhõive vähenes kolme aastaga 35 tuhande töötaja võrra (Purju 2013:2).

Aastal 2010. algas mõõdukas majanduskasv, mis kiirenes 2011. aastal. Kahe aasta jooksul kasvas majandus 10,1% (Purju 2013:2). Majanduse elavnemine ning energia ja toiduainete hindade tõus suurendas inflatsiooni paljudes riikides 2011. aasta esimesel poolel (Euroala...2017). Baltikumi finantsturgude arengut mõjutas 2011. aastal kõige enam euroala võlakriisi teravnemine, mis tõi aasta teisel poolel kaasa aktsiaturgude languse ja suurenenud nõudluse turvalisemate investeringute järele (*ibid.*). Kuigi 2011. aasta lõpus majandus stabiliseerus, iseloomustas 2012. aastat SKP kasvu aeglustumine.

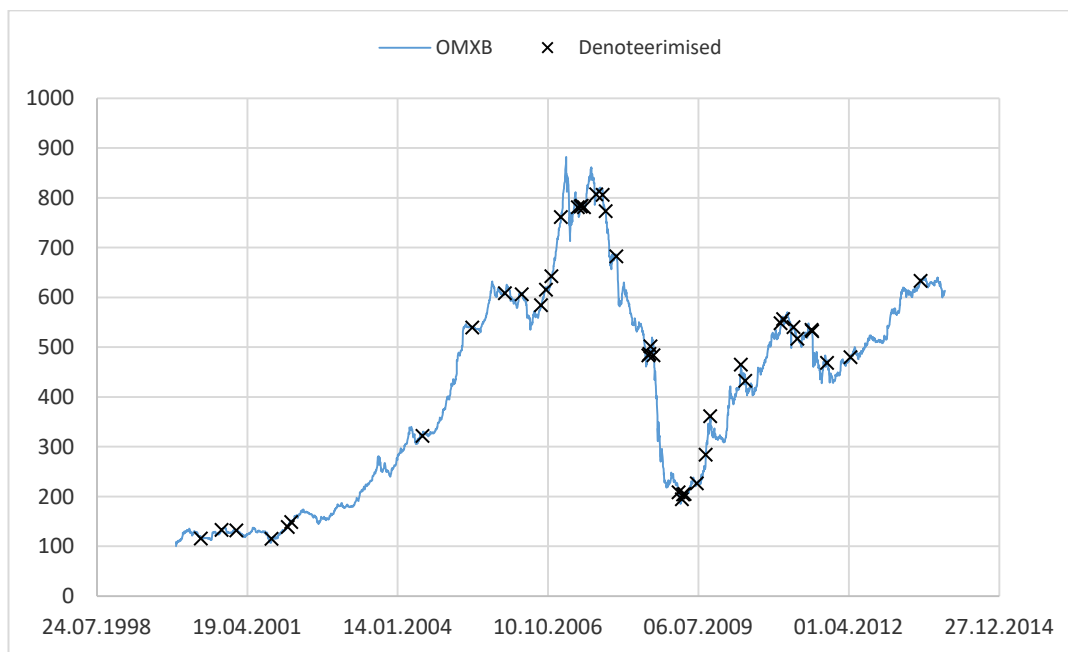
Alljärgneval joonisel on kajastatud Balti riikide aheldusmeetodil arvatud SKP dünaamika ning selle võrdlus reaalarajas arvatava Balti üldindeksiga⁵ (OMX Baltic All-Share). Kuna üldindeks kajastab Balti väärtpapierituru hetkeolukorda ja muutusi, näitab ka alljärgnev joonis selget korrelatsiooni SKP-ga, seda väikese viitajaga.



Joonis 4. SKP indeksi ja OMXB üldindeksi muutus kvartalite lõikes perioodil 2000-2013 (allikas: Eurostat, Nasdaq; autori koostatud)

⁵ Üldindeksis on esindatud kõik Balti börside põhi- ja lisanimekirja ettevõtted, välja arvatud nende ettevõtete aktsiad, kus üks aktsionär kontrollib vähemalt 90% aktsiatest (Indeksid...2017).

Indeksi eesmärgiks on muuta sinna arvatud ettevõtted veelgi nähtavamaks ja atraktiivsemaks, mistõttu suureneb kauplemisaktiivsus ning mis omakorda tõstab aktsiate likviidsust. Võttes arvesse eelnevat, et SKP suurenemise tulemusena tõuseb ka üldindeksi väärtus, mis omakorda tekitab suurema kauplemisaktiivsuse, võiks arvata, et kõrge indeksi väärtuse juures esineb denoteerimist pigem harva. Seevastu madal indeksi väärtus, mille korral turg alahindab ettevõtte väärtust, mis omakorda vähendab kauplemisaktiivsust, peaks ajendama börsilt lahkuma. Tulles tagasi denoteerimise ühe enamlevinud põhjuse juurde, milleks on aktsia madal likviidsus, kinnitab see eelkirjeldatud seisukohti. Vastupidiselt teooriale, järgnev graafik (joonis 5) indeksi madala väärtuse ja denoteerimise vahelist seost nii resolutselt ei kinnita.



Joonis 5. Balti OMXB üldindeks (eurodes) ja denoteerimised perioodil 2000-2013 (allikas: autori koostatud)

Joonisel kujutatud seos üldindeksi dünaamika ja börsilt lahkumise vahel kajastab denoteerimise hetkena momenti, mil börsiettevõtte juhtkond vastavasisulise teate börsi süsteemis avaldas. Seejuures võib märkida, et teate avaldamise hetkest kuni denoteerimise protsessi lõpuni võtab keskmiselt aega 30-45 päeva.

Jooniselt nähtub, et denoteerimised ei ole sagedased just madala indeksi taseme juures. Perioodil 2004 II kvartal kuni 2007 II kvartal ehk majanduskasvu tingimustes ja kõrge indeksi tasemel lahkus börsilt 15 ettevõtet. Samuti ka perioodil 2010 I kvartal kuni 2011

I kvartal denoteeriti seitse ettevõtet. See tähendab, et 23 ettevõtet denoteeriti olukorras, mida iseloomustas aktiivne ja soodne majanduskeskkond ning kõrge turuväärtus.

Seevastu majanduslanguse ja -kriisi olukorras perioodil 2007 III kvartal kuni 2009 IV kvartal lahkus börsilt samuti 15 ettevõtet. Lisaks denoteeriti võlakriisi ajal neli ettevõtet. Seega võib märkida, et 19 ettevõtet denoteeriti raskes majanduslikus olukorras. Kui võtta siinkohal ka arvesse perioodi 2000-2004, mida iseloomustas kiire majanduskasv, kuid madal indeksi tase, siis võib väita, et 25 ettevõtet denoteeriti madala turuväärtuse situatsioonis. Kuna aga üldindeks võeti kasutusele 2006. aastal algväärtusega 100 (algkuupäevaga 31.12.1999), siis vaadeldava perioodi esimestel aastatel turuväärtus 150-300 oli selle aja kõrgeim tase ning seejuures puudus ettekujutus ja prognoos indeksi maksimaalsest tasemest. Seetõttu on küsitav, kuivõrd suurt mõju avaldas algusaastate madal turuväärtus ettevõtte denoteerimise otsust.

Kuna vaatlusaluse perioodi põhjal selget seost denoteerimise ja üldindeksi vahel ei kujunenud, võib järeldada, et börsilt lahkumise otsusel on tugevam seos ettevõtte strateegiliste eesmärkidega. Samas ei saa ka välistada, et ülekaalukalt domineeriv denoteerimise motiiv M&A ei tulene just madala turuväärtuse ja vähese kauplemisaktiivsuse tõttu.

2.3. Nasdaq Balti börsil denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse analüüs

2.3.1. Likviidsusanalüüs

Likviidsusanalüüsi eesmärgiks on välja selgitada, kuivõrd mõjutab börsilt lahkumine ettevõtete lühiajalist maksevõimet. Eesmärgi täitmiseks analüüsitakse 30 ettevõtte käibevarasid ja lühiajalisi kohustusi ning rakendatakse suhtarvude valemeid, milledeks on lühiajaliste kohustuste kattekordaja (valem 2), likviidsuskordaja (valem 3) ja maksevalmiduse kordaja (valem 4). Eraldi tähelepanu pööratakse puhaskäibekapitali (valem 1) muutusele.

Lühiajalise maksevõime hindamisel võib esmalt tähelepanu pöörata käibevarade ning lühiajaliste kohustuste muutusele. Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtete lühiajalised kohustused on börsilt lahkumise järgselt selgelt suurenevas tendentsis (vt lisa 2).

Sarnane muutus toimub ka Riia ja Tallinna börsilt lahkunud ettevõtete bilansistruktuuris. Lühiajaliste kohustuste suurenemist põhjustab asjaolu, et ettevõtted, mis lahkusid börsilt ühinemiste ja ülevõtmistega, tõusevad kohustused lühiajalises perspektiivis, kuna laenatakse emaettevõttelt võõrvahendeid käibekapitali finantseerimiseks. Laen võetakse üles lühiajalise nõudena, mille kustutamise tähtaeg jääb bilansipäeva seisuga alla 12 kuu. Vähem oluline põhjus ei ole ka see, et nii mõnegi ettevõtte väljaostu finantseeriti laenukapitali abil. Nii näiteks finantseeriti 2007. aastal Starmani väljaostupakkumist osaliselt laenukapitaliga summas 22 000 000 eurot kui ka finantsinvestorite konsortiumilt kaasatud omavahendite abil (Ülevõtmispakkumise prospekt 2017). Samuti selgitab lühiajaliste kohustuste suurenemist ka asjaolu, et nii mitmedki ettevõtted on sõlminud laenulepingu pikaajaliste kohustuste refinantseerimise eesmärgil. Denoteeritud ettevõtete bilanssi analüüsides on näha, et börsilt lahkumise järgselt on pikaajalisi kohustusi märkimisväärselt vähendatud või nõue sootuks kustutatud (vt lisa 3). Analoogne tegevus aitab tugevdada ettevõtte finantspositsiooni pikaajalises perspektiivis ning on selge, et seda tehakse käibevarade arvelt, mistõttu on igati ootuspärane, et denoteeritud ettevõtete käibevarad on selgelt langevas trendis (vt lisa 4). Kuivõrd ulatuslik on lühiajaliste kohustuste suurenemine likviidsete varade arvelt, näitab puhaskäibekapitali analüüs.

Puhaskäibekapital on definitsiooni järgi kapitalihulk, mille võrra käibevarad ületavad lühiajalisi kohustusi. Seega on oluline, et nimetatud näitaja oleks ettevõttel piisavalt suur katmaks igapäevaseid ärikulusid. Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtete (vt tabel 5) puhaskäibekapital on denoteerimise järgselt märgatavalt vähenenud. Veelgi enam, nii mõnelgi ettevõttel on lühiajalised kohustused suurenenud denoteerimise järgselt sedavõrd, et puhaskäibekapital on muutunud negatiivseks. Nii näiteks on ettevõttel Kauno Tiekimas positiivne puhaskäibekapital börsilt lahkumise järgselt negatiivseks muutunud. Kuigi ettevõtetel Alytaus Tekstile kui ka Sanital on negatiivne puhaskäibekapital ka börsil olles, on denoteerimise järgselt puhaskäibekapitali negatiivne väärtus veelgi suurenenud. Tähelepanu väärivad ettevõtted Klaipedos Kompanija ja Pramprojektas, millede puhul puhaskäibekapital tõusis börsilt lahkumise järgselt. Võttes arvesse, et tegemist on ühtlasi ainukeste analüüsi kaasatud teenindussfääri ettevõtetega, võib järeldada, et puhaskäibekapitali suurenemine võis olla tingitud kas likviidsete varade suurenemisest või lühiajaliste kohustuste vähenemisest.

Tabel 5. Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtete puhaskäibekapital (eurodes)

Ettevõte	Puhaskäibekapital noteerimise perioodil		Puhaskäibekapital denoteerimise järgselt	
Kauno Tiekimas	1 762 980	3 374 238	-12 147 720	-9 651 886
Alytaus Tekstile	-6 807 080	-5 954 712	-14 050 357	-14 516 834
Klaipėdos Jūrų Kompanija	7 215 238	9 567 722	9 010 585	9 460 293
Pramprojektas	3 299 116	3 250 277	6 428 770	3 469 760
Stumbras	13 113 199	12 160 820	11 440 697	13 803 745
Sanitas	-13 843 543	-4 829 208	-17 038 103	-16 335 418
Lifosa	145 171 472	212 447 260	86 382 429	64 653 409
Mažeikių Nafta	528 293 279	456 823 090	281 956 045	458 518 942

(allikas: autori koostatud)

Riia börsil denoteeritud ettevõtete (vt tabel 6) puhaskäibekapitali muutus sarnaneb suuresti Vilniuse börsilt lahkunud ettevõtetega. Ka siinkohal võib täheldada, et puhaskäibekapital väheneb denoteerimise järgselt, seejuures negatiivne puhaskäibekapitali väärtus on ettevõtetel Laima, Rigas Transporta Flote, Olaines Kūdra ja Rigas Miesnieks. Erinevalt eelnevate ettevõtetega on tööstusettevõttel Lode ja teenindusettevõttel Rigas Starptautiska Autoosta puhaskäibekapital suurenenud. Seejuures ei saa väita, et puhaskäibekapitali suurenemisele aitas kaasa soodne majanduskeskkond, sest mõlemad ettevõtted lahkusid börsilt 2008. aastal, mil algas ülemaailmne majanduskriis. Kuna Lode ja Rigas Starptautiska Autoosta on ühtlasi ainukesed ettevõtted, mille puhul saab täheldada puhaskäibekapitali suurenemist, võib siiski järeldada, et denoteerimise järgselt on puhaskäibekapital langustrendis.

Tabel 6. Riia börsil denoteeritud ettevõtete puhaskäibekapital (eurodes)

Ettevõte	Puhaskäibekapital noteerimise perioodil		Puhaskäibekapital denoteerimise järgselt	
Laima	11 285 912	11 488 044	4 094 789	-8 455 769
Baloži	458 698	420 964	406 789	413 024
Lode	985 721	1 637 148	7 138 672	4 928 034
Olaines Kūdra	1 756 135	1 227 499	-287 453	593 888
Protezesanas un Ortopedijas	394 449	414 838	398 043	416 406
Rigas Miesnieks	-3 535 799	1 039 377	-5 331 307	-9 928 965
Rīgas raugs	714 914	722 635	360 855	133 172
Kvadra Pak	-265 766	-282 158	645 557	-764 261
Rīgas Starptautiskā Autoosta	630 065	713 805	1 839 066	1 084 900
Rigas Transporta Flote	273 420	10 693 215	-15 226 969	-11 995 061
Strenču MRS	612 599	964 903	842 282	609 699

(allikas: autori koostatud)

Tallinna börsil denoteeritud ettevõtete puhaskäibekapitali muutus analoogne Vilniuse ja Riia börsilt lahkunud ettevõtete puhaskäibekapitaliga. Denoteerimise järgselt on puhaskäibekapital langustrendis, seejuures on näitaja väärtus langenud negatiivsele tasemele viiel ettevõttel (vt tabel 7). Ettevõtted, mille puhul võib täheldada negatiivset puhaskäibekapitali ka noteerimise perioodil, on näitaja väärtus börsilt lahkumise järel langenud veelgi.

Tabel 7. Tallinna börsil denoteeritud ettevõtete puhaskäibekapital (eurodes)

Ettevõtte	Puhaskäibekapital noteerimise perioodil		Puhaskäibekapital denoteerimise järgselt	
	Eesti Telekom	101 619 000	89 685 000	20 003 000
Hansapank	350 700 000	72 900 000	-3 947 800 000	-3 743 300 000
Norma	47 242 000	45 724 000	22 096 000	26 343 000
Rakvere Lihakombinaat	10 536 000	18 162 000	23 857 643	25 561 144
Saku Õlletehas	91 191 000	2 811 000	-80 687 370	-42 888 870
Starman	-371 000	-1 280 000	-4 465 000	-5 393 000
Tallinna Farmaatsiatehas	1 381 429	1 333 443	-168 200	-896 642
Estiko Plastar	801 324	960 720	214 168	2 913 221
Fakto	1 940	803 377	-586 990	-1 803 494
Pro Kapital Grupp	1 560 367	3 406 796	-19 601 584	3 407 616
Tallinna Külkhoone	287 986	-417 599	-195 314	-1 086 818

(allikas: autori koostatud)

Analüüsid Vilniuse, Riia ja Tallinna börsil denoteeritud ettevõtete puhaskäibekapitali muutust, võib kokkuvõtlikult märkida, et börsilt lahkumise järgselt vähenes likviidsus 22 ettevõttel. Kogu valimi võrdluses võib väita, et 73% ettevõtetest langes likviidsus, seda puhaskäibekapitali kontekstis, denoteerimise järgselt. Kuna likviidsuse analüüsimisel ja järelduste tegemisel ei saa üksnes ühele näitajale tugineda, oleks asjakohane hinnata ettevõtete lühiajalist maksevõimet ka teiste suhtarvude põhjal.

Puhaskäibekapitalist kui absoluutsuurusest paremini iseloomustab ettevõtte lühiajalist maksevõimet likviidsuse suhtarvud ehk lühiajaliste kohustuste kattekordaja, likviidsuskordaja ja maksevalmiduse kordaja. Analüüsid Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtete kattekordaja (vt lisa 5) muutust, on näha, et ka seegi näitaja on börsilt lahkumise järgselt langustrendis. Lühiajaliste kohustuste kattekordaja väärtuse langus on seotud enamjaolt ettevõtetega, mille puhul võis täheldada ka puhaskäibekapitali vähenemist. Kui hinnata kattekordajat määratletud normatiivide põhjal, siis võib väita, et mitterahuldavale tasemele on langenud näitaja üksnes kolmel ettevõttel ehk Kauno

Tiekimas, Alytaus Tekstile ja Sanitas. Võttes arvesse, et Kauno Tiekimas on teenindussfääri ettevõtte, võib anda väärtusele 0,74 rahuldava hinnangu.

Riia börsil denoteeritud ettevõtetel on samuti lühiajaliste kohustuste kattekordaja langustrendis. Seejuures mitterahuldavale tasemele on langenud näitaja kolmel ettevõttel. Tähelepanu väärrib ettevõtte Rigas Raugs, mille puhul on lühiajaliste kohustuste kattekordaja märkimisväärselt suurenenud denoteerimise järgselt. Börsilt lahkumise järgselt on näitaja väärtus tõusnud keskmiselt 4,26-lt 12,44-ni, mis ühtlasi ei tähenda mitte suurepärasest finantsseisundist, vaid viitab käibekapitali haldamise probleemidele, mistõttu võib kahelda kuivõrd tõhusalt kasutatakse likviidset vara.

Sarnaselt Vilniuse ja Riia börsil denoteeritud ettevõtetega, on ka Tallinna börsilt lahkunud ettevõtete lühiajaliste kohustuste kattekordaja langevas tendentsis. Seejuures mitterahuldavale tasemele on näitaja langenud neljal ettevõttel. Lühiajaliste kohustuste kattekordaja on suurenenud üksnes Rakvere Lihakombinaadil, millel oli ka puhaskäibekapital denoteerimise järgselt tõusvas trendis.

Võttes arvesse Vilniuse, Riia ja Tallinna väärtpaberiturul denoteeritud ettevõtete lühiajaliste kohustuste kattekordaja muutust, võib järeldada, et näitaja langeb kogu valimi võrdluses 22 ettevõttel ehk 73% kõikidest analüüsi kaasatud ettevõtetest. Seejuures on kattekordaja keskmine langus 1,53 protsendipunkti. Kuigi käesoleval juhul domineerib selgelt langustendents, ei saa siinkohal üldistades väita, et likviidsus langeks mitterahuldavale tasemele. Lühiajaliste kohustuste kattekordaja iseloomustab küll ettevõtte maksevõimet, kuid ei arvesta siinkohal käibekapitali struktuuriga.

Käibekapitali struktuuriga arvestab likviidsuskordaja, mis kajastab ettevõtte maksevõimet, mille puhul on maha arvestatud väiksema likviidsusega varad. Lisaks likviidsuskordajale arvestab käibevara struktuuriga ka maksevalmiduse kordaja, mis näitab konkreetsel ajahetkel lühiajaliste kohustuste täitmise suutlikkust.

Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtete likviidsuskordaja (vt lisa 6) ja maksevalmiduse kordaja (vt lisa 7) on sarnaselt lühiajaliste kohustuste kattekordajale vähenevas tendentsis. Seejuures mitterahuldavale tasemele on langenud likviidsuskordaja ettevõtetel Alytaus Tekstile ja Sanitas. Kusjuures nimetatud ettevõtted lahkusid börsilt aastatel 2007 ja 2013 ehk majanduskriisile eelneval ja järgneval aastail. Sellest

tulenevalt ei saa järeldada, et likviidsuskordaja mitterahuldav tase tuleneks üldisest majanduskeskkonnast. Erinevalt nendest ettevõtetest on märgata Stumbrasel, mis denoteeriti 2011. aastal ja Klaipedos Jūru Kroviniu, mis lahkus börsilt 2009. aasta lõpus, likviidsuskordaja suurenemist denoteerimise järgselt. Kuna aga aastat 2009 võib pidada kriisi algusaastaks ning seevastu aastat 2011 majanduskriisi lõpuaastaks, ei saa taaskord tõmmata likviidsuse muutuse ja majanduskeskkonna vahel paralleele.

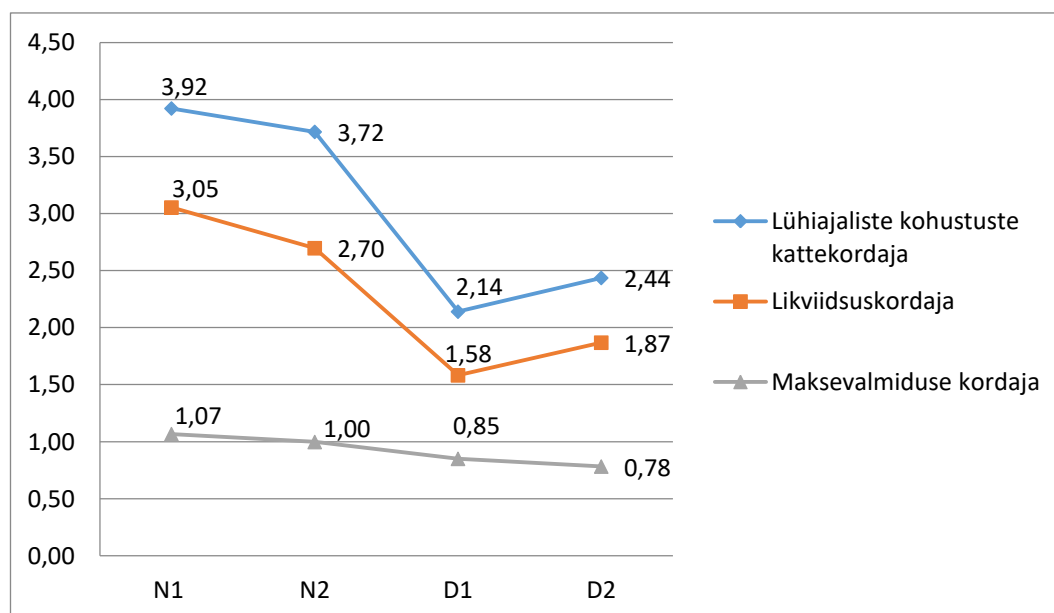
Riia börsil denoteeritud ettevõtetel võib samuti täheldada likviidsuskordaja ja maksevalmiduse kordaja vähenemist börsilt lahkumise järgselt. Seejuures on likviidsuskordaja langenud mitterahuldavale tasemele kuuel ettevõttel, mille hulgas Rigas Miesnieks ja Balozis denoteeriti majanduskriisi ajal. Seevastu teised väheneva likviidsuskordajaga ettevõtted denoteeriti majanduskriisi eel kui ka sellele järgnevatel aastatel. Kusjuures suureneva likviidsuskordaja ettevõtted denoteeriti valdavalt majanduslanguse perioodil ehk 2008. aastal. Seega ka Riia börsil denoteeritud ettevõtete puhul on näha likviidsuse langustrendi denoteerimise järgselt, seejuures ei saa väita, et maksevõime halveneks üldise majanduskeskkonna tõttu.

Sarnaselt Vilniuse ja Riia börsil denoteeritud ettevõtete puhul, on ka Tallinna börsilt lahkunud ettevõtetel likviidsuskordaja langevas tendentsis. Siinkohal ei saa märkida ühtegi ettevõtet, millel oleks likviidsuskordaja või maksevalmiduse kordaja denoteerimise järgselt suurenenud. Mitterahuldavale tasemele on likviidsuskordaja langenud viiel ettevõttel, seejuures majanduskriisi perioodil lahkus üksnes ettevõtte Starman. Seejuures enamik Tallinna börsil denoteeritud ettevõtetest lahkusid börsilt soodsates majanduskeskkonna tingimustes ehk perioodil 2001 II kvartal kuni 2007 II kvartal.

Analüüsidest likviidsuskordaja muutust kogu valimi võrdluses, võib järeldada, et 24 ettevõttel ehk 80% denoteeritustest likviidsuskordaja väheneb. Seejuures börsilt lahkumise järgselt langes ettevõtete maksevõime keskmiselt 1,15 protsendipunkti. Maksevalmiduse kordaja, mis kajastab vahetut lühiajaliste kohustuste täitmise suutlikkust, langes 70% kõikidest analüüsi kaasatud ettevõtetest. Siinkohal aga nii järsku langust ei saa täheldada, nagu oli seda lühiajaliste kohustuste kattekordaja ja likviidsuskordaja puhul (vt joonis 6), sest maksevalmidus langes denoteerimise järgselt keskmiselt 22%.

Huvitava tähelepanekuna võib märkida, et eelnevalt väljatoodud ettevõtted, mille puhul võis täheldada likviidsuse suurenemist, on börsil noteeritud pikaajaliselt. Vilniuse börsil denoteeritud Klaipedos Jüru Kroviniu ja Stumbras, Riia börsilt lahkunud ettevõtted Lifosa, Lode ja Rigas Raugs ning Tallinna börsilt lahkunud Rakvere Lihakombinaadi põhjal kujuneb keskmiseks staažiks 12 aastat (vt lk 32-34 tabelid 2,3,4). Vastupidiselt sellele ei saa mitte ühegi lühiajaliselt noteeritud ettevõtte puhul täheldada likviidsuse tõusu börsilt lahkumise järgselt.

Joonisel 6 on kajastatud Vilniuse, Riia ja Tallinna börsil 30 denoteeritud ettevõtete keskmine lühiajaliste kohustuste kattekordaja, likviidsuskordaja ja maksevalmiduse kordaja dünaamika börsilt lahkumise järgselt. Börsil oleku aeg on tähistatud „N₁ ja N₂“ ehk noteerimise perioodina ning „D₁ ja D₂“ on kajastatud denoteerimisena.



Joonis 6. Likviidsuse muutus denoteerimise järgselt (allikas: autori koostatud)

Jooniselt nähtub selgelt likviidsuse langustrend börsilt lahkumise järgselt. Võib ka tõdeda, et lühiajaline maksevõime halveneb oluliselt just denoteerimisele järgneval aastal, seejuures järgmisel bilansipäeval on näha lühiajaliste kohustuste täitmise suutlikkuse paranemist. Kui analüüsida noteerimise viimase aasta finantsolukorda, võib täheldada, et lühiajaline maksevõimekus oli langustendentsis hetkel, mil denoteerimise otsus vastu võeti. Kuigi langustrendi on näha juba hetkel, mil otsustati börsilt lahkuda, on likviidsuse vähenemine liialt tagasihoidlik, mistõttu ei ole alust arvata, et denoteerimise otsus võis tuleneda lühiajalise maksevõimekuse nõrgenemisest.

