

TARTU ÜLIKOOL

Pärnu kolledž

Ettevõtlusosakond

Margo Laul

**ETTEVÕTTE FINANTSEERIMISE
VÄLJAKUTSED KIIRE KASVU
TINGIMUSTES**

Lõputöö

Juhendaja: Margus Kõomägi, MA

Pärnu 2025

Soovitan suunata kaitsmisele

(allkirjastatud digitaalselt)

Margus Kõomägi

Kaitsmisele lubatud

TÜ Pärnu kolledži programmijuht

(allkirjastatud digitaalselt)

Margus Kõomägi

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

(allkirjastatud digitaalselt)

Margo Laul

SISUKORD

Sissejuhatus	4
1. Kapitali struktuur, riskikapital ja kasvumudelid	6
1.1. Kapitali struktuur ja selle olulisus	6
1.2. Riskikapitali olemus ja roll ettevõtete finantseerimises	12
1.3. Kasvumudelid ja nende kasutamine	15
2. Eesti kiiresti kasvavate ettevõtete rahasamise ja kavustrateegiate uuring.....	21
2.1. Valimi kirjeldus ja uurimismetoodika	21
2.2. Uuringu tulemused	25
2.3. Järeldused ja ettepanekud	34
Kokkuvõte	39
Viidatud allikad	41
Lisad.....	44
Lisa 1. Ankeetküsitlus	45
Lisa 2. Poolstruktureeritud intervjuu küsimused	53
Lisa 3. Ankeetküsitluses osalenud ettevõtete vanuseline jaotus.....	56
Summary	57

SISSEJUHATUS

Viimaste aastate kriisid ja üldine majanduslik ebakindlus on pakkunud ettevõtjatele väljakutseid ettevõtte rahastamisallikate valikul ja kapitali struktuuri planeerimisel. Kiiresti kasvavate ettevõtete kasvu ja finantseerimise strateegiate planeerimine on konkurentsitihedas ja pidevalt muutuvas majanduskeskkonnas keskse tähtsusega. Ettevõtjad on seisnud silmitsi üha suuremate rahastamiskuludega mis on tingitud kapitaliturgude volatiilsusest ja kasvavatest intressimääradest. Piiratud rahaliste vahendite keskkonnas on nad sunnitud tegema läbimõeldud valikuid, et tagada ettevõtte finantsiline jätkusuutlikkus. Selleks, et tagada ettevõtte jätkusuutlik ja pikaajaline kasv on vajalik teha teadlikke finantsotsuseid ja valida selleks sobivad rahastamisallikad, mis pakuvad tasakaalu kiire kasvu ja finantsilise stabiilsuse vahel. Ettevõtte kapitali struktuuri valikuid tehes tuleb arvesse võtta erinevate rahastamisallikate poolt pakutavate riskide ja võimalustega, et saavutada soovitud tulemusi. Kapitalistruktuuri ja rahastamisotsuste teemad on saanud tähelepanu mitmetes uuringutes. Näiteks Nenu jt (2018, lk 5–6) rõhutavad, et kapitalistruktuuri valikud on otseselt seotud ettevõtte finantsilise stabiilsuse ja jätkusuutlikkusega. Ahmed jt (2023, lk 13–14) tööst ilmneb, et võimenduse optimaalse taseme leidmine on ettevõtte finantsilise tervise jaoks kriitiline, kuna liigne võlg suurendab finantsriske, kuid teatud määral võlg võib toetada ettevõtte kasvu. Lisaks näitab Greenwood jt (2022, lk 2–3) uuring, et riskikapitali investorid aitavad kaasa ettevõtete kasvule ja innovatsioonile, pakkudes lisaks rahalistele vahenditele ka olulist nõustamist ja suunamist, mis soodustab ettevõtete kiiremat arengut.

Käesoleva lõputöö eesmärgiks on anda sisulised soovitused rahastamisallikate ja kapitalistruktuuride valikul, mis võimaldaksid Eesti kiiresti kasvavatel ettevõtetel tõhusamalt finantsriske juhtida ja kasvu toetada. Eesmärgi saavutamiseks käsitletakse kasvu planeerimiseks ja hindamiseks kasutatavate mudelite rakendamist Eesti kiiresti kasvavate ettevõtete seas ning uuritakse, kuidas rahastamisallikate ja kapitali struktuuri valikud mõjutavad ettevõtete arengut ja finantsilist stabiilsust. Lisaks selgitatakse välja,

millised on peamised piiravad asjaolud, mis mõjutavad ettevõtete kasvu ning hinnatakse tegureid, mida ettevõtted peavad oluliseks nende edasise kasvu toetamisel.

Antud eesmärgi täitmiseks püstitatakse järgmised uurimisküsimused:

- Milliseid kapitali struktuuri valikuid teevad Eesti kiiresti kasvavad ettevõtted?
- Millised kasvumudeleid kasutavad Eesti kiiresti kasvavad ettevõtted oma pikaajalise kasvu ja finantsilise stabiilsuse tagamiseks?
- Kuidas rakendavad Eesti kiiresti kasvavad ettevõtted riskikapitali investeringuid ettevõtete rahastamisel?

Töö teoreetilises osas käsitletakse erinevaid kapitali struktuuri teooriaid, riskikapitali olemust ja kasutusvõimalusi ning ettevõtte kasvumudeleid ning nende kasutusvaldkondi. Esimene alapeatükk keskendub kapitali struktuuri teooriate käsitlemisele. Selgitatakse kapitali struktuuri olemust ning rahastusallikate valikuid. Samuti tutvustatakse levinumaid kapitalistruktuuri teooriaid nagu irrelevanttsuse teooria, kompromissiteooria ja finantshierarhia teooria. Teine alapeatükk keskendub riskikapitali olemuse ja rolli uurimisele ettevõtete rahastamisel. Kolmandaks analüüsitakse erinevaid kasvumudeleid ning antakse ülevaade nende kasutusvõimalustest ettevõtte kasvu ning rahastusvajaduse hindamisel ja planeerimisel.

Töö empiirilises osas viiakse läbi kvantitatiivne uuring ning kvalitatiivsed intervjuud ettevõtete juhtidega, mille tulemusi analüüsitakse kombineeritud uurimismeetodil. Ankeetküsitluse ja intervjuude kaudu kogutakse andmeid Äripäeva Gaselli TOPi kuuluvate kiiresti kasvavate ettevõtete kapitalistruktuuri valikute, kasvumodelite kasutamise, riskikapitali kaasamise ning kasvu toetavate ja takistavate tegurite kohta. Uurimistöö eesmärk on selgitada, kuidas ettevõtted langetavad rahastamisotsuseid ja milliseid strateegiaid rakendatakse ettevõtte kasvu toetamiseks. Käesolevas töös käsitletakse kiiresti kasvavaid ettevõtteid vaid Äripäeva Gaselli TOPi kriteeriumite alusel, mille kohaselt on ettevõttel vajalik saavutada kolme aasta jooksul vähemalt 50% suurune kasv nii müügitulus kui ärikasumis. Selline käsitlus keskendub ettevõtte tegevus- ja finantstulemuste kasvule, mitte ettevõtte väärtuse kasvule kapitaliturgude tähenduses. Uurimistöö lähenemine põhineb traditsioonilisel kasumi- ja müügitulupõhisel kasvumõõdikutel, mis peegeldavad ettevõtte jätkusuutlikku ja rahavoopõhist arengut.

1. KAPITALI STRUKTUUR, RISKIKAPITAL JA KASVUMUDELID

1.1. Kapitali struktuur ja selle olulisus

Kapitali struktuur näitab, kuidas ettevõtte finantseerimisallikad jaotuvad. Seetõttu on kapitali struktuuri valik ettevõtete jaoks üks olulisemaid strateegilisi otsuseid mis mõjutab otseselt ettevõtte jätkusuutlikust ja võimet püsida konkurentsivõimas muutuv majanduskeskkonnas. On strateegiliselt oluline jaotada ettevõtte rahastamisallikad nii, et need toetaksid kasvu ja vähendaksid finantsriske. Kapitali struktuuri kujundamisel on oluline arvesse võtta ettevõtte finantsilisi vajadusi, tegevusvaldkonda ning pikaajalisi eesmärke.

Kapitali struktuur koosneb ettevõtte pikaajalistest laenudest ja omakapitalist, kusjuures erinevad kapitaliallikad mõjutavad ettevõtte finantsstabiilsust ja investeerimisvõimalusi. Optimaalne kapitalistruktuur tähendab võla ja omakapitali tasakaalu, mis võimaldab minimeerida kapitali kaalutud keskmist hinda ja maksimeerida ettevõtte väärtust. (Kõomägi, 2006, lk 146)

Kapitali struktuur tähendab ennekõike ettevõtte rahastamisallikate jaotust, mille aluseks on võla ja omakapitali suhe. Seega on kapitali struktuuri kujundamine ettevõtte finantsstrateegia oluline osa, mängides olulist rolli ettevõtte kasvu, likviidsuse ning finantsilise stabiilsuse tagamisel. Optimaalne kapitali struktuur on see, mis maksimeerib ettevõtte väärtust ja minimeerib kapitalikuluseid. (Ardalan, 2017, lk 696)

Brusov ja Filatova (2023, lk 616) lisavad, et kapitali struktuuri valikud mõjutavad oluliselt ettevõtte paindlikkust turutingimustele reageerimisel ning võimet rahastada uusi projekte. Seetõttu on ettevõtte kapitali struktuuri valikud kriitilised strateegilisest

vaatepunktist. Tabel 1 näitab ettevõtte erinevate rahastusallikate jaotust vastavalt selle struktuurile.

Tabel 1. Ettevõtte rahastamise allikad

Lühiajaline laenukapital	<ul style="list-style-type: none"> • Pangalaenud • Kommertspaberid • Faktooring • Spontaansed allikad
Pikaajaline laenukapital	<ul style="list-style-type: none"> • Pangalaenud • Võlakirjad • Liising
Hübriidfinantseerimine	<ul style="list-style-type: none"> • Eelisaktsiad • Vahetusvõlakirjad • Ostuõigused
Välimine omakapital	<ul style="list-style-type: none"> • Avalik emissioon • Senised aktsionärid • Riskikapitalistid • Strateegilised partnerid
Sisemine omakapital	<ul style="list-style-type: none"> • Jaotamata kasum • Spontaansed allikad

Allikas: Kõomägi (2006, lk 24)

Kapitali maksumus, mis määratakse ettevõtte rahastamiskulude kaalutud keskmisena (WACC) ja arvestab nii võla kui omakapitali kulusid, on oluline juhtimisotsuste tegemisel. Majandusteooria kohaselt, mille järgi ettevõtte peamiseks eesmärgiks on omanike rikkuse kasvatamine, on oluline hoida kapitali kaalutud keskmine hind võimalikult madalal tasemel. Kapitali maksumus aitab juhtkonnal määrata investeringute nõutava tootluse, mis omakorda mõjutab pikaajaliste strateegiate ja projektide valikut. Optimaalse võla ja omakapitali tasakaalu leidmine, mis võimaldab kapitalikulu vähendada, tõstab ettevõtte väärtust ja tagab rahastamise jätkusuutlikkuse. Investorite jaoks on kapitalikulu alternatiivkulu, mis esindab tulumäära, mida nad ootaksid samaväärse riskiga teistelt investeringutelt. Ettevõtte seisukohalt muutub see finantseerimiskuluks, mis mõjutab investeerimisotsuseid ja ressursside jaotust projektidele, millel on suurem tootlus. (Damodaran, 2016, lk 3–4) Allolevas valemis on toodud kapitalikulukuse kaalutud keskmise (WACC) valem.

$$WACC = \frac{D}{D+E} R_d + \frac{e}{D+E} R_e \quad (1)$$

Kus

R_e – omakapitali hind

R_d – võõrkapitali hind

E – omakapitali väärtus

D – võõrkapitali väärtus

Kapitali struktuuri aluseks olevatest teooriatest levinuimad on Miller-Modigliani irrelevantsuse teooria, kompromissiteooria ja finantshierarhia teooria (*Pecking Order Theory*), mis aitavad selgitada kuidas ettevõtted saavad teha valikuid võla ja omakapitali vahel. Modigliani ja Miller (1958) esitasid klassikalise kapitali struktuuri mudeli, mille kohaselt täiuslike kapitaliturgude tingimustes ei mõjuta rahastamisvalik ettevõtte väärtust. Esitatud teoorias käsitletakse kapitali struktuuri kui oma- ja intressikandva finantseerimise kombinatsiooni. Irrelevantsusteooria piltlikustab seda väitega, et koogi väärtus ei sõltu sellest kuidas kook lahti lõigatakse. (Modigliani & Miller, 1958)

Omakapital võib olla ettevõttele kallim kui võõrkapital, kuna dividendide maksmine ei ole kohustuslik, kuid omanike nõutav tulunorm peab olema vähemalt sama suur kui alternatiivsed investeerimisvõimalused. Kui ettevõtte ei maksa dividende, peavad aktsionärid hindama, kas ettevõtte reinvesteeritud kasum toob neile suuremat väärtust kui muud investeerimisvõimalused. (Kõomägi, 2006, lk 149–150)

Kompromissiteooria kohaselt püüab ettevõtte saavutada optimaalse võlataseme, kus maksusoodustustest tulenev kasu kaalub üles pankrotiriskist tulenevad kulud. Selle tasakaalu leidmine aitab ettevõttel oma väärtust maksimeerida ja tagada finantsilise jätkusuutlikkuse. Kompromissiteooria arvestab võlakapitali kasutamisel maksukilbiga, mis võimaldab ettevõttel optimeerida oma maksukoormust, vähendades seda laenudelt makstavate intresside arvelt. (Dao & Ta, 2020, lk 1-3) See lähenemine selgitab, miks paljud ettevõtted valivad mõõduka võla taseme, et saavutada maksimaalne kasu maksusoodustustest ja vältida liigse võlaga seotud riske (Nenu *et al.*, 2018, lk 5).