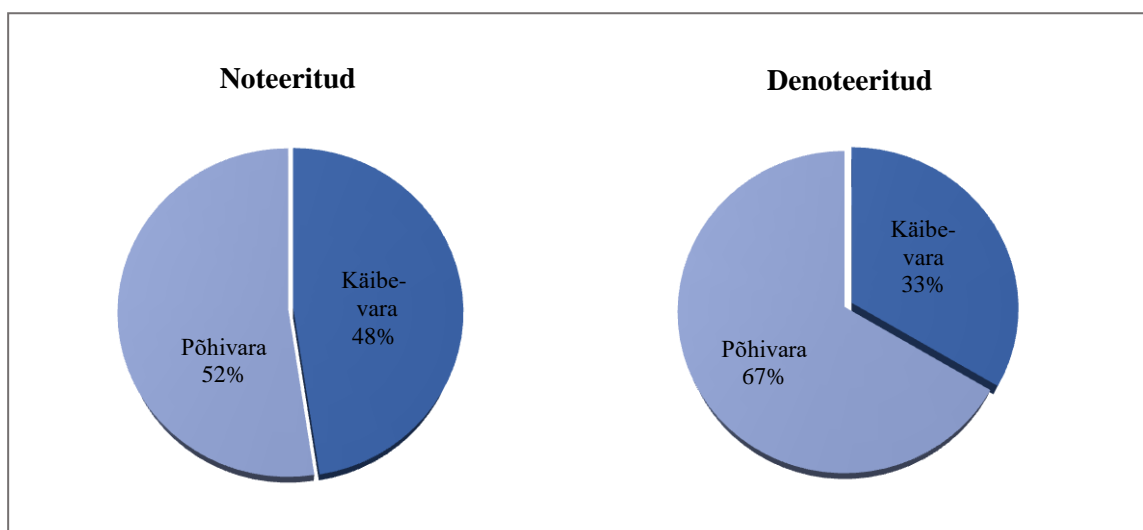
Lühiajaliste kohustuste kattekordaja põhjal võib järeldada, et denoteeritud ettevõtetel väheneb ajutiselt võimekus täitmaks majandusaasta kohustusi, kuid samas ei lange näitaja niivõrd kriitilise piirini, mis peegeldaks kohustuste täitmise suutmatust võlausaldajate ees. Ka likviidsuskordaja järsk langus peegeldab maksevõime halvenemist, kuid ka siinkohal ei saa väita, et langus oleks niivõrd suur, et ohustaks võlausaldajate nõudeid. Maksevalmiduse kordaja muutus kinnitab, et denoteerimise järgselt nõrgeneb vahetu maksevõime kõige likviidsemate varade arvelt, kuid samas võib see tähendada ka vabade vahendite investeerimist põhivaradesse ettevõtte tegevuse efektiivsemaks muutmise eesmärgil.

2.3.2. Efektiivsusanalüüs

Efektiivsuse analüüsi läbiviimiseks hinnatakse denoteeritud ettevõtete tegevustulemusi ning selgitatakse välja, kuivõrd efektiivselt kasutatakse ettevõtte varasid müügitulu genereerimisel. Selleks hinnatakse ettevõtteid varade käibekordaja (valem 5) ja põhivarade käibekordaja (valem 6) põhjal. Seejuures pööratakse eraldi tähelepanu koguvarade ja müügitulu muutusele denoteerimise järgselt.

Denoteeritud ettevõtete koguvarade analüüsimisel tuleb tähelepanu pöörata põhivarade ja käibevarade osakaalule koguvarade struktuuris. Nagu eelnevalt selgus, on käibevarad denoteerimise järgselt selgelt vähenevas trendis. Seejuures põhivarade puhul on näha vastupidist tendentsi (vt lisa 8) ning börsilt lahkumise järgselt on põhivarade osakaal koguvarade struktuuris selgelt suurem (vt joonis 7).

Järgnevalt jooniselt on näha, et denoteerimise järgselt toimuvad muutused ettevõtte koguvarade struktuuris, kus põhivarade osakaal suureneb keskmiselt 15%. Seejuures on ka näha, et käibevarade osakaal langeb, mis tuleneb ühelt poolt nii lühiajaliste kohustuste suurenemisest, kui ka lisainvesteeringutest põhivaradesse.



Joonis 7. Koguvarade struktuuri muutus börsilt lahkumise järgselt (allikas: autori koostatud)

Kuivõrd mõjutab koguvarade struktuuri muutus denoteeritud ettevõtete müügitulu genereerimise võimet lühiajalises perspektiivis, hinnatakse järgnevalt müügitulu dünaamikat börside lõikes eraldi.

Vilniuse börsilt lahkunud ettevõtete müügitulu dünaamikat analüüsid selgub, et ühest muutuse tendentsi ei ole võimalik määratleda, sest siinkohal esineb nii suurenevat kui ka langevat trendi suhteliselt võrdselt (vt tabel 8). Müügitulu suurenemist võib täheldada kolmel ettevõttel, seejuures on ka mitmeid ettevõtteid, kus on netokäibe muutus olnud suhteliselt stabiilne. Seejuures võib märkida, et ettevõtted Alytaus Tekstile, Kauno Tiekimas ja Stumbras, mille puhul on näha müügitulu vähenemist, lahkusid börsilt vastavalt 2007 II kvartal, 2009 IV kvartal ja 2011 II kvartal. Seega saab üksnes Kauno Tiekimase puhul arvestada müügitulu vähenemisel majanduskeskkonna mõju, sest teised ettevõtted lahkusid stabiilse majanduskeskkonna tingimustes.

Tabel 8. Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtete müügitulu (eurodes)

Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Mažeikių Nafta	3 473 203 261	3 693 998 415	3 291 266 066	4 647 052 998
Lifosa	240 199 586	313 145 896	417 469 015	360 667 741
Kauno Tiekimas	120 760 970	123 877 414	60 669 026	51 799 079
Klaipėdos Jūrų Krovinių	42 063 005	45 457 863	36 491 760	47 378 770
Stumbras	37 071 820	31 238 611	31 965 894	35 332 380
Alytaus Tekstile	20 250 535	19 153 972	123 954	270 701
Pramprojektas	3 314 060	1 745 890	1 127 003	1 356 334
Sanitas	5 844 001	6 364 304	6 772 723	7 686 848

(allikas: autori koostatud)

Analüüsid Riia börsil denoteeritud ettevõtete müügitulu muutust, ei saa taaskord anda üldistatud hinnangut müügitulu languse või kasvu osas (vt tabel 9). 2007. aastal denoteeritud ettevõtte Laima ning 2008. aastal denoteeritud ettevõtte Strenču MRS ja Rīgas Starptautiskā Autoosta puhul on näha, et müügitulu on suurenenud börsilt lahkumise järgselt. Sama võib väita ka 2009. aastal börsilt lahkunud Baloži ja Rigas Miesnieks ettevõtete kohta, millede puhul on samuti näha müügitulu suurenemist ning seda majanduslanguse tingimustes. Kuna müügitulu vähenemist võib täheldada samuti paljudel ettevõtetel, ei ole võimalik ka Riia börsilt lahkunud ettevõtete põhjal määrata müügitulu muutuse tendentsi denoteerimise järgselt.

Tabel 9. Riia börsil denoteeritud ettevõtete müügitulu (eurodes)

Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Laima	39 905 664	47 477 950	51 927 543	39 464 048
Rīgas Miesnieks	33 188 653	37 925 383	36 001 885	37 545 619
Rīgas Transporta Flote	15 334 398	19 498 219	7 302 776	11 715 187
Lode	9 599 555	13 124 645	6 327 473	7 594 519
Kvadrapak	8 704 503	8 701 808	10 275 114	9 732 768
Strenču MRS	5 856 832	9 180 500	6 847 303	10 918 593
Rīgas Raugs	2 140 001	2 062 456	11 581	11 345
Olaines Kūdra	1 733 791	1 274 232	1 651 951	1 870 025
Rīgas Starptautiskā Autoosta	1 638 869	1 852 000	2 867 255	2 528 160
Protezesanas un Ortopedijas	781 107	781 781	527 890	624 365
Baloži	429 256	546 381	537 443	472 304

(allikas: autori koostatud)

Tallinna börsil denoteeritud ettevõtete müügitulu muutus on analoogne Vilniuse ja Riia börsil denoteeritud ettevõtete müügitulu dünaamikaga. Netokäive on denoteerimise järel tõusvas trendis viiel ettevõttel, seejuures müügitulu vähenemist võib täheldada nelja

ettevõtte puhul (vt tabel 10). Samuti võib märkida, et on mitmeid ettevõtteid suhteliselt stabiilse müügitulu muutusega.

Tabel 10. Tallinna börsil denoteeritud ettevõtete müügitulu (eurodes)

Ettevõtte	Noteeritud		Denoteeritud	
Hansapank	420 900 000	524 600 000	713 300 000	1 002 600 000
Tallinna Külkhoone	31 009 357	31 346 618	21 251 837	21 042 527
Fakto	11 126 907	11 951 279	1 229 555	1 355 142
Pro Kapital Grupp	5 316 436	1 911 953	344 214	326 141
Tallinna Farmaatsiatehas	4 215 293	3 177 493	3 708 813	4 088 175
Estiko Plastar	593 547	452 750	431 020	539 798
Eesti Telekom	400 151 000	395 588 000	949 000 000	851 000 000
Norma	88 335 000	51 045 000	83 544 000	76 911 000
Rakvere Lihakombinaat	80 995 000	94 687 000	120 669 091	137 526 491
Saku Õlletehas	49 220 000	58 267 000	43 310 240	49 707 349
Starman	17 889 000	22 614 000	25 446 000	25 728 000

(allikas: autori koostatud)

Seega ei ole võimalik ka Tallinna börsil denoteeritud ettevõtete põhjal anda üldistavaid hinnanguid müügitulu muutusele börsilt lahkumise järgselt. Samuti ei ole objektiivne ka ainuüksi müügitulu analüüsile toetudes järeldada, et denoteeritud ettevõtete käive erineks oluliselt noteeritud ettevõtete käibest. Seetõttu analüüsitakse järgnevalt koguarade ja põhivarade müügitulu genereerimise võimet ning seda käibekordaja valemi põhjal.

Analüüsides koguarade käibekordaja muutust Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtete põhjal, võib täheldada, et börsilt lahkumise järel on näitaja langustendentsis (vt lisa 9). Kuigi nii mitmelgi ettevõttel müügitulu suurenes börsilt lahkumise järgselt, ei kasutatud ettevõtte koguvara niivõrd efektiivselt, et oleks saavutatud kõrgem käibesiduvuse tase. Üksnes Lifosa ja Klaipedos Jüru Kroviniu näitavad denoteerimise järgselt efektiivsemat varade kasutamist, seejuures viimasel müügitulu langes börsilt lahkumise järgselt. Nimetatud ettevõtete efektiivsema koguarade kasutamise tingis käibevarade osakaalu vähenemine, sealhulgas langes ka ostjate debitoorne võlgnevus, mis viitabki efektiivsemale tegevusele.

Riia börsilt lahkunud ettevõtete koguarade käibekordaja on sarnaselt Vilniuse börsil denoteeritutega langustrendis. Üksnes ettevõtte Kvadrapak koguarade kasutamise efektiivsus on oluliselt tõusnud, seda müügitulu suurenemise tõttu, seejuures koguarade keskmine väärtus on olnud suhteliselt stabiilne. Koguarade käibekordaja

on langenud ettevõtetel, mis lahkusid börsilt majanduslanguse ajal ehk aastal 2008, samuti ka majanduskriisi ajal ehk aastal 2009 ning samuti ka majanduskasvu ajal ehk aastal 2012. Samas on varade käibekordaja suurenenud ettevõtetel Baloži ja Rīgas Starptautiskā Autoosta, mis samuti denoteeriti majanduslanguse ajal. Seega võttes arvesse Riia börsil denoteeritud ettevõtete koguarade käibekordaja langust ning seda üldise majanduskeskkonna valguses, võib kahtlemata kinnitada, et majanduskeskkond on oluline mõjutegur, samas ei ole sellest ka vähem tähtsam investeeringute optimaalsus.

Sarnaselt Vilniuse ja Riia börsil denoteeritud ettevõtetega on ka Tallinna börsilt lahkunud ettevõtete koguarade käibekordaja langustrendis. Käibesiduvus on tõusnud üksnes Eesti Telekomil ja Normal, mis on tingitud koguarade vähenemisest ning müügitulu suurenemisest, seejuures mõlemad ettevõtted denoteeriti 2010. aastal ehk majanduslanguse tingimustes. Ka 2009. aastal denoteeritud ettevõtte Starmani puhul on näha müügitulu suurenemist, kuid samas koguarade käibekordaja vähenemist, mis tuleneb varade ja müügitulu proportsionaalsest suurenemisest.

Eelnevale tuginedes võib järeldada, et koguarade käibekordaja on selgelt langustrendis denoteerimise järgselt. Analüüsi kaasatud ettevõtetest langes käibesiduvus 23 ettevõttel ehk 77% kõikidest ettevõtetest, seejuures vähenes näitaja keskmiselt 25 protsendipunkti. Sama ei saa aga väita müügitulu muutuse kohta, sest ettevõtete põhjal võis täheldada nii netokäibe suurenemist kui ka vähenemist ning seda suhteliselt võrdselt. Varade käibekordaja peegeldab ettevõtte koguarade võimet müügitulu genereerimisel, kuid hinnangu kujundamisel on oluline lähtuda ka põhivarade produktiivsuse muutusest, mis näitab investeeringute tasuvust müügitulu genereerimisel.

Vilniuse kui ka Riia börsil denoteeritud ettevõtete puhul on näha analoogset muutust koguarade käibekordajaga. Põhivarade käibekordaja (vt lisa 10) on börsilt lahkumise järgselt langustrendis ning seejuures on tegemist samade ettevõtetega, kus võis täheldada ka koguarade käibekordaja langust. Vilniuse börsi puhul võib eranditult välja tuua üksnes ettevõtte Stumbras, kus on põhivarade käibekordaja suurenenud börsilt lahkumise järgselt. Seevastu teistel ettevõtetel, kus põhivarade käibekordaja väheneb, on tingitud lisainvesteeringutest põhivaradesse ning müügitulu suhteliselt tagasihoidlikust kasvust või selle langusest. Võttes aga arvesse, et investeeringute

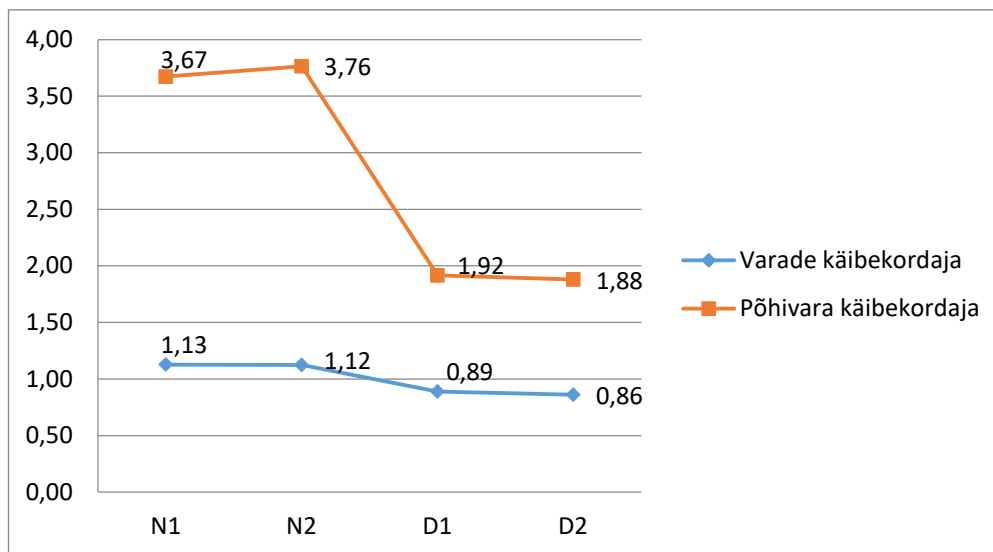
tasuvus on pigem pikaajalisem protsess, on efektiivsuse ajutine langus denoteeritud ettevõtete puhul igati ootuspärane.

Sarnaselt Vilniuse ja Riia börsil denoteeritud ettevõtetega, on ka Tallinna börsilt lahkunud ettevõtete põhivarade käibekordaja muutus langev. Samas on põhivarade käibekordaja nii mitmelgi ettevõttel positiivsem, kui oli seda koguvarade käibekordaja. Nendeks ettevõteteks on Hansapank ja Rakvere Lihakombinaat, kus on põhivarade käibekordaja tõusnud, mis tuleneb müügitulu märkimisväärsest kasvust. Seevastu teistel ettevõtetel on märgata suhteliselt suurt efektiivsuse langust, mis on taaskord tingitud lisainvesteeringutest põhivaradesse.

Tuginedes eeltoodud analüüsile võib väita, et põhivarade käibekordaja on denoteerimise järgselt langustrendis. Nasdaq Balti börsil denoteeritud ettevõtetest vähenes põhivara käibekordaja 20 ettevõttel ehk 67% kõikidest analüüsi kaasatud ettevõtetest. Siinkohal oli langus aga märkimisväärselt suurem, kui oli seda koguvarade käibekordajal (vt joonis 8) ehk keskmine langus oli 1,82 protsendipunkti.

Alljärgnev joonis kajastab denoteeritud ettevõtete efektiivsuse ehk tegevustulemuste dünaamikat börsilt lahkumise järel. Lisainvesteeringutest tulenevalt langeb oluliselt põhivarade käibekordaja, seejuures koguvarade dünaamika on suhteliselt tagasihoidlik, mis tuleneb asjaolust, et koguvarade hulka on arvatud nii varud kui ka debitoorne võlgnevus. Kuna tegemist on käibekapitaliga ehk suuresti volatiilse näitajaga, on sellest tulenevalt koguvarade dünaamika stabiilsem.

Järgneva joonise põhjal võib ka väita, et ettevõtete finantsolukord, seda efektiivsuse perspektiivist vaadelduna, on noteerimise viimasel aastal heal tasemel. Seejuures võib kinnitada, et denoteerimise otsuse vastuvõtmine ei tulene efektiivsuse nõrgenemisest ning kogu- ja põhivarade müügitulu genereerimise võime on halvenenud vahetult pärast börsilt lahkumist.



Joonis 8. Denoteeritud ettevõtete efektiivsuse muutus (allikas: autori koostatud)

Efektiivsuse langust võib pidada ootuspäraseks, sest tuleneb eelkõige lisainvesteeringutest ning seetõttu ei kajastu see koheselt müügitulus. Samas aga ei saa väita, et müügitulu oleks denoteerimise järgselt vähenemas või tõusvas trendis, sest nagu eelnevalt mainitud, esines mõlemat tendentsi suhteliselt võrdselt ning seejuures ei kujunenud välja selget seost. Veelgi enam ei saa anda ühest hinnangut majanduslanguse mõjust ettevõtte efektiivsusele, sest taaskord ei tekkinud korrelatsiooni majanduslanguse ja ebaefektiivsuse vahel.

Sarnaselt likviidsusanalüüsile võib ka efektiivsuse dünaamika juures täheldada, et koguvarade müügitulu genereerimise võime on efektiivsem denoteeritud ettevõtetel, kus noteerimise staaž on pikaajaline. Vilniuse börsilt lahkunud ettevõtete Lifosa ja Klaipėdos Jūru Kroviniu, Riia börsil denoteeritud Balozi, Kvadrapak ja Rigas Starptautiska Autoosta ning Tallinna börsilt lahkunud ettevõtete Norma ja Eesti Telekomis põhjal kujuneb keskmiseks noteerimise perioodiks 11 aastat (vt lk 32-34 tabelid 2, 3, 4). Ka siinkohal ei saa märkida ühtegi lühiajaliselt noteeritud ettevõtet, kus oleks denoteerimise järgselt efektiivsus suurenenud.

2.3.3. Rentaablusanalüüs

Rentaabluse ehk koondefektiivsuse analüüsi käigus hinnatakse denoteeritud ettevõtete kasumlikkust läbi tasuvussuhtarvude, mis iseloomustavad ettevõtte finantsedukust ning efektiivsust kasumi teenimisel. Rentaablussuhtarvudena kasutatakse müügikäibe puhasrentaablust ehk ROS (valem 7), varade rentablust ehk ROA (valem 8) ja

omakapitali rentaablust ehk ROE (valem 9). Lisaks analüüsitakse ettevõtteid ka suhtarvu ROCE (valem 10) abil, mis on küllaltki sarnane ROE-le, kuid lisaks omakapitalile kaasatakse analüüsi ka pikaajalised kohustused ning leitakse suhe intressi- ja maksueelse kasumiga. Eraldi tähelepanu pööratakse puhaskasumi, intressi- ja maksueelse kasumi ning omakapitali muutustele denoteerimise järgselt.

Puhaskasum on raamatupidamislikus tähenduses kõige lihtsamalt defineerides kõikide tulu- ja kulusummade vahe, mis erinevalt ärikasumist võtab arvesse ka finantseerimisotsuste mõju ettevõtte finantsilisele tulemuslikkusele. EBIT ehk intresside- ja maksueelne kasum näitab ettevõtte põhitegevuse tulemit ning seega ei kajastu nimetatud näitajas finantstulud ja -kulud. Analüüsides denoteeritud ettevõtete puhaskasumi muutust börsilt lahkumise järgselt (vt lisa 11), võib välja tuua, et Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtetest on nimetatud näitaja suurenenud üksnes kolmel ettevõttel. Seejuures teistel Vilniuse börsilt lahkunud ettevõtetel on puhaskasum langenud denoteerimise järgselt. EBIT-i puhul on toimunud muutused analoogselt puhaskasumiga ning seejuures ei saa väita, et puhaskasum omaks märkimisväärselt erinevaid muutusi võrreldes EBIT-ga (vt lisa 12).

Riia börsil denoteeritud ettevõtetest võib välja tuua üksnes kaks ettevõtet, mille puhul võib täheldada puhaskasumi suurenemist börsilt lahkumise järgselt. Nii näiteks 2009. aastal lahkunud ettevõtte Balozis, kui ka 2008. aastal lahkunud Rigas Starptautiska Autoosta näitavad puhaskasumi suurenemist börsilt lahkumise järgselt. Seevastu ülejäänud analüüsi kaasatud ettevõtetel on puhaskasum langenud börsilt lahkumise järgselt. Seega võib Vilniuse ja Riia börsi põhjal arvata, et puhaskasumi muutus on denoteerimise järgselt vähenevas trendis.

Tallinna börsilt lahkunud ettevõtete põhjal on aga puhaskasum pigem suurenevas tendentsis, sest üksnes kolmel ettevõttel on puhaskasum vähenenud. Puhaskasumiga sarnaselt muutub ka EBIT ning seejuures ei saa väita, et puhaskasumi suurenemine tuleneks dividendide väljamaksetest tulenevast madalamast tulumaksukohustusest. Nii näiteks pole vaadeldud perioodil dividende maksnud Pro Kapital Grupp, Rakvere Lihakombinaat, Tallinna Farmaatsiatehas, Tallinna Külmoone ja Estiko. Üksnes Saku Õlletehas ja Norma on lõpetanud dividendide väljamaksed denoteerimise järgselt. Kuna vaadeldud börside põhjal toimuvad muutused puhaskasumis erisuguselt, ei saa siinkohal

väita, et denoteerimise järgselt oleks puhaskasum langevas või suurenevas trendis. Samuti ei saa väita, et Tallinna börsil noteeritud ettevõtete dividendide väljamaksetest tulenev maksukoormus erineks oluliselt denoteeritud ettevõtetest. Seetõttu ei saa anda siinkohal üldistavaid hinnanguid ning denoteeritud ettevõtete kasumlikkuse väljaselgitamisel analüüsitakse järgnevalt puhaskasumi suhet müügitulusse.

Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtete käiberentaablus (vt lisa 13), mis kajastab puhaskasumi ja müügitulu suhet, on börsilt lahkumise järgselt pigem langevas tendentsis. Üksnes ettevõttel Pramprojekta, mis denoteeriti 2010. aastal, võib täheldada märgatavalt kõrgemat netokäibe tasuvust, mis tuleneb puhaskasumi suurenemisest. Seevastu väheneva müügikäibe puhasrentaablusega ettevõtetel on kasumlikkuse langus tingitud eelkõige vähenevast puhaskasumist. Samas, arvestades ka majanduskeskkonna potentsiaalset mõju, võiks justkui väita, et müügikäibe puhasrentaabluse vähenemine võib olla tingitud majanduslangusest, sest nii Stumbras, mis denoteeriti 2011. aasta alguses ning Alytaus Tekstile, mis denoteeriti 2007. aasta lõpus, oli puhaskasum langevas tendentsis.

Sarnaselt Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtetega võib ka Riia börsil täheldada pigem müügikäibe puhasrentaabluse langevat trendi. Siinkohal võib märkida üksnes kaks ettevõtet, kus netokäibe kasumlikkus suurenes. Nii näiteks Balozis, mis denoteeriti 2009. aastal kui ka Rigas Starptautiska Autoosta, mis denoteeriti 2008. aastal, näitavad majanduslanguse olukorras rentaablu suurenemist.

Erinevalt Vilniuse ja Riia börsil denoteeritud ettevõtetest võib Tallinna börsil märkida rohkem ettevõtteid, mille puhul on näha müügikäibe puhasrentaabluse suurenemist, seejuures on ka ettevõtteid suhteliselt stabiilse netokäibe kasumlikkusega. Olulist langust võib näha üksnes Pro Kapital Grupi puhul, mis denoteeriti 2010. aastal ning seejuures vähenes kasumlikkus negatiivse puhaskasumi ja väheneva müügitulu tõttu.

Analüüsides Vilniuse, Riia ja Tallinna börsil denoteeritud ettevõtete müügikäibe puhasrentaabluse keskmist muutust, võib väita, et 20 ettevõttel ehk 67% kogu valimist on rentaablu langustrendis. Seejuures on keskmine langus 1,78 protsendipunkti. Müügikäibe puhasrentaablus kajastab üksnes müügitulult genereeritavat puhaskasumit, kuid nimetatud näitajast annab parema ülevaate kasumlikkusest omakapitali puhasrentaablus.

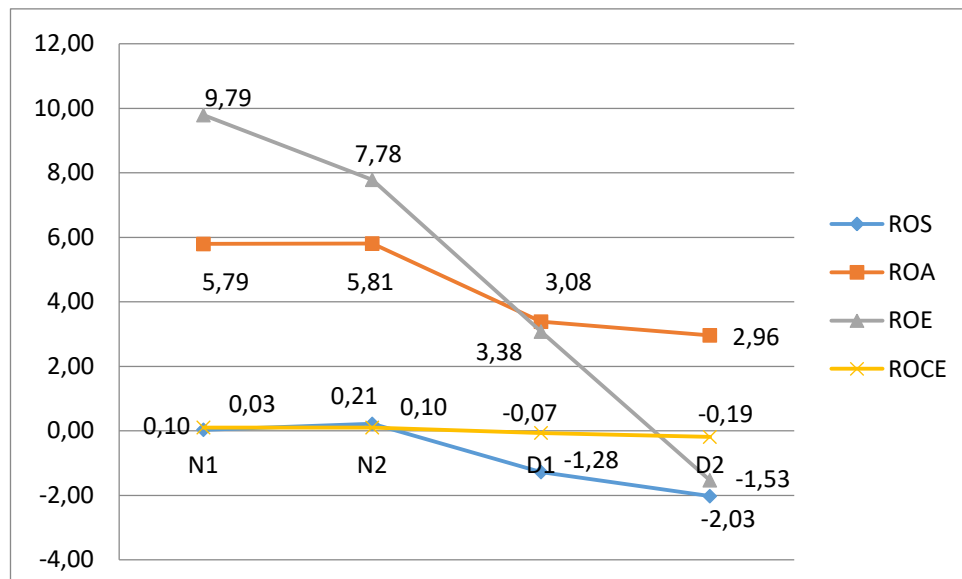
Analüüsid üksnes omakapitali ehk netovara dünaamikat, ei saa välja tuua kindlat muutuse trendi. Analüüsitavate börside lõikes on toimunud denoteerimise järel küllaltki stabiilsed muutused ning seejuures esines vaid mõningatel ettevõtetel omakapitali vähenemist (vt lisa 14). Seejuures võib märkida, et omakapital vähenes ettevõtetel, kus esines majandustegevuse kahjumit, välja arvatud Tallinna börsil denoteeritud ettevõtte Pro Kapital Grupi puhul. Nimetatud ettevõttel on näha omakapitali suurenemist denoteerimise järgselt, kuid puhaskasumi analüüs näitas majandustegevuse kahjumit. Analoogne muutus on tingitud muude reserve ja aazio suurenemisest. Aazio ehk ülekurss võimaldas suurendada omakapitali, seejuures osakapital jäi samale tasemele. Seega võib Vilniuse, Riia ja Tallinna börsilt lahkunud ettevõtete omakapitali analüüsi põhjal järeldada, et denoteerimise järgselt ei toimu märkimisväärseid muutusi, mistõttu ei saa määratleda kindlat muutuse tendentsi. Denoteeritud ettevõtete omakapitali muutuse ja selle kasumlikkuse väljaselgitamisel analüüsitakse järgnevalt omakapitali suhet puhaskasumisse.

ROE ehk omakapitali puhasrentaablus on ühtlasi ka välisinvestorite poolt üks hinnatuimaid kasumlikkust peegeldavaid suhtarve, sest kajastab ettevõtte võimet genereerida kasumit investeeritud rahaühiku kohta. Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtete omakapitali puhasrentaabluse muutus on pigem langustrendis, kuigi võib tõdeda, et näitaja oli nii mitmelgi ettevõttel negatiivne ka börsil olles (vt lisa 15). Analoogset muutust näitab ka ROCE ning seda mitte üksnes Vilniuse vaid ka Riia ja Tallinna börsi puhul.

Riia ja Tallinna väärtpaberiturul denoteeritud ettevõtete omakapitali rentaablus on samuti pigem langustrendis börsilt lahkumise järgselt. Sama võib väita ka ROCE kohta, kuid ainukese erinevusena väärib tähelepanu kasumlikkuse languse keskmine kiirus (vt lisa 16). Kui ROE puhul võib tõdeda denoteerimise järgselt tugevalt negatiivset omakapitali rentaablust, siis ROCE vähenemine on tagasihoidlikum langedes üksnes nulli või kergelt negatiivseks (vt joonis 9). Võttes aga arvesse, et kui ROE peegeldab omakapitali puhaskasumi genereerimisvõimet, siis ROCE vastupidiselt kajastab kogu olemasoleva kapitali kasumi teenimisvõimet. Kuna börsilt lahkumise järgselt on investeeritud kapitali osakaal oluliselt suurem, selgitab see ROCE stabiilsemat muutust denoteerimise järgselt. Vähem olulisem pole siinkohal ka märkida, et EBIT-i puhul

pole maha arvatud intressi- ja maksukulused, seetõttu omab näitaja tavapäraselt suuremat väärtust kui puhaskasum.

Analüüsid ROE ja ROCE dünaamikat kogu valimi lõikes denoteerimise järgselt võib väita, et rentaablus langeb 20 ettevõtetel ehk 67% analüüsi kaasatud ettevõtetest. Kui ROCE keskmiseks languseks on üksnes 23 protsendipunkti, siis ROE langeb keskmiselt 8 protsenti.



Joonis 9. Denoteeritud ettevõtete rentaabluse muutus (allikas: autori koostatud)

Varade rentaablus ehk ROA kajastab koguvarade tasuvust, seejuures kaasatakse analüüsi nii käibe- kui ka põhivarad. Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtete koguvarade rentaablus on samuti börsilt lahkumise järgselt pigem languses (vt lisa 17). Analoogne muutus on toimunud ka Riia ja Tallinna väärtpaberiturult lahkunud ettevõtetel. Siinkohal võib märgata, et varade rentaablus suureneb ettevõtetel, millel võis täheldada ka müügikäibe ja omakapitali tasuvuse suurenemist. Nii näiteks on Normal, Estikol ja Faktol kasumlikkus denoteerimise järgselt suurenenud ning seda mitte üksnes koguvarade, vaid ka müügikäibe ja omakapitali aspektist. Riia börsi endistest ettevõtetest näitavad paremat varade kasumlikkust Baloži, mis denoteeriti 2009. aastal, ja Rigas Starptautiska Autoosta, mis lahkus börsilt 2008. aastal. Seevastu madalama kasumlikkusega ettevõtetel, millede denoteerimise aeg jääb samuti valdavalt 2008. ja 2009. aastasse, on vähenev rentaablus tingitud koguvarade suurenemisest ja puhaskasumi vähenemisest. Kuna eelnevalt läbiviidud likviidsusanalüüs näitas, et

denoteerimise järgselt on käibekapital selgelt vähenevas trendis, saavad koguvarad suurenda põhivarade osakaalu suurenemise tõttu.

Tuginedes eeltoodud analüüsile võib väita, et varade kasumlikkus langes börsilt lahkumise järgselt 19 ettevõtetel ehk 63% kõikidest analüüsi kaasatud ettevõtetest. Seejuures vähenes kasumlikkus keskmiselt 2,63 protsendipunkti. Võttes arvesse asjaolu, et denoteerimise järgselt suureneb oluliselt põhivarade osakaal koguvarade struktuuris, on ilmne, et investeringutest oodatav tulusus realiseerub pikaajaliselt. Kuna käesoleval juhul analüüsitakse denoteerimise lühiajalist mõju ettevõtete kasumlikkusele, on ootuspärane, et koguvarade rentaablus näitab langustrendi.

Analüüsides börsiettevõtete rentaablust noteerimise viimasel aastal võib välja tuua, et üksnes omakapitali rentaablus näitas langustrendi ka börsil olles. Seejuures teised kasumlikkuse suhtarvud näitavad langustendentsi pärast börsilt lahkumist ning seetõttu ei saa väita, et denoteerimise otsuse vastuvõtmise hetkel oleks börsiettevõtete kasumlikkus madal. Sellest tulenevalt ei saa ka kinnitada, et Balti börsidel noteeritud ettevõtetel tulenes börsilt lahkumine finantsolukorra nõrgenemise tõttu.

Võttes arvesse denoteeritud ettevõtete rentaabluse muutust börsilt lahkumise järgselt võib taaskord täheldada kasumlikkuse suurenevat tendentsi nendel ettevõtetel, kus noteerimise staaž on pikaajaline. Vilniuse börsilt lahkunud ettevõtete Klaipedos Jüru Kroviniu ja Pramprojektas, Riia börsil denoteeritud Balozis ja Rigas Starptautiska Autoosta ning Tallinna börsilt lahkunud ettevõtete Norma ja Tallinna Farmaatsiatehase põhjal kujuneb keskmiseks noteerimise perioodiks 10 aastat (vt tabelid 2, 3, 4). Eelnevalt loetletud ettevõtetel on kõik analüüsi kaasatud rentaablusnäitajad ehk ROS, ROA, ROE ja ROCE tõusvas trendis. Seejuures ei saa märkida ühtegi lühiajaliselt noteeritud ettevõtet, kus oleks denoteerimise järgselt kasumlikkus suurenenud.

2.3.4. Kapitali struktuuri analüüs

Kapitali struktuuri hindamisel kasutatakse käesoleval juhul võlakordajat (valem 11) ja pikaajalist laenukordajat (valem 12), mille tulemusena selgub, kuidas on muutunud denoteerimise järel ettevõtete pikaajaline maksevõime.

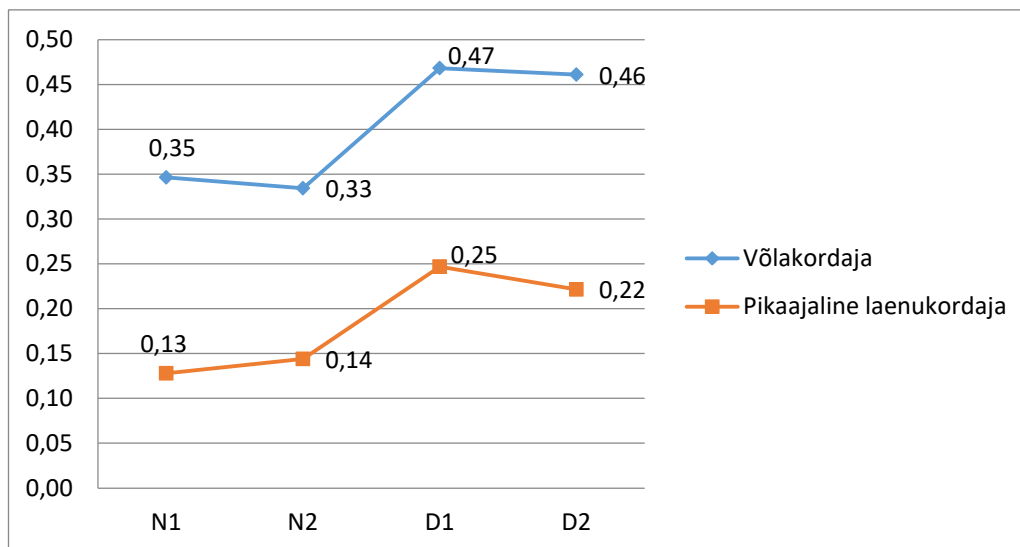
Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtetel on võlakordaja selgelt tõusvas trendis, mis tuleneb kohustuste suurenemisest. Seejuures võib märkida, et kohustuste suurenemine ei

ole tingitud niivõrd mitte pikaajalise võõrkapitali osakaalu suurenemisest, vaid lühiajaliste kohustuste suurenemisest. Kui siinkohal võrrelda denoteeritud ettevõtete võõrkapitali osatähtsuse muutust normatiivide järgi, siis Vilniuse börsil on võlakordaja 70%-st suurem üksnes kahel ettevõttel – Alytaus Tekstilel ja Pramprojektasel (vt lisa 18). Seejuures teistel suurenenud võlakordajaga ettevõtetel jääb näitaja lubatud piiridesse, mis tähendab laenatud kapitali tagastamise suutlikkust.

Sarnaselt Vilniuse börsile on ka Riia börsil denoteeritud ettevõtete võlakordaja tõusvas trendis, seejuures kõrgem kui 70% on näitaja üksnes ettevõttel Rigas Miesnieks. Kuna börsilt lahkumise järel suurenesid nimetatud ettevõttel oluliselt kohustused ning seejuures koguvarade kasv jäi pigem tagasihoidlikuks, viitab see finantsraskuste korral potentsiaalsele suutmatusele võõrvahendite tagastamiseks.

Võlakordaja analoogset trendi võib täheldada ka Tallinna börsilt lahkunud ettevõtete puhul. Ka siinkohal võib märkida vaid ühe ettevõtte, Hansapanga, millel on võlakordaja suurem kui normatiivid lubavad. Samas, arvestades ka tegevusvaldkonna spetsiifikat, on tavapärane, et finantsvõimenduse tase on teiste ettevõtetega võrreldes oluliselt kõrgem. Kuna käesoleval juhul võib finantsasutuse suurem võõrkapitali tase oluliselt moonutada muutuse keskmist väärtust, on Hansapank võlakordaja keskmise languse väljaselgitamiseks kõrvale jäetud.

Seega, võttes arvesse Vilniuse, Riia ja Tallinna börsilt lahkunud ettevõtete kapitali struktuuri muutust, võib kokkuvõtlikult märkida, et denoteerimise järgselt suureneb võõrkapitali osakaal 24 ettevõttel ehk 80% analüüsi kaasatud ettevõtetest ning seda keskmiselt 13 protsendipunkti võrra (vt joonis 10). Kuna investorite perspektiivist vaadeldes on eelistatud võimalikult madal võlakordaja tase, võib näitaja suurenemine viidata pikaajalise maksevõime halvenemisele. Võttes aga arvesse, et üksnes mõningatel ettevõtetel ületab võlakordaja normatiivset piiri, ei saa väita, et denoteeritud ettevõtete pikaajaline maksevõime oluliselt halveneb börsilt lahkumise järel.



Joonis 10. Kapitali struktuuri muutus denoteerimise järgselt (allikas: autori koostatud)

Hinnates denoteeritud ettevõtete pikaajalist maksevõimet laenukordaja abil, ei ole muutuse trend nii üheselt määratletav. Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtete puhul võib täheldada nii pikaajalise laenukordaja suurenemist kui ka vähenemist ning seda suhteliselt võrdselt. Küll aga tasub märkida, et laenukordaja ületab normatiivi üksnes ühel ettevõttel ehk Pramprojektasel, millel on laenukordaja denoteerimise järgselt keskmiselt 0,7, seejuures normatiiv hindab väärtust 0,5-0,6 normaalseks (vt lisa 19). Seega ei saa ka siinkohal väita, et pikaajaline maksevõime denoteerimise järgselt seaks ohtu võlausaldajate nõuded.

Riia ja Tallinna börsil denoteeritud ettevõtetel on laenukordaja muutus analoogne. Seejuures normatiivsest aspektist analüüsid ei saa Riia börsilt lahkunud ettevõtete puhul samuti täheldada, et pikaajaline laenukordaja oleks kriitilise piiri tasemel. Tallinna börsil denoteeritud ettevõtete laenukordaja hindamisel võib taaskord esile tõsta Hansapanga, millel on pikaajaline laenukordaja 0,8. Kuna aga tegemist on finantsasutusega, ei ole alust arvata, et pikaajaliste investeeringute võõrkapitaliga finantseerimise suurenemine, viitaks pikaajalise maksevõime halvenemisele.

Seega võib analüüsitud ettevõtete põhjal kokkuvõtlikult väita, et denoteerimise järgselt suureneb pikaajaline laenukordaja 17 ettevõttel, mis teisisõnu tähendab, et üksnes 56% kogu valimist laenukordaja suureneb. Kuna läbiviidud pikaajalise laenukordaja muutus on nii tõusvas kui ka langevas tendentsis, ei saa järeldada, et pikaajaline maksevõime halveneks börsilt lahkumise järel oluliselt.

Pöörates tähelepanu finantsolukorrale noteerimise viimasel aastal võib taaskord kinnitada, et börsilt lahkumise otsuse vastuvõtmise hetkel ei ole börsiettevõtete kapitali struktuuris toimunud muutusi, mis viitaks halvemale maksevõimele. Kuigi võib täheldada pikaajalise laenukordaja suurenemist ka noteerimise viimasel aastal, on näitaja suurenemine küllaltki minimaalne, mistõttu ei saa väita, et denoteerimise otsus võis tuleneda maksevõime halvenemise tõttu.

Analüüsides denoteeritud ettevõtete kapitali struktuuri dünaamikat, lähtudes noteerimise pikaajalisusest, ei saa siinkohal staaži ja võõrkapitali osakaalu muutuse vahel paralleele tõmmata. Lisa 18 ja 19 põhjal on näha, et võõrvahendite suurem osakaal kapitali struktuuris, sealhulgas ka pikaajalistes investeringutes, on nii lühiajaliselt kui ka pikaajaliselt noteeritud ettevõtetel. Seetõttu ei ole objektiivne hinnata denoteeritud ettevõtete kapitali struktuuri dünaamikat börsil oleku staažist lähtuvalt.

Läbiviidud finantsilise tulemuslikkuse analüüs näitas, et denoteerimise järgselt muutub ettevõtte finantsseis ning seda eriti likviidsuse ja efektiivsuse perspektiivist vaadeldes, kuid vähemal määral ka rentaabluse kui ka pikaajalise maksevõime aspektist. Likviidsusanalüüs, mille läbiviimisel tugineti puhaskäibekapitali, lühiajaliste kohustuste kattekordaja, likviidsuskordaja ja maksevalmiduse kordajale, näitas selgelt lühiajalise maksevõime langust börsilt lahkumisel, mis on tingitud eelkõige lühiajaliste kohustuste suurenemisest. Arvestades ka majanduskeskkonna potentsiaalset mõju ettevõtte likviidsuse langusele selgus, et paljud denoteeritud ettevõtted tulid raskema majanduskeskkonna tingimustes paremini toime, kui oleks võinud eeldada.

Sarnaselt likviidsusele langeb ka denoteeritud ettevõtete tegevuse efektiivsus, mis peaausjalikult tuleneb koguvarade suurenemisest. Seejuures on efektiivsuse langus ootuspärane, sest tuleneb eelkõige lisainvesteringutest põhivaradesse, mille tasuvust on võimalik hinnata pikaajaliselt. Seevastu müügitulu muutuse kaardistamine selget tulemust ei andnud ning sellest tulenevalt ei ole asjakohane anda üldistavaid hinnanguid netokäibe muutusele denoteerimise järgselt. Lisaks selgus huvitava tähelepanekuna, et pikaajaliselt noteeritud ettevõtete tegevuse efektiivsus ning samuti ka likviidsus on börsilt lahkumise järgselt tõenäoliselt parem kui lühiajaliselt noteeritud ettevõtetel.

Kasumlikkuse analüüs, mille läbiviimisel tugineti müügikäibe puhasrentaablusele, omakapitali ja aktsiakapitali rentaablusele ning koguvarade rentaablusele, näitas samuti langevat tendentsi. Müügikäibe puhasrentaabluse ja omakapitali ning aktsiakapitali muutus oli küllaltki analoogne – erinevate ettevõtete lõikes oli samasuunaline muutus. Sama ei saa väita koguvarade rentaablusele, mille puhul võis täheldada nii suurenevat kui ka langevat tendentsi. Kuid sarnaselt efektiivsuse ja likviidsuse dünaamikale selgus ka rentaabluse analüüsi käigus, et kasumlikkuse suurenevat tendentsi võis täheldada üksnes ettevõtetel, kus noteerimise staaž oli pikaajaline ehk keskmiselt 10 aastat.

Kapitali struktuuri analüüsi läbiviimisel selgus, et võõrkapitali osakaal on denoteerimise järgselt suurenenud, mistõttu viitab see pikaajalise maksevõime halvenemisele. Positiivse aspektina väärrib tähelepanu asjaolu, et normatiivide järgi ei ole laenatud vahendite osakaal niivõrd suur, et seaks ohtu võlausaldajate nõuded. Seevastu laenukordaja põhjal võib järeldada, et pikaajalisi investeringuid üksnes võõrkapitali arvelt ei finantseerita, mis omakorda viitab finantsraskuste tekkimisel paremale maksevõimele.

Läbiviidud suhtarvude analüüsi tulemusel on kujunenud küll selge tendents börsilt lahkumise järgselt, kuid samas ei ole võimalik üksnes suhtarvude põhjal välja selgitada denoteerimise seose tugevust ettevõtte finantspositsioonile. Samuti ei saa üksnes suhtarvudele toetudes määratleda muutuse juhuslikkust ning sellest tulenevalt viiakse läbi täiendav andmeanalüüs, mis määratleb finantsilise tulemuslikkuse ja denoteerimise vahelise korrelatsiooni.

2.4. Finantstulemuslikkuse ja denoteerimise vahelise seose määratlemine mitteparameetrilise testiga

Finantstulemuslikkuse muutuse juhuslikkuse välistamise eesmärgil analüüsitakse vastavalt käesoleva valimi eripäradele sobiliku mudeliga näitajate vahelist korrelatsiooni. Võttes arvesse valimi mahtu ning uuritava tunnuse normaaljaotusele mittevastavust, hinnatakse seost mitteparameetrilise testi abil. Kuna andmete näol on tegemist sõltuvate valimitega, määratletakse igale objektile eraldi muutuse suurus, mille järel selgub:

- kui mitme objekti puhul üldse muutus toimus ehk N_0 ;
- kui mitmel juhul oli muutus positiivne ehk N_+ ja/või negatiivne ehk N_- ;
- tuginedes binoomjaotusele $B(N_0, 0,5)$, kui suure tõenäosusega võinuks sama suur hulk samasuunalisi muutusi olla toimunud juhuslikult.

Kuna juhusliku muutumise korral peaks iga objekti puhul olema nii positiivse kui ka negatiivse muutuse tõenäosus 0,5, siis sellest tulenevalt määratakse binoomjaotuse teise parameetri väärtuseks 0,5.

Denoteerimise ja finantsilise tulemuslikkuse vahelist seost uuritakse statistikatarkvaraga „R“ ning seda binoomtesti funktsiooni (*binom.test*) abil. Nagu eelnevas alapeatükis selgus, on finantsilise tulemuslikkuse muutus denoteerimise järgselt kategooriate lõikes erinev. Seetõttu hinnatakse ka järgnevalt seost likviidsuse, efektiivsuse, rentaabluse ja kapitali struktuuri aspektide lõikes eraldi.

Eelnevalt läbiviidud likviidsuse analüüs näitas, et denoteerimise järgselt on ettevõtete lühiajaline maksevõime selgelt langustrendis. Selleks, et hinnata, kas on tegemist juhuslikkusega, analüüsitakse muutuse dünaamikat suhtarvude lõikes eraldi, mis peaks eeldatavalt andma täpsema ülevaate ettevõtte likviidsusele. Selleks püstitatakse hüpoteesid järgmiselt:

- H_0 : Denoteerimine ei avalda mõju ettevõtte likviidsusele ehk $r=0$;
- H_1 : Denoteerimise järgselt langeb ettevõtte likviidsus ehk $r \neq 0$.

Alljärgnev tabel (tabel 11) näitab lühiajalise kattedekordaja, likviidsuskordaja ja maksevalmiduse kordaja vahelist seost denoteerimisega. Kogu muutuste arvu kajastab N_0 , mis näitab, et 30 ettevõttel toimus mingisugune muutus börsilt lahkudes. Seejuures positiivses suunas, tähistatuna N_+ , oli lühiajaliste kohustuste kattedekordaja seitsmel ettevõttel, likviidsuskordaja kaheksal ettevõttel ning maksevalmiduse kordaja üheksal ettevõttel. Läbiviidud binoomtest kinnitab, et kõik kaasatud suhtarvud omavad statistiliselt olulist seost denoteerimisega, seejuures on välistatud juhuslikkus. Kõige tugevam seos on lühiajaliste kohustuste kattedekordajal, kus $p=0,005$ (olulisusenivool 0,5) ning samuti ka likviidsuskordajal, kus $p=0,016$. Ka ettevõtte maksevalmiduse vähenemine kõige likviidsimate varade arvelt on korrelatsioonis denoteerimisega, kuigi selle seos on statistiliselt väiksema olulisusega kui teistel likviidsust peegeldavatel suhtarvudel ehk $p=0,043$.

Binoomtest hindab ka denoteerimise järel likviidsuse suurenemise tõenäosust. Nii näiteks leiab mudel, et lühiajaliste kohustuste kattekordaja suurenemise tõenäosus denoteerimise järgselt on üksnes 23%. Likviidsuskordaja tõenäosus on aga pisut suurem ehk 27% ning maksevalmiduse kordaja suurenemine on tõenäoline 30% ulatuses.

Tabel 11. Likviidsuse ja denoteerimise vaheline seos binomiaalse testi alusel

Binomiaalne mudel	Lühiajaliste kohustuste kattekordaja	Likviidsuskordaja	Maksevalmiduse kordaja			
Andmed: x & n						
Kogu muutuste arv = 30	suurenenud = 7	suurenenud = 8	suurenenud = 9			
Olulisuse tase:	0,005223	0,01612	0,04277			
Alternatiivne hüpotees: suurenemise tõenäosus $\neq 0,5$						
95% usalduspiirid:	0,09934	0,42284	0,12279	0,45889	0,14734	0,49395
Mudeli hinnatud suurenemise tõenäosus:	0,23	0,27	0,30			

(allikas: statistikatarkvara „R“)

Seega võib vastu võtta sisuka hüpoteesi ehk H_1 ning väita, et denoteerimise tulemusel väheneb ettevõtte lühiajaline maksevõime ning seda kõige enam just kogu käibekapitali aspektist vaadeldes. Kui hinnata lühiajalist maksevõimet kõige likviidsemate varade arvelt, siis ka siinkohal võib väita, et denoteerimise tulemusel langeb see oluliselt. Kuigi ka kohene maksevalmidus langeb denoteerimise järgselt, on selle muutus stabiilsem börsilt lahkudes.

Sarnaselt likviidsusele kinnitas suhtarvude analüüs, et ka denoteeritud ettevõtete efektiivsus on börsilt lahkumise järel langustrendis. Korrelatsiooni testimiseks püstitatakse hüpoteesid järgmiselt:

- H_0 : Denoteerimise järgselt ettevõtete efektiivsus ei muutu ehk $r=0$;
- H_1 : Denoteerimise tulemusel efektiivsus langeb ehk $r \neq 0$

Tabelis 12 on toodud binomiaalse testi tulemused efektiivsuse ja denoteerimise vahel. Vaadeldes koguvarade ja põhivarade muutuse seost denoteerimisega, on kogu objektide arv mõlema kordaja puhul 30, mille puhul võis täheldada mingisugust muutust börsilt lahkumise järgselt. Põhivarade käibekordajal toimus positiivses suunas liikumine seitsmel ettevõttel ning koguvarade käibekordajal üheksal ettevõttel.

Tabel 12. Efektiivsuse ja denoteerimise vaheline seos

Binomiaalne mudel	Põhivarade käibekordaja		Koguarade käibekordaja	
Andmed:	x & n			
Kogu muutuste arv=30	suurenenud = 7		suurenenud = 9	
Olulisuse tase:	0,00573		0,04739	
Alternatiivne hüpotees: suurenemise tõenäosus $\neq 0,5$				
95% usalduspiirid:	0,10034	0,42215	0,14934	0,48795
Mudeli hinnatud suurenemise tõenäosus:	0,23		0,30	

(allikas: statistikatarkvara „R“)

Tabelis 12 esitatud binoomtesti tulemustest nähtub, et põhivarade efektiivsus on enne ja pärast denoteerimist statistiliselt oluliselt erinevad ($p=0,006$). Seejuures on kinnitatud, et erinevus ei tulene juhuslikest teguritest, mis mõjutavad konkreetse valimi keskvaartust. Eelnevalt läbiviidud efektiivsuse suhtarvude analüüs näitas, et denoteerimise järel suureneb oluliselt põhivarade osakaal koguarade struktuuris. Kuna aga efektiivseks peetakse müügitulu genereerimist võimalikult minimaalse põhivarade mahuga, selgitab see põhivarade käibekordaja langust börsilt lahkumise järel. Binomiaalne mudel hindab ka koguarade käibekordaja muutuse börsilt lahkumise järel statistiliselt oluliselt erinevaks (0,05). Kuigi võib täheldada, et olulisus on koguarade kordajal väiksem kui põhivara käibekordajal, välistab binomiaalne mudel muutuste juhuslikkuse. Seega võib lükata nullhüpoteesi tagasi ning järeldada, et börsilt lahkumise järgselt halveneb ettevõtete tegevuse efektiivsus.

Rentaabluse ehk kasumlikkuse suhtarvude analüüs näitas, erinevalt likviidsusest ja efektiivsusest, suhteliselt erisuguseid tulemusi – börsilt lahkumise järel oli märgata nii suurenevat kui ka langevat tendentsi. Selleks, et analüüsida denoteerimise seost kasumlikkusega, hinnatakse järgnevalt tasuvuse suhtarvude korrelatsiooni näitajate lõikes eraldi.

Rentaabluse ja denoteerimise vahelise seose testimiseks püstitatakse hüpoteesid järgmiselt:

- H_0 : Denoteerimine ettevõtte rentablusele mõju ei avalda ehk $r=0$;
- H_1 : Denoteerimise tulemusel ettevõtte rentabilus langeb ehk $r \neq 0$

Alljärgnevalt tabelist nähtub, et müügikäibe puhasrentabilus ehk ROS ei erine statistiliselt oluliselt enne ja pärast börsilt lahkumist ($p=0,36$). Tulles tagasi suhtarvude

analüüsi juurde, selgus ka müügikäibe puhaskasvatuse dünaamikat hinnates, et ettevõtete netokäibe kasumlikkus denoteerimise järgselt ei ole nii üheselt määratletav, sest tulemus kujunes börside löikes suhteliselt erinevalt. Kuigi hinnanguliselt võis väita, et enamikel denoteeritud on ROS langustendentsis, ei leia binomiaalne mudel erinevuste vahel olulist seost. Sama võib väita ka koguvarede (ROA) ja omakapitali rentabluse (ROE) kohta. Ka siinkohal võib tõdeda, et binomiaalse mudeli hinnang omakapitali ja koguvarede rentablusele toetab suhtarvude analüüsi tulemusi. Kuigi mudel hindab statistiliselt ebaoluliseks ka ROCE seost denoteerimisega, on siinkohal p-väärtus madalam kui teistel rentabluse suhtarvudel.

Tabel 13. Rentabluse ja denoteerimise vaheline seos

Binomiaalne mudel	ROS	ROA	ROE	ROCE				
Andmed: x & n								
Muutuste arv = 30	suurenenud = 12	suurenenud = 11	suurenenud = 11	suurenenud = 10				
Olulisuse tase:	0,3616	0,2005	0,2005	0,09874				
Alternatiivne hüpotees: suurenemise tõenäosus $\neq 0,5$								
95% usalduspiirid:	0,22656	0,59397	0,19930	0,56144	0,19930	0,56144	0,17287	0,52812
Suurenemise tõenäosus:	0,40	0,37	0,37	0,33				

(allikas: statistikatarkvara „R“)

Võttes arvesse binomiaalse testi tulemusi võib tagasi lükata sisuka ehk H_1 hüpoteesi ning järeldada, et rentabluse ja denoteerimise vahel seos puudub. Teisisõnu tähendab see, et denoteeritud ettevõtte koguvarede, omakapitali ja aktsiakapitali kasumi genereerimise võime ei erine oluliselt denoteeritud ettevõtte võimekusest.