Kompromissiteooria jaguneb omakorda klassikaliseks ja kaasaegseks teooriaks. Klassikalise teooria kohaselt on võlakapital alati odavam kui omakapital ning eksisteerib optimaalne võla- ja omakapitali suhe, mis aitab optimeerida kapitali kogukulu. Ka kaasaegse teooria kohaselt on olemas optimaalne tasakaalupunkt, kus kapitali kogukulu

on madalaim kuid käsitletakse ka kapitaliturgude puudusi. Võõrkapitali kasutades peavad ettevõtted arvestama laiemalt erinevate teguritega, mis mõjutavad lõppkokkuvõttes ettevõtte väärtust. (Sander, 2003, lk 4) Optimaalne kapitali struktuur on selline võla ja omakapitali suhe, mis minimeerib ettevõtte kapitali kaalutud keskmist hinda (WACC) ja samal ajal maksimeerib ettevõtte väärtust. Seega peab ettevõtte kapitalistruktuuri kujundamisel arvestama nii finantsstabiilsuse, kasvuvõimaluste kui ka omanike ootustega. (Kõomägi, 2006, lk 143–144)

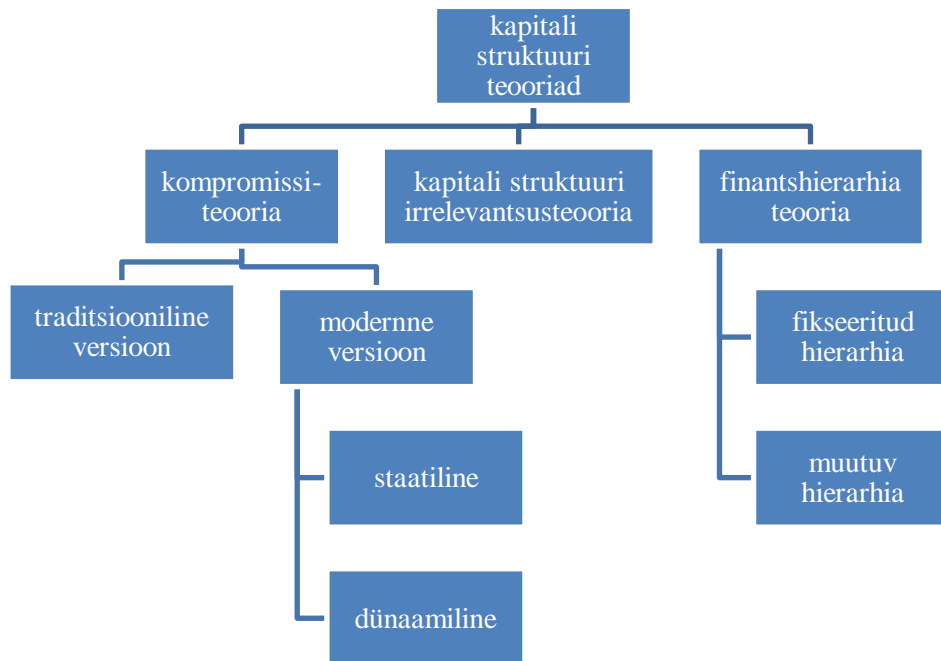
Myers ja Majluf (1984, lk 47) loodud finantshierarhia teooria (*Pecking Order Theory*) kohaselt eelistavad ettevõtted esmalt sisemisi rahalisi vahendeid ja kasutavad võlga ainult siis, kui sisemised ressursid on ebapiisavad. Nõnda soovitakse vältida omakapitali emiteerimist, et välistada turule signaali saatmist, mis võib investoritele viidata ettevõtte väärtuse võimalikule alanemisele või kõrgemale riskitasemele (Nenu *et al.*, 2018, lk 6). Myers ja Majluf (1984, lk 47) teooria kohaselt on eelistatuim finantseerimisallikas ettevõtte jaotamata kasum ning kõige viimasel kohal on aktsiaemissioon. Peamiste kapitali struktuuri teooriate võrdlus on toodud tabelis 2.

Tabel 2. Kapitali struktuuri teooriate võrdlus

Teooria	Põhiprintsiip	Rakendatavus
Miller-Modigliani irrelevantsusteooria	Rahastamisvalik ei mõjuta ettevõtte väärtust	Piiratud, ideaaltingimustes
Kompromissiteooria	Maksusoodustused vs. pankrotiriskid	Praktiline reaalses maailmas, maksukilp
Finantshierarhia teooria (<i>Pecking Order Theory</i>)	Eelistatakse ettevõtte sisemisi vahendeid	Levinud praktikas

Allikas: Autori koostatud

Lihtsustatult nähtub, et teooriad jaotuvad peamiselt kolme kategooriasse, mis väidavad, et on olemas optimaalne võla ja omakapitali suhe, rahastusvalikute hierarhia ja kapitalistruktuuri ebaolulisusteooria (Sander, 2003, lk 3). Alloleval joonisel 1 on näidatud kapitali struktuuri teooriate jaotus.



Joonis 1. Kapitali struktuuri teooriate jaotus (Sander, 2003, lk 3)

Kapitali struktuuri valikud mõjutavad otseselt ettevõtte tulemuslikkust ja riskitaset. Suurema võlakoormuse kaasamine võib vähendada agentuurikulusid, kuna võlakohustused distsiplineerivad juhtkonda ja suurendavad varade kasutamise tõhusust. Optimeeritud varade kasutamine võimaldab ettevõttel oma kapitali struktuuri paremini juhtida, vähendades agentuurikulusid ja suurendades omakapitali tootlust. (Ahmed *et al.*, 2023, lk 13–14) Seega on ettevõtte tulemuslikkus ja kapitali struktuur omavahel tihedalt seotud.

Kaudselt mõjutab kapitali struktuur kasumlikkust ka läbi lisakapitali kättesaadavuse. Kui ettevõtte võlakoormus on liiga suur, võib see vähendada laenuandjate ja investorite usaldust, raskendades täiendava rahastuse hankimist. See omakorda piirab ettevõtte kasvuvõimalusi ja hoiab kasumimarginaalid stabiilsena või madalad, pidurdades sedasi ettevõtte kasvu. Samas on ka liigse välise omakapitali kasutamise seotud ohud. Ettevõtte võlakoormus ei tohiks olla nii suur, et see ohustaks maksevõimet või vähendaks märkimisväärselt sissetulekut. Samas võib liigne sõltuvus välise omakapitali kasutamisest ettevõtte rahastamisel kaasa tuua kontrolli vähenemise ettevõtte üle. (Boyte-White, 2023)

Õigesti kujundatud kapitali struktuur toetab ettevõtte äristrateegiat, tasakaalustades võla distsipliini ja sellest saadavad maksusoodustused omakapitali paindlikkusega. Kapitali struktuur mõjutab ettevõtte väärtust rahavoogude ja kapitalikulu kaudu, kuid võla kasutamisest tulenev maksueelis on sageli ülehinnatud. Mõõdukas võlakoormus võib suurendada ettevõtte distsipliini ja väärtust, kuid liigne võlg piirab paindlikkust ja takistab kasumlike investeeringute tegemist. (Goedhart *et al.*, 2006) USA telekommunikatsioonitööstuses tehtud uuringud näitavad, et kõrgem võlakoormus ei pruugi alati viia suurema efektiivsuseni. Suur finantsvõimendus võib kaasa tuua ebatõhusust, sest projektid, mis katavad vaid laenude teenindamiseks vajaliku kulu, ei pruugi piisavalt tulu tuua, mis on vajalik ettevõtte kasvuks. (Habibniya *et al.*, 2022, lk 16)

Ettevõtted võivad kapitali struktuuri valikutes lähtuda mitmetest erinevatest eesmärkidest. Kapitali struktuuri optimaalne jagunemine võla ja omakapitali vahel võib suurendada ettevõtte väärtust. Rahastamisotsused mõjutavad finantskulude taset, strateegilist positsiooni ja konkurentsivõimet. Tugeva ametiühinguga ettevõtted võivad kasutada võlga ka strateegiliselt, et vähendada likviidsusriske ja kaitsta end töötajate suurema läbirääkimisvõime eest, parandades seeläbi oma positsiooni tööturul. See näitab, et ettevõtted võivad kasutada kapitali struktuuri valikuid erinevatel strateegilistel eesmärkidel, aidates nõnda maandada riske. (Matsa, 2010, lk 1)

Riskijuhtimine on kapitali struktuuri valikutes oluline, eriti kõrge rahavoogude volatiilsusega olukordades. Ebamäärasus rahavoogudes suurendab finantsraskuste riski, mille tõttu võivad ettevõtted valida madalama võlakoormuse, et tagada stabiilsus ja vähendada pankrotikuluseid. Riskimaandamine aitab vähendada rahavoogude kõikumist ja säilitada optimaalset kapitali struktuuri ka ebastabiilsetes tingimustes, pakkudes kaitset finantsraskuste vastu. (Kim, 2021, lk 6–7) Seega võib järeldada, et ettevõtted, mis tegutsevad ebamäärastes turutingimustes, võivad kasutada väiksemat võla osakaalu kapitali struktuuris.

Lisaks on uuringud näidanud, et juhtkonna ettevaatlikkus võib kapitali struktuuri valikuid mõjutada. Liigselt ettevaatlikud tegevjuhid kalduvad vältima võla kasutamist, eelistades omakapitali, kuna nad tajuvad võlga suurema riskina. See käitumine võib aidata vältida finantsraskusi, kuid piirab samas võimalusi kasutada võlaga seotud maksusoodustusi ja

kasvuvõimalusi. (Rocciolo *et al.*, 2024, lk 3) Eeltoodust nähtub, et kapitali struktuuris väiksema võlataseme valik võib küll vähendada finantsraskuste riske kuid piirata ettevõtte kasvuvõimalusi.

Sanderi (2003) uuring Eesti ettevõtete kapitalistruktuuri valikutest näitab, et 65% vastanutest eelistas kasutada sisemist omakapitali. Välise omakapitali kaasamise miinusena tuuakse välja võimalikke piiravaid lepinguid, välise hindamise vajadust ja uute osade emiteerimise kulusid, mis võivad olla väiksemale ettevõttele küllaltki koormavad. 47% vastanutest nimetas pangalaenu eelistatud rahastusallikana kohe sisemise omakapitali järel. Lisaks selgus küsitlusest, et uute aktsiate emiteerimist senistele aktsionäridele peetakse tõhusamaks rahakaasamise viisiks kui uute aktsionäride kaasamist. (Sander, 2003, lk 9)

Kapitali struktuuri valik on oluline strateegiline ja finantsiline otsus, mis mõjutab ettevõtte tulemuslikkust, riski- ja jätkusuutlikkust. Optimaalne kapitali struktuur aitab ettevõttel maksimeerida väärtust ja minimeerida kapitalikulud, hoides riske kontrolli all. Ettevõtted saavad kapitali struktuuri valikute abil teha rahastamisotsuseid, mis toetavad nende eesmärke ja saavutada tasakaalu finantsstabiilsuse ja paindlikkuse vahel. Kapitali struktuuri valik sõltub ennekõike ettevõtte suuruselt, tegevusvaldkonnast ja kasvustrateegiast. Kiiresti kasvavad ettevõtted peaksid arvestama, et liigse võlakoormuse korral võib väheneda nende finantsiline paindlikkus ja võime vajadusel uut rahastust kaasata.

1.2. Riskikapitali olemus ja roll ettevõtete finantseerimises

Kaasaegses majanduses on riskikapitali roll alustavate ja kiiresti kasvavate ettevõtete arengus märkimisväärne, eriti nendel juhtudel, kui traditsioonilised rahastamisallikad ei ole kättesaadavad. Riskikapitali kasutamine pakub idufirmadele ja innovaatilistele ettevõtetele võimalusi ellu viia kõrge riskiga projekte, mida tavalised pangad rahastada ei julgeks. Samas kaasneb riskikapitaliga suur vastutus, kuna investoreid huvitab kiire kasv ja märkimisväärne tulu.

Riskikapitali ajalugu ulatub tagasi aastasse 1946, kui Harvardi ärikooli professor Georges Doriot lõi koos Bostoni kohalike ettevõtjatega Ameerika Uurimis- ja

Arenduskorporatsiooni (*American Research & Development Corporation*), mille eesmärgiks oli investeerida II maailmasõja järgselt uutesse ärivõimalustesse. Doriot, keda peetakse tänapäevase riskikapitali rajajaks, pani aluse mitmetele põhimõtetele, mis on riskikapitali investeerimises aktuaalsed tänaseni, näiteks äriplaanide põhjalik analüüs, investeringute etapiviisiline rahastamine ning kapitali ja kasumi tagastamine investoritele. Dorioti mudel ja tema investeerimisstrateegiad on saanud eeskujuks tänapäeva riskikapitali sektorile, mis toetab innovatsiooni ja ettevõtlust. Riskikapitali valdkond hakkas kasvama märkimisväärselt 1980. aastatel, kui USA pensionifondid hakkasid suunama osa oma kapitalist riskikapitali investeringutesse. (Lerner & Nanda, 2020, lk 3–5)

Riskikapitalil on unikaalne roll kõrgtehnoloogiliste ja uuenduslike ettevõtete finantseerimisel, mis sageli jäävad traditsiooniliste finantseerimisallikate jaoks liiga riskantseks. Tiptehnoloogiate rahastamine on keeruline, kuna tihti pole teada, kas uued ideed on elujõulised ja kas need suudavad edukalt turule jõuda. Pangad ja teised traditsioonilised finantsasutused ei sobi hästi riskantsete projektide rahastamiseks, kuna nende hindamissüsteemid keskenduvad süsteemsele laenuriski hindamisele, mitte aga ettevõtete tehnoloogilisele väärtusele ja ettevõtjate teadmistele ning oskustele. (Greenwood *et al.*, 2022, lk 2–3)

Riskikapitalistid investeerivad idufirmadesse, saades enamasti vastutasuks osaluse ettevõttes ning keskendudes kõrge kasvupotentsiaaliga ettevõtetele. Arvestades, et tavapärase riskikapitali investeringu eluiga on kuni 10 aastat, otsivad riskikapitalistid investeerimiseks ettevõtteid millel on potentsiaal teenida suhteliselt väikese ajal jooksul suurt rahalist tulu. (Greenwood *et al.*, 2022, lk 3) Kuna riskikapitali investorid keskenduvad peamiselt ettevõtetele, mis vastavad investorite ootustele kiire kasvu ja lühiajalise tasuvuse osas, jäävad sageli tähelepanuta paljulubavad idufirmad, mis nendele kriteeriumidele ei vasta (Lerner & Nanda, 2020, lk 7–8). Tihti struktureerivad riskikapitalifirmad oma tegevusi läbi piiratud partnerite ja investorite, mis võimaldab neil optimaalselt hallata kapitali ning toimida innovatsiooni toetavate dünaamiliste tegijatena turul (Niftyhontas, 2024).

Peaaegu pooled riskikapitali investeringutest tehakse tarkvaraettevõtetesse ning farmaatsia – ja biotehnoloogiaettevõttesse on teisel kohal, mis moodustab umbes 12%

riskikapitali koguinvesteeringutest. Kuna enamik riskikapitali investeeringutest tehakse kõrgtehnoloogilistesse ettevõtetesse, pole väheoluline, et riskikapitali investorid pakuvad tihti lisaks rahastusele ka mentorlust ja juhtimisalast tuge. Seega aitavad riskikapitali investorid oma tegevusega ettevõtetel keskenduda kasvu soodustavatele tegevustele. Greenwood jt. (2022, lk 2–3) Riskikapitalistid on valdavalt oma ala spetsialistid, kes osalevad tihti ka aktiivselt ettevõtete juhtimises ning võivad riskide realiseerumisel ettevõtte üle võtta. Nad võivad pakkuda ettevõtjatele väärtuslikku tuge, luues sidemeid tarnijate ja klientidega, aidates meelitada vajalikke töötajaid ning pakkudes strateegilist- ja turundusalast nõustamist. Samas kaasnevad nende hüvedega riskid, mis võivad kaasneda osa omakapitalist loobumisega või isegi juhtimiskontrolli kaotamisega ettevõtte üle, ning mõjutada ettevõtte pikaajalisi eesmärke. (Fang *et al.*, 2024, lk 2, 8)

Sageli on riskikapitalistid spetsialiseerunud kindlatele valdkondadele, pakkudes ettevõtjatele strateegilist ja turundusalast nõustamist, mis aitab ületada agentuuriprobleeme ja suurendada turul konkurentsivõimet (Gill *et al.*, 2024, lk 15). Riskikapitaliinvestorid struktureerivad investeeringud sageli etappidesse, kus rahastamine toimub vastavalt verstapostide saavutamisele ning juhtivad investorid saavad sageli ka koha juhatuses. Riskikapitali investorite institutsionaalne loogika ja täiendavad ressursid võimaldavad pakkuda ettevõtetele mitmekesisest lisandväärtust. (Röhm, 2018, lk 279) Riskikapitali rahastus võib stimuleerida innovatsiooni, suurendades ettevõtete suutlikkust investeerida teadus- ja arendustegevusse ning tõstes patentide arvu (Greenwood *et al.*, 2022, lk 10–11). Gill jt (2024, lk 6) töö näitab, et suurem riskikapitali osakaal suurendab ettevõtte võimalusi saada uusi patente ning soodustab läbimurdeliste leiutiste arendamist. Riskikapitali rahastusega ettevõtted esitavad keskmiselt rohkem patenditaotlusi, mis tõstab nende konkurentsivõimet turul (Gill *et al.*, 2024, lk 6).

Uuringud näitavad, et riskikapitaliturg on kohanenud innovatsiooni kasvuga ning riskifondid ja riiklikud investeerimisfondid on hakanud investeerima varasematest küpsematesse ettevõtetesse. Riskikapitali investorid investeerivad sageli ettevõtetesse, mis kasutavad uudseid tehnoloogiaid ja tõhustavad olemasolevaid teenuseid, pakkudes majanduslikku ja sotsiaalset kasu, mis suurendavad rahvusvahelist konkurentsivõimet. (Lerner & Nada, 2020, lk 4–7)

Riskikapitali kaasamine võib soodustada ettevõtjate käitumises ning juhtimisotsustes professionaalsemat ja kindlama tooni tõusu, aidates luua tugevat ja enesekindlat kuvandit. Siiski on näha, et suuremate rahastamissummade korral võib ettevõtjate autentsus jääda tahaplaanile, mis võib ohustada nende legitiimsust ja vähendada sidusrühmade usaldust ettevõtmise vastu. (Block *et al.*, 2024, lk 2294)

Kõomägi ja Sander (2006, lk 36–37, 45–46) on oma töös uurinud riskikapitali rahastamist ja investeringuid Eestis. Riskikapitaliinvesteeringud on peamiselt suunatud ettevõtete kasvufaasi ning investeeringute keskmine ajahorisont on 2–5 aastat, erinedes selgelt USA ja Lääne-Euroopa praktikatest. Etapiviisilist rahastamist rakendatakse harva, kuna Eesti riskikapitalistid keskenduvad ettevõtete kiire kasvu toetamisele. Riskide maandamiseks kasutatakse sageli konverteeritavat või allutatud võlga, kuid omakapitali kaudu tehtavad investeeringud piirduvad enamasti vähemusosalusega. Samuti näitab nende analüüs, et Eesti riskikapitaliinvestorid omandavad kontrolli eesmärgil sagedamini koha ettevõtte nõukogus, aga mitte juhatuses, kus tehakse igapäevaseid juhtimisotsuseid. Seetõttu nõuab riskikapitalistide efektiivne mõju ettevõtte juhtimises aktiivset kaasatust ja tihti ka enamusosalust, kinnitades, et riskikapital ei ole pelgalt rahaline investeering, vaid hõlmab ka strateegilist juhtimiskontrolli. (Kõomägi & Sander, 2006, lk 36–37, 45–46)

Kokkuvõtvalt võib järeldada, et Eesti kiiresti kasvavad ettevõtted peaksid riskikapitali kaasamise puhul kaaluma võimalusi, kuidas tasakaalustada rahalisest panusest saadav kasu ja strateegilise autonoomia säilitamine. Eeltoodu põhjal saab järeldada, et riskikapitali investeeringud on kujunenud oluliseks ressursiks uuenduslike ja kiiresti kasvavate ettevõtete jaoks. Riskikapitali investorid pakuvad ettevõtetele mitte ainult rahalist tuge, vaid ka strateegilist juhendamist ja võrgustikke, mis toetavad pikaajalist kasvu ja innovatsiooni. Riskikapitali investeeringud suurendavad ettevõtete suutlikkust tegutseda globaalsetes tehnoloogiatoöstustes ja muudavad nad strateegiliseks osaks rahvusvahelistes innovatsioonivõrgustikes.

1.3. Kasvumudelid ja nende kasutamine

Kõik ettevõtted, kes soovivad saavutada pikaajalist ja jätkusuutliku kasvu, peavad hoolikalt kavandama ka oma rahastamis- ja arengustrateegiaid. Kasvumudelite rakendamine pakub ettevõtetele raamistiku, mille abil saab hinnata ja kavandada ettevõtte

kasvupotentsiaali, võttes arvesse nii finantsilisi kui strateegilisi tegureid. Peamised ja tuntuimad kasvumudelid on AFN-mudeli (*additional funds needed*) abil tuletatud kasvumudelid ja G-mudel ehk *Gordon Growth Model*, mis on klassikaline dividendide kasvumudel.