Kapitali struktuuri analüüs hõlmas endas võlakordaja ja pikaajalise laenukordaja dünaamika hindamist, mille käigus selgus, et võõrkapitali osatähtsus kogu kapitalis suureneb denoteerimise järgselt. Seevastu pikaajalise laenukordaja suhtarvud näitasid, et võõrkapitali osatähtsus pikaajalistes investeeringutes börsilt lahkudes oluliselt ei muutunud. Kuna nimetatud suhtarvud näitasid erisuguseid tulemusi, ei ole korrektne hinnata näitajate vahelist seost koos, seetõttu püstitatakse hüpoteesid järgnevalt:

- H_0 : Denoteerimise järel ettevõtte võõrvahendite osakaal kapitali struktuuris ei muutu ehk $r=0$;
- H_1 : Denoteerimise tulemusena suureneb ettevõtte kapitali struktuuris võõrvahendite osakaal ehk $r \neq 0$

Analoogselt võib püstitada hüpoteesid pikaajalise võlakordaja seose leidmiseks järgnevalt:

- H_0 : Denoteerimise järel ettevõtte pikaajaline võlakordaja ei muutu ehk $r=0$;
- H_1 : Denoteerimise tulemusena ettevõtte pikaajaline võlakordaja suureneb ehk $r \neq 0$

Tabelis 14 esitatud binoomtesti tulemusest selgub, et võlakordaja muutus denoteerimise järgselt ei ole tingitud juhuslikkusest ning mudel hindab erinevust statistiliselt oluliseks ($p=0,001$). Vastupidiselt võlakordajale on pikaajalise laenukordaja seos denoteerimisega statistiliselt ebaoluline, see tähendab, et denoteerimise järgselt ei finantseerita pikaajalisi investeeringuid niivõrd võõrkapitali arvelt. Tulles tagasi suhtarvude analüüsi juurde, võib taas tõdeda, et binomiaalse testi tulemused toetavad kapitali struktuuri suhtarvude dünaamikat.

Tabel 14. Kapitali struktuuri seos denoteerimisega

Binomiaalne mudel	Võlakordaja		Pikaajaline laenukordaja	
Andmed:	x & n			
Kogu muutuste arv = 30	suurenenud = 24		suurenenud = 17	
Olulisuse tase:	0,001431		0,5847	
Alternatiivne hüpotees: suurenemise tõenäosus $\neq 0,5$				
95% usalduspiirid:	0,614334	0,92286	0,37427	0,74539
Mudeli hinnatud suurenemise tõenäosus:	0,80		0,57	

(allikas: statistikatarkvara „R“)

Kuna käesoleval juhul on pikaajalise maksevõime seose määratlemiseks kasutatud kahte näitajat, mis on teineteist välistavad, ei saa üheselt vastu võtta H_1 hüpoteesi. Seega püstitatud võlakordaja hüpoteesidest võetakse vastu H_1 ning järeldatakse, et denoteerimise järel suureneb oluliselt võõrvahendite osakaal kogukapitali struktuuris. Seevastu pikaajalise laenukordaja sisukas hüpotees lükatakse tagasi ning võetakse vastu nullhüpotees ehk H_0 ning järeldatakse, et denoteerimise järel ei finantseerita pikaajalisi investeeringuid võõrkapitali arvelt oluliselt rohkem kui noteerimise perioodil.

Binomiaalne test kinnitas, et denoteerimise järgselt toimunud muutused ettevõtte finantsilise tulemuslikkuse kontekstis ei ole toimunud juhuslikult. Likviidsuse ja efektiivsuse langus omab statistiliselt olulist seost, seda olulisusenivool 0,5, denoteerimisega. Sarnaselt suhtarvude analüüsile näitas ka binoomtest, et muutused

ettevõtte rentaabluses ei ole niivõrd erinevad, et oleks alust üldistusteks. Toetudes suhtarvude analüüsile ja binoomtestile, võib järeldada, et denoteeritud ettevõtete kasumi genereerimise võime ei erine oluliselt noteeritud ettevõtete kasumlikkusest. Sarnaselt kapitali struktuuri suhtarvude analüüsile kinnitas ka binomiaalne mudel, et börsilt lahkumise järel suureneb võõrkapitali osakaal kogukapitali struktuuris. Kuigi on selge, et muutused denoteeritud ettevõtete kapitali struktuuris toimuvad, ei viita see suuremale võõrvahendite osakaalule pikaajalistes investeeringutes.

Eelnevalt läbiviidud suhtarvude analüüs ja mitteparameetiline test kinnitasid, et denoteerimise järel toimuvad muutused ettevõtete finantsilises seisus. Samas ei ole võimalik üksnes suhtarvude analüüsile ja binoomtestile tuginedes hinnata, kas kausaalseos denoteerimise ja ettevõtte finantsseisu muutumise vahel oli denoteerimise järel ettevõtte juhtkonnale märgatav. Selleks viiakse järgnevalt läbi intervjuu denoteeritud ettevõtete juhtorgani liikmetega, mille raames selgitatakse lisaks finantsilise tulemuslikkuse muutusele ka denoteerimise enamlevinud motiivid ning turuväärtuse seos denoteerimise otsusega.

2.5. Intervjuu denoteeritud ettevõtete juhatuse liikmetega ja börsi juhtidega finantsilise tulemuslikkuse väljaselgitamiseks ning denoteerimise protsessi määratlemiseks

Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse väljaselgitamiseks on läbiviidud intervjuu Tallinna börsilt lahkunud ettevõtete juhatuse liikmetega (vt lisa 20). Intervjuu eesmärgiks on välja selgitada denoteerimise motiivid ning mõju finantsilisele tulemuslikkusele. Valimi moodustab kaheksa juhatuse liiget (vt tabel 15), kellega on intervjuu läbiviidud peaausjalikult telefonitsi, kuid andmeid on kogutud ka kohtumiste⁶ ja kirjavahetuse teel. Intervjuud ei õnnestunud läbi viia mitte ühegi Riia ega Vilniuse börsil denoteeritud ettevõtte juhatuse liikmega.

⁶ Intervjueeritavate anonüümsusest lähtuvalt ei avaldata helisalvestisi ja üleskirjutusi avalikult. Vastavalt intervjueeritavatele lubatud anonüümsusest ei seostata tulemusi konkreetse börsiettevõtte ega juhatuse liikmega.

Tabel 15. Intervjuus osalenud denoteeritud ettevõtete juhatuse liikmed

Ettevõtte	Intervjueeritav
Starman AS	Rändy Hütsi
Saku Õlletehas AS	Inga Kuusik
Tallinna Farmaatsiatehas AS	Raivo Unt
Tallinna Külkhoone AS	Jaan Luks
Estiko Plastar AS	Ain Tammvere
Fakto AS	Leho Siimsen
Pro Kapital Grupp AS	Allan Remmelkoor
Reval Hotelligrupp AS	Feliks Mägi

(allikas: autori koostatud)

Selgitamaks välja denoteerimise protsessi olemus Nasdaq Balti börsi kontekstis, on läbiviidud ka intervjuu Tallinna börsi juhiga Kaarel Otsaga (vt lisa 21), Riia börsi juhatuse liikme ning emitenditeenuste juhiga Liene Dubavaga (vt lisa 22) ja Vilniuse börsi emitenditeenuste spetsialistiga Simona Backienega (vt lisa 23). Intervjuu eesmärgiks on välja selgitada denoteerimise protsessi olemus Baltikumi börsil ning selle algatamise üldised alused, enamlevinud eksimused reglemendi nõuete täitmisel ning rakendatavad sanktsioonid börsireeglite rikkumiste korral. Selle tulemusel selgitatakse välja sunnitud denoteerimise meetodi rakendamise õiguslik aspekt Balti börsil.

Ettevõtte noteerimise peamisteks motiivideks võib pidada lisakapitali vajadust ja mainekujundust. Tuntus ja tähelepanu on avaliku ettevõtte lahutamatu osa, mis tuleneb peaaasjalikult meedia suuremast tähelepanust. Suurenenud tähelepanu loob eelduse regulaarne andmete avaldamise kohustus. Avaliku ettevõtte staatust võib pidada ka kvaliteedi märgiks, mis omistatakse ettevõttele, mis on täitnud kõige rangemad kvantitatiivsed nõuded. Selleks, et hinnata ja kaardistada Baltikumi börsi kontekstis ettevõtte avalikuks muutumise põhjused, paluti intervjueeritavatel selgitada noteerimise motiive (vt lisa 20).

Peamise noteerimise põhjusena toodi välja lisakapitali vajadus, mille puhul väitis viis intervjueeritavat, et börsile minek tulenes strateegilistest eesmärkidest (laienemis- ja kasvuplaanid). Seejuures teised intervjueeritavad märkisid, et otsesest vajadust lisakapitali järele polnud, vaid motiiv tulenes hetkelisest noteerimise „trendist“. Aastaid 2005-2007 võib pidada Tallinna börsi kontekstis noteerimisbuumiks, mil pärast kuus aastat kestnud vaikust läks börsile kauplema seitse uut ettevõtet (Alber *et al* 2007:42). Noteerimiste

arv kasvas märkimisväärselt kohe pärast seda, kui Swedbank tegi Hansapangale väljaostupakkumise ning kuna Hansapanga aktsia oli sel hetkel tähtaksia, andis panga denoteerimine soodsa võimaluse teistele avalikele ettevõtetele (*ibid.*).

Börsilt lahkumise motiiv sõltub suures osas noteerimise üldisest põhjusest. Nii näiteks võib arvata, et ettevõtted, mis noteeriti kasvu- või laienemise eesmärke silmas pidades, lahkuvad börsilt seetõttu, et vajaminev kapitalikogus on saavutatud. Denoteerimise motiivi välja selgitamiseks on palutud esmalt intervjueeritavatel põhjendada ettevõtte börsilt lahkumise otsust. Kuigi börsi infosüsteemis avaldatud noteerimise lõpetamise teadete põhjal on denoteerimise enamlevinud motiiv teada, milleks oli ühinemised ja ülevõtmised (72%) on käesoleva küsimuse eesmärgiks leida potentsiaalsed põhjused, mis viisid M&A tehingute teostamiseni. Siinkohal kinnitasid neli intervjueeritavat, et börsilt lahkumise otsus tulenes üksnes ülevõtmispakkumisest ning muid motiive M&A tehingu taga ei olnud. Seevastu kaks intervjueeritavat tõid välja, et kuigi denoteerimine sai teoks ülevõtmise tulemusel, ajendas M&A tehingu sooritamist turu passiivsus. Siinkohal kirjeldati, et noteerimise järgselt oli kauplemine aktiivne üksnes alguses, kuid seejärel toimus noteeritud aktsiate „kohaotsimine“. Kuna vabalt kaubeldavate aktsiate (ingl *free float*) suurus vähenes ning kontrollpakki omasid investorid, kes olid ka igapäevaselt ettevõtet juhtimas, muutus aktsia väikeinvestorite jaoks suhteliselt vähe atraktiivseks. Sellest tingituna langes ka kauplemisaktiivsus ning seetõttu otsustati börsilt lahkuda.

Denoteerimise motiivide kaardistamise eesmärgil on palutud ka Riia emitenditeenuste juhil ning Tallinna börsi juhil selgitada, mis on nende hinnangul Baltikumi börsilt lahkumise enamlevinud motiiv. Kaarel Otsa arvamuse kohaselt on Tallinna börsilt lahkumise kõige enamlevinud motiiviks ülevõtmised teiste ettevõtete poolt (vt lisa 21). Ka lisa 1 näitab, et Tallinna börsilt lahkunud ettevõtted on peamiselt üle võetud välisinvestorite poolt. Seejuures toob Liene Dubava välja, et Riia börsilt lahkutakse lisaks kulude kasvu tõttu ka seepärast, et toimuvad muutused ettevõtte strateegias või ei soovita enam transparentne olla (vt lisa 22). Transparentsus ehk läbipaistvus ei ole kirjanduse kohaselt tuntud kui üks enamlevinud motiiv börsilt lahkumisel, kuid kahtlemata võib olla tegemist kriteeriumiga, mille täitmine võib osutuda raskemaks kui esialgselt arvatakse.

Börsilt lahkumise motiivide kaardistamise eesmärgil on palutud denoteeritud ettevõtete juhatuse liikmetel hinnata subjektiivselt ka denoteerimise teisi üldlevinud motiive ning seda Nasdaq Balti börsi kontekstis. Motiivide kaardistamise tulemusel selgub, kuivõrd on kirjanduse kohaselt enamlevinud motiivid aktuaalsed just Nasdaq Balti börsi kontekstis. Intervjueeritavad hindasid 6-palli süsteemis börsilt lahkumise üldlevinud motiive (vt tabel 15), kus hinne „1“ on ebaoluline põhjus ning hinne „6“ väga oluline motiiv börsilt lahkumiseks.

Tabel 16. Denoteerimise enamlevinud põhjused

Motiiv	Olulisus (<i>summeerituna</i>)
Madal likviidsus	25
Autonoomsuse vähenemine	19
Kogukulude kasv	18
Konfliktid juhtkonna ja aktsionäride vahel	15
Omandiõiguslik ebastabiilsus	14
Finantsvõimenduse liigkasutamine	8

(allikas: autori koostatud)

Eelnevast tabelist nähtub, et kõige olulisemaks põhjuseks hinnatakse Balti börsilt lahkumisel madalat likviidsust. Siinkohal on intervjueeritavad selgitanud, et lisaks vabalt kaubeldavate aktsiate madalale osakaalule mõjutab aktsia likviidsust ka noteeritud ettevõtete suurus. Kaks intervjueeritavat kinnitasid, et kuigi noteerimise ranged kvantitatiivsed nõuded olid täidetud, olid ettevõtted siiski liialt väikesed äratamaks huvi välisinvestorite seas.

Teiseks oluliseks denoteerimise motiiviks võib pidada autonoomsuse vähenemist, mis on intervjueeritavate hinnangul samuti küllaltki aktuaalne põhjus, miks ettevõtted lahkuvad Baltikumi börsilt. Seejuures väideti, et avaliku ettevõtte staatusega ei kaasne mitte üksnes juhtimise iseseisvuse vähenemine, vaid ka bürokraatia probleemide suurenemine, mis tuleneb eelkõige emiteerimise nõuetest ja nende täitmise suutlikkusest. Sarnaselt autonoomsuse vähenemisega hindavad intervjueeritavad ka kogukulude kasvu suhteliselt oluliseks denoteerimise motiiviks. Kogukulude kasv tuleneb eelkõige auditeerimise kulude suurenemisest, kuid samuti ka börsil kehtestatud noteerimis- ja haldustasudest (vt tabel 16), mis on põhi- ja lisanimekirja ettevõtetele erinevalt hinnastatud.

Tabel 17. Nasdaq Balti põhi- ja lisanimekirja aktsiaemitentide hinnakiri

	Põhinimekiri	Lisanimekiri
Noteerimistasu	6 390 + 0,02% aktsiate turuväärtusest, max 31 955 EUR	3 195 + 0,02% aktsiate turuväärtusest, max 12 780 EUR
Kvartaalne haldustasu	958 EUR + 0,0075% aktsiate turuväärtusest.	958 EUR + 0,0075% aktsiate turuväärtusest
	Kui turuväärtus 64 mln EUR, siis haldustasu 5 752 EUR + 0,00035% turuväärtusest, mis ületab 64 mln EUR	Kui turuväärtus 38 mln EUR, siis haldustasu 3 835 EUR + 0,00035% turuväärtusest, mis ületab 38 mln EUR
Lisaemissiooni noteerimistasu	3 195 EUR + 0,02% aktsiate turuväärtusest, max 6 390 EUR	1 915 EUR + 0,02% aktsiate turuväärtusest, max 4 795 EUR
Noteerimise lõpetamine	3 195 EUR + viimase kvartali kolmekordne haldustasu	3 195 EUR + viimase kvartali kolmekordne haldustasu

(allikas: Nasdaq Baltic)

Siinkohal märkisid vastajad, et kogukulude kasv ei oma olulist rolli denoteerimise puhul üksnes juhul, kui avaliku ettevõtte staatusest tulenevad privileegid ületavad kõrgeid auditeerimis- ja halduskulusid. Kuna aga nii mõnigi ettevõtte noteeriti üksnes trendi tõttu, on küsitav, kuivõrd efektiivne on analoogsete kulude kandmine üksnes tähelepanu saamiseks. Siinkohal võib väita, et intervjueritavad, kes märkisid, et noteerimisel tegelik põhjus puudus ja põhjendasid avalikuks muutumist hoopiski sellega, et see oli trendikas, hindasid kogukulude kasvu kui denoteerimise motiivi keskmiselt kõrgemalt ehk >3. Seejuures teised vastajad, kelle hinnangul oli avalikuks muutumisel ka tegelik motiiv, leidsid, et madal likviidsus ja autonoomsuse vähenemine on denoteerimise kontekstis oluliselt suurema kaaluga kui kogukulude kasv.

Konfliktid juhtkonna ja aktsionäride vahel ning omandiõiguslik ebastabiilsus on intervjueritavate hinnangul keskmise tähtsusega denoteerimise motiivid. Siinkohal väideti, et Baltikumi kontekstis esineb konflikte aktsionäride ja juhtkonna vahel oluliselt vähem ning probleemid ei ole nii aktuaalsed, kui seda näiteks USA börsil noteeritud ettevõtete puhul. Samuti väideti, et omandiõiguslik ebastabiilsus ei oma nii suurt rolli börsilt lahkumisel, sest aktsiate erastamisprotsessi käigus eelistatakse suunata suur osa aktsiaid ettevõtte töötajatele ja nende lähikondlastele. See aitab hoida aktsionäride

ringkonda võimalikult ettevõtte lähedal, mis oluliselt ühtlustab töötajate eesmärgi organisatsiooni eesmärkidega.

Kõige ebaolulisemaks denoteerimise motiiviks hinnati Baltikumi börsi kontekstis finantsvõimenduse liigkasutamise, mis võib esineda juhul, kui turg ülehindab ettevõtte poolt emiteeritud omakapitali väärtust. Analoogses situatsioonis kaasatakse võõrvahendeid ebaratsionaalselt ning selle tulemusena ei suudeta enam olemasolevate võlausaldajate nõudeid rahuldada, mis omakorda viitab ajutisele maksevõimetusele. Kuigi Baltikumi börsilt on vaatlusalusel perioodil pankrotimenetluse algatamise tõttu denoteeritud ettevõtteid 14%, ei ole intervjueeritavate hinnangul makseraskused tingitud finantsvõimenduse liigkasutamise tõttu, vaid pigem halva juhtimispraktika ja ebasoodsa majanduskeskkonna tõttu.

Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse väljaselgitamise eesmärgil on palutud intervjueeritavatel kirjeldada, kuidas muutus ettevõtte finantsseis börsilt lahkumise järel. Kuigi eelnevalt läbiviidud finantsanalüüs näitas, et kõige enam on mõjutatud ettevõtte likviidsus ja efektiivsus, on käesoleva intervjuu küsimuse eesmärgiks hinnata, kuidas tuntav oli finantsilise tulemuslikkuse muutus nimetatud aspektide lõikes denoteerimise järgselt. Selleks paluti intervjueeritavatel kirjeldada ettevõtte finantsseisu börsilt lahkumisel. Kaheksast intervjueeritavast seitse kinnitasid, et denoteerimise järel finantsolukorras muutusi ei täheldatud ning veel märgiti, et denoteerimise mõju finantsilisele tulemuslikkusele hinnates on oluline arvestada ka ettevõtte elutsükliga. Kui denoteerimine toimub hetkel, mil ettevõtte elutsüklist on 2/3 läbitud, on ärikontseptsiooni teatud piiride saabumise tulemusel finantstulemuslikkuse langus paratamatu. Seevastu ühe intervjueeritava hinnangul siiski teatud muutused denoteeritud ettevõtte finantsilises tulemuslikkuses toimusid. Nimelt langes börsilt lahkumise järel ettevõtte likviidsus. Kuna väljaostu finantseeriti lühiajalise laenu abil, langes selle tulemusel ettevõtte lühiajaline maksevõime. Kuna aga enamus intervjueeritavatest leiavad, et finantsiline tulemuslikkus ei muutunud börsilt lahkumise järel, võib järeldada, et muutused bilansistruktuuris ei olnud niivõrd mahukad, et oleks tuntaval määral halvendanud ettevõtte finantspositsiooni. Samuti ka eelnevalt läbiviidud finantsanalüüs näitas, et likviidsuses ja kapitali struktuuris toimunud muutused ei olnud niivõrd suured, et oleks seatud ohtu võlausaldajate nõuded.

Balti väärtpaberituru hetkeolukorra mõju hindamiseks denoteerimise otsusele on intervjueeritavatel palutud kirjeldada, kuivõrd jälgiti OMXB üldindeksi dünaamikat börsil olemise ajal. Kuna indeksisse arvatud ettevõtted on nähtavamad ja atraktiivsemad investoritele, peaks selle mõjul suurenema kauplemissaktiivsus. Seetõttu võiks arvata, et kõrge indeksi väärtuse juures on denoteerimised pigem harva esinevad ning madala indeksi tasemel, mille korral turg alahindab ettevõtte väärtust, peaks denoteerimised sagenema. Kaheksast intervjueeritavast kolm vastasid, et börsil oleku ajal ei jälgitud indeksi dünaamikat ning põhjendusena toodi välja huvi puudus. Seega võib arvata nimetatud vastajate põhjal, et indeksi väärtusel ei olnud mõju börsilt lahkumise otsusele. Seevastu neli intervjueeritavat vastasid, et üldindeksi dünaamikat jälgiti pingsalt, kuid kinnitasid, et indeksi väärtusel puudus seos denoteerimise otsusega. Üksnes üks intervjueeritav ei osanud üldindeksi dünaamika jälgimise osas vastust anda, sest väidetavalt oli see ülesanne delegeeritud finantsjuhile. OMXB üldindeksi ja denoteerimise vahelise seose määratlemise eesmärgil on palutud ka Riia emitenditeenuste juhil ning Tallinna börsijuhil kirjeldada, kas senise paarikümne aasta pikkuse praktika jooksul on täheldatud seost madala indeksi väärtuse ja denoteerimiste arvu suurenemise vahel. Ka siinkohal kinnitasid mõlemad intervjueeritavad, et seos nimetatud aspektide vahel puudub. Seega vastupidiselt teooriale, et madal turuväärtus takistab ettevõtte kapitalisatsiooniprotsessi, mille tulemusel kasvab denoteerimiste arv, ei saa Baltikumi börsi puhul indeksi madala väärtuse ja denoteerimise vahel seost täheldada.

Üldindeksi ja denoteerimise vahelise seose puhul toodi lisamärkusena välja, et üldindeksi väärtus mõjutab denoteerimise kontekstis üksnes ülevõtmispakkumise ostuhinda. Selleks, et aktsionärid nõustuksid ühinemisega, on vajalik, et pakutud hind ületaks turuväärtust või oleks võrdväärne sellega. Kui ülevõtupakkuja esitab omapoolse hinna oluliselt alla hetkelist turuväärtust, on ootuspärane, et ülevõtmispakkumine lükatakse tagasi. Ülevõtupakkumist reguleerib ka määrus „ülevõtmispakkumisreeglid“ paragrahv 2, mis sätestab, et ülevõtmispakkumise esemeks oleva aktsia eest tasutav ostuhind peab olema õiglane, seejuures ostuhinna määratlemise aluseks tuleb arvestada järgnevaid asjaolusid:

1. Ostuhind on eelneva kuue kuu jooksul turul selle aktsiaga tehtud tehingute hindade kaalutud keskmine hind.

2. Ostuhind on ülevõtmispakkumist tegeva isiku poolt eelneva kuue kuu jooksul selle aktsia eest makstud kõrgeim hind.
3. Ostuhind on ülevõtja poolt eelneva kuue kuu jooksul selle aktsia eest makstud kaalutud keskmine hind.

Õiglase ostuhinna määratlemise aluseks tuleb veel arvesse võtta, et ostuhind ei tohi olla madalam kui 10 protsenti ülevõtmispakkumise taotluse päevale eelnenud kümne kauplemispäeva vastava aktsia hindade kaalutud keskmisest (*ibid.*). Samuti ei tohi olla ostuhind madalam kui aktsia bilansiline väärtus (*ibid.*). Seega võttes arvesse turul kehtivat regulatsiooni, võib järeldada, et ülevõtmispakkumise ostuhind ei saa oluliselt erineda aktsia turuväärtusest, seda loomulikult eeldusel, et viimaste kuude jooksul pole turuväärtuse muutus väga äärmuslik olnud. Kui aga turuväärtus on madalam kui aktsia bilansiline väärtus ehk $P/B < 1$ võib see piirata turult lahkumist.

Lisaküsimusena on palutud intervjueeritavatel kirjeldada noteerimise üldist kogemust ning hinnata, kuivõrd tõenäoliselt noteeritakse Baltikumi börsil tulevikus taas. Käesoleva küsimuse eesmärgiks on välja selgitada, kuivõrd efektiivselt suudeti täita Baltikumi börsi abil ettevõtte emiteerimise eesmäärke. Siinkohal vastasid kuus intervjueeritavat, et börsil noteerimine oli positiivne ja huvitav kogemus, mis aitas efektiivselt ettevõtte strateegilisi eesmäärke ellu viia. Börsile naasmine andis tänu hinnatud kapitalisatsioonile täiendava aktiva olemasolu. Analüüsides Nasdaq Balti börsi, tõid intervjueeritavad välja peamise probleemina börsi madala likviidsuse, mis on eelkõige tingitud sellest, et Baltikumi majandusruumis pole piisaval hulgal suuri ettevõtteid, mida saaks börsile viia. Kuigi intervjueeritavate hinnangul on peamine probleem „likviidsuse auk“, arvatakse, et peagi on oodata lähitulevikus börsi elavnemist, mis võib saada teoks peaaesjalikult tänu riigiettevõtete erastamisega. Üksnes ühe intervjueeritava hinnang noteerimise perioodile ja sealt saadud kogemusele ei olnud positiivne. Sama intervjueeritav ühtlasi välistas tulevikus börsile naasmise. Põhjendusena toodi välja, et börsil olemine oli kulukas ja tülikas ning tulevikus eelistatakse lisakapitali kaasamise vajaduse tekkimisel finantsasutusi, sest sel juhul on lihtsam ettevõtet kontrollida.

Läbiviidud intervjuu denoteeritud ettevõtete juhatuse liikmetega andis kinnitust, et börsilt lahkumise järel aset leidnud muutused ettevõtte finantsilises tulemuslikkuses on

küllaltki minimaalsed ning likviidsuse ja efektiivsuse langus ei ole niivõrd tugev. Kuigi Baltikumi börsil võib enamlevinud denoteerimise motiiviks pidada ühinemisi ja ülevõtmisi, selgus intervjuu käigus, et suhteliselt aktuaalne börsilt lahkumise põhjus on ka madal likviidsus. Kuigi võib oletada, et nimetatud denoteerimise motiivid on omavahel seotud ehk madal likviidsus on põhjus M&A tehingutele, ei saa alati nende vahel põhjus-tagajärje seost täheldada, sest nii mõnigi börsiettevõtte lahkus väärtpaberiturult aktiivsel kauplemiss perioodil.

Eelnevalt väljatoodud denoteerimise motiivid põhinevad vabatahtlikul lahkumisel, kuid lisaks sellele on kirjanduse kohaselt levinud denoteerimise meetodiks ka sunnitud lahkumine. Seejuures esineb sunnitud denoteerimist siis, kui noteerimise lõpetamise protsessi algatab börs. Börs algatab noteerimise lõpetamise, kui avalik ettevõtte rikub korduvalt börsi reglemendi nõudeid. Baltikumi börsi kontekstis võib eristada reglemendi rikkumise puhul kahte erisugust eksimust, milledeks on nõuete mittetäitmine ja börsireeglite rikkumine. Selgitamaks välja nimetatud eksimuste erisused ning rakendatavad sanktsioonid, on palutud intervjuueeritavatel kirjeldada noteerimise lõpetamise üldist protsessi. Kuna USA börsil võib täheldada mõnevõrra teistsuguseid sanktsioone börsireeglite rikkumise korral, on lisaks palutud intervjuueeritavatel hinnata, kui võimalik on Baltikumi börsi kontekstis ettevõtte denoteerimine aktsiate ülevõtupakkumiseta (ingl *going dark*). Siinkohal tõi Tallinna börsijuht välja, et denoteerimiseks on põhjust siis, kui ettevõtted ei suuda täita üldiseid noteerimisreegleid. Nõuete mittetäitmise korral viiakse ettevõtted põhinimekirjast lisanimekirja, kus kehtivad mõnevõrra leebemad reeglid ning selleks on alust üksnes siis, kui põhinimekirjas kauplevad ettevõtted ei suuda täita enam põhinimekirjas registreeritud ettevõtetele kehtestatud kvantitatiivseid nõudeid. Ettevõtted, mis ei täida üldiseid noteerimiskriteeriume ehk rikuvad börsi reglemendis kehtestatud nõudeid, rakendatakse sanktsioonina denoteerimist. Lisaks tõi Riia börsijuht välja, et emitendid, kes rikuvad väärtpaberituru reegleid või finantsinstrumentide seadust, denoteeritakse börsilt ning seejuures on emitendil kolm kuud aega kutsuda kokku aktsionäride üldkoosolek, mille raames otsustatakse, kas denoteerimine viiakse lõpuni (sh nõuetekohase ülevõtupakkumisega) või jätkatakse turul kauplemist. Viimane alternatiiv on võimalik üksnes juhul, kui börsireeglite rikkumise puhul pole tegemist kavandatult korduva ja kuritahtliku rikkumisega. Vilniuse börsi emitenditeenuste spetsialist tõi

välja, et reglemendi rikkumiste korral ei viida ettevõtet reguleerimata turule (alternatiivturule), sest oma olemuselt kannab alternatiivturg teist eesmärki ning on kavandatud noortele kasvuettevõtetele. Seega puudub Baltikumi kontekstis vabaturule omane kauplemise platvorm. Kuigi alternatiivturul puudub EL-i mõistes reguleeritud turu õiguslik staatus ning seal kehtivad leebemad noteerimise tingimused, ei oma alternatiivturg sellist tähendust nagu USA vabaturule sarnane platvorm „*Pink Sheet*“, kuhu viiakse nõudeid rikkunud ettevõtted ülevõtupakkumise läbiviimiseta.

Baltikumi börsil ei loeta denoteerimine nõuetekohaselt lõppenuks enne, kui pole läbiviidud ülevõtupakkumist väikeaktsionäridele. Vastupidiselt reglemendis sätestatud denoteerimise nõuetele võib siinkohal tuua välja ettevõtte Pro Kapital Grupp AS-i, mis denoteeriti aastal 2001 ning seda Tallinna Väärtpaberibörsi reglemendi sätete korduva rikkumise tõttu (Noteerimiskomisjon otsustas...2017). Kuigi Pro Kapital Grupp vaidlustas börsi noteerimiskomisjoni otsuse, lahkus ettevõtte börsilt ilma, et oleks läbiviidud nõuetekohane ülevõtupakkumine. Kuigi kirjeldatud sündmus leidis aset 16 aastat tagasi ehk ajal, mil Tallinna börs ei kuulunud OMX Nasdaq gruppi, on Pro Kapital Grupi denoteerimise juhtum ainuke, mille puhul kannatasid kahju kõige enam väikeinvestorid.

Denoteerimist rakendatakse reglemendi rikkumise sanktsioonina üksnes juhul, kui noteerimiskomisjon leiab, et reglemendi sätete rikkumine on toimunud korduvalt ja tahtlikult ning ettevõtte edasine noteerimine kahjustaks oluliselt turu korrapärasust toimimist. Tallinna börsijuht tõi välja, et esmalt rakendatakse börsireeglite rikkumisel sanktsioonina hoiatust. Seejuures Riia emitenditeenuste juht tõi välja, et reegleid rikkunud ettevõttele tehtud hoiatus avalikustatakse börsi infosüsteemis, mille eesmärgiks on teavitada investoreid tuvastatud rikkumisest. Kui hoiatuse järgselt tuvastatakse uus rikkumine, on järgneva sanktsiooniks trahv, mille suurus on börside lõikes erinev. Tallinna börsil on kehtestatud trahvi suuruseks 60-32 000 eurot ning Riia börsil kuni 42 300 eurot. Kui teise sanktsiooni järgselt pannakse toime uus rikkumine, on Tallinna börsil kolmanda meetmena ette nähtud kohtumised reegleid rikkunud ettevõtte juhtkonnaga. Seejuures Riia börsi reglemendi kohaselt juhtkonnaga kohtumist ei korraldata, vaid väljastatakse teine trahv ning seda suuremas summas kui esmakordsel rikkumisel – juriidilisele isikule kuni 142 300 eurot ja füüsilisele isikule kuni 57 000 eurot. Seega võib siinkohal järeldada, et börsi algatatud ehk sunnitud

denoteerimine toimub juhul, kui avalikud ettevõtted rikuvad korduvalt reglemendis sätestatud nõudeid ning seejuures ilmneb, et tegemist on tahtlikult toimepandud rikkumisega. Vilniuse emitenditeenuste spetsialisti sõnul on aga analoogsed juhtumid harva esinevad, mistõttu võib järeldada, et sunnitud denoteerimine ei ole Baltikumi börside kontekstis niivõrd aktuaalne nagu on seda näiteks USA turgudel.

Väärtpaberite noteerimise lõpetamisel emitendi taotluse alusel on noteerimisorganil õigus keelduda taotluse rahuldamisest, kui komisjon leiab, et noteerimise lõpetamine kahjustaks oluliselt investorite huve või turu korrapärast toimimist. Selleks, et kaardistada peamised põhjused denoteerimise taotluse mitterahuldamisel, on palutud intervjueeritaval selgitada, mis tingimustel on võimalik denoteerimise taotluse tagasilükkamine. Tallinna börsijuht tõi välja, et peamiseks põhjuseks on seadusest tuleneva ülevõtupakkumise mitte tegemine vähemusaktsionäridele, mis otseselt kahjustab teiste investorite huve ja ei ole börsilt lahkumise kontekstis korrektne. Ka Riia emitenditeenuste juht väitis, et taotluse mitterahuldamine on võimalik üksnes siis, kui ülevõtupakkumise protsess pole nõuetekohaselt lõpuni viidud. Seejuures märkisid Tallinna ja Riia börsijuhid, et varasemalt pole analoogset praktikat esinenud, mille puhul oleks emitendi denoteerimise taotlus tagasi lükatud. Seevastu Vilniuse börsil lükati 2016. aastal denoteerida soovinud ettevõtte Zemaitojos Pienas AB noteerimise lõpetamise taotlus tagasi, kuna väikeaktsionärid ei olnud nõus väljaostupakkumise hinnaga. Kuna pakutav hind ei olnud väikeinvestorite hinnangul õiglane, jäi väljaost läbi viimata, mistõttu kaupleb nimetatud ettevõtte Nasdaq Vilniuse börsi lisanimekirjas tänaseni. Seega võib järeldada, et nõuetekohane väljaostupakkumine ei tähenda mitte üksnes heaks kiitu noteerimiskomisjoni poolt, vaid peab olema aktsepteeritav ka väikeaktsionäride poolt.

Nõuetekohaselt läbiviidud denoteerimise protsess kestab tavapäraselt minimaalselt 30 päeva, mis ühtlasi tähendab ka seda, et investoritel on üks kuu aega tegemaks viimaseid kauplemistehinguid. Seega kinnitab käesolev intervjuu küsimus, et emitendi algatusel on denoteerimine võimalik üksnes siis kui nõuetekohane ülevõtupakkumine on läbiviidud ning seejuures on noteerimise lõpetamise eeltingimuseks vastavus ülevõtupakkumise reglemendile, kuid ka väljaostuhinna aktsepteerimine väikeinvestorite poolt. Samas, esimese intervjuu küsimuse puhul selgus, et sunnitud

denoteerimise korral ülevõtupakkumist läbi ei viida. Seega võib väita, et börsi poolt algatatud denoteerimine, mis on ajendatud reeglina investorite huvide kaitsest, kahjustab viimaste huve oluliselt rohkem kui emitendi algatatud denoteerimine, sest nagu eeltoodust nähtub, ei ole ülevõtupakkumise läbiviimine börsipoolsel denoteerimisel prioriteetse tähtsusega.

Erinevate kirjandusallikate kohaselt on enamlevinud börsinõuete rikkumised seotud informatsiooni avalikustamisega, mille hulka kuulub nii aasta- ja kvartaliaruannetes esitatava informatsiooni moonutamine, avalikustamata jätmine või valeesitamine. Samuti peetakse levinud rikkumiseks ka turu manipulatsiooni, mille puhul tehakse pakkumise, nõudluse või hinna suhtes eksitusse viivaid tehingud ning viimasena, kuid mitte vähemolulisem pole ka insaiderite tehingud. Selgitamaks välja Baltikumi börsil enamlevinud reglemendi sätete rikkumised on intervjueeritavatel palutud nimetada, mis reglemendi sätete vastu kõige enam eksitakse. Tallinna börsijuhi hinnangul eksitakse kõige enam informatsiooni avalikustamise nõuete vastu. Riia börsi emitenditeenuste juht täpsustas ning märkis, et informatsiooni avalikustamise nõude puhul rikutakse kõige enam majandusaasta aruande esitamise tähtaega ning samuti aruannete kvaliteet ei vasta tihti peale börsireeglitele. Informatsiooni avalikustamise nõude rikkumisena esineb sagedaselt ka muudatustest mitteteavitamist, mis puudutab ettevõtte juhtkonda, audiitori määramist või mõne muu olulise isiku vahetumist. Seejuures Vilniuse börsi emitenditeenuste spetsialisti hinnangul reglemendi nõuete rikkumisi tänapäeval enam väga ei esine, kuid kinnitas, et varasemalt eksiti kõige enam informatsiooni avalikustamise kohutuste vastu. Seega võib väita, et Baltikumi börsil noteeritud ettevõtete poolt toime pandud enamlevinud rikkumised on analoogselt kirjanduses väljatooduga seotud informatsiooni avalikustamisega.

Läbiviidud intervjuu põhjal võib järeldada, et emitendi algatatud ehk vabatahtliku denoteerimise korral on noteerimise lõpetamise taotluse tagasilükkamine võimalik üksnes juhul, kui emitent ei ole läbi viinud nõuetekohase ülevõtupakkumise väikeaktsionäridele. Nõuetekohast ülevõtupakkumist reguleerib ka määrus, mis sätestab, et ülevõtmispakkumise esemeks oleva aktsia eest tasutav ostuhind peab olema õiglane, mille määramisel tuleb arvesse võtta erinevaid asjaolusid. Seega on vabatahtliku denoteerimise välistamatu eeltingimus ülevõtmispakkumise õiglane hind,

mis peab olema kooskõlas õigusliku regulatsiooniga, kuid vähem tähtsam pole ka hinna aktsepteeritavus väikeinvestorite poolt. Viimase tingimuse täitmata jätmise korral lükatakse noteerimise lõpetamise taotlus tagasi ning kauplemine jätkub reguleeritud turul. Lisaks võib läbiviidud intervjuu tulemusel järeldada, et börsi algatatud ehk sunnitud denoteerimisega on tegemist juhul, kui avalik ettevõtte on korduvalt rikkunud börsi reglemendis sätestatud nõudeid. Seejuures võib märkida, et denoteerimisele eelneb mitmeid erinevaid sanktsioone ning sunnitud denoteerimiseni minnakse pigem erandjuhtudel, mistõttu börsilt lahkumine ilma aktsiate ülevõtmiseta on Baltikumi börsi kontekstis harv juhus.

KOKKUVÕTE

Ettevõtte denoteerimine on väärtpaberite emiteerimise lõpetamine, mille kontekstis võib eristada kahte erisugust protsessi – täielik ja mittetäielik denoteerimine. Täielik denoteerimise protsess hõlmab endas kõigi avalikult emiteeritud aktsiate tagasiostu, mille lõppedes puudub ettevõttel raporteerimise kohustus börsi infosüsteemis. Seevastu mittetäieliku protsessi raames ei osteta tagasi kõiki emiteeritud aktsiaid ning aruandlus toimub üksnes tagasiostetavate aktsiate piires ja seda seni kuni ettevõtte muutub täielikult privaatseks. Teine oluline aspekt, mis kahte nimetatud erisugust protsessi eristab, on aktsionäride hääleõigus. Täieliku denoteerimise protsessi algatamiseks on vajalik saavutada aktsionäride absoluutne häälteenus, ilma milleta aktsiate ülevõtupakkumist teostada ei saa. Seevastu mittetäielikku protsessi algatatakse ilma aktsionäride hääletuse ja õiglase hinnanguta, mis seab kahtluse alla aktsionäride huvide kaitse. Seetõttu on mittetäielikku denoteerimise protsessi seostatud nõrga ja ebaõnnestunud viisiga börsilt lahkumisel, mille järel on ettevõtte mainekahjustused suuremad.

Börsiettevõtte denoteerimise meetodeid jaotatakse laiemas perspektiivis kolmeks: vabatahtlik lahkumine, sunnitud lahkumine ning M&A ehk ülevõtmised ja ühinemised. Kuigi erinevates kirjandusallikates käsitletakse ülevõtmisi ja ühinemisi börsilt lahkumise meetodina, ei põhjendata denoteerimise taotluses börsiettevõtte M&A tehinguteni viivaid tagamaid. Seetõttu käsitletakse ülevõtmisi ja ühinemisi nii meetodina kui ka omaette motiivina.

Sunnitud denoteerimisel ehk börsilt välja heitmisel on õiguslikku alust, kui börsiettevõtte on korduvalt ja tahtlikult rikkunud reglemendis sätestatud nõudeid. Seejuures eelneb denoteerimisele mitmeid erinevaid sanktsioone ning börsilt väljaheitmine toimub üksnes äärmuslikul juhul. Kirjanduse kohaselt on börsireeglite rikkumised seotud kõige enam informatsiooni avalikustamise nõuete eiramisega, turumanipulatsioonide ja ka

insaiderite tehingutega. Sarnaselt kirjanduses väljatooduga on ka Baltikumi börsil kõige enamlevinumaks rikkumiseks informatsiooni avalikustamise kohustuste eiramine või täitmata jätmine. Seejuures rikutakse tihti ka aruande esitamise tähtaega ning samuti ei vasta kvaliteet tihtipeale börsireeglites sätestatud nõuetele.

Denoteerimise vabatahtlikud motiivid on seotud finantsilise efektiivsuse ja tulemuslikkuse parendamisega, millega kõige otsesemalt assotsieerub kogukulude kasv. Kogukulude märkimisväärne kasv võib tuleneda üheltpoolt auditeerimise ja juriidiliste kulude kasvust, teisalt aga informatsiooni asümmeetriast, mis võib väljenduda ettevõtte turuväärtuse üle- või alahindamises. Informatsiooni asümmeetria ei tähenda mitte üksnes potentsiaalsete kulude kasvu, vaid võib tekitada ka agentuurikonflikte, mis realiseeruvad eelkõige vabade rahavoogude reinvesteeringu problemaatikas. Kui aga vabade rahavoogude reinvesteeringu tähtsust alahinnatakse, seatakse sellega ühtlasi ka piirangud ettevõtte kasvuvõimalustele.

Erinevatele uurimustele tuginedes võib denoteerimise motiivina välja tuua ka finantsvõimenduse liigkasutamise, mille korral keeldutakse positiivse nüüdispuhasväärtusega projektide aktsepteerimisest, kuna tulevased rahavood on juba olemasolevate võlausaldajate valduses. Positiivse NPV-ga projektidest keeldumine võib viia ekslikult situatsioonini, kus ettevõtte juhtkond ei suuda võlausaldajate nõudeid enam rahuldada, mis omakorda viitab ajutisele maksevõimetusele. Millal võib analoogset maksevõimetust ajutiseks pidada, on raske määratleda. Kuid selge on, et vaatlusaluste denoteeritud ettevõtete puhul oli Nasdaq Balti börsilt lahkumise üheks levinumaks põhjuseks pankrotimenetluse algatamine. Läbiviidud intervjuud andsid aga kinnitust, et Baltikumi börsi kontekstis finantsvõimenduse liigkasutamine denoteerimise motiivina aktuaalne ei ole ning intervjuueeritavate hinnangul on pankrotimenetlused pigem halva juhtimispraktika või ebasoodsa majanduskeskkonna tulemus.

Vähem olulised denoteerimise motiivid pole ka autonoomsuse vähenemine ja omandiõiguslik ebastabiilsus, mis on ühtlasi erinevate kirjandusallikate kohaselt kõige laialdasemalt levinud motiivid. Läbiviidud intervjuude põhjal selgus, et autonoomsuse vähenemine on aktuaalne ka Nasdaq Balti börsil noteeritud ettevõtetel, kuid omandiõiguslikust ebastabiilsusest olulisemaks denoteerimise motiiviks hinnatakse kogukulude kasvu ning konflikte aktsionäride ja juhtkonna vahel.

Ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamisel on arvestatava tähtsusega üldine majanduskeskkond, mille tsüklilisust peegeldab väärtpapieriturul kasutatav üldindeks. Balti OMXB üldindeksisse arvatud ettevõtted on investoritele nähtavamad ja atraktiivsemad, mille tulemusena suureneb aktsiate likviidsus. Seevastu majanduslanguse tingimustes väheneb ka üldindeksi tase, mille tõttu muutub kauplemine passiivsemaks ning madala turuväärtusega ettevõtete aktsiad illikviidsemaks. Seetõttu võib arvata, et kõrge turuväärtuse tingimustes on denoteerimised harva esinevad ning madal turuväärtus ajendab börsiettevõtteid väärtpapieriturult lahkuma. Vastupidiselt teooriale Balti väärtpapieribörsil denoteeritud ettevõtted eelnevalt kirjeldatud seost sedavõrd tugevalt ei kinnita, mistõttu võib arvata, et börsilt lahkumise otsusel on tugevam seos ettevõtte strateegiliste eesmärkidega. Kuigi vaadeldaval perioodil selget korrelatsiooni indeksi väärtuse ja denoteerimise vahel ei kujunenud, ei saa välistada, et M&A tõttu denoteeritud ettevõtetel vähene kauplemisaktiivsus börsilt lahkumisel lisamotiiviks ei olnud.

Finantstulemuslikkuse analüüs näitas, et pärast denoteerimist muutub ettevõtte finantsolukord ning seda eriti likviidsuse ja efektiivsuse perspektiivist vaadelduna. Puhaskäibekapital ning teised kaasatud likviidsuse suhtarvud näitasid eranditult langevat trendi, mis tuleneb lühiajaliste kohustuste suurenemisest. Vähenevat likviidsust kinnitas ka läbiviidud binomiaalne test, mis näitas, et langus denoteerimise järgselt ei ole tingitud juhuslikest teguritest. Analoogselt likviidsusele väheneb pärast denoteerimist ka ettevõtete efektiivsus. Seejuures võib pidada efektiivsuse muutust küllaltki ootuspäraseks, sest see tuleneb eelkõige lisainvesteeringutest põhivaradesse, mille tasuvust on võimalik hinnata üksnes pikaajaliselt. Seevastu müügitulu muutuse kaardistamine selget tulemust ei andnud ning sellest tulenevalt ei ole asjakohane anda üldistavaid hinnanguid netokäibe muutusele denoteerimise järgselt.

Kuigi suhtarvude analüüsi põhjal võiks järeldada, et ka ettevõtte rentaablus on börsilt lahkumise järel pigem langustrendis, binomiaalne test seda ei kinnitanud. Seega ei saa väita, et denoteeritud ettevõtete kasumi genereerimise võime erineks oluliselt noteeritud ettevõtete kasumlikkusest. Kapitali struktuuri analüüsist nähtus, et muutused ettevõtte kapitali struktuuris toimuvad suureneva võõrvahendite osakaalu tõttu. Positiivse aspektina väärrib tähelepanu asjaolu, et laenatud vahendite osakaal ei ole niivõrd suur, et seaks ohtu võlausaldajate nõuded. Seevastu laenukordaja põhjal võib järeldada, et

pikaajalisi investeringuid üksnes võõrkapitali arvelt ei finantseerita, mis omakorda viitab paremale maksevõimele finantsraskuste tekkimisel. Kapitali struktuuri suhtarvude analüüsi tulemusi kinnitas ka binomiaalne mudel, mis hindas võõrvahendite suurenevat osakaalu statistiliselt oluliselt erinevaks võrreldes noteeritud ettevõtetega. Sarnaselt suhtarvude analüüsile leidis ka binomiaalne mudel, et pikaajalisi investeringuid ei finantseerita denoteerimise järgselt oluliselt suuremas osas võõrkapitaliga kui seda noteeritud ettevõtetel.

Käesoleva töö raames uuriti denoteeritud ettevõtete finantsilist tulemuslikkust, mille eesmärgiks oli kaardistada börsilt lahkumise lühiajaline mõju ettevõtete likviidsusele, efektiivsusele, rentaablusele ja kapitali struktuurile. Paraku ei õnnestunud seejuures välja selgitada, milline seos võib olla denoteerimisel finantsilise tulemuslikkusega eristades täielikku ja mittetäielikku protsessi, sest börsilt lahkumine ilma aktsiate tagasiostuta on Baltikumi kontekstis pigem harv juhus. Kuna analüüsis osalenud endised börsiettevõtted lahkusid väärtpaberiturult peaaesjalikult ühinemiste ja ülevõtmiste tõttu, ei saanud läbiviidud uurimuse raames kaardistada finantsilist tulemuslikkust denoteerimise motiivist lähtudes. Seetõttu kaardistati denoteeritud ettevõtete finantsolukord üldises perspektiivis ning vastavalt tulemustele analüüsiti seost finantsilise tulemuslikkuse ja börsilt lahkumise vahel. Käesoleva magistr töö põhjal võib väita, et denoteeritud ettevõtete finantsiline tulemuslikkus ei erine oluliselt noteeritud ettevõtete finantsilisest tulemuslikkusest. Kuigi võib täheldada likviidsuse ja efektiivsuse nõrgenemist, ei ole denoteerimise järgselt ettevõtte lühiajaline maksevõime niivõrd tugevalt langenud, et seaks ohtu võlausaldajate nõuded. Kuigi võib tõdeda, et avaliku arvamuse kohaselt on ettevõtete börsilt lahkumised tingitud tihtipeale muutuste tõttu ettevõtte finantsolukorras, seda just negatiivses valguses, kinnitab läbiviidud uurimus, et ei ole põhjust analoogsete üldistuste tegemiseks.

VIIDATUD ALLIKAD

1. **Alber, A., Lind, L., Pisang, S., Kert, E., Pedaja, T., Kivinurm, P. K., Viks, K., Vallikivi, A., Kessler, K., Suurväli, K.E, Vörklaev, E., Ruusalepp, K., Johanson, K., Vertmann, T., Zirnask, V., Naaber, H.** Investeerimise teejuht. Äripäeva raamat, Tallinna Raamatutrükikoda, 2007, lk 256
2. **Andrijasevic, M., Pasic, V.** A Blueprint of Ratio Analysis as Information Basis of Corporation Financial Management. – Problems of Management in the 21st Century, 2014, Vol 9, No 2, pp. 117-123.
3. **Becker, B. Pollet, J.** The Decision to Go Private. – University of Illinois, 2008, pp. 4
4. **Behn, R.D.** Why Measure Performance? Different Purpose Require Different Measure. – Public Administration Review, 2003, Vol. 63, No. 5, pp. 588
5. **Bharath, S.T. Dittmar, A.K.** To be or not to be (public). Using going private transactions to examine why firms go public. –University of Michigan Ross School, 2010, pp. 5-8
6. BNS. Pro Kapital: Meie pole seadust rikkunud. – Ärileht. 2001.
[<http://arileht.delfi.ee/news/uudised/pro-kapital-meie-pole-seadust-rikkunud?id=2731041>] 23.02.2017
7. **Boot, A., Gopalan, R., Thakor, A.V.** Market Liquidity, Investor Participation, and Managerial Autonomy: Why Do Firms Go Private? – University of Amsterdam, 2008, pp. 807-808
8. **Bortolon, P.M., Silva, A.** Determining Factors for Delisting of Companies Listed on BM&FBOVESPA. –Universidade Federal do Espirito Santo, 2014, pp. 143
9. **Bragg, S.** Uus finantsjuhtimise käsiraamat. Tartu: OÜ Fontese Kirjastus, 2005, lk 341
10. **Burkart, M., Panunzi, F.** Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process. –Stockholm School of Economics and CEPR, 2003, pp. 1-26
11. Börsiteade. Saku Õlletehas lahkub Tallinna börsilt. (2008).
[<http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=details&instrument=EE0000001287>

- &list=2&tab=news&news_id=226952&lang=et¤cy=EUR&downloadcsv=0&date=19.09.2008] 24.02.2017
12. Börsiteade. Ülevõtmispakkumise prospekt. Starman. (2007).
[http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=news&news_id=218624] 22.05.2017
 13. Börsivälised tehingud väärtpaberitega. Eesti Väärtpaberikeskus.
[<https://www.e-register.ee/et/ariuhingule/heateada/borsivalised-tehingud-vaartpaberitega/>] 01.03.2017
 14. **Cumming, M., Lisus, C. J.** Responding to an Amalgamation Squeeze-out under the OBCA. [http://www.mccarthy.ca/article_detail.aspx?id=2717] 09.05.2017
 15. **Cunningham, L.A.** Sarbanes-Oxley and All That: Impact Beyond America's Shores. Boston College Law School, 2003, pp. 8
 16. **Deuth, C.H.** The Higher Price of Staying Public. The New York Times. 2005.
[http://www.nytimes.com/2005/01/23/business/the-higher-price-of-staying-public.html?_r=0] 15.02.2017
 17. **Doidge, C., Karolyi, A.G., Stulz, R.M.** The U.S Listing Gap. National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2015, pp. 26-36
 18. **Efert, T.** Investor ja ettevõtja: Riskikapital toidab ettevõtlust – Director, 2005, nr. 1, pp. 17
 19. **Ellenoff, D.S.** Going Dark: What Companies Need to Know. – Ellenoff Grossman & Schole LLP, 2010, pp. 3-37
 20. **Ellenoff, D.S.** Going Private: What Companies Need to Know. – Ellenoff Grossman & Schole LLP, 2010, pp. 5-34
 21. **Enekwe, C.I., Okwo, I.M., Ordu, M.M.** Financial Ratio Analysis as Determinant of Profitability in Nigerian Pharmaceutical Industry – International Journey of Business and Management. 2013, Vol 8, No 8, pp. 107-117
 22. Euroala ja Eesti majandus 2011. aastal – Eesti Panga 2011. aasta aruanne. 2012, lk 20
 23. **Evans, J. R., Mathur, A.** Retailing and the Period Leading up to the Great Recession: a Model and a 25-year Financial Ratio Analysis of Using US Retailing. – The international Review of Retail, Distribution and Consumer Research, 2014, Vol. 24, No. 1, pp. 30-58

24. **Farris, T.** Going Dark – Voluntary Delisting and Deregistration under the Securities Exchange Act of 1934 – The Attractions of the „Dark Side“. 10.03.2009.
[https://www.dorsey.com/newsresources/publications/2009/03/going-dark--voluntary-delisting-and-deregistrati__] 25.02.2017
25. **Garcia, H.** Financial performance and stock prices into delisting companies in MSE. – Texas A&M International University, 2013, pp. 1-21
26. **Haldma, T.** Finantsanalüüs pankrotimenetluses. – Juridica, 1994, Nr 1, lk 25-27
27. **Harford, J.** What Drives Merger Waves? – Journal of Financial Economics, Vol. 77 (3), 2005, pp. 533
28. **Hart, O.** Firms Contracts and Financial Structure. Oxford: Clarendon Press, 1995. Viidatud Boot, A., Gopalan, R., Thakor, A.V. Market Liquidity, Investor Participation, and Managerial Autonomy: Why Do Firms Go Private? – University of Amsterdam, 2008, pp. 807-808 vahendusel
29. **Hartman, T.E.** Foley Study Reveals Continued High Cost of Being Public. 2.08.2007. [<https://www.foley.com/files/Publication/6202688d-eebc-42bc-8169-5dfb14ef3ced/Presentation/PublicationAttachment/666c1479-ea9c-4359-bb07-5f71a18166f6/Foley2007SOXstudy.pdf>] 16.02.2017
30. **Hütsi, R.** (Starman AS juhatuse liige). Autori intervjuu. Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamine. Üleskirjutus. Tartu, 24. märts 2017
31. **Ibarra, V. C.** Cash Flow Ratios: Tools for Financial Analysis. – Journal of International Business Research. 2009, Vol. 8, Issue 1, pp. 91-107
32. **Jesse, P.** Väikeinvestorikaitse ei ole vaid tema enda mure. 17.05.2016.
[<http://www.jessekalaus.ee/vaikeaktsionari-kaitse-ei-ole-vaid-tema-enda-mure/>] 22.05.2017
33. **Järve, J., Veisson, T.** Finantsjuhtimine. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2003, lk 234
34. Konkurentsiseadus. Vastu võetud Riigikogus 05. juuni 2001 - RT I 2001, nr. 56, art. 332 [<https://www.riigiteataja.ee/akt/130122014015?leiaKehtiv>] 09.05.2017
35. **Kuusik, I.** (Saku Õlletehas AS juhatuse liige). Autori intervjuu. Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamine. Helisalvestis. Tallinn, 6. aprill 2017