AFN-mudel ehk täiendavate rahastamisvajaduste mudel on finantsplaneerimise tööriist, mis aitab hinnata kui palju täiendavat kapitali on vaja, et rahastada ettevõtte kasvu. See on oluline müügi ja varade kasvu toetamisel. AFN-mudel võimaldab ettevõttel kindlaks määrata, kui palju on lisarahastust vaja, et säilitada kasv ilma likviidsusriskideta, mis võivad tegevust pärssida. (Higgins, 1977, lk 8) Kõomägi (2006, lk 178) kirjutab, et ettevõtted vajavad täiendavat rahastamist peamiselt kasvu toetamiseks ja kahjumite katmiseks. Täiendava finantseerimise vajadus tekib siis, kui ettevõtte varade suurenemine ületab sisemiselt teenitava rahavoo mahu. AFN-mudel aitab määrata, kui palju lisakapitali on vaja ettevõtte planeeritud müügitahu, puhaskasumi ja dividendide kasvu toetamiseks. (Kõomägi, 2006, lk 178)

AFN-mudel on eriti väärtuslik ettevõtetele, kes seisavad silmitsi ressursside kiire vajaduse suurenemisega, pakkudes selge raamistiku rahastamisvajaduste planeerimiseks ja kapitali tõhusaks jaotamiseks. AFN-mudelit kasutades saavad ettevõtted strateegiliselt planeerida rahastusallikate kasutamist, optimeerides rahastamise osakaalu võla ja omakapitali vahel. See aitab vältida finantsraskusi, võimaldades keskenduda kasvu toetavatele tegevustele ja kindlustada turupositsiooni. (Higgins, 1977 lk 8) Alljärgnevalt on toodud AFN mudeli valem.

$$AFN = (A^*/S)\Delta S - (L^*/S)\Delta S - MS_1(1 - d) \quad (2)$$

Kus

A^*/S — varad, mis suurenevad proportsionaalselt müügi käibe suurenemisega

L^*/S — võlgnevused, mis suurenevad spontaanselt vastavalt müügitahu suurenemisele

ΔS — müügi käibe muutus

S_1 — järgmiseks aastaks kavandatud müügi käive

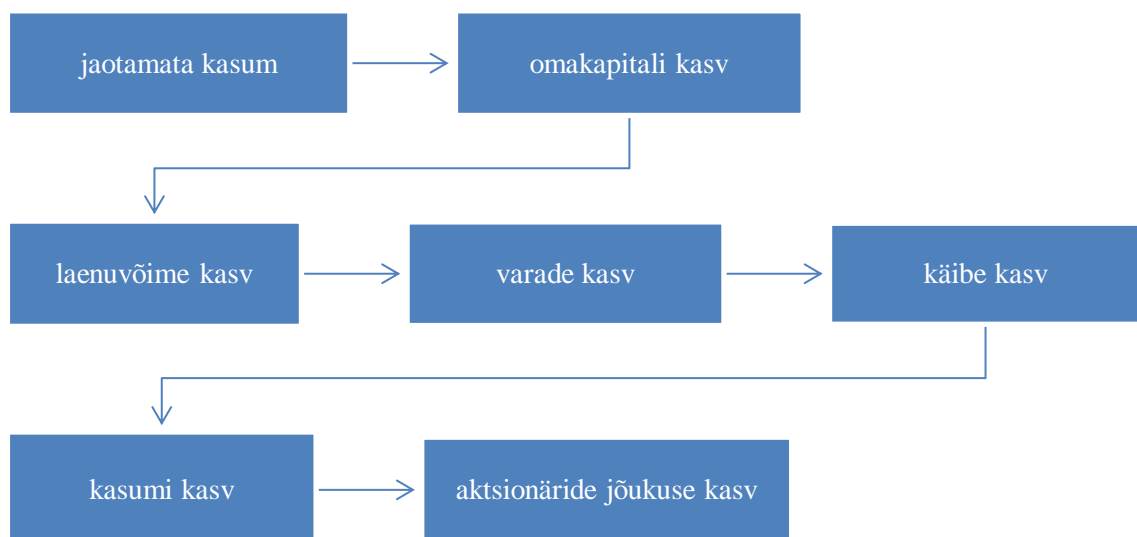
M — kasumimarginaal

d — dividendi väljamakse kordaja

Täiendava rahastamisvajaduse mudeli abil on võimalik tuletada jätkusuutliku kasvumäära mudel (*Sustainable Growth Rate*), mida on oma töös käsitlenud ka Higgins (1977, lk 8). Selle abil on võimalik arvutada, kui kiiresti ettevõtte saab oma müüki kasvatada, ilma täiendavat omakapitali kaasamata. Jätkusuutliku kasvumäära mudel aitab määrata maksimaalset kasvumäära, mida on võimalik saavutada ettevõtte sisemiste finantsressursside abil. (Higgins, 1977, lk 9–10)

Jätkusuutlik kasvumäär aitab ettevõttel hinnata kui palju nad suudavad kasvada, säilitades samal ajal finantsstabiilsuse. See näitab ettevõtte maksimaalset kasvu võimet ilma omakapitali suurendamata, säilitades optimaalse võla- ja omakapitali tasakaalu, mis teeb sellest kasuliku finantsplaneerimise vahendi, aidates tagada pikaajalist kasvu ja finantsstabiilsust (Hadi & Mohi, 2020, lk 7–8).

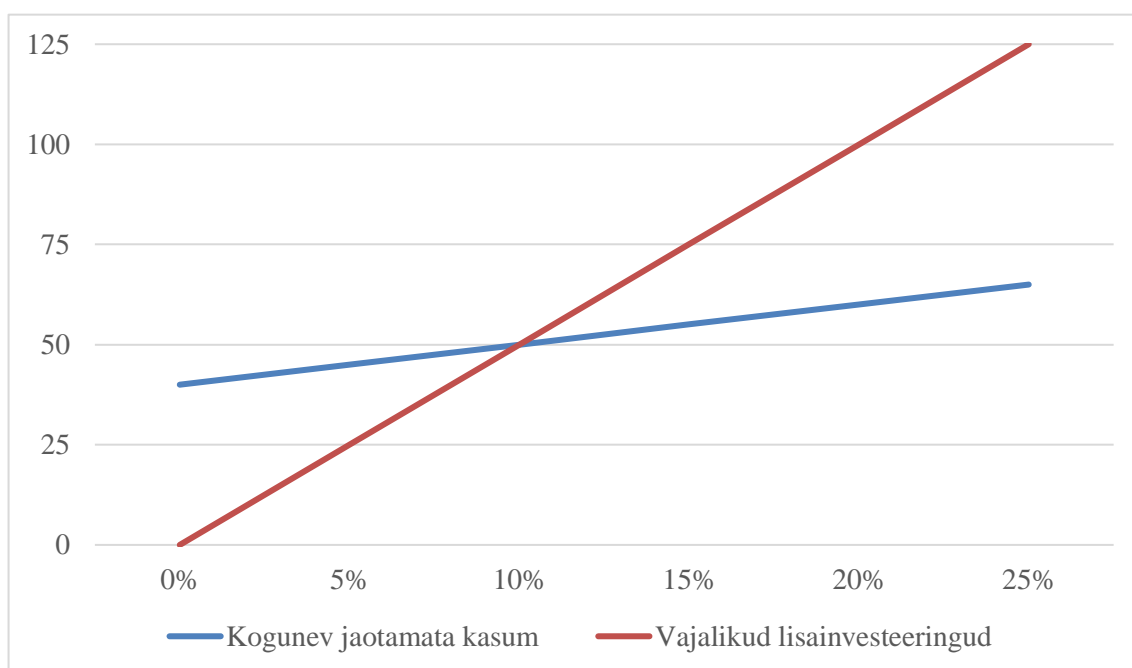
Higgins (1977, lk 15) teooria kohaselt on jaotamata kasumi reinvesteeringu korral võimalik tagada ettevõtte varade jätkusuutlik kasv ja seega aktsionäride jõukuse suurendamine. Joonisel 2 on näidatud aktsionäride jõukuse kasv jaotamata kasumi reinvesteeringul.



Joonis 2. Aktsionäride jõukuse kasv (Hadi & Mohi, 2020, lk 9)

Ettevõtte sisemine kasvumäär (*Internal Growth Rate*) on piirmäär, mille raames saab ettevõtte kasvada ilma täiendava välise rahastuseta. Isegi tagasihoidlik sisemine kasv võib

kaasa tuua tootlikkuse kasvu efekti, mis omakorda toetab ettevõtte arengut. (Marcus, 2012, lk 8) Ettevõtte kasvu ja täiendava rahastusvajaduse vahel on oluline seos, kuna müügi ja varade kasvutempo suurenedes kasvab vajadus ka välise rahastuse järele. Kui ettevõtte käibe jääb samaks eelneva perioodiga, saab kasumi arvelt vähendada laenukoormust või teha väljamakseid omanikele kuid käibe kasvades rohkem kui on ettevõtte varade tootlikus, kasvab välise rahastuse vajadus. (Ross *et al.*, 2013, lk 105) Joonisel 3 on näidatud täiendava rahastusvajaduse tekkimine erinevate kasvumäärade juures.



Joonis 3. Käibekasvu ja rahastusvajaduse seos. (Ross *et al.*, 2013, lk 105)

Täiendava rahastusvajaduse ja kasvu hindamiseks saab kasutada ka protsent müügist meetodit (*Percentage of Sales Method*), mida saab kasutada ettevõtte finantsprognoside koostamiseks ja täiendava rahastusvajaduse hindamiseks. Meetod põhineb eeldusel, et enamik finantsnäitajaid varieeruvad koos müügituluga, säilitades oma proportsioonid. See tähendab, et hinnates müügikasvu määra, on võimalik prognoosida ka teiste finantsnäitajate muutust ja täiendava rahastuse vajadust. Meetodit kasutades hinnatakse esmalt ettevõtte müügikasvu, määrates protsendiline kasv võrreldes baasperioodiga. Sellest lähtuvalt arvutatakse müügitulu ja kuluartiklite muutused ja saadakse ettevõtte täiendava rahastuse vajadus. (Lin, 2019, Lk 2–3) Antud mudeleid saab kasutada ettevõtte

finantsstrateegia kujundamisel ja täiendava kapitalivajaduse hindamiseks ning aitab juhtidel teha teadlike otsuseid pikaajalise kasvu toetamisel.

G-mudel on klassikaline dividendide kasvumudel, mida kasutatakse ettevõtte väärtuse hindamiseks eeldusel, et dividendid kasvavad stabiilselt kindla määraga. Mudel põhineb ideel, et ettevõtte aktsia väärtus on tulevaste dividendide nüüdisväärtuse summa, mille kasvumäär on pidev ja prognoositav. Mudeli üks peamisi kasutusvaldkondi on kasvu ja jätkusuutlikkuse hindamine, mis võimaldab analüüsida ettevõtte tootlikkust ja finantsilist vastupidavust sisemiste ressursside ja reinvesteeringute kasumi kaudu. Mudel sobib eeskätt stabiilse kasvuga ettevõtetele, kus dividendide maksmine on järjepidev ja kasvumäär mitte liiga kõrge, tagades realistlikud kasvuprognoosid. (Gordon & Shapiro, 1956) Järgnevalt on toodud G-mudeli valem.

$$P_0 = \frac{D_1}{r-g} \quad (3)$$

Kus

P_0 – Ettevõtte aktsia hind

D_1 – Oodatav dividend järgmise aasta lõpus

r – Kapitali tootluse määr

g – Dividendide kasvumäär

Kuna klassikaline mudel põhineb eeldusel, et ettevõtte dividendi kasv on ühtlane ja pidev, ei vasta see tihti reaalsusele. Realistlikuma tulemuse saavutamiseks on parem kasutada kaheastmelist dividendi kasvumudelit, mida tihti kasutatakse kiiresti kasvavate ettevõtete puhul. Mudeli esimeses etapis arvestatakse kiire kasvumääraga ning teises etapis kui on saavutatud stabiilsus, muutub kasv püsivaks ning ettevõtte väärtuse hindamisel on oluline arvestada nii aktsia teoreetilist turuväärtust kui võimalikke tulevasi muutusi. (Goyal, 2020, lk 12) Kaheastmeline dividendi mudel on tõhus aktsiate väärtuse hindamisel, eriti kõrgtehnoloogia- ja internetiettevõtete puhul. Peamised piirangud tulenevad kasvuperioodi pikkuse määramisest ja eeldusest, et kasvumäär langeb järsult, kuigi tegelikkuses toimub see järk-järgult. (Pan, 2022, lk 5) Need tegurid selgitavad erinevusi mudeli poolt arvatud ja tegelike turuhindade vahel.

Majanduse toetamiseks ja jätkusuutliku majanduskasvu tagamiseks on oluline, et ettevõtted kasvaksid ning suudaksid luua rohkem lisandväärtust. Kõrge kasvumääraga ettevõtted (HGC – *High Growth Companies*) on majanduskasvu ja töökohtade loomise olulised edendajad, ning nende tegevus sõltub mitmest faktorist, sh ettevõtluse juhtimise võimetest ja ressursside planeerimisest. Samas, kui HGC-d ei suuda oma kasvustrateegiaid piisavalt hästi planeerida, võib kiire kasv negatiivselt mõjutada nende finantstulemusi ja ohustada nende jätkusuutlikkust. (Frešer, 2022, lk 1–3)

Eesti kiiresti kasvavate ettevõtete jaoks on oluline kasutada oma tegevuse planeerimisel erinevaid kasvumudeleid, et kohanduda turumuutustega ja minimeerida finantsriske. Kasvumudelid, nagu G-mudel ja AFN-mudelil tuginevad lähenemised pakuvad raamistikke, mis aitavad ettevõtetel hinnata ja toetada jätkusuutlikku kasvu. Mudelid keskenduvad pikaajalisele kasvule reinvesteeringut kasumi ja kestliku finantsstabiilsuse kaudu, andes ettevõtetele tööriistad, millega prognoosida jätkusuutlikku kasvu.