36. **Laidre, A.** Kasum, rentaablus ja ettevõtte väärtus. 01.10.2004
[\[http://www.netekspert.com/download/kasum_rentaablus_vaartus.pdf\]](http://www.netekspert.com/download/kasum_rentaablus_vaartus.pdf) 12.04.2017
37. **Lees, V.** Ettevõtete põud USA börsil. LHV finantsportaal. 12.06.2015
[\[http://lhv.delfi.ee/news/4888460?locale=et\]](http://lhv.delfi.ee/news/4888460?locale=et) 25.02.2017
38. **Lehn, K., Poulsen, A.** Free cash flow and stockholders gains in going private transactions - The Journal of Finance 44, 1989. Viidatud Pour, E.K. Lasfer, M. Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market? University of Birmingham. 2013, pp. 9 vahendusel
39. **Leuz, C., Triantis, A., Wang, T.Y.** Why do firm go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. – Journal of Accounting and Economics 45, 2008, pp. 182-190
40. **Lill, A.** Kriisiaastate maksumuudatuste mõju Balti riikides. Statistikaameti ajaveeb. 29.03.2012.
[\[https://statistikaamet.wordpress.com/2012/03/29/kriisiaastate-maksumuudatuste-moju-balti-riikides/\]](https://statistikaamet.wordpress.com/2012/03/29/kriisiaastate-maksumuudatuste-moju-balti-riikides/) 16.03.2017
41. **Luks, J.** (Tallinna Külmoone AS juhatuse liige). Autori intervjuu. Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamine. Üleskirjutus. Tartu, 24. märts 2017
42. **Marosi, A. Massoud, N.** Why do firms go dark? – Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2007, No 42, pp. 421-442
43. **Mägus, F.** (Reval Hotelligrupp AS juhatuse liige). Autori intervjuu. Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamine. Üleskirjutus. Tartu, 24. märts 2017
44. **Myers, S.** Determinants of Corporate Borrowing. – Journal of Financial Economics, 1977, Vol 5, No 2, pp. 147-175
45. Nasdaq Baltic: Indeksid 20.02.2017
[\[http://www.nasdaqbaltic.com/et/indexes/about-indexes/\]](http://www.nasdaqbaltic.com/et/indexes/about-indexes/)
46. Nasdaq Baltic: Nõuded Emitentidele. 06.10.2014.
[\[http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates06102014/Nouded_emitentidele_06-10-2014-est.pdf\]](http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates06102014/Nouded_emitentidele_06-10-2014-est.pdf) 23.02.2017

47. Nasdaq Tallinna Börsi Reglement. Järelevalve. Vastu võetud 1. jaanuar 2010.
[<http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates18082008/Jarelevalve-01-01-2010-est-clean.pdf>] 01.04.2017
48. Nasdaq Tallinna Börsi Reglement. Väärtpaberite Noteerimisnõuded. Vastu võetud 21. mai 2007.
[http://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates06102014/Noteerimisnouded_06-10-2014-est.pdf] 01.04.2017
49. **Nurmet, M.** Kapitali struktuur ja efektiivsus: teooriaid ja rakendusi põllumajandussektorile, EPMÜ raamatupidamise ja rahanduse instituut, 2001, lk 112 (doktoriväitekiri)
50. **Oja, T.** Ekspress Grupp rikkus börsireegleid. – Postimees. 2013.
[<http://majandus24.postimees.ee/2565324/ekspress-grupp-rikkus-boersireegleid>] 23.02.2017
51. **Oja, T.** Hansapanga lahkumine on pöördumatu. – Äripäev. 2005.
[<http://www.aripaev.ee/uudised/2005/05/30/hansapanga-lahkumine-borsilt-poordumatu>] 24.02.2017
52. **Peterson, P.P., Fabozzi F.J.** Analysis of financial statements. Second edition, New Jersey: John Wiley&Sons Inc, 2006, pp. 294
53. **Pour, E.K. Lasfer, M.** Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market? – University of Birmingham. 2013, pp. 11-13
54. **Purju, A.** Majanduslikud ja sotsiaalsed arengud Balti riikides: Eesti. – Eiropas Ekonomikas un socialo lietu komiteja, 2013, pp. 2-10
55. **Raudsepp, V.** Finantsjuhtimise alused. Ettevõtte rahandus. Tallinn: Külim, 1999, lk 221
56. **Remmelkoor, A.** (Pro Kapital Grupp AS juhatuse liige). Autori intervjuu. Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamine. Üleskirjutus. Tartu, 24. märts 2017
57. Reverse Stock Split. Investopedia.
[<http://www.investopedia.com/terms/r/reversesplit.asp>] 26.02.2017
58. Seli: börsilt lahkumise põhjus madal likviidsus. – Äripäev. (2004).
[<http://www.aripaev.ee/uudised/2004/02/25/seli-borsilt-lahkumise-pohjus-madal-likviidsus>] 25.02.2017

59. **Siimsen, L.** (Fakto AS juhatuse liige). Autori intervjuu. Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamine. Üleskirjutus. Tartu, 24. märts 2017
60. **Steger, U., Kummer, C.** Why Merger and Acquisition Waves Reoccur.— The Vicious Circle from Pressure to Failure. 2007, pp. 30
61. **Stelmak, I.** Juhi ja ettevõtja raharaamat ettevõtte finantsidest lihtsalt ja selgelt. OÜ Six Applied, 2013, lk 144
62. **Tammvere, A.** (Estiko Plastar AS juhatuse liige). Autori intervjuu. Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamine. Üleskirjutus. Tartu, 24. märts 2017
63. **Teearu, A., Krumm, E.** Ettevõtte finantsjuhtimine. Tallinn: Kirjastus Pegasus, 2005, lk 223
64. **Tuul, H.** Börsiettevõtte väikeaktsionär ei tohi olla mängukann. – Äripäev. 06.07.2011 [<http://www.aripaev.ee/uudised/2011/07/05/borsiettevotte-vaikeaktsionar-ei-tohi-olla-mangukann>] 15.02.2017
65. TVB: Noteerimiskomisjoni otsus AS-i Pro Kapital Grupp osas. Nasdaq Balti börs. 29.08.2001.
[http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=news&news_id=168432] 29.04.2017
66. **Unt, R.** (Tallinna Farmaatsiatehas AS juhatuse liige). Autori intervjuu. Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamine. Üleskirjutus. Tartu, 24. märts 2017
67. **Whalen, J., Baginski, S., Bradshaw, M.** Financial Reporting, Financial Statement Analysis and Valuation: A Strategic Perspective. – MA: Cengage Learning, 2015, pp. 1057
68. **White, I., Gerald, C., Sondhi, A., Fried, D.** The Analysis and use of Financial Statements. 3rd edition. New York: Wiley, 1998, Vol. 2, pp. 14-32
69. Väärtpaberituru seadus. Vastu võetud Riigikogus 1. jaanuar 2002 - RT I 2001, nr. 89, art. 532 [<https://www.riigiteataja.ee/akt/13148804?leiaKehtiv>] 11.03.2017
70. Väärtpaberitehingute arveldamine. Nasdaq Baltic.
[<http://www.nasdaqbaltic.com/et/meie-teenused/kauplemismudel/tehingute-arveldamine/>] 01.03.2017

71. Ülevõtmispakkumisreeglid. Vastu võetud Riigikogus 28. mai 2002 - RT I 2001, nr. 71, art. 990 [<https://www.riigiteataja.ee/akt/12919092?leiaKehtiv>] 12.04.2017
72. Äriseadustik. Vastu võetud Riigikogus 15. veebruar 1995 - RT I 1995, nr. 26, art. 355 [<https://www.riigiteataja.ee/akt/131122010019?leiaKehtiv>] 09.05.2017

LISAD

Lisa 1. Nasdaq Balti börsilt lahkunud ettevõtete denoteerimise motiivid

	Ettevõtte	Lahkumise motiiv
Tallinna börs	Hansapank Grupp	M&A: Förenings Sparbanken AB (100%)
	Eesti Telekom	M&A: Telia Sonera AB (97,58%)
	Norma	M&A: Automotive Holding AS (93,7%)
	Starman	M&A: Baltic Moontech Investments Holding AS (65,15%)
	Saku Õlletehas	M&A: Carlsberg Estonia Holding (75%)
	Tallinna Farmaatsiatehas	M&A: PAS Grideks (95,01%)
	Rakvere Lihakombinaat	M&A: HK Ruokatalo OY (95,74%)
	Tallinna Külkhoone	M&A: Kauno Pieno Centras AB (93,87%)
	Reval Hotelligrupi	M&A: Linstow International AS (85,29%)
	Leks Kindlustus	M&A: Balti Kindlustuse AS (99,3%)
	Fakto	M&A: Autoinvesteeringute OÜ (46%)
	Pro Kapital Grupp	Reglemendi nõuete rikkumine
	XXL.EE	Reglemendi nõuete mittetäitmine
	Kalev	Reglemendi nõuete mittetäitmine
Vilniuse börs	Estiko Plastar	Madal likviidsus
	Sanitas	M&A: Valeant Pharmaceuticals International (98,35%)
	Pramprojektas	M&A: eraisik Angelė Dementavičiūtė (10,42%)
	VST	M&A: Lesto AB (100%)
	Stumbras	M&A: Mineraliniai Vandenyys UAB (94,93%)
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	M&A: Concern Achemos Grupe JSC (95,83%)
	Lifosa	M&A: EuroChem JSC (95,88%)
	Lietuvos Elektrinė	M&A: Lietuvos Energijos Gamyba (95,54%)
	Mažeikių Nafta	M&A: PKN Orlen S/A (84,36%)
	Rytų Skirstomieji Tinklai	M&A: Lesto AB (100%)
	ALT Investicijos	Pankrot
	Ekranas	Pankrot
	Vilniaus Vingis	Pankrot
	Snoras	Pankrot
	Kauno Tiekimas	Madal likviidsus
Alytaus Tekstilė	Reglemendi nõuete mittetäitmine	

(allikas: autori koostatud börsiteadete põhjal)

Lisa 1. jārg

Rīta bōrs	Baloži	M&A: Pindstrup Mosebrug A/S (82,3%)
	Rīgas Miesnieks	M&A: Rakvere Lihakombinaat AS (97,01%)
	Lode	M&A: Company Lode Holdings Limited (97,26%)
	Protezesanas Un Ortopedijas Centrs	M&A: eraisik Ainars Baumanis (61,41%)
	Rīgas Raugs	M&A: Jāstbolaget AB (100%)
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	M&A: Rīgas Satiksme AB (49,9%)
	Strenču Mežrūpniecības Saimniecība	M&A: SIA Pata AB (49,87%)
	Laima	M&A: NP Confectionary AB (95,41%)
	Staburadze	M&A: NP Confectionary AB (95,41%)
	Olaines Kūdra	M&A: Florabalt SIA (95,36%)
	Rīgas Transporta Flote	M&A: Lavinia Corporation Ltd (100%)
	Latvijas Krājbanka	Pankrot
	Kvadrapak	Kogukulude kasv

(allikas: autori koostatud bōrsiteadete pōhjal)

Lisa 2. Lühiajaliste kohustuste muutus

	Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Vilniuse börs	Lifosa	15 473 792	17 953 383	23 312 369	15 667 924
	Alytaus Tekstile	12 885 915	10 348 486	15 068 175	15 029 695
	Kauno Tiekimas	52 331 288	34 389 561	44 585 699	38 964 224
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	8 106 039	5 431 773	6 173 882	7 274 641
	Pramprojektas	685 928	623 779	2 905 712	2 474 916
	Mažeikių Nafta	414 597 088	306 919 350	213 681 106	141 830 463
	Stumbras	14 615 400	8 235 795	8 951 247	9 903 316
	Sanitas	19 231 929	15 421 557	20 399 802	19 975 190
	Laima	6 103 521	8 270 078	12 969 603	14 744 025
Riia börs	Baloži	169 993	229 195	125 873	531 956
	Lode	2 542 718	2 770 492	6 488 261	1 619 473
	Olaines Kūdra	96 650	151 460	1 183 945	567 224
	Protezesanas un Ortopedijas	70 660	61 578	98 394	116 765
	Rīgas Miesnieks	9 550 425	5 294 771	11 535 371	15 681 159
	Rīgas Raugs	231 996	210 558	27 160	13 876
	Kvadrapak	2 448 676	3 557 778	3 351 054	4 275 081
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	559 482	784 264	586 005	586 107
	Rīgas Transporta Flote	3 398 448	2 560 497	17 284 441	13 921 948
	Strenču MRS	1 578 958	2 531 115	3 748 011	4 001 574
Tallinna börs	Eesti Telekom	43 657 000	42 914 000	29 291 000	68 826 000
	Hansapank (<i>miljonites</i>)	6 823	11 084	11 663	14 099
	Norma	6 572 000	6 073 000	9 075 000	8 549 000
	Rakvere Lihakombinaat	14 824 000	13 260 000	22 754 400	19 339 665
	Saku Õlletehas	7 264 000	9 656 000	87 712 474	55 415 298
	Starman	4 137 000	7 129 000	9 018 000	10 400 000
	Tallinna Farmaatsiatehas	646 388	395 005	1 188 309	1 526 569
	Estiko Plastar	32 914	63 848	164 125	209 950
	Fakto	1 502 351	1 618 052	2 214 955	2 745 426
	Pro Kapital Grupp	2 146 926	1 166 717	21 149 926	10 585 642
Tallinna Külkhoone	4 251 019	4 143 137	3 757 621	4 986 067	

(allikas: majandusaasta aruanded)

Lisa 3. Pikaajaliste kohustuste muutus

	Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Vilnuse börs	Lifosa	1 478 928	4 913 029	3 860 155	3 352 756
	Alytaus Tekstile	1 376 345	1 620 540	0	0
	Kauno Tiekimas	0	3 111 566	27 975	21 193
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	2 191 594	3 496 735	6 215 132	3 905 731
	Pramprojektas	0	0	9 049 252	7 287 290
	Mažeikių Nafta	429 381 855	377 937 789	587 668 030	729 227 318
	Stumbras	1 085 632	3 425	16 190	57 286
	Sanitas	4 537 179	15 416 581	3 408 428	3 217 757
	Laima	7 716 446	9 203 044	14 713 199	2 391 179
	Riia börs	Baloži	92 111	98 266	0
Lode		560 873	326 327	8 901 284	12 910 052
Olaines Kūdra		82 697	67 895	3 681 198	5 073 474
Protezesanas un Ortopedijas		0	0	164 053	145 339
Rīgas Miesnieks		364 537	3 996 266	5 508 687	1 993 701
Rīgas Raugs		72 746	79 998	374 829	409 113
Kvadrapak		2 587 113	1 784 465	1 763 805	1 248 224
Rīgas Starptautiskā Autoosta		28 298	4 098	0	0
Rīgas Transporta Flote		4 503 338	3 350 517	0	0
Strenču MRS		380 456	412 970	2 388 912	1 673 489
Tallinna börs		Eesti Telekom	1 614 000	2 083 000	0
	Hansapank	553 600 000	549 700 000	6 286 800 000	9 747 200 000
	Norma	0	0	0	0
	Rakvere Lihakombinaat	6 717 000	6 473 000	1 376 849	4 794 332
	Saku Õlletehas	24 000	16 000	146 805	210 333
	Starman	7 075 000	6 835 000	55 223 000	50 689 000
	Tallinna Farmaatsiatehas	34 285	2 009	702 553	741 193
	Estiko Plastar	16 617	8 756	0	0
	Fakto	846 173	1 591 668	1 831 373	2 281 537
	Pro Kapital Grupp	14 589 579	5 296 678	15 745 295	5 592 269
	Tallinna Külkhoone	2 568 609	1 812 023	3 163 051	2 569 440

(allikas: majandusaasta aruanded)

Lisa 4. Käibevarade muutus

	Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Vilniuse börs	Lifosa	160 645 264	230 400 643	109 694 798	80 321 334
	Alytaus Tekstile	6 078 835	4 393 774	1 017 818	512 861
	Kauno Tiekimas	54 094 268	37 763 799	32 437 979	29 312 338
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	15 321 277	14 999 495	15 184 468	16 734 933
	Pramprojektas	3 985 045	3 874 055	9 334 482	5 944 676
	Mažeikių Nafta	942 890 367	763 742 439	495 637 151	600 349 405
	Stumbras	27 728 599	20 396 615	20 391 945	23 707 060
	Sanitas	5 388 386	10 592 349	3 361 698	3 639 772
	Laima	17 389 433	19 758 122	17 064 392	6 288 257
Riia börs	Baloži	628 692	650 159	532 662	944 980
	Lode	3 528 439	4 407 640	13 626 933	6 547 507
	Olaines Kūdra	1 852 785	1 378 959	896 492	1 161 112
	Protezesanas un Ortopedijas	465 108	476 416	496 437	533 171
	Rīgas Miesnieks	6 014 626	6 334 147	6 204 064	5 752 194
	Rīgas Raugs	946 910	933 193	388 014	147 048
	Kvadrapak	2 182 910	3 275 620	3 996 611	3 510 820
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	1 189 546	1 498 069	2 425 072	1 671 006
	Rīgas Transporta Flote	3 671 868	13 253 712	2 057 471	1 926 887
	Strenču MRS	2 191 557	3 496 019	4 590 293	4 611 273
Tallinna börs	Eesti Telekom	145 276 000	132 599 000	49 294 000	88 756 000
	Hansapank (miljonites)	7 174	11 156	7 715	10 356
	Norma	53 814 000	51 797 000	31 171 000	34 892 000
	Rakvere Lihakombinaat	25 360 000	31 422 000	46 612 044	44 900 809
	Saku Õlletehas	16 455 000	12 467 000	7 025 104	12 526 427
	Starman	3 766 000	5 849 000	4 553 000	5 007 000
	Tallinna Farmaatsiatehas	2 027 817	1 728 448	1 020 109	629 927
	Estiko Plastar	834 239	1 024 568	378 293	3 123 171
	Fakto	1 504 291	2 421 429	1 627 966	941 931
	Pro Kapital Grupp	3 707 293	4 573 513	1 548 341	13 993 258
	Tallinna Külkhoone	4 539 005	3 725 538	3 562 307	3 899 250

(allikas: majandusaasta aruanded)

Lisa 5. Lühiajaliste kohustuste kattekordaja

	Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Vilnuse börs	Lifosa	10,38	12,83	4,71	5,13
	Alytaus Tekstile	0,47	0,42	0,07	0,03
	Kauno Tiekimas	1,03	1,10	0,73	0,75
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	1,89	2,76	2,46	2,30
	Pramprojektas	5,81	6,21	3,21	2,40
	Mažeikių Nafta	2,27	2,49	2,32	4,23
	Stumbras	1,90	2,48	2,28	2,39
	Sanitas	0,28	0,69	0,16	0,18
Riia börs	Laima	2,85	2,39	1,32	0,43
	Baloži	3,70	2,84	4,23	1,78
	Lode	1,39	1,59	2,10	4,04
	Olaines Kūdra	19,17	9,10	0,76	2,05
	Protezesanas un Ortopedijas Centrs	6,58	7,74	5,05	4,57
	Rīgas Miesnieks	0,63	1,20	0,54	0,37
	Rīgas Raugs	4,08	4,43	14,29	10,60
	Kvadrapak	0,89	0,92	1,19	0,82
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	2,13	1,91	4,14	2,85
	Rīgas Transporta Flote	1,08	5,18	0,12	0,14
	Strenču MRS	1,39	1,38	1,22	1,15
Tallinna börs	Eesti Telekom	3,33	3,09	1,68	1,29
	Hansapank	1,05	1,01	0,66	0,73
	Norma	8,19	8,53	3,43	4,08
	Rakvere Lihakombinaat	1,71	2,37	2,05	2,32
	Saku Õlletehas	2,27	1,29	0,08	0,23
	Starman	0,91	0,82	0,50	0,48
	Tallinna Farmaatsiatehas	3,14	4,38	0,86	0,41
	Estiko Plastar	25,35	16,05	2,30	14,88
	Fakto	1,00	1,50	0,73	0,34
	Pro Kapital Grupp	1,73	3,92	0,07	1,32
	Tallinna Külkhoone	1,07	0,90	0,95	0,78

(allikas: autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal)

Lisa 6. Likviidsuskordaja

	Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Vilnise börs	Lifosa	8,73	9,65	1,90	2,77
	Alytaus Tekstile	0,10	0,07	0,01	0,01
	Kauno Tiekimas	0,97	0,96	0,68	0,71
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	0,88	0,79	2,25	1,98
	Pramprojektas	5,77	6,19	3,16	2,40
	Mažeikių Nafta	1,71	1,42	1,05	1,75
	Stumbras	1,59	1,92	1,79	1,95
	Sanitas	0,19	0,58	0,09	0,12
Riia börs	Laima	2,36	2,01	0,88	0,28
	Baloži	1,03	0,94	1,35	0,20
	Lode	1,13	1,52	1,59	2,30
	Olaines Kūdra	12,26	4,12	0,12	0,36
	Protezesanas un Ortopedijas Centrs	3,27	3,06	2,57	2,40
	Rīgas Miesnieks	0,44	0,82	0,34	0,22
	Rīgas Raugs	3,14	2,29	14,27	10,60
	Kvadrapak	0,13	0,09	0,63	0,47
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	2,12	1,91	4,12	2,84
	Rīgas Transporta Flote	0,82	2,77	0,12	0,14
	Strenču MRS	0,74	0,62	0,87	0,61
Tallinna börs	Eesti Telekom	3,00	2,77	1,58	1,25
	Hansapank	1,03	0,98	0,63	0,70
	Norma	7,19	7,80	2,51	3,22
	Rakvere Lihakombinaat	1,17	1,75	1,11	1,63
	Saku Õlletehas	1,74	0,85	0,06	0,20
	Starman	0,44	0,32	0,22	0,22
	Tallinna Farmaatsiatehas	2,64	3,33	0,35	0,01
	Estiko Plastar	25,07	15,91	2,27	14,86
	Fakto	0,70	1,25	0,47	0,20
	Pro Kapital Grupp	0,68	3,84	0,07	1,32
	Tallinna Külkhoone	0,55	0,40	0,41	0,33

(allikas: autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal)

Lisa 7. Maksevalmiduse kordaja

	Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Vilniuse börs	Lifosa	0,64	0,50	0,62	1,56
	Alytaus Tekstile	0,00	0,00	0,00	0,00
	Kauno Tiekimas	0,05	0,07	0,33	0,32
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	0,79	0,52	0,34	0,19
	Pramprojektas	4,45	4,80	1,86	2,22
	Mažeikių Nafta	1,39	1,16	0,37	0,08
	Stumbras	0,41	0,23	0,08	0,03
	Sanitas	0,00	0,04	0,02	0,02
Riia börs	Laima	0,18	0,09	0,19	0,02
	Baloži	0,52	0,27	0,32	0,08
	Lode	0,04	0,19	0,26	1,46
	Olaines Kūdra	7,34	2,14	0,04	0,15
	Protezesanas un Ortopedijas Centrs	3,11	2,87	1,69	1,78
	Rīgas Miesnieks	0,15	0,23	0,07	0,03
	Rīgas Raugs	1,59	0,51	12,81	9,53
	Kvadrapak	0,04	0,03	0,05	0,06
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	1,94	1,84	3,94	2,58
	Rīgas Transporta Flote	0,14	2,36	0,00	0,00
	Strenču MRS	0,01	0,00	0,78	0,73
	Tallinna börs	Eesti Telekom	1,60	1,29	0,00
Hansapank		0,09	0,07	0,04	0,03
Norma		5,67	6,70	1,47	2,27
Rakvere Lihakombinaat		0,13	0,16	0,09	0,09
Saku Õlletehas		1,05	0,10	0,00	0,00
Starman		0,23	0,13	0,06	0,14
Tallinna Farmaatsiatehas		0,03	0,02	0,00	0,01
Estiko Plastar		0,32	1,49	0,01	0,00
Fakto		0,01	0,63	0,00	0,00
Pro Kapital Grupp		0,05	1,49	0,06	0,01
Tallinna Külkhoone		0,03	0,01	0,02	0,01

(allikas: autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal)

Lisa 8. Põhivarade muutus

	Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Vilnise börs	Lifosa	94 057 162	99 622 685	103 563 608	113 827 546
	Alytaus Tekstile	19 160 006	17 595 117	16 730 622	14 631 531
	Kauno Tiekimas	3 095 232	3 012 386	16 164 257	13 717 687
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	63 276 674	59 361 251	53 325 347	53 937 456
	Pramprojektas	536 541	600 714	6 288 729	8 291 955
	Mažeikių Nafta	511 851 577	534 117 148	888 434 117	877 873 258
	Stumbras	10 262 287	9 116 256	7 917 920	7 611 565
	Sanitas	111 738 879	115 680 493	102 309 966	101 662 376
	Laima	12 684 334	13 918 346	15 883 148	22 555 192
Riia börs	Baloži	691 750	667 784	488 833	497 903
	Lode	5 754 491	6 382 166	7 686 022	17 853 399
	Olaines Kūdra	926 381	1 207 815	6 826 865	6 534 246
	Protezesanas un Ortopedijas	565 304	512 787	612 623	570 675
	Rīgas Miesnieks	7 470 995	7 069 605	14 261 337	14 432 411
	Rīgas Raugs	1 088 528	1 088 527	4 170 380	4 262 268
	Kvadrapak	7 123 173	6 411 066	5 453 361	5 808 200
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	810 041	840 554	602 643	1 511 066
	Rīgas Transporta Flote	29 604 334	25 756 928	42 882 067	37 491 527
	Strenču MRS	1 445 675	1 511 951	4 287 538	4 023 079
Tallinna börs	Eesti Telekom	175 732 000	186 925 000	174 488 000	152 240 000
	Hansapank	109 600 000	108 800 000	114 900 000	134 200 000
	Norma	15 308 000	13 934 000	15 776 000	15 050 000
	Rakvere Lihakombinaat	34 002 000	34 250 000	42 983 140	49 299 401
	Saku Õlletehas	18 312 000	18 352 000	96 586 543	94 948 359
	Starman	22 261 000	24 443 000	82 033 000	81 499 000
	Tallinna Farmaatsiatehas	1 879 452	1 926 653	3 985 404	4 839 571
	Estiko Plastar	5 107 180	5 889 139	8 898 035	11 210 103
	Fakto	3 372 628	3 148 409	4 780 426	6 447 083
	Pro Kapital Grupp	44 016 332	70 251 208	106 039 315	86 518 552
	Tallinna Külkhoone	8 170 210	7 934 184	9 791 968	9 369 064

(allikas: majandusaasta aruanded)

Lisa 9. Varade käibekordaja

	Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Vilniuse börs	Lifosa	0,86	1,07	1,34	1,77
	Alytaus Tekstile	0,74	0,81	0,01	0,02
	Kauno Tiekimas	2,05	2,53	1,36	1,13
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	0,54	0,59	0,53	0,68
	Pramprojektas	0,73	0,39	0,12	0,09
	Mažeikių Nafta	2,84	2,68	2,40	3,24
	Stumbras	0,93	0,93	1,73	1,19
	Sanitas	0,05	0,05	0,06	0,07
	Laima	1,52	1,49	1,39	0,99
Riia börs	Baloži	0,34	0,41	0,49	0,38
	Lode	1,03	1,31	0,26	0,33
	Olaines Kūdra	0,61	0,47	0,28	0,24
	Protezesanas un Ortopedijas Centrs	0,76	0,77	0,44	0,56
	Rīgas Miesnieks	2,66	2,82	2,31	1,85
	Rīgas Raugs	1,08	1,02	0,01	0,00
	Kvadrapak	0,94	0,92	1,09	1,02
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	0,86	0,85	1,03	0,81
	Rīgas Transporta Flote	0,44	0,54	0,02	0,03
	Strenču MRS	1,83	2,12	0,80	1,25
Tallinna börs	Eesti Telekom	1,68	1,24	4,29	3,66
	Hansapank	0,06	0,05	0,04	0,04
	Norma	1,29	0,76	1,94	1,59
	Rakvere Lihakombinaat	1,65	1,51	1,42	1,50
	Saku Õlletehas	1,51	1,78	0,41	0,47
	Starman	0,74	0,80	0,29	0,30
	Tallinna Farmaatsiatehas	1,11	0,84	0,86	0,78
	Estiko Plastar	0,10	0,07	0,05	0,05
	Fakto	2,25	2,28	0,21	0,20
	Pro Kapital Grupp	0,10	0,03	0,00	0,00
	Tallinna Külmoone	2,55	2,57	1,53	1,58

(allikas: autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal)

Lisa 10. Põhivarade käibekordaja

	Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Vilnise börs	Lifosa	2,55	3,14	4,03	3,17
	Alytaus Tekstile	1,06	1,09	0,01	0,02
	Kauno Tiekimas	39,02	41,12	3,75	3,78
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	0,66	0,77	0,68	0,88
	Pramprojektas	6,18	2,91	0,18	0,16
	Mažeikių Nafta	6,79	6,92	3,70	5,30
	Stumbras	3,61	3,43	4,04	4,64
	Sanitas	0,05	0,06	0,07	0,08
	Laima	3,15	3,41	3,27	1,75
Riia börs	Baloži	0,62	0,82	1,10	0,95
	Lode	1,67	2,06	0,82	0,43
	Olaines Kūdra	1,87	1,05	0,24	0,29
	Protezesanas un Ortopedijas Centrs	1,38	1,52	0,86	1,09
	Rīgas Miesnieks	4,44	5,36	2,52	2,60
	Rīgas Raugs	1,97	1,89	0,00	0,00
	Kvadrapak	1,22	1,36	1,88	1,68
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	2,02	2,20	4,76	1,67
	Rīgas Transporta Flote	0,52	0,76	0,02	0,03
	Strenču MRS	4,05	6,07	1,60	2,71
Tallinna börs	Eesti Telekom	2,28	2,12	5,44	5,59
	Hansapank	3,84	4,82	6,21	7,47
	Norma	5,77	3,66	5,30	5,11
	Rakvere Lihakombinaat	2,38	2,76	2,81	2,79
	Saku Õlletehas	2,69	3,17	0,45	0,52
	Starman	0,80	0,93	0,31	0,32
	Tallinna Farmaatsiatehas	2,24	1,65	0,93	0,84
	Estiko Plastar	0,12	0,08	0,05	0,05
	Fakto	3,30	3,80	0,26	0,21
	Pro Kapital Grupp	0,12	0,03	0,00	0,00
	Tallinna Külkhoone	3,80	3,95	2,17	2,25

(allikas: autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal)

Lisa 11. Puhaskasumi muutus

	Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Vilniuse börs	Lifosa	-7 473 389	69 407 209	13 321 313	-10 957 682
	Alytaus Tekstile	-4 627 553	-2 409 256	-1 724 439	-2 574 988
	Kauno Tiekimas	109 260	-1 583 404	154 674	48 651
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	2 448 149	4 773 611	5 343 121	10 929 701
	Pramprojektas	74 365	15 333	311 223	817 827
	Mažeikių Nafta	275 755 459	61 356 721	-32 091 986	27 185 628
	Stumbras	7 212 431	5 210 535	4 711 773	5 751 638
	Sanitas	-572 551	2 076 547	-508 264	245 767
	Laima	1 398 198	50 455	-1 497 557	3 384 567
Riia börs	Baloži	31 127	-49 179	84 782	10 750
	Lode	1 212 332	1 671 953	-2 092 583	-1 760 834
	Olaines Kūdra	-64 130	-228 765	-625 531	-677 674
	Protezesanas un Ortopedijas	-32 190	-32 126	-105 226	-4 870
	Rīgas Miesnieks	770 731	707 278	-402 317	-735 832
	Rīgas Raugs	103 915	66 340	-71 663	-170 079
	Kvadrapak	74 048	72 663	-244 797	-473 922
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	168 837	138 454	576 230	453 059
	Rīgas Transporta Flote	1 078 479	6 154 649	-5 971 992	852 030
	Strenču MRS	202 590	380 206	451 269	205 443
Tallinna börs	Eesti Telekom	96 606 000	91 922 000	74 751 000	52 430 000
	Hansapank	194 500 000	241 800 000	323 500 000	438 500 000
	Norma	8 770 000	1 326 000	7 199 000	3 521 000
	Rakvere Lihakombinaat	6 219 000	8 180 000	8 013 306	4 659 223
	Saku Õlletehas	7 241 000	6 450 000	-4 036 468	1 574 400
	Starman	1 745 000	1 513 000	1 258 000	3 072 000
	Tallinna Farmaatsiatehas	198 543	-62 911	100 762	87 084
	Estiko Plastar	-389 541	905 181	954 584	5 011 185
	Fakto	-93 360	162 581	615 647	284 721
	Pro Kapital Grupp	-119 693	4 704 907	-7 180 364	-15 401 269
	Tallinna Külkhoone	910 166	-183 299	345 634	-720 796

(allikas: majandusaasta aruanded)

Lisa 12. EBIT-i muutus

	Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Vilniuse börs	Lifosa	-5 313 410	81 721 513	18 504 916	-13 481 696
	Alytaus Tekstile	-4 246 215	-2 153 487	-1 710 621	-691 542
	Kauno Tiekimas	784 721	2 166 852	2 557 357	1 733 954
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	4 496 867	5 609 125	4 557 071	10 098 075
	Pramprojektas	61 021	6 288	419 150	1 063 410
	Mažeikių Nafta	312 710 527	63 296 039	-10 747 973	49 590 677
	Stumbras	8 607 532	5 991 367	5 571 063	6 722 387
	Sanitas	-586 235	1 592 009	-34 615	477 688
	Laima	1 548 029	279 855	-2 254 051	3 021 878
Riia börs	Baloži	50 293	-21 971	99 050	31 904
	Lode	1 969 263	1 409 716	-2 446 594	-2 084 227
	Olaines Kūdra	-42 622	-198 058	-525 070	-771 576
	Protezesanas un Ortopedijas	-32 747	-32 120	-117 018	-672
	Rīgas Miesnieks	962 354	735 579	-289 334	-708 757
	Rīgas Raugs	124 224	81 855	-91 661	-126 398
	Kvadrapak	226 622	403 676	-120 432	-490 561
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	226 713	182 432	717 847	536 242
	Rīgas Transporta Flote	987 097	6 391 297	-597 610	87 845
	Strenču MRS	274 621	459 475	589 210	273 578
Tallinna börs	Eesti Telekom	117 597 000	113 297 000	-597 000 000	-498 000 000
	Hansapank	220 100 000	282 900 000	385 000 000	596 500 000
	Norma	7 922 000	866 000	7 095 000	3 398 000
	Rakvere Lihakombinaat	6 686 000	8 545 000	7 808 853	4 662 738
	Saku Õlletehas	8 716 000	10 057 000	2 099 050	3 056 958
	Starman	2 282 000	3 001 000	3 212 000	5 098 000
	Tallinna Farmaatsiatehas	205 039	-89 882	100 849	123 760
	Estiko Plastar	-98 488	-37 069	-58 863	3 573 684
	Fakto	144 760	373 550	-40 302	94 958
	Pro Kapital Grupp	-285 092	-134 691	-201 293	109 308
	Tallinna Külkhoone	1 242 379	131 850	464 957	-455 370

(allikas: majandusaasta aruanded)

Lisa 13. Müügikäibe puhasrentaablus

		Noteeritud		Denoteeritud	
Vilniuse börs	Lifosa	-0,03	0,22	0,03	-0,03
	Alytaus Tekstile	-0,23	-0,13	-13,91	-9,51
	Kauno Tiekimas	0,00	-0,01	0,00	0,00
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	0,06	0,11	0,15	0,23
	Pramprojektas	0,02	0,01	0,28	0,60
	Mažeikių Nafta	0,08	0,02	-0,01	0,01
	Stumbras	0,19	0,17	0,15	0,16
	Sanitas	-0,10	0,33	-0,08	0,03
Riia börs	Laima	0,04	0,00	-0,03	0,09
	Baloži	0,07	-0,09	0,16	0,02
	Lode	0,13	0,13	-0,33	-0,23
	Olaines Kūdra	-0,04	-0,18	-0,38	-0,36
	Protezesanas un Ortopedijas Centrs	-0,04	-0,04	-0,20	-0,01
	Rīgas Miesnieks	0,02	0,02	-0,01	-0,02
	Rīgas Raugs	0,05	0,03	-6,19	-14,99
	Kvadrapak	0,01	0,01	-0,02	-0,05
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	0,10	0,07	0,20	0,18
	Rīgas Transporta Flote	0,07	0,32	-0,82	0,07
	Strenču MRS	0,03	0,04	0,07	0,02
Tallinna börs	Eesti Telekom	0,24	0,23	0,08	0,06
	Hansapank	0,46	0,46	0,45	0,44
	Norma	0,10	0,03	0,09	0,05
	Rakvere Lihakombinaat	0,08	0,09	0,07	0,03
	Saku Õlletehas	0,15	0,11	-0,09	0,03
	Starman	0,10	0,07	0,05	0,12
	Tallinna Farmaatsiatehas	0,05	-0,02	0,03	0,02
	Estiko Plaster	-0,66	2,00	2,21	9,28
	Fakto	-0,01	0,01	0,50	0,21
	Pro Kapital Grupp	-0,02	2,46	-20,86	-47,22
Tallinna Külkhoone	0,03	-0,01	0,02	-0,03	

(allikas: autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal)

Lisa 14. Omakapitali muutus

	Ettevõte	Noteeritud		Denoteeritud	
Vilniuse börs	Lifosa	237 749 706	307 156 915	186 085 882	175 128 200
	Alytaus Tekstile	11 034 489	10 073 043	2 733 906	158 918
	Kauno Tiekimas	4 867 567	3 284 163	4 037 417	4 086 067
	Klaipėdos Jūrų Krovinių	68 393 499	65 432 238	56 120 800	59 492 017
	Pramprojektas	3 835 657	3 850 991	3 654 988	4 472 815
	Mažeikių Nafta	610 763 002	613 002 448	583 005 448	610 191 076
	Stumbras	22 289 855	21 273 651	19 342 428	21 358 023
	Sanitas	93 358 157	95 434 704	81 863 434	82 109 201
	Laima	16 253 800	16 203 345	15 859 746	19 220 572
Riia börs	Baloži	1 033 234	958 725	895 285	906 035
	Lode	6 179 339	7 692 987	5 453 244	9 522 591
	Olaines Kūdra	2 565 307	2 615 025	2 647 209	1 969 535
	Protezesanas un Ortopedijas	959 753	927 626	846 613	841 743
	Rīgas Miesnieks	3 319 285	3 898 502	2 933 681	2 192 663
	Rīgas Raugs	1 730 696	1 731 164	4 156 406	3 986 328
	Kvadrapak	4 270 294	4 344 443	4 420 477	3 946 556
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	1 388 719	1 527 173	2 244 757	2 399 013
	Rīgas Transporta Flote	25 374 416	33 099 626	27 655 099	25 496 466
	Strenču MRS	1 609 547	1 989 752	2 684 169	2 887 933
Tallinna börs	Eesti Telekom	275 737 000	274 527 000	194 491 000	172 170 000
	Hansapank	843 500 000	1 092 500 000	1 410 700 000	1 883 300 000
	Norma	62 550 000	59 658 000	37 872 000	41 393 000
	Rakvere Lihakombinaat	37 821 000	45 939 000	65 463 999	70 066 212
	Saku Õlletehas	27 479 000	21 147 000	15 752 368	51 849 156
	Starman	14 815 000	16 328 000	22 345 000	25 417 000
	Tallinna Farmaatsiatehas	3 273 797	3 210 886	3 114 651	3 201 735
	Estiko Plastar	5 891 887	6 841 103	9 112 139	14 123 324
	Fakto	2 208 836	2 360 118	2 362 063	2 362 052
	Pro Kapital Grupp	30 987 119	68 361 326	70 692 436	84 333 898
	Tallinna Külkhoone	5 855 713	5 672 606	6 433 602	5 712 807

(allikas: majandusaasta aruanded)

Lisa 15. Omakapitali rentaablus

		Noteeritud		Denoteeritud	
Vilnise börs	Lifosa	-3,09	25,47	4,80	-6,07
	Alytaus Tekstile	-34,67	-22,83	-9,19	-178,03
	Kauno Tiekimas	2,27	-38,85	4,23	1,20
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	3,49	7,13	9,39	18,91
	Pramprojektas	1,96	0,40	8,89	20,12
	Mažeikių Nafta	57,10	10,03	-5,36	4,56
	Stumbras	31,95	23,92	24,39	28,26
	Sanitas	-0,61	2,20	-0,62	0,30
Riia börs	Laima	8,99	0,31	-8,35	19,30
	Baloži	3,06	-4,94	9,94	1,19
	Lode	19,62	24,10	-37,30	-23,52
	Olaines Kūdra	-2,47	-8,83	-25,29	-29,36
	Protezesanas un Ortopedijas Centrs	-3,30	-3,40	-11,70	-0,58
	Rīgas Miesnieks	26,27	19,60	-12,78	-28,71
	Rīgas Raugs	6,13	3,83	-3,45	-4,18
	Kvadrapak	1,77	1,69	-5,08	-11,33
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	12,94	9,50	28,82	19,51
	Rīgas Transporta Flote	3,72	21,05	-1,83	0,32
	Strenču MRS	13,15	21,13	18,36	7,37
Tallinna börs	Eesti Telekom	35,87	33,41	40,62	28,60
	Hansapank	26,18	24,98	25,85	26,62
	Norma	14,55	2,17	21,01	8,88
	Rakvere Lihakombinaat	17,97	19,53	13,04	6,88
	Saku Õlletehas	27,46	26,53	-50,16	4,66
	Starman	12,59	9,72	5,79	12,86
	Tallinna Farmaatsiatehas	6,25	-1,94	3,18	2,76
	Estiko Plaster	-6,61	14,22	20,95	43,13
	Fakto	-4,14	7,12	29,22	12,05
	Pro Kapital Grupp	-0,27	9,47	-10,59	-19,87
	Tallinna Külkhoone	15,57	-3,18	5,52	-11,87

(allikas: autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal)

Lisa 16. ROCE rentablus

		Noteeritud		Denoteeritud	
Vilnise börs	Lifosa	-0,02	0,26	0,10	-0,08
	Alytaus Tekstile	-0,34	-0,18	-0,63	-4,35
	Kauno Tiekimas	0,16	0,34	0,63	0,42
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	0,06	0,08	0,07	0,16
	Pramprojektas	0,02	0,00	0,03	0,09
	Mažeikių Nafta	0,30	0,06	-0,01	0,04
	Stumbras	0,37	0,28	0,29	0,31
	Sanitas	-0,01	0,01	0,00	0,01
Riia börs	Laima	0,06	0,01	-0,04	0,14
	Baloži	0,04	-0,02	0,11	0,04
	Lode	0,29	0,18	-0,17	-0,09
	Olaines Kūdra	-0,02	-0,08	-0,08	-0,11
	Protezesanas un Ortopedijas Centrs	-0,03	-0,03	-0,12	0,00
	Rīgas Miesnieks	0,24	0,09	-0,03	-0,16
	Rīgas Raugs	0,07	0,05	-0,02	-0,03
	Kvadrapak	0,03	0,07	-0,02	-0,09
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	0,16	0,12	0,29	0,21
	Rīgas Transporta Flote	0,03	0,18	-0,02	0,00
	Strenču MRS	0,13	0,19	0,11	0,06
Tallinna börs	Eesti Telekom	0,42	0,41	-3,07	-2,89
	Hansapank	0,15	0,17	0,05	0,05
	Norma	0,13	0,01	0,19	0,08
	Rakvere Lihakombinaat	0,15	0,16	0,12	0,06
	Saku Õlletehas	0,32	0,48	0,13	0,06
	Starman	0,10	0,13	0,04	0,07
	Tallinna Farmaatsiatehas	0,06	-0,03	0,03	0,03
	Estiko Plaster	-0,02	-0,01	-0,01	0,25
	Fakto	0,04	0,09	-0,01	0,02
	Pro Kapital Grupp	-0,01	0,00	0,00	0,00
Tallinna Külkhoone	0,15	0,02	0,05	-0,05	

(allikas: autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal)

Lisa 17. Koguarade rentaablus

		Noteeritud		Denoteeritud	
Vilnise börs	Lifosa	-2,68	23,74	4,26	-5,38
	Alytaus Tekstile	-16,90	-10,18	-8,66	-15,61
	Kauno Tiekimas	0,19	-3,23	0,35	0,11
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	3,14	6,24	7,78	15,71
	Pramprojektas	1,64	0,34	3,21	5,48
	Mažeikių Nafta	22,56	4,46	-2,34	1,90
	Stumbras	18,07	15,44	25,47	19,29
	Sanitas	-0,47	1,71	-0,48	0,23
Riia börs	Laima	5,33	0,16	-4,02	8,48
	Baloži	2,45	-3,73	7,70	0,87
	Lode	13,06	16,66	-8,72	-7,70
	Olaines Kūdra	-2,25	-8,53	-10,53	-8,79
	Protezesanas un Ortopedijas Centrs	-3,12	-3,18	-8,77	-0,44
	Rīgas Miesnieks	6,18	5,26	-2,58	-3,62
	Rīgas Raugs	5,24	3,27	-3,14	-3,79
	Kvadrapak	0,80	0,77	-2,60	-4,99
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	8,86	6,38	20,73	14,59
	Rīgas Transporta Flote	3,07	17,03	-1,32	0,20
	Strenču MRS	6,35	8,80	5,25	2,35
Tallinna börs	Eesti Telekom	40,64	28,70	33,78	22,56
	Hansapank	2,66	2,30	2,01	1,94
	Norma	12,83	1,97	16,71	7,27
	Rakvere Lihakombinaat	12,71	13,08	9,43	5,07
	Saku Õlletehas	22,20	19,67	-3,79	1,49
	Starman	7,21	5,37	1,44	3,55
	Tallinna Farmaatsiatehas	5,23	-1,66	2,33	1,66
	Estiko Plaster	-6,56	14,08	11,33	42,45
	Fakto	-1,89	3,11	10,70	4,13
	Pro Kapital Grupp	-0,22	7,68	-6,53	-14,80
Tallinna Külkhoone	7,47	-1,50	2,49	-5,41	

(allikas: autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal)

Lisa 18. Võlakordaja

		Noteeritud		Denoteeritud	
Vilniuse börs	Lifosa	0,07	0,07	0,13	0,10
	Alytaus Tekstile	0,56	0,54	0,85	0,99
	Kauno Tiekimas	0,91	0,92	0,92	0,91
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	0,13	0,12	0,18	0,16
	Pramprojektas	0,15	0,14	0,77	0,69
	Mažeikių Nafta	0,58	0,53	0,59	0,59
	Stumbras	0,41	0,28	0,32	0,32
	Sanitas	0,20	0,24	0,23	0,22
Riia börs	Laima	0,46	0,52	0,64	0,47
	Baloži	0,20	0,25	0,12	0,37
	Lode	0,33	0,29	0,72	0,60
	Olaines Kūdra	0,06	0,08	0,63	0,73
	Protezesanas un Ortopedijas Centrs	0,07	0,06	0,24	0,24
	Rīgas Miesnieks	0,74	0,69	0,83	0,88
	Rīgas Raugs	0,15	0,14	0,09	0,10
	Kvadrapak	0,54	0,55	0,54	0,58
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	0,29	0,34	0,19	0,18
	Rīgas Transporta Flote	0,24	0,15	0,38	0,35
	Strenču MRS	0,54	0,59	0,69	0,66
Tallinna börs	Eesti Telekom	0,14	0,14	0,13	0,29
	Hansapank	0,90	0,91	0,93	0,93
	Norma	0,10	0,09	0,19	0,17
	Rakvere Lihakombinaat	0,36	0,30	0,27	0,26
	Saku Õlletehas	0,21	0,31	0,85	0,52
	Starman	0,43	0,46	0,74	0,71
	Tallinna Farmaatsiatehas	0,17	0,11	0,38	0,41
	Estiko Plastar	0,01	0,01	0,02	0,01
	Fakto	0,54	0,58	0,63	0,68
	Pro Kapital Grupp	0,35	0,09	0,34	0,16
	Tallinna Külkhoone	0,54	0,51	0,52	0,57

(allikas: autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal)

Lisa 19. Pikaajaline laenukordaja

		Noteeritud		Denoteeritud	
Vilnise börs	Lifosa	0,01	0,02	0,02	0,02
	Alytaus Tekstile	0,11	0,14	0,00	0,00
	Kauno Tiekimas	0,00	0,49	0,01	0,01
	Klaipėdos Jūrų Krovinių Kompanija	0,03	0,05	0,10	0,06
	Pramprojektas	0,00	0,00	0,71	0,62
	Mažeikių Nafta	0,41	0,38	0,50	0,54
	Stumbras	0,05	0,00	0,00	0,00
	Sanitas	0,05	0,14	0,04	0,04
Riia börs	Laima	0,32	0,36	0,48	0,11
	Baloži	0,08	0,09	0,00	0,01
	Lode	0,08	0,04	0,62	0,58
	Olaines Kūdra	0,03	0,03	0,58	0,72
	Protezesanas un Ortopedijas Centrs	0,00	0,00	0,16	0,15
	Rīgas Miesnieks	0,10	0,51	0,65	0,48
	Rīgas Raugs	0,04	0,04	0,08	0,09
	Kvadrapak	0,38	0,29	0,29	0,24
	Rīgas Starptautiskā Autoosta	0,02	0,00	0,00	0,00
	Rīgas Transporta Flote	0,15	0,09	0,00	0,00
	Strenču MRS	0,19	0,17	0,47	0,37
	Tallinna börs	Eesti Telekom	0,01	0,01	0,00
Hansapank		0,40	0,33	0,82	0,84
Norma		0,00	0,00	0,00	0,00
Rakvere Lihakombinaat		0,15	0,12	0,02	0,06
Saku Õlletehas		0,00	0,00	0,01	0,00
Starman		0,32	0,30	0,71	0,67
Tallinna Farmaatsiatehas		0,01	0,00	0,18	0,19
Estiko Plastar		0,00	0,00	0,00	0,00
Fakto		0,28	0,40	0,44	0,49
Pro Kapital Grupp		0,32	0,07	0,18	0,06
Tallinna Külkhoone		0,30	0,24	0,33	0,31

(allikas: autori koostatud majandusaasta aruannete põhjal)

Lisa 20. Intervjuu denoteeritud ettevõtete juhatuse liikmetega

Intervjuu läbiviimise andmed	Vastaja 1- juhatuse liige			Vastaja 2- juhatuse liige		
	Kuupäev: 24.03.2017	Kellaaeg: 11:15-11:30	Koht: Tartu	Kuupäev: 24.03.2017	Kellaaeg: 11:40-11:50	Koht: Tartu
1. Mis eesmärgil noteeriti?	Börsil noteerimine oli sinna minemise perioodil trendikas ning me läksime sellega kaasa. Kindlasti oli see huvitav kogemus. Teiselt poolt pidid põhiaktsionärid väikeaktsionäridelt pärast kõik aktsiad tagasi ostma, selleks pidid aga aktsionärid vahendeid leidma			Kapitali hankimine oli eesmärgiks, lisaks tõi see kaasa suurema tähelepanu		
2. Miks otsustasite börsilt lahkuda?	Otsus sündis turu passiivsusest. Selle valdkonna ettevõtte ei olnud investoritele huvipakkuv. Kauplemine oli aktiivne alul, siis toimus noteeritud aktsiate „kohaotsimine“. Peale pikka vaikust otsustasime börsilt lahkuda. Samuti arvan, et AS "X" oli börsil kauplemiseks liiga väike. Seal oli ka kulukas ja tülikas olla. Kontrollpakk oli väikese hulga inimeste käes, kes olid vahetult ka igapäevaselt ettevõtet juhtimas ja nemad ei soovinud midagi võõrandada			Juhatus otsus, mis tulenes Ukrainast pärit äriemehe väljaostupakkumisest		
3. Palun hinnata etteantud skaalal, kui oluliseks peate nimetatud denoteerimise üldlevinud motiive.	<input checked="" type="checkbox"/> autonoomsuse vähenemine (3) <input checked="" type="checkbox"/> omandiõiguslik ebastabiilsus (3) <input checked="" type="checkbox"/> finantsvõimenduse liigkasutamine (1) <input checked="" type="checkbox"/> kogukulude kasv (4) <input checked="" type="checkbox"/> madal likviidsus (6) <input checked="" type="checkbox"/> konfliktid (1)			Ei oska vastata		
4. Milliseks kujunes ettevõtte finantsolukord denoteerimise järgselt?	Ettevõtte finantsolukord ei muutunud. Meil oli piisavalt likviidsust ja usaldust pankade ees			Normaalne		
5. Kas noteerimise perioodil Balti üldindeksi dünaamikat ka jälgisite? Kui jah, kas üldindeksi väärtuse langusel oli ka mõju börsilt lahkumise otsusele?	Ei jälginud, sest puudus huvi			Kindlasti jälgisime, kuid kui palju võis see mõjutada otsust börsilt lahkumisel, ei oska kommenteerida		
6. Kuidas hindate üldiselt börsil noteerimise kogemust ning kas võimalusel noteeriks taas?	Edaspidi eelistaksin selleks finantsasutusi. Nii on lihtsam kontrollida ettevõtet			Hetkel kindlasti mitte. Tulevikus võib-olla tasub mõelda sellele		
7. Muud tähelepanekud ja kommentaarid	Puudub			Puudub		

Lisa 20. järg

Intervjuu läbiviimise andmed	Vastaja 3- juhatuse liige			Vastaja 4- juhatuse liige		
	Kuupäev: 24.03.2017	Kellaaeg: 12:00-12:10	Koht: Tartu	Kuupäev: 24.03.2017	Kellaaeg: 12:20-12:30	Koht: Tartu
1. Mis eesmärgil noteeriti?	Noteeriti ikka kapitali vajaduse tõttu, minu teada muid eesmärke sellel tol ajal ei olnud			Ma arvan, et avalikuks muutumisel võib olla mitmeid põhjuseid. Mis puudutab meid, siis selleks oli kapitali kaasamine		
2. Miks otsustasite börsilt lahkuda?	Emaettevõtte osaluse suurendamine 100%-liselt. Tegemist strateegilise tegevusega, seejuures mõlemad olid börsil, nii ema- kui ka tütarettevõtte			Ühinemine ja ülevõtmine. M&A tehingu taga muid motive polnud. Probleeme noteerimise perioodil ei olnud, kõik sujus. Norra eraettevõtte ostis ettevõtte ära		
3. Palun hinnata etteantud skaalal, kui oluliseks peate nimetatud denoteerimise üldlevinud motive.	<ul style="list-style-type: none"> x autonoomsuse vähenemine (6) x omandiõiguslik ebastabiilsus (2) x finantsvõimenduse liigkasutamine (1) x kogukulude kasv (3) x madal likviidsus (4) x konfliktid (5) 			Ei oska vastata		
4. Milliseks kujunes ettevõtte finantsolukord denoteerimise järgselt?	Ei olnud suuri ja olulisi muutusi			Ei kaasnenud suuri muutusi - oli heas kapitaliseerituse seisus, oli enne seda ja on ka nüüd		
5. Kas noteerimise perioodil Balti üldindeksi dünaamikat ka jälgisite? Kui jah, kas üldindeksi väärtuse langusel oli ka mõju börsilt lahkumise otsusele?	Ikka jälgiti, kuid denoteerimise otsust ei kujundanud			Ei oska vastata, sest see oli finantsjuhi ülesanne		
6. Kuidas hindate üldiselt börsil noteerimise kogemust ning kas võimalusel noteeriks taas?	Lisakapitali laenamisel on börs kahtlemata hea koht, kust seda hankida. Ikka noteeriks, kui vajadus tekib			Jah, toetab eesmärkide täitumist		
7. Muud tähelepanekud ja kommentaarid	Avalikuks olemine ei vähenda mitte üksnes juhtimise iseseisvust, vaid toob endaga kaasa ka bürokraatia probleemide suurenemise			Denoteerimine ettevõtte finantsseisule mõju ei avalda, mitte oluliselt. Sellest rohkem mõjutab ettevõtte positsiooni üldine majandus. Samuti on oluline ka oskus ettevõtet juhtida, st õigel ajal märgata kasulikke nüansse ja need enda jaoks tööle panna		