2. EESTI KIIRESTI KASVAVATE ETTEVÖTETE RAHASAMISE JA KAVUSTRATEEGIATE UURING

2.1. Valimi kirjeldus ja uurimismetoodika

Käesolev uuring käsitleb Eesti kiiresti kasvavate ettevõtete finantseerimise valikuid, kasvumudelite kasutamist ja tuleviku väljavaateid. Kiiresti kasvavad ettevõtted vajavad tihti lisakapitali kasvu rahastamiseks ja finantsilise stabiilsuse tagamiseks. Lisaks sisemisele omakapitalile on kasvu võimalik rahastada välise omakapitali, võla instrumentide ja riskikapitali abil. KPMG (2019) läbi viidud uuringust selgub, et Eesti riskikapitali maht on kiiresti kasvanud, ületades 2018. aastal ühe miljardi euro piiri. See viitab, et üha enam on ka Eesti kasvuettevõtetel võimalik kaasata omakapitali investeeringuid (KPMG, 2019). Riskikapitali kasutamine võib pakkuda lisaks rahastusele ka strateegilist ning juhtimisalast tuge ja juurdepääsu välisturgudele (Greenwood *et al.*, 2022, lk 10–11). Samas on riskikapitali kasutamisel negatiivseid aspekte ettevõtte osaluse loovutamise ja investorite kasvava mõju näol (Fang *et al.*, 2024, lk 2, 8).

Uurimustöö aluseks on Eesti kiiresti kasvavate ettevõtete seas läbi viidud ankeetküsitlus (lisas 1) ja poolstruktureeritud intervjuud ettevõtete juhtidega (lisas 2). Uurimustöös kasutatakse uurimismeetodeid kombineerides kvalitatiiv-kvantitatiivsest uurimismeetodit mida saab nimetada kombineeritud meetodiks või integreeritud uurimistööks. Kvantitatiivne uuring tegeleb arvuliste andmete kogumise ja statistilise analüüsiga ning kvalitatiivne uuring probleemi detailide ja põhjuste väljaselgitamisega. Erinevate meetodite uurimuse erinevates etappides kombineerimine annab uurijatele võimaluse uurimisetappide kavandamiseks ja teostamiseks. (Õunapuu, 2014, lk 52–53)

Autor viis töö empiirilises osas esmalt läbi kvantitatiivse ankeetküsitluse Äripäeva Gaselli TOPi kuuluvate ettevõtete seas. Äripäeva Gaselli TOPi kuuluvad Eesti ettevõtted, kelle käive ja kasum on kasvanud viimase kahe aasta jooksul vähemalt 50% (Palm *et al.*,

2025). Ankeetküsitluse abil koguti andmeid ettevõtete finantseerimisotsuste ja kapitalistruktuuri valikute kohta. Hirsjärvi jt (2005, lk 182) sõnul annab küsitluse kasutamine võimaluse kaasata rohkem vastajaid ja aitab säästa aega andmete kogumisel. Küsimustiku koostamisel võttis autor arvesse käesoleva töö teoreetilises osas käsitletud teooriaid ja seisukohti, mis annab võimaluse küsitluse tulemuste kõrvutamiseks teooriaga.

Uuringu teises osas viidi läbi kvalitatiivsed intervjuud poolstruktureeritud vormis. Intervjuud võimaldavad uurida konkreetsete ettevõtjate kogemusi, selgitamaks välja miks teatud finantseerimisotsuseid tehti ja kuidas need on mõjutanud ettevõtte arengut. Autor on valinud poolstruktureeritud vormi, kuna poolstruktureeritud intervjuu kulgeb avatult ja võimaldab küsida täpsustavaid lisaküsimusi ning saada infot ka varjatud nähtuste osas (Õunapuu, 2014, lk 172). Intervjuu kava koostamisel on autor arvesse võtnud vajadust saada lisaks kvantitatiivsetele tulemustele intervjuueeritavalt täiendavaid andmeid uurimisküsimustele vastuste leidmiseks. Tabelis 3 on toodud uurimismeetodid.

Tabel 3. Uurimismeetodid

Uurimismeetod	Valim	Läbiviimise aeg	Väljund/põhjus
Ankeetküsitlus (kvantitatiivne)	Juhuvalimi abil valitud 150 ettevõtet Äripäeva Gaselli TOPi ettevõtetest	04.03.2025– 14.03.2025	Annab ülevaate kiiresti kasvavate ettevõtete finantseerimise- ja kapitali struktuuri valikute osas
Poolstruktureeritud intervjuu (kvalitatiivne)	Viis eelnevalt ankeetküsitlusele vastanud ettevõtte juhti	17.03.2025– 27.03.2025	Võrrelda teooriat ettevõtjate praktiliste kogemustega

Veebipõhine ankeetküsitlus koostati *UT LimeSurvey* keskkonnas, mis võimaldab küsitluses osalejatel mugavalt vastata, nende anonüümsus oli tagatud ning vastuste järgi ei olnud nende isik tuvastatav. Küsimustiku koostamisel lähtuti töö teoreetilisest osast ja ankeetküsitluse koostamise üldpõhimõtetest, küsimustik asub lisas 1. Autor saatis küsimustiku e-kirjaga 150 juhuvalimi abil valitud Äripäeva Gaselli TOPi kuuluvale ettevõttele. Valimi suuruse hinnanguline sobivus kontrolliti *MaCorr Sample Size Calculator* abil, mis sobib valimimahtude määramiseks sotsiaalteaduslikus uurimistöös (MaCorr Research, n.d.). Arvestades koguvahemikku, mis oli 150 ettevõtet, usaldusnivood

95% ning lubatud veapiiri $\pm 10\%$, on 63 vastuse saanud valim piisav, et teha mõõduka täpsusega järeldusi kogu sihtrühma kohta. Küsimustik sisaldas valdavalt valikvastustega ja Likerti skaala küsimusi, et vastuseid oleks võimalik ühtselt analüüsida. Küsimustiku tulemustena võeti arvesse ainult täielikud vastused, neid analüüsiti JASP tarkvara abil ning joonised koostati Microsoft Exceli abil. Tulemused esitati sagedusjaotuste ja protsentjaotuste kaudu tulpdiagrammide ning kirjeldava statistika abil.

Uurimuse kvalitatiivses osas viidi läbi poolstruktureeritud intervjuud viie ettevõtte juhiga, kes olid eelnevalt vastanud ka ankeetküsitlusele ning andnud oma nõusoleku intervjuus osalemiseks. Intervjuude läbiviimisel kasutatud küsimuste kava asub lisa 2. Intervjueeritavad jäävad töös konfidentsiaalseks ja nende isikuid või nende poolt juhitud ettevõtete andmeid uuringu tulemustes ei käsitleta. Tabelis 4 on toodud läbiviidud intervjuude ülevaade. Intervjuud viidi läbi 2025. aasta märtsi kuus kõigi osalejatega füüsilisel kohtumisel. Intervjuud, mis kestsid keskmiselt 55 minutit, salvestati diktofoni abil. Ettevõtjate antud vastuseid analüüsiti sisuanalüüsi abil ja uuringu tulemustes avaldatakse need põimituna ankeetküsitlusest saadud vastuste ja seisukohtadena.

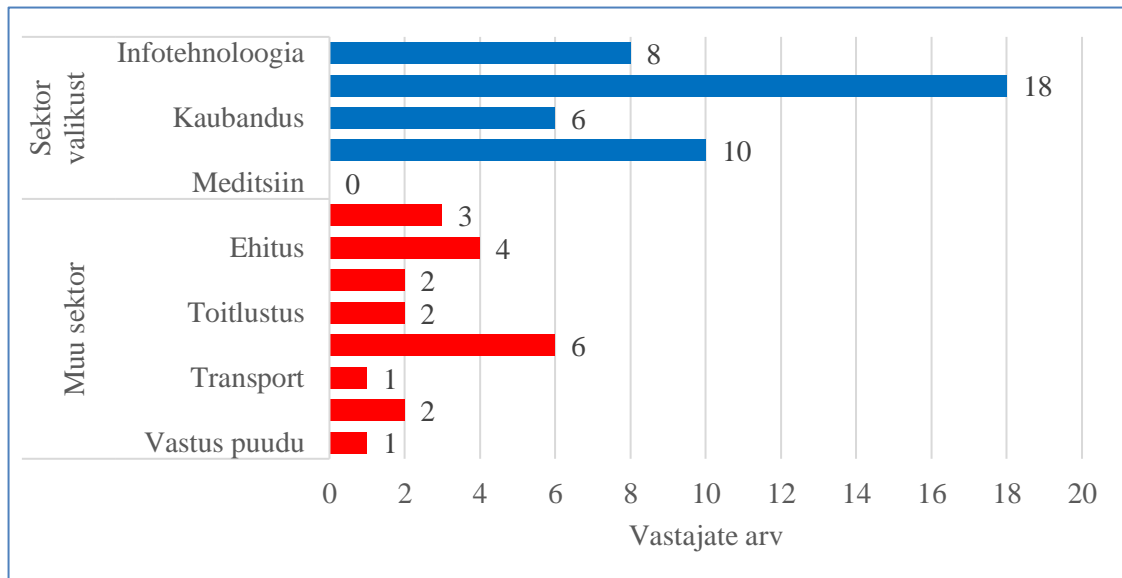
Tabel 4. Intervjuude ülevaade

Intervjueeritava tähis	Tegevusvaldkond	Intervjuu aeg	Intervjuu kestus
E1	Transport	18.03.2025	50 min
E2	Infotehnoloogia	19.03.2025	58 min
E3	Kinnisvara	20.03.2025	48 min
E4	Tootmine	20.03.2025	52 min
E5	Kinnisvara	21.03.2025	1h 10 min

Kvalitatiivsete intervjuude tulemused transkribeeriti ja teostati saadud andmete põhjal sisuanalüüs. Autor on valinud analüüsimeetodiks sisuanalüüsi, kuna intervjuud viidi läbi poolstruktureeritud meetodil ja intervjueeritavad andsid oma vastused vabas vormis ning kindlat struktuuri ei tekkinud. Töö teoreetilise raamistikuga võrdlemiseks käsitletakse eraldi kapitali struktuuri valikute, riskikapitali rolli ja kasvumudelite käsitlemist.

Küsitluses osalenud ettevõtetest 21 ei teinud valikut etteantud sektoritest vaid lisas oma valiku käsitsi. Sellest võib järeldada, et kolmandik ettevõtteid ei osanud ennast positioneerida etteantud tegutsemissektoritesse ning lisasid valiku seetõttu käsitsi. Kõige enam osales küsitluses tööstussektoris tegutsevaid ettevõtteid, keda oli kokku 18.

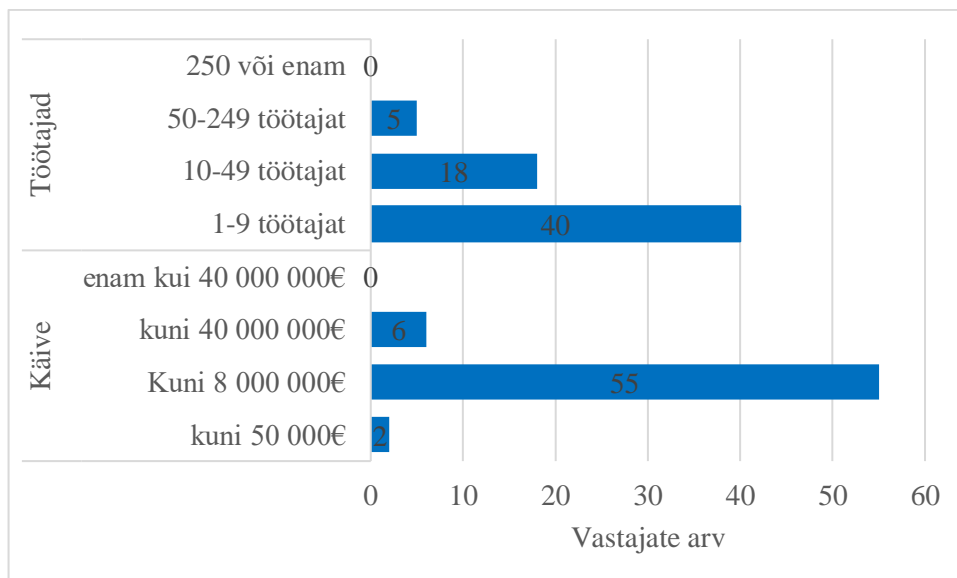
Läbiviidud intervjuudes osales 5 ettevõtjat, kes olid tegevad kinnisvarasektoris, transpordisektoris, tootmises ja infotehnoloogia sektoris. Ankeetküsitlusele vastanute jaotus on toodud sektorite kaupa joonisel 4.



Joonis 4. Küsitluses osalenud ettevõtete jaotus tegevusala järgi (n=63)

Üle poole (n=37) küsimustikule vastanud ettevõteteid olid tegutsenud enam kui seitse aastat. Ettevõtete vanuseline graafik on toodud joonisena lisas 3. Intervjueeritavatest olid E3, E4 ja E5 tegutsenud enam kui 7 aastat, E1 ja E2 on tegutsenud vahemikus 4–7 aastat.

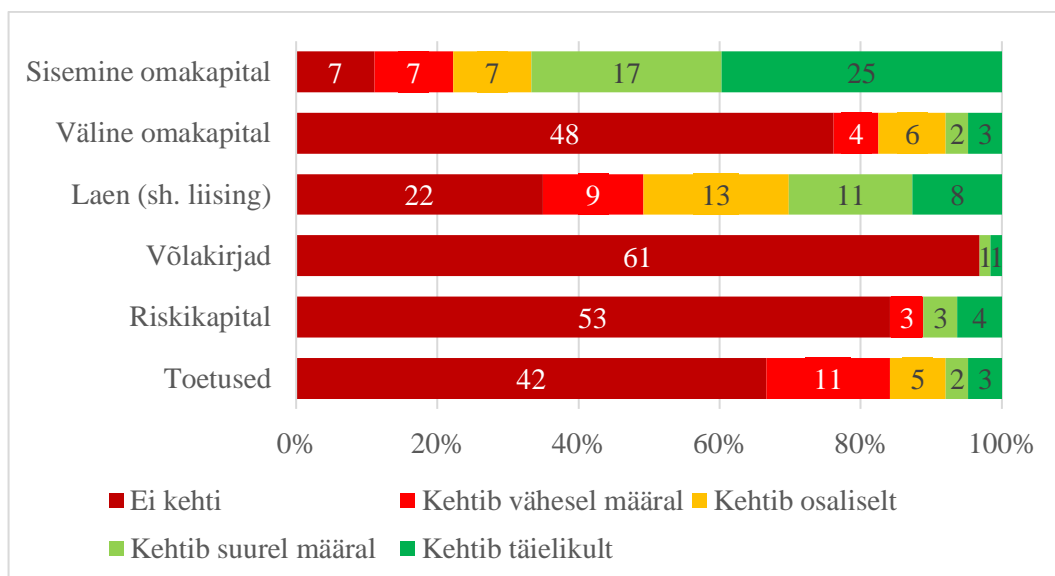
Üle poolte küsitluses osalenud (n=40) ettevõteteid olid väikeettevõtted, samas ei olnud vastajate seas ühtegi suureettevõtte esindajat. Joonisel 5 on näidatud küsitluses osalenud ettevõtete suurused käibe ja töötajate arvu alusel. Kõik intervjueeritud ettevõtjad olid samuti antud küsitluses väikeettevõtjad, mis tähendab, et nende töötajate arv jääb vahemiku 10–49 või aastakäive on kuni 8 miljonit eurot.



Joonis 5. Uuringus osalenud ettevõtete suurused käibe ja töötajate arvu alusel

2.2. Uuringu tulemused

Küsitluses uuriti ettevõtjatelt erinevate rahastusallikate kasutamist nende ettevõtetes, mille tulemused on esitatud joonisel 6. Üle poolte küsitletud ettevõtetest (n=42) vastas, et nende ettevõttes kehtib suurel määral või täielikult sisemise omakapitali kasutamine, kolmandikul laenu kasutamine. Välise omakapitali kaasamist, võlakirjade väljaandmist, riskikapitali kasutamist ning toetusi valdavalt ei kasutata või peetakse nende rolli ettevõtte rahastamisel marginaalseks. Käesolevas uuringus sooviti eristada riskikapitali ja tavalist välist omakapitali, arvestades riskikapitali investorite aktiivset rolli ettevõtte juhtimises ja kiire kasvu ootusi. Eristamine aitab selgelt mõista, miks uuringus osalenud ettevõtted on kasutanud erineva päritoluga kapitali.

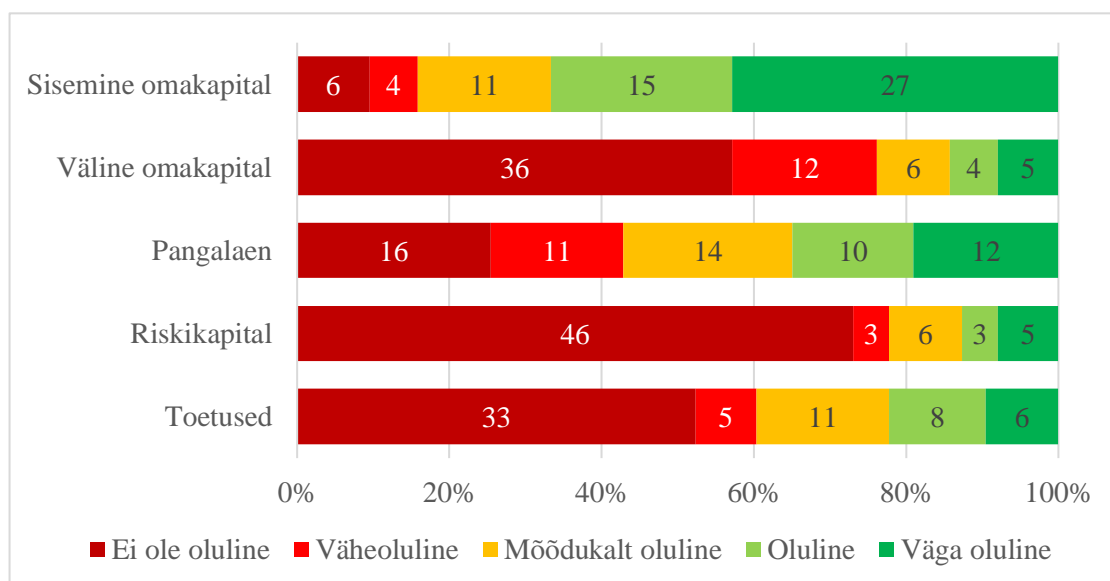


Joonis 6. Ettevõtete rahastusallikate kasutamine

Kvalitatiivsetes intervjuudes rõhutasid kõik intervjuueeritud ettevõtjad sarnaselt, et kapitali struktuuri kujundamisel eelistavad nad ettevõtte sisemiste ressursside kasutamist. Peamiseks põhjuseks tõid ettevõtjad välja selle, et sisemise omakapitali kaudu rahastamine võimaldab säilitada juhtimisautonoomiat ja vähendada ettevõtte sõltuvust välistest investoritest ja finantseerijatest. E2 rõhutas: „Meile on oluline, et rahastus ei seaks tingimusi, mis piiravad meie strateegilist otsustusvabadust. Pigem kasvame aeglasemalt, aga iseseisvalt“.

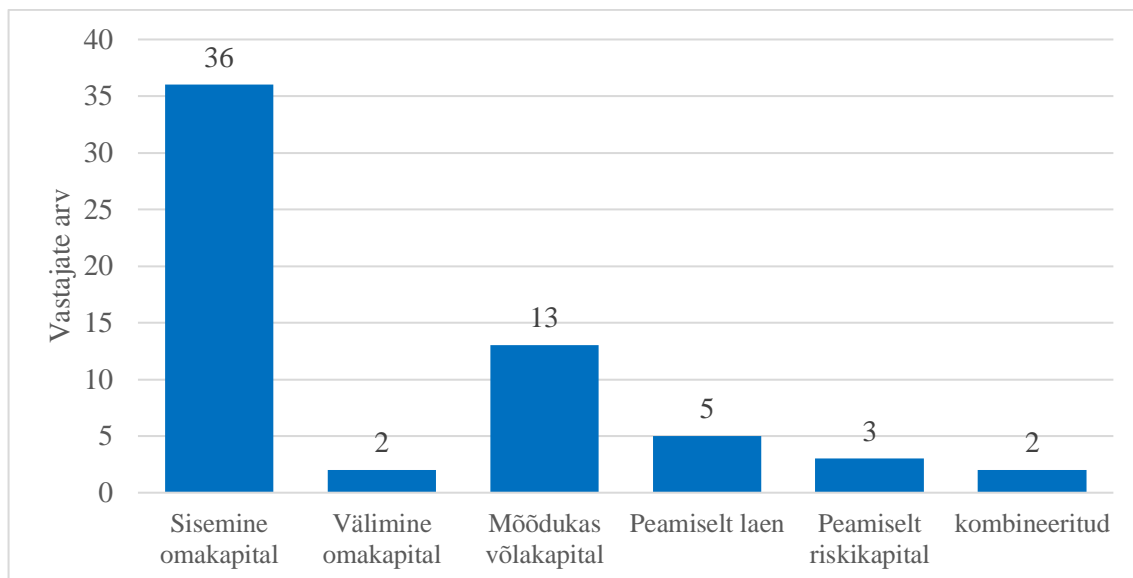
Küsitluses osalenud ettevõtete vastustest nähtub kõige olulisemana sisemise omakapitali kättesaadavuse tähtsust. Riskikapitali, välise omakapitali ja toetuste kättesaadavus ei olnud suuremale osale ettevõtjatest esmatähtis, mida toetab joonisel 7 kujutatud rahastusallikate olulisuse jaotus. Intervjuudest saadud tulemused on sarnased kvantitatiivsete tulemustega, kus kõige olulisemaks peeti sisemist omakapitali ja teise valikuna nimetati pangalaene. Intervjuueeritud ettevõtjatest (E1, E3 ja E5) nimetasid pangalaenude kättesaadavust väga oluliseks. Pangalaenude eeliseks peeti seda, et need võimaldavad finantseerida suuremaid investeeringuid ja kapitalimahukaid projekte, ilma et peaks kaasama väliseid investoreid või loobuma ettevõtte osalusest. Samas märkisid ettevõtjad E1 ja E3, et pankade ettevaatlik suhtumine noortesse või kiiresti kasvavatesse ettevõtetesse on seadnud piiranguid laenude saamisel. „Pankadega suheldes tundsin, et

kui sul pole tagatist, siis väga kaugele ei jõua. Seetõttu olemegi rohkem omavahenditele keskendunud“ Lisas E2



Joonis 7. Ettevõtete rahastusallikate kättesaadavuse olulisus

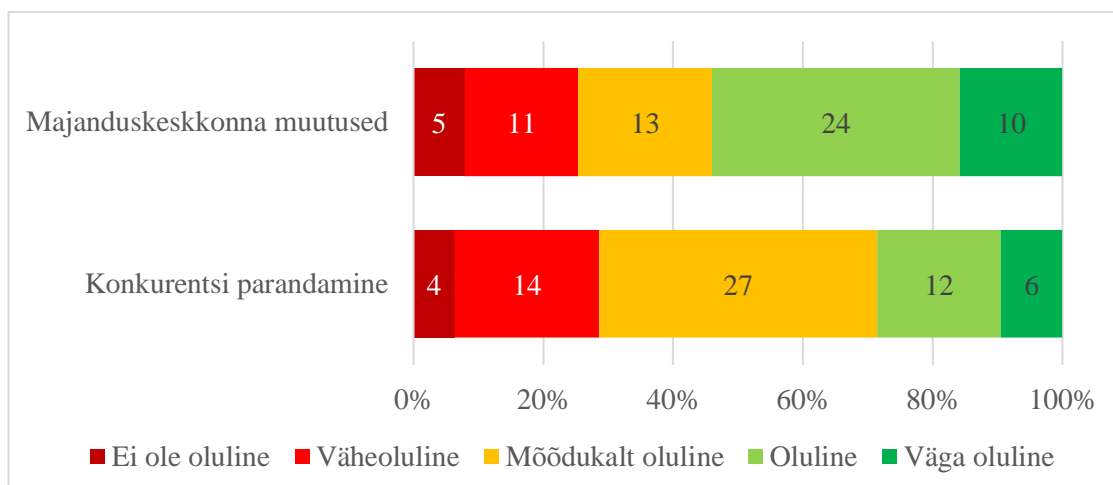
Küsitluses osalenud ettevõtjatelt saadud vastuste kohaselt eelistavad enamik vastanud ettevõtetest (n=36) kapitalisstruktuuris sisemise omakapitali kasutamist. Joonisel 8 on toodud ülevaade ettevõtete erinevatest finantseerimise strateegiatest, mis näitab välimise omakapitali ja riskikapitali väikest osakaalu ettevõtete finantseerimise strateegiates. Intervjuudest selgus, et viiest küsitletud ettevõtte juhist neli (E1, E3, E4 ja E5) olid ettevõtte rahastamiseks kasutanud lisaks omakapitalile osaliselt ka pangalaene ja liisinguid, kuid eelistasid ettevõtte sisemiste ressursside kasutamist. Ettevõtja E4 täpsustas: „Eelistan kasvada kasumi pealt, sest see on kontrollitav. Laen või väline investor tähendab riski“. Omakapitali eelistamise peamiseks põhjuseks nimetasid E2 ja E3 välja soov maandada riske ning hoida kontrolli ettevõtte juhtimise ja otsustusprotsesside üle, samuti vältida liigsete kohustuste võtmist majandusliku ebastabiilsuse perioodidel. Ettevõtja E3 nimetas kapitali kaasamise raskendavate teguritena viimaste aastate globaalse majanduskeskkonna muutuseid, eelkõige COVID-19 pandeemia ja Venemaa-Ukraina sõjaga kaasnevaid majanduslikke ja poliitilisi mõjusid, mis on suurendanud ebakindlust ja ettevaatlikkust rahastamisotsuste tegemisel.



Joonis 8. Ettevõtete kapitali struktuuri eelistused

Küsitluse tulemustest nähtub, et viimase kolme aasta jooksul on vastanud ettevõtetest neljandik ($n=14$) kaasanud lisakapitali rohkem kui kolmel korral. Kümme küsitlusele vastanud ettevõtet on kaasanud täiendavat rahastust kaks kuni kolm korda ning 13 ettevõtet on kasutanud lisarahastust ühe korra. Enam kui kolmandik ettevõtetest märkisid, et nad ei ole antud perioodil täiendavaid rahastamisallikaid kasutanud ehk on viimasel kolmel aastal oma tegevuste rahastamisel toetunud vaid sisemisele omakapitalile.

Kapitalstruktuuri paindlikkust peeti eriti oluliseks majanduskeskkonna võimalike muutuste kontekstis. Vaid viis küsitlusele vastanud ettevõtet hindasid kapitalstruktuuri paindlikkust majanduskeskkonna muutuste korral ebaoluliseks ning konkurentsivõime parandamiseks pidas seda väheoluliseks neli ettevõtet. Küsitluse tulemused kapitalstruktuuri paindlikkuse olulisuse kohta on esitatud joonisel 9. Läbiviidud intervjuudest selgus, et kõik viis intervjuueeritud ettevõtjat pidasid kapitalstruktuuri paindlikkust majanduskeskkonna muutuste korral kõige olulisemaks. Ettevõtja E1 tõi esile viimaste aastate kriisid „Kapitalistruktuur peab olema paindlik, eriti kui turg käitub ettearvamatult. Viimased paar aastat on seda hästi näidanud“.



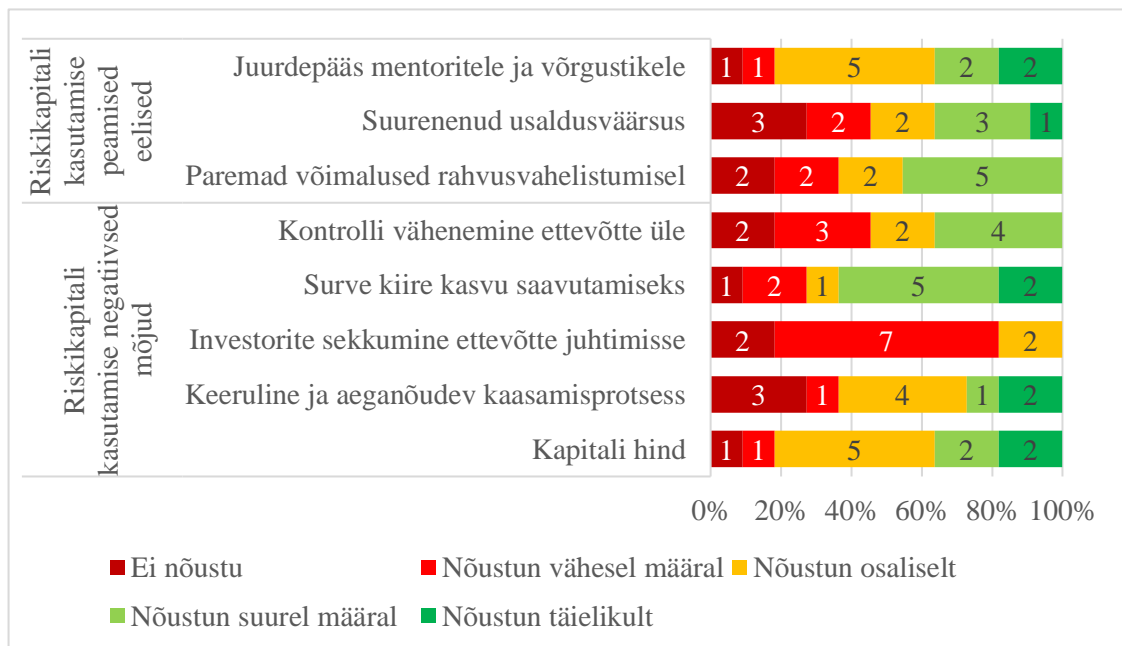
Joonis 9. Kapitali struktuuri paindlikkuse olulisus

Küsitluses uuriti ka riskikapitali kasutamist ettevõtete rahastamisel, neile küsimustele vastasid üksnes need ettevõtjad, kes olid viimase kolme aasta jooksul oma ettevõtte rahastamises riskikapitali kasutanud. Tulemuste põhjal selgus, et küsitluses osalenud 63 ettevõttest oli viimase kolme aasta jooksul riskikapitali kasutanud vaid 11 ettevõtet, Enamik ettevõtjaid (n=52) vastasid, et nad ei ole sel perioodil riskikapitali kasutanud. Kvalitatiivsete intervjuude tulemused olid sarnased, intervjuueeritud viiest ettevõtjast mitte ükski ei olnud seni riskikapitali oma ettevõtte rahastamises kasutanud. Peamise põhjusena toodi välja soov säilitada kontroll ettevõtte üle ning hoida sõltumatust otsustusprotsessides. Samas tõdesid ettevõtjad intervjuudes, et riskikapitali kaasamine oleks potentsiaalselt võimaldanud kiiremat kasvu. Intervjuueeritud ettevõtjatest kolm (E3, E4 ja E5) märkisid, et neile oli tehtud konkreetseid pakkumisi riskikapitali investeeringute kaudu ettevõtte osaluse omandamiseks. Ettevõtja E4 põhjendas seda: „Välisinvestori huvi on kasum, aga meie eesmärk on ehitada väärtust pikemaks ajaks“. E2 lisas: „Oleme rahastuse kaasamisel valivad – ei taha lihtsalt raha, vaid partnerit, kes mõistab meie ärimudelit“.

Peamiseks põhjuseks riskikapitali kaasamisel nimetas enamik (n=7) vastanud ettevõtjaid vajadust ettevõtte kiireks kasvuks ja laienemiseks. Samal ajal valisid kaks vastanut põhjustena ka konkrentsieelise saavutamise vajaduse. Küsitluse vastustest ilmses, et enam kui pooltel ettevõtetel kestis riskikapitali kaasamise protsess 6–12 kuud. Küsitluses uuriti täiendavalt ka riskikapitali investorite mõju ettevõtte strateegilistele otsustele.

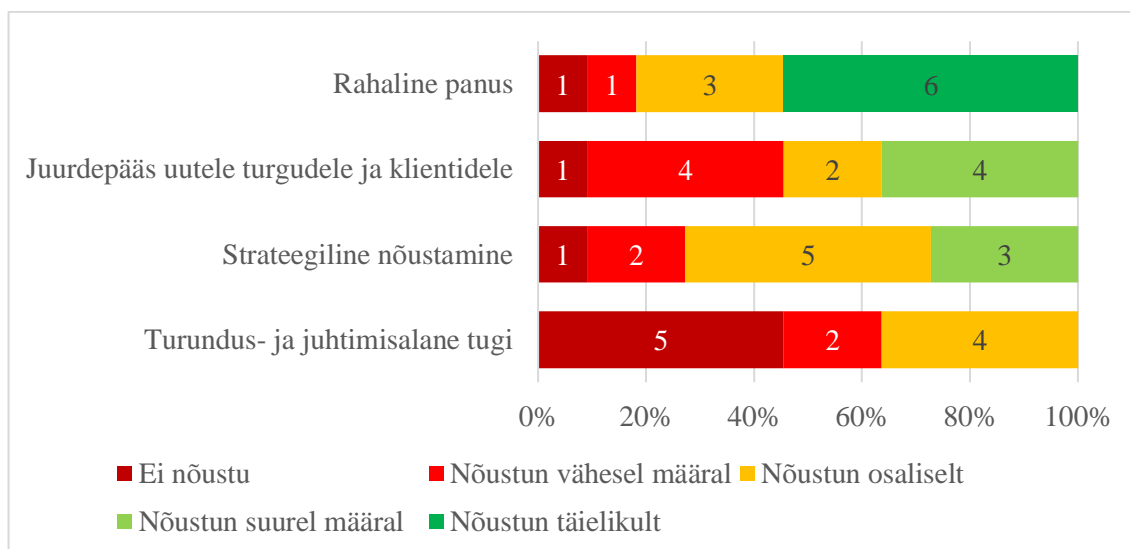
Sellele küsimusele vastanud ettevõtjatest ei pidanud üksi investorite mõju olematuks, samas väikest või mõõdukat mõju märkis üle poole vastanutest.

Joonisel 10 esitatud andmete põhjal tõid küsitlusele vastanud ettevõtjad riskikapitali kasutamise peamise eeliseks välja paremad võimalused ettevõtte rahvusvaheliseks laienemiseks. Seevastu riskikapitali kasutamise negatiivsete aspektidena nimetati kõige sagedamini kontrolli vähenemist ettevõtte juhtimise üle ning investorite poolset survet saavutada kiire kasv.



Joonis 10. Riskikapitali kasutamise positiivsed ja negatiivsed küljed (n=11)

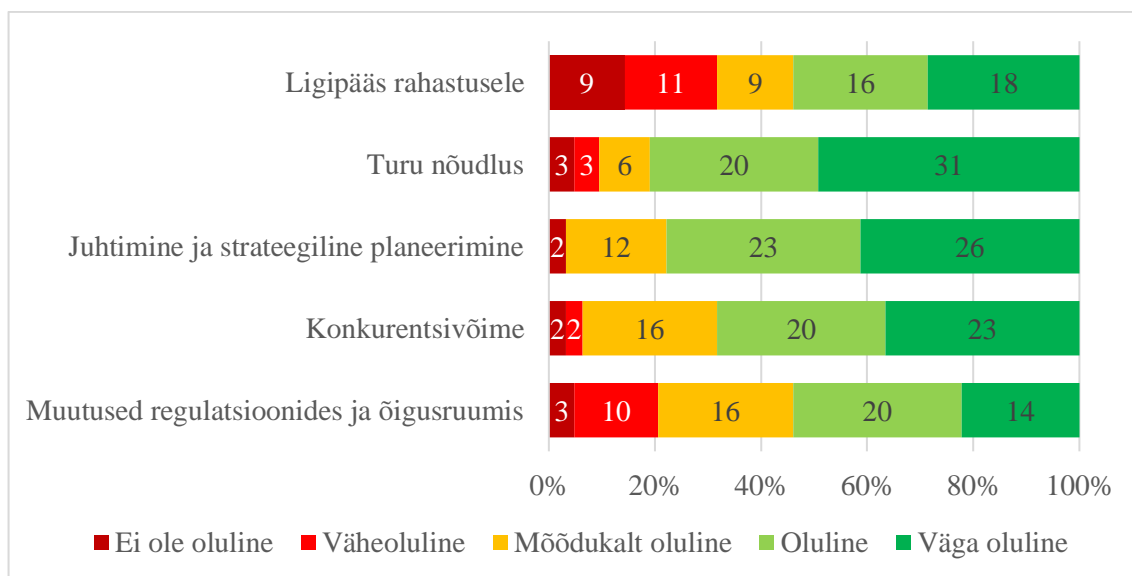
Küsitluse tulemustest selgus, et kõige olulisemaks riskikapitali investorite poolt pakutavaks panuseks peetakse rahalist investeeringut ettevõttesse. Selle tõid esile kuus üheteistkümnest vastanud ettevõtjast. Lisaks rahalisele panusele hindasid osad vastanutest oluliseks ka investorite kaasabil tekkivat juurdepääsu uutele turgudele ja klientidele ning võimalust saada strateegilist nõustamist. Täpsemad hinnangud riskikapitali investorite panuse osas ettevõttesse on toodud joonisel 11.



Joonis 11. Riskikapitali investorite panus (n=11)

Küsitluses uuriti ka ettevõtete tulevikuväljavaateid ja plaane riskikapitali kaasamiseks. Tulemuste kohaselt on pea pooltel (n=5) küsitlusele vastanud ettevõtetest plaanis kaasata täiendavat riskikapitali lähema 1–2 aasta jooksul ning kolme ettevõtte puhul oli riskikapitali kaasamise protsess juba käimas. Samas ei osanud ükski küsitluse riskikapitali teemaplokile vastanud ettevõtte hinnata täiendava riskikapitali kaasamise võimalust 3–5 aasta perspektiivis.

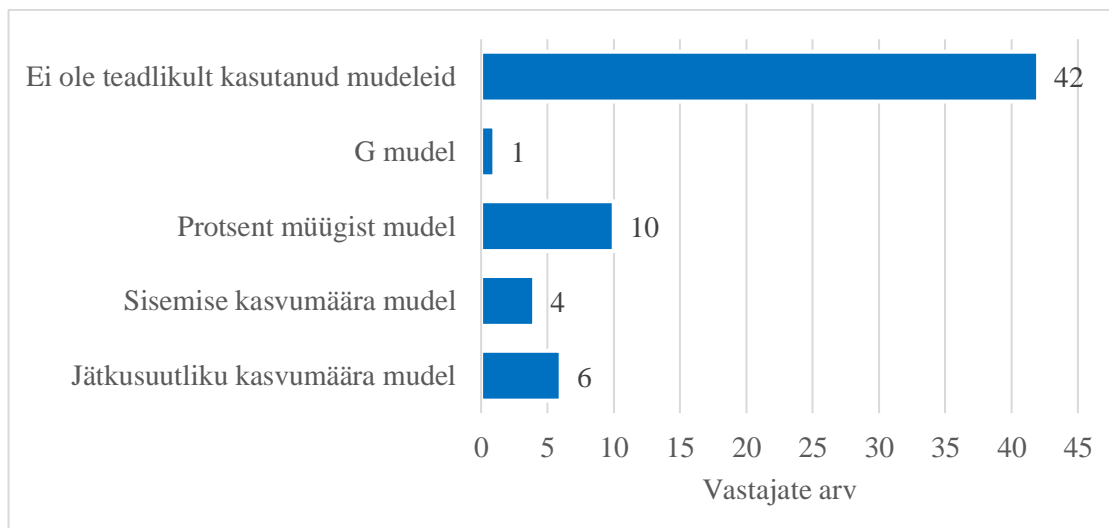
Ettevõtjatel paluti hinnata erinevate tegurite olulisust ettevõtte kasvu toetamisel. Enamik küsitlusele vastanud ettevõtetest (n=51) pidas kasvu toetamisel kõige olulisemaks teguriks turu nõudlust. Läbiviidud kvalitatiivsetes intervjuudes nimetasid kõik viis intervjuueeritud ettevõtjat ettevõtte kasvu toetamisel kõige olulisemaks teguriks just juhtimisotsuseid ja strateegilist planeerimist. Intervjuueeritud ettevõtjad rõhutasid, et ettevõtte edukus ja pikaajaline jätkusuutlikkus sõltuvad suurel määral ettevõtete võimest langetada strateegilisi otsuseid muutuvast ja sageli ebakindlas turusituatsioonis. Oluliseks peeti võimekust reageerida kiiresti turul toimuvatele muutustele ning vajadusel oma ärimudelit paindlikult kohandada, et säilitada või tugevdada konkurentsivõimet. Ankeetküsitluses osalenud ettevõtjate hinnangud erinevate tegurite olulisusele ettevõtte kasvu toetamisel on täpsemalt välja toodud joonisel 12.



Joonis 12. Erinevate tegurite olulisus ettevõtte kasvu toetamisel

Ettevõtjatega läbiviidud intervjuudest selgus samuti, et üheks oluliseks takistuseks ettevõtete kasvu toetamisel on ametkondade kohati aeglane tegutsemine ning teatud protsesside liigne reguleeritus. Eriti tõid intervjuudes selle probleemi välja kinnisvarasektoris tegutsevad ettevõtjad (E3, E5), kes märkisid, et regulatsioonid ja ametkondade aeglane otsustusprotsess võivad oluliselt pikendada projektide realiseerimise aega ning mõjutada negatiivselt ettevõtte kasvuplaane ja äristrateegiaid.

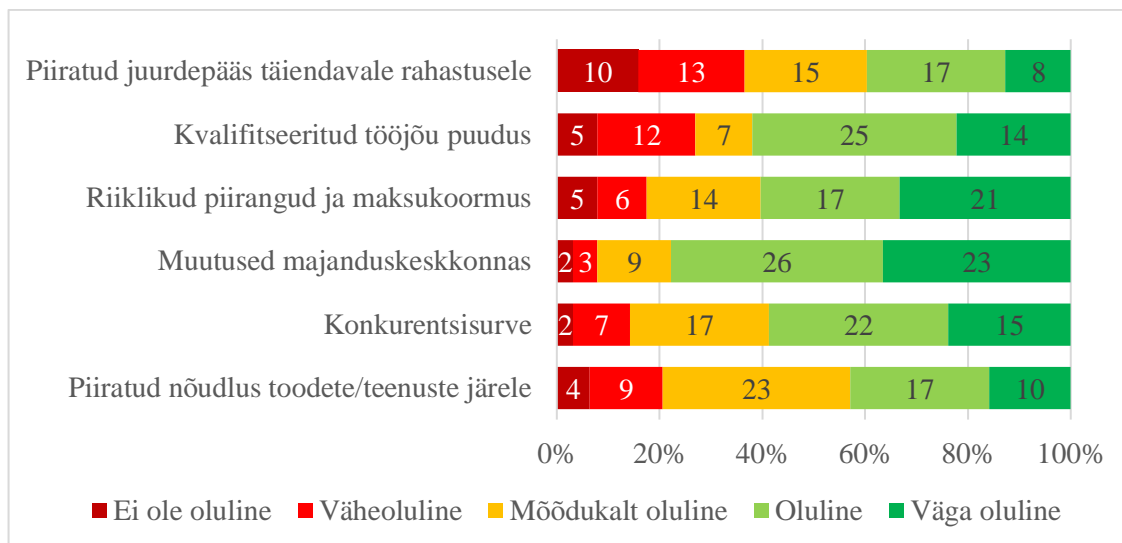
Enamik küsitluses osalenud ettevõtteid (n=42) ei ole oma tegevuse planeerimisel ja hindamisel teadlikult kasvumudeleid kasutanud. See tendents leidis kinnitust ka läbiviidud intervjuudes, mille käigus selgus, et intervjuueeritud ettevõtjad ei ole samuti teadlikult ega eesmärgistatult rakendanud spetsiifilisi kasvumudeleid. Intervjuudes osalenud ettevõtjad kirjeldasid oma kasvu pigem orgaanilisena, mis põhineb turu nõudlusel ja ettevõtte enda sisemistel ressurssidel. Ettevõtja E3 selgitas: „Me ei kasuta teadlikult mingeid kasvumudeleid, aga jälgime müügitulu ja kasumit väga hoolikalt“. Kasvu hindamiseks ja tuleviku planeerimiseks kasutasid ettevõtjad lihtsamaid analüütilisi vahendeid, näiteks müügitulu jälgimist ja kasumimarginali hindamist, et hinnata senise tegevuse edukust ning teha otsuseid tulevikuks. Kasvumudelite kasutamine küsitluses osalenud ettevõtete seas on näidatud joonisel 13.



Joonis 13. Kasvumodelite kasutamine (n=63)

Ankeetküsitlusele vastanud ettevõtjatest hindasid peaaegu pooled (n=29) vastanutest oma ettevõtte tulevase kolme aasta kasvuvõimalusi mõõdukaks ning kolmandik ettevõtjatest väheseks. Samal ajal märkis vaid kuus ettevõtet, et nende hinnangul on võimalik saavutada väga kiire kasv. Läbiviidud kvalitatiivsetes intervjuudes väljendasid kõik intervjuueeritud ettevõtjad valmisolekut kasvada juhul, kui turutingimused seda võimaldavad, kuid tõid selgelt välja ka teadlikkuse turu kõikumiste ja üldise majandusliku ebakindluse negatiivsest mõjust ettevõtte kasvuplaanidele.

Küsitluse tulemustest ilmneb, et peamiseks teguriks ettevõtete tulevasele kasvutempole peetakse muutusi majanduskeskkonnas. Seda nimetas oluliseks teguriks 26 ja väga oluliseks teguriks 23 küsitlusele vastanud ettevõtjat. Erinevate tegurite olulisus kasvu piirajana on esitatud joonisel 14.



Joonis 14. Erinevate tegurite olulisus tulevase kasvu piirajana

Küsitluses osalenud ettevõtjad hindasid oma ettevõtte võimekust kaasata lähiajal täiendavat rahastust valdavalt mõõdukaks ($n=25$). Samas hindas viis ettevõtet oma võimet kaasata täiendavat rahastust väga väheseks ning kaheksa ettevõtet väga suureks.

2.3. Järeldused ja ettepanekud

Käesolevas peatükis analüüsitakse läbiviidud uuringu tulemusi lähtudes püstitatud uurimisküsimustest, mille eesmärgiks oli välja selgitada Eesti kiiresti kasvavate ettevõtete kapitali struktuuride kujundamise põhimõtted, kasvumudeleite rakendamise praktikad ja riskikapitali rolli nende rahastamises.

Uuringu tulemused näitavad, et Eesti kiiresti kasvavad ettevõtted eelistavad oma kapitali struktuuris kasutada suurel määral sisemist omakapitali, reinvesteerides teenitud kasumit. Ankeetküsitluses osalenud ettevõtetest enam kui pooled ($n=42$) kasutavad oma rahastamises suurel määral või täielikult omakapitali. Seda trendi kinnitasid ka kvalitatiivses uuringus intervjueritud ettevõtjad, nimetades sellise eelistuse peamise põhjusena soovi säilitada kontrolli ettevõtte juhtimise ja strateegiliste otsuste üle. Väliseid rahastusallikaid, nagu võlakirjade emiteerimist, välise omakapitali sh riskikapitali kaasamist ja toetusi, kasutatakse harva ning valdavalt neid oluliseks ei peeta. Samuti nähtub uuringust, et teine eelistus on pangalaenu kasutamine, mida hindasid oluliseks või väga oluliseks pooled ($n=32$) küsitluses osalenud ettevõtetest. Sisemise omakapitali

olulisust Eesti ettevõtete rahastamises kinnitab ka asjaolu, et peaaegu pooled (n=26) ettevõtetest ei ole viimase kolme aasta jooksul üldse täiendavat välist rahastust kaasanud, toetudes sel perioodil vaid sisemistele vahenditele. Ka intervjuudes osalenud ettevõtjad nimetasid teise peamise rahastusallikana pangalaene. Samas leidsid intervjuueeritud ettevõtjad, et laenu suurema osakaalu korral rahastamises võiks see avaldada potentsiaalset positiivset mõju veelgi kiirema kasvu saavutamisel. Need