Lisa 20. järg

Intervjuu läbiviimise andmed	Vastaja 5- juhatuse liige			Vastaja 6- juhatuse liige		
	Kuupäev: 24.03.2017	Kellaeg: 12:40-12:50	Koht: Tartu	Kuupäev: 24.03.2017	Kellaeg: 13:00-13:10	Koht: Tartu
1. Mis eesmärgil noteeriti?	Läksime börsile ikka eesmärkide tõttu, lisavahendite laenamine on seal mõnes mõttes soodsam, samas tuleb arvestada ka muude lisakohustustega			Börsil oleme lisavahendite kaasamise eesmärgil		
2. Miks otsustasite börsilt lahkuda?	Ei olnud vajadust, eesmärgid täidetud. Saime investeringuteks vajamineva kapitalikoguse kätte			Vastastikusel kokkuleppel. Teemaks oli info edastamise ebakorrektsus. Algatati uurimine, sest finantsjuht ei olnud korrektselt infot edastanud. Siis sai asjad korda, börs võttis vastu otsuse, et võime uuesti taastada, kuid juhtkond otsustas mitte noteerida		
3. Palun hinnata etteantud skaalal, kui oluliseks peate nimetatud denoteerimise üldlevinud motiive.	<ul style="list-style-type: none"> x autonoomsuse vähenemine (5) x omandiõiguslik ebastabiilsus (6) x finantsvõimenduse liigkasutamine (4) x kogukulude kasv (4) x madal likviidsus (5) x konfliktid (3) 			<ul style="list-style-type: none"> x autonoomsuse vähenemine (2) x omandiõiguslik ebastabiilsus (1) x finantsvõimenduse liigkasutamine (1) x kogukulude kasv (3) x madal likviidsus (4) x konfliktid (3) 		
4. Milliseks kujunes ettevõtte finantsolukord denoteerimise järgselt?	Positiivne			Ei oska vastata, ilmselt polnud muutusi		
5. Kas noteerimise perioodil Balti üldindeksi dünaamikat ka jälgisite? Kui jah, kas üldindeksi väärtuse langusel oli ka mõju börsilt lahkumise otsusele?	Jälgiti küll, kuid denoteerimise otsust ei mõjutanud			Ei jälginud		

Lisa 20. järg

<p>6. Kuidas hindate üldiselt börsil noteerimise kogemust ning kas võimalusel noteeriks taas?</p>	<p>Ei ole hetkel vajadust. Kui vajadus liskapitali järele tekib, siis tasub kindlasti kaaluda</p>	<p>Ettevõtte "X" võlakirjad on noteeritud lisanimekirjas</p>
<p>7. Muud tähelepanekud ja kommentaarid</p>	<p>Tegelikuses oli meil A ja B aktsiad, kus osa oli erastamisprotsessi käigus antud töötajate omandamisse. Selle eesmärgiks oli hoida aktsionäride ringkond võimalikult ettevõtte lähedal, et hoida nende eesmärke ettevõtte eesmärkidega ühel horisondil</p>	<p>Kogukulude kasv võib olla börsilt lahkumise üheks põhjuseks, kui kasu ei saa, siis võib olla oluline põhjus, muidu mitte, sest noteerimise hetkel tuleb juba teatava kulude kasvuga arvestada</p>

Lisa 20. järg

Intervjuu läbiviimise andmed	Vastaja 7- juhatuse liige			Vastaja 8- juhatuse liige		
	Kuupäev: 24.03.2017	Kellaaeg: 13.20-13.30	Koht: Tartu	Kuupäev: 06.04.2017	Kellaaeg: 18.00-18.30	Koht: Tallinn
1. Mis eesmärgil noteeriti?	Kui börs 90ndate keskel loodi, oli vasikavaimustus niivõrd suur, et börsil oli ka neid ettevõtteid, kes ei oleks tohtinud seal olla oma suuruse poolest. Ühelt poolt tulenes noteerimine üldisest trendist, kuid omanikul võisid ka muud eesmärgid olla			Ei oska kommenteerida, sest kui tööle läksin ettevõttesse ja küsisin, miks me börsil oleme, ei osanud keegi vastata, sest keegi ei teadnud põhjust. Lihtsalt olime		
2. Miks otsustasite börsilt lahkuda?	M&A tehing, mille tõttu oli see uute omanike soov. Võib ka juurde tuua selle, et vabalt kaubeldavate aktsiate suurus oli väga madal, mistõttu oli aktsia ka suhteliselt vähe atraktiivne investorite jaoks. Aktsionärid istusid oma aktsiatega oodates head pakkumist. Kui IPO sai tehtud, siis suhteliselt korrektselt hinnastati, võib-olla isegi natuke madalalt. Kuid kui M&A pakkumine tehti, siis tekkis üllatuslik moment, sest sellega pakuti suuremat hinda, kui tegelik turuväärtus oli. See oli aktsionäridele hea pakkumine			Ülevõtt hõlmas kõiki Ida-Euroopa sel alal tegutsevaid ettevõtteid. See oli juhuslik, et AS "X" oli sel hetkel börsil, see oli ajalooline jäänus, see ei pidanud nii olema. Samas ei olnud ka muid põhjuseid, miks oleks pidanud börsilt lahkuma, sest avalikkuse tähelepanu oli suurem ja ettevõtte nimi kõlas palju rohkem kui muidu. Kui M&A tehing oli tehtud, tekkis juriidiline surve lahkumiseks		
3. Palun hinnata etteantud skaalal, kui oluliseks peate nimetatud denoteerimise üldlevinud motiive.	<input checked="" type="checkbox"/> autonoomsuse vähenemine (3) <input checked="" type="checkbox"/> omandiõiguslik ebastabiilsus (2) <input checked="" type="checkbox"/> finantsvõimenduse liigkasutamine (1) <input checked="" type="checkbox"/> kogukulude kasv (4) <input checked="" type="checkbox"/> madal likviidsus (6) <input checked="" type="checkbox"/> konfliktid (3)			Ei oska vastata. Tean kommenteerida ettevõtte "X" börsilt lahkumise motiivi, teiste osas ei kommenteeri		
4. Milliseks kujunes ettevõtte finantsolukord denoteerimise järgselt?	Ei ole seost. Kõige enam loeb ettevõtte elutsükkel. Ettevõtte "X" puhul oli börsilt lahkudes 2/3 elutsüklit läbitud. Samuti ka majanduskeskkond mõjutab			Muutus likviidsus. Kui me börsilt lahkusime siis tahtsime lepingut sõlmida ühe teenuseosutajaga ning neile ütles krediidiinfo, et lühiajalise laenu osakaal on liiga suur		

Lisa 20. järg

<p>5. Kas noteerimise perioodil Balti üldindeksi dünaamikat ka jälgisite? Kui jah, kas üldindeksi väärtuse langusel oli ka mõju börsilt lahkumise otsusele?</p>	<p>Jälgisime küll börsi indeksi dünaamikat. Seos indeksi väärtuse ja denoteerimise vahel sõltub eelkõige aktsionärist. Turuväärtus mõjutab väljaostu hinda, kuid denoteerimine sõltub ikka eesmärkidest</p>	<p>Absoluutselt mitte, ei huvitanud. Börs huvitas ainult nii palju, et pidi aruandeid saatma. Teine aspekt, mida jälgisime oli, et infot ei avaldaks kuskil mujal enne kui börsi süsteemis</p>
<p>6. Kuidas hindate üldiselt börsil noteerimise kogemust ning kas võimalusel noteeriks taas?</p>	<p>Baltikumi börsist rääkides võib välja tuua, et väga suur likviidsuse auk on, millest on vaja enne üle saada. Majandusruumis pole piisava suurusega ettevõtteid, et oleks mida börsile viia. Börsile naasmine annab täiendava aktiva olemasolu, kui on hinnatud kapitalisatsioon - saad teha tehinguid. Börsilt raha kaasamisel on omad kulud ja tasub teatud maalt ära. Börsil tasub olla küll, kuid seejuures peab omanike struktuur paigas olema</p>	<p>Väga hästi välja töötatud protseduur, ei tohtinud ära unustada, et aruandeid tuleb esitada. Otseselt kulukas ja vaevanõudev ei olnud. Finantsilist tulemuslikkust ei mõjuta see üldse, sest see, kas ettevõtte aktsiaid kuskil noteeritakse või mitte, see ettevõtte tegevust ei muuda. Bilansistruktuuris toimusid muutused ainult seepärast, et ettevõtte liideti ülevõtjaga</p>
<p>7. Muud tähelepanekud ja kommentaarid</p>	<p>Denoteerimine ei olnud meie jaoks eriline sündmus. Börsi kontekstis on halb kui ettevõtteid on vähe. Oleks hea, kui ettevõtteid tuleks juurde - noteerimisi rohkem ja denoteerimisi vähem. Täna on börs vaikne, kuid on mõned märgid, et tuleb elu sisse. Mingil määral on ka riigi ettevõtetel sellele mõju</p>	<p>Börsile minnes, kui ei anta endale aru, miks sinna minnakse, siis noteerimine hästi ei toimi. Paljud juhid vastaksid, et noteerimisel tegelikku eesmärki polnud. Mäletan, et millalgi nad ise panid raha alla, et toetada oma aktsia hinda, tegid ise oste. Börs on nagu müstiline nähtus</p>

Lisa 21. Intervjuu Tallinna börsi juhatuse esimehe Kaarel Otsaga

	Kaarel Ots- Tallinna börsi juhatuse esimees		
Intervjuu küsimused	Kuupäev: 10.04.2017	Kellaeg: 15:25	Koht: Tartu
<p>1. Balti börsil reglemendi nõudeid mittetäitnud börsiettevõtted viiakse üle lisanimekirja, mis on samuti reguleeritud turg. USA börsil viiakse reglemendi nõudeid mittetäitnud ettevõtted "<i>Pink Sheedile</i>" mis tähendab, et reegleid rikkunud ettevõtted visatakse börsilt välja ja kauplemine jätkub vabaturul (ingl <i>going dark</i>). Miks nõuete mittetäitmisel viiakse ettevõtted lisanimekirja mitte alternatiivturule? Mis rikkumiste korral rakendatakse sanktsioonina denoteerimist?</p>	<p>Alternatiivturg ei ole Balti vastand USA OTC-le. Balti tähenduses puudub nn OTC, mis oleks kauplemisinfo mõttes avalik. Meil võiks sarnaseks situatsiooniks piltlikult lugeda näiteks kunagist Eesti Gaasi alateemat LHV foorumis, kus investorid said kuulutada ostu/müügihuvist ning siis omavahel leida kontakt ja tehing turuväliselt ära teha. Üldplaanis nn Pink Sheet USA-s ei ole mitte miskit muud kui turuväline kauplemine, aga kuna väärtpaberiturg on sedavõrd arenud seal, siis isegi selliste paberite puhul on teatud kauplemisinfo kätte saadav. Küll aga puuduvad seal igasugused reeglid. Sarnane seis on Eestis kui näiteks teha tehinguid Harju KEK-i aktsiatega ja ainus erinevus on see, et EVK ei avalda kuskil tehingu infot avalikult ega joonista graafikuid. Samuti ei saa avalikult näidata/vaadata ostu/müügi ääri. Mis puutub denoteerimisse, siis üldjuhul toimub see börsinõuete mitte täitmise tulemusel ning kauplemise lõpetamise teel. Ettevõtted, mis liiguvad põhinimekirjast lisanimekirja, ei suuda pigem täita põhinimekirjas olemise kriteeriumeid, mitte niivõrd üldiseid noteerimiskriteeriumeid. Viimaste mitte täitmine tähendab ikka turult lahkumist</p>		
<p>2. Milliseid meetmeid, lisaks lisanimekirja üleviimisele, rakendatakse Nasdaq Balti börsil nende ettevõtetega, kes rikuvad korduvalt reglementi või ei täida muid rahalisi kohustusi?</p>	<p>Ega seal muud olegi. Hoiatused, trahvid, kohtumised ettevõtte juhtidega ning lõpuks noteerimise lõpetamine</p>		
<p>3. Palun kirjeldage denoteerimise protsessi. Kaut võtab keskmiselt aega denoteerimine alates vastavasisulise taotluse esitamisest kuni protsessi lõpuni?</p>	<p>Kui mõtlete börsi poolset denoteerimist, siis miinimum 1 kuu võiks olla selleks perioodiks. Üldplaanis saab börs asjad küllaltki kiirelt lahendada, aga silmas tuleb pidada ka investorite huve ning neile tuleb jätta piisavalt aega oma investeeringutest vajadusel loobuda</p>		
<p>4. Kas OMXB indeksi väärtuse ja denoteerimise vahel olete täheldanud seost senise paarikümne aasta jooksul? Kas võib väita, et kõrgema turuväärtuse korral on denoteerimised harva esinevad ning madala turuväärtuse korral on situatsioon vastupidine?</p>	<p>Meil puudub tõsiselt võetav statistika kuna balti turgudel on börsi poolne denoteerimine väga harv juhus</p>		

Lisa 21. järg

<p>5. Mis on Teie hinnangul ettevõtete peamine börsilt lahkumise põhjus?</p>	<p>Üldplaanis on seal 2 põhjust. Esiteks ülevõtt teise ettevõtte poolt (Hansapank, Eesti Telekom, Saku Õlletehas, jne) ning teiseks on suuromaniku otsus ettevõtte börsilt ära viia (Kalev, Starman, jne)</p>
<p>6. Börsiettevõtted peavad järgima rangeid reglemendi nõudeid, millede rikkumise korral on ette nähtud erinevad sanktsioonid. Palun kirjeldage, milliste nõuete vastu kõige enam eksitakse?</p>	<p>Kuna peamine nõue, mis investorite huve saab kahjustada on informatsiooni ebakorrektn avaldamine, siis see on ka peamine põhjus, miks emitendid satuvad probleemidesse. Sellel põhjusel on määratud ka peamised hoiatused ning trahvid Tallinna Börsi emitentidele</p>
<p>7. Väärtpaberite noteerimise lõpetamisel emitendi taotluse alusel on noteerimisorganil õigus keelduda taotluse rahuldamisest, kui komisjon leiab, et noteerimise lõpetamine kahjustaks oluliselt investorite huve või turu korrapäras toimimist. Kui tihti esineb taotluse mitterahuldamist Tallinna börsi kontekstis ning mis on selle peamised põhjused?</p>	<p>Kuna taotluseid noteerimist lõpetada esineb üli harva, siis ei esine ka tagasi lükkamisi pea üldse. Sellisel juhul võiks peamine põhjus olla seadusest tuleneva ülevõtupakkumise mitte tegemine vähemusaktsionäridel, mis otseselt kahjustab teiste investorite huve ja ei ole börsilt lahkumise kontekstis korrektne</p>
<p>8. Muud tähelepanekud ja täiendavad kommentaarid?</p>	<p>Parem ehk küsida Lätist, Leedust kuna seal on selliseid tegevusi selgelt rohkem kui Tallinnas. Samas meil nende kohta kommenteerida keeruline</p>

Lisa 22. Intervjuu Riia börsi emitenditeenuste juhiga Liene Dubavaga

	Liene Dubava- Member of the Management Board; Head of issuer Services		
Interview questions	Date: 20.04.2017	Time: 13:40	Place: Tartu
1. Publicly traded companies on US stock exchange whose infringed the rules will be transferred out of the stock market to „ <i>Pink Sheet</i> “ (over the counter market). A similar situation is called delisting through a „ <i>going dark</i> “ process. What happens about those publicly traded companies whose violate the rules on Nasdaq Riga stock exchange market?	According to Law on financial instruments (Law), issuers who have failed to comply either with stock exchange rules or Law might be delisted from the regulated market either by the decision of Stock Exchange or by decision of Financial Securities Authority (FCMC). After delisting issuer has an obligation in three months time to call a shareholder meeting and decide whether return to market or not. If decision is not to return, then those shareholders who have voted for it, have an obligation to buy back shares from others. Process is monitored by FSA and has to be in line with the Law (incl.buyback share price)		
2. What kind of measures should be implemented on the Nasdaq Riga stock exchange listed companies, who has repeatedly violate the rules and regulations or fails to fulfill other financial obligation?	Stock Exchange may take the following measures: a. Issue a warning – publicly announced b. Issue a fine – publicly announced c. To delist company Commission shall be entitled to warn the person or impose a penalty of up to 14 200 euros. If a participant of the financial instrument market or other person which is bound by the directly applicable laws and regulations of the European Union in the area of the financial instrument market, fails to comply with them, the Commission has the right to issue a warning to the respective person or impose a fine. The fine imposed on legal persons shall be up to 142 300 euros, the fine imposed on natural persons shall be up to 57 000 euros		
3. Please describe the delisting process.	After shareholder meeting, where delisting decision is made, company submit share buyback offer to FSA and run the offer. When the buyback offer is completed, issuer submit application to Stock Exchange and management board of Stock Exchange take the decision to delist		
4. Have You notice between OMXB index value and the delisting some relationship? Could it be argued that the higher market value is delisting rare and low market value situation is reversed?	No		

Lisa 22. järg

<p>5. What is the main reason why companies delisting on Riga stock exchange?</p>	<p>a. Do not see benefits of being in the market, too expensive b. Do not want to be transparent c. Changes in shareholdings/company's strategy</p>
<p>6. Publicly traded companies must adhere to strict rules and regulations requirements. Please describe what kind of the requirements are most frequently violated?</p>	<p>a. Disclosure of financial reports on time b. Quality of financial reports is low c. Forget to inform about changes in board, auditor or other positions in company.</p>
<p>7. Securities delisting of the issuer's application has commission the right to refuse a request if delisting would significantly affect the interests of investors or the orderly functioning of the market. What is the main reason for rejection of the delisting application? Perhaps, it is possible to bring in examples of companies whose application has been rejected?</p>	<p>There are no such an examples to mention – if issuer has fullfiled share buyback procedure, there are no other reasons why it shall stay listed</p>

Lisa 23. Intervjuu Vilniuse börsi emitenditeenuste spetsialistiga Simona Backienega

	Simona Backiene- Account Manager Specialist, Issuer Services		
Interview questions	Date: 04.05.2017	Time: 16.00	Place: Tartu
1. At the USA stock exchange market, companies that has infringed the rules will be transferred out of the stock market to „ <i>Pink Sheet</i> “ (over the counter market). A similar situation is called delisting through a „ <i>going dark</i> “ process. What happens about those publicly traded companies whose violate the rules on Nasdaq Vilnius stock exchange market?	Movements from one list to another list of regulated market (Main list, Secondary list) usually appear due to the fact that the FF requirement (which is the main difference between these two lists) is not reached. I do not recall any events when due to violation of the rules there could be such movements done. In fact, there are other means listed in the rules in case of violations. The idea to move companies from regulated market into First North (MTF) can't be supported because First North market has another concept – it is designed for growing young companies with less strict requirements than those for regulated market but not for “bad” downgraded companies delisted from the regulated market.		
2. What kind of measures should be implemented on the Nasdaq Vilnius stock exchange listed companies, who has repeatedly violate the rules and regulations or fails to fulfill other financial obligation?	These are really very rare cases and the means are listed in the rules above. Usually we use observation status for this purpose – in order to draw investors' attention that something is going on with this company (either good or bad things). I do not recall any case when there has been any fine assigned to the company due to violations. The usual routine is that Nasdaq Vilnius alerts financial supervisory authority in Lithuania for the screening and application of sanctions, if needed. There were cases when we suspended trading for some time until the required information was published to the market, please see an example with Auga Group in 2016.		
3. Please describe the delisting process.	Delisting process is not such an easy exit. In case of regulated market the company has to perform tender offer before the exit, i.e. to buy shares at the market price (rules for setting price are indicated in the Law on Securities of the Republic of Lithuania). In this case all the small shareholders have opportunity to sell shares at the fair market price.		
4. Have You notice between OMXB index value and the delisting some relationship? Could it be argued that the higher market value is delisting rare and low market value situation is reversed?	Personally me did not notice any correlation between these two things. Sometimes the company can even be not a part of the index.		

Lisa 23. järg

<p>5. What is the main reason why companies delisting on Vilnius stock exchange?</p>	<p>There were quite a lot cases when the companies were delisted after the main shareholder decided to acquire all the share in one hands (100%), thus no need further be on the market, no possible circulation of shares is then possible. However, you should make some analysis on the delisting reasons. Unfortunately, we do not obtain such an analysis on hand.</p>
<p>6. Publicly traded companies must adhere to strict rules and regulations requirements. Please describe what kind of the requirements are most frequently violated?</p>	<p>Here there should be some analysis made as they are not so frequent, especially currently – more problems appeared earlier with disclosure of inside information and other.</p>
<p>7. Securities delisting of the issuer's application has commission the right to refuse a request if delisting would significantly affect the interests of investors or the orderly functioning of the market. What is the main reason for rejection of the delisting application? Perhaps, it is possible to bring in examples of companies whose application has been rejected?</p>	<p>This is connected to the question No3 and please analyze case with Zemaitijos pienas AB as a very good example when the company wanted to be delisted, but the shareholders did not agree on the price at which the company wanted to buy in shares. The result is that the company is still in the Secondary trading list and revoked previous decision of the general meeting of shareholders to delist shares from the regulated market.</p>

SUMMARY

ANALYSIS OF FINANCIAL PERFORMANCE OF COMPANIES DELISTED FROM NASDAQ BALTIC STOCK EXCHANGE

Kerli Adosson

Public companies have a number of advantages and alternative ways to increase prosperity compared with non-public companies. Listing provides an exclusive privilege to securities in the stock exchange. Listing brings in liquidity and ready marketability of securities on a continuous basis adding prestige and importance to listed companies, which will create favorable opportunities for growth in sales revenue. Taking the foregoing aspects into account and assuming listing has a strong positive impact to the company's financial situation, the aim of this thesis is to find out how the company's financial situation changes in the short term perspective after delisting. The study is carried out on the Nasdaq Stock Exchange in the Baltic considering the years 2000-2013.

In order to reach to the aim of the study following research tasks are set:

1. To bring on the nature of delisting and particular feature of delisting process.
2. To investigate the most common methods and motives of delisting and their connections with the company's financial performance.
3. To provide an overview of the financial performance assessment methodology.
4. To identify connections between OMXB overall index value and the delisting.
5. To conduct the financial analysis of the period 2000-2013 on delisted companies' financial reports.
6. To analyze connections between financial performance and delisting using binomial test.
7. To carry out an interview with the members of the board from delisted companies in order to find out the changes in the financial performance and the

most common reasons for delisting. To conduct an interview with the heads of the stock exchange for defining delisting process.

Delisting of a company is a process by which a listed security is removed from the stock exchange. Two types of delisting can be distinguished – 'going private' and 'going dark'. Going private is a transaction or a series of transactions by which a publicly traded company is converted into a private entity. Once a company goes private, its shareholders are no longer able to trade their stocks in the open market. A going private transaction generally involves the cash-out of all or a substantial portion of a company's public shares so that the company becomes eligible to being delisted. Going dark can be accomplished without a shareholder vote, fairness opinion or any shareholder cash-out. While some companies choosing to delist and go dark have considered the possibility of providing shareholders with a liquidity event, such as a tender offer or a stock repurchase program, in practice this is not often done because companies which go dark rarely have sufficient cash resources to make a meaningful tender offer.

Companies' delisting methods can be divided into three groups: voluntary delisting, forced delisting and mergers and acquisitions (M&A). While the literature addresses mergers and acquisitions as a method of delisting, the reasons leading to the M&A transaction are not clarified in the delisting application of a listed company. Therefore, mergers and acquisitions can be seen as a method as well as a motive in itself.

Forced delisting has legal basis when a public company has repeatedly and wilfully violated the rules and regulations set out in the requirements. It is preceded by a number of different sanctions, so that expulsion from the stock exchange will take place only in extreme cases. According to the literature, violations of stock exchange rules are most often related to market manipulation, non-compliance of information disclosure requirements and irregularities in insider transactions. Similarly to what was outlined in the literature, the most common violation in the Baltic stock exchange market is the failure to fulfil information disclosure obligations. In addition, reporting deadlines are frequently violated and the quality of reports does often not meet the requirements.

The most common motives for voluntary delisting are related to improving financial efficiency and effectiveness, which is directly associated with an increase in total costs. A considerable increase in the total cost may be caused, on the one hand, by a rise in the

auditing and legal expenses, and on the other hand, by asymmetric information, which may be reflected in an over- or underestimation of the company's market value. Not only does asymmetric information bring along an increase in total costs, but it can also lead to agency conflicts, which in particular tend to be realized in the activities related to the reinvestment of free cash flow. However, if the importance of the reinvestment of free cash flow is underestimated, it also sets restrictions on the company's growth opportunities.

Based on different studies, another motive for delisting which is worth mentioning is debt overhang. Debt overhang is a debt burden that is so large that an entity cannot take on additional debt to finance future projects, even those that are profitable enough to enable it to reduce its indebtedness over time. The rejection of projects with positive net present value may unwantedly lead to a situation where the company's management is unable to satisfy the creditors' claims. It is a situation much similar to temporary insolvency. The degree to which such insolvency is indeed temporary might be difficult to define, but it is clear that bankruptcy proceedings are among the most common reasons for delisting from Baltic Nasdaq stock exchange.

Other important reasons for delisting include reduction of autonomy and ownership stability, which according to a variety of literary sources are the most common delisting motives. Conducted interviews showed that lack of autonomy is indeed an important reason for delisting in the Nasdaq Baltic stock exchange, while an increase in total costs and conflicts between shareholders and management are considered more important reasons for delisting than instability of ownership.

When analysing corporate financial performance, it is important to consider the overall economic environment, which is reflected by the OMXB index. Companies included in the OMXB index are more visible and attractive to investors, which increases the liquidity of their shares. On the contrary, an economic downturn reduces the overall index level, which makes trading more passive and the shares of companies with low market value more illiquid. Therefore, it can be assumed that delisting of companies with high market value occurs less frequently and low market value is an incentive to leave the stock exchange market. Contrary to the theory, this was not confirmed in case of companies delisted from the Nasdaq Baltic stock exchange, and therefore it can be

assumed that the decision to delist is more strongly related to the company's strategic objectives.

Analysis of financial performance showed that after delisting changes occur in the company's financial situation, especially from the perspective of liquidity and efficiency. Net working capital and other liquidity ratios exclusively showed a downward trend as a result of the reduction in working capital. Reduced liquidity was also confirmed by conducted binomial test, which showed that the decline after delisting was not the result of random factors. In addition to liquidity, corporate efficiency also decreased after delisting. The change in efficiency was quite expected, as it is in particular due to additional investments in fixed assets, the return on which can only be assessed in the long term. Since analysis of net sales did not give any meaningful results, it was not appropriate to provide generalizable estimates regarding to the change in net sales after delisting.

Analysis of the capital structure showed that changes in the company's capital structure occur as a result of the increasing proportion of liabilities. A positive aspect worthy of attention is that the proportion of borrowed funds is not large enough to jeopardize the claims of creditors. At the same time, long-term debt ratio suggests that long-term investments are not financed solely with foreign capital, which in turn indicates a better capacity to pay if financial difficulties were to arise. The results of the analysis of capital structure were also confirmed by the binomial model, which assessed the proportion of external funds statistically significantly different as compared to listed companies. Similarly to the ratios analysis, the binomial model also found that the extent to which long-term investments are financed with external capital after delisting is not larger than in case of listed companies.

This study aims to examine the financial performance of delisted companies, with the purpose of mapping the short-term impact of the exit from the stock exchange on the company's liquidity, efficiency, profitability and capital structure. Given that the companies studied in this thesis were mainly delisted from the stock market due to mergers and acquisitions. It was not possible to analyse financial performance from the aspect of the delisting motive. Therefore, this study aims to analyse financial situation of delisted companies from an overall perspective. This thesis confirms that the

financial performance of delisted companies does not differ significantly from listed companies. Although weakening in liquidity and efficiency can be observed, delisting did not impair short term solvency of the companies severely enough to jeopardize the claims of creditors. Although it is widely believed that delisting is often due to changes, especially negative ones, in the company's financial situation, the conducted study confirms that there are no grounds for such generalizations.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Kerli Adosson,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose:

„Denoteeritud ettevõtete finantsilise tulemuslikkuse hindamine Nasdaq Balti börsi näitel“,

mille juhendaja on Priit Sander,

1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, **25.05.2017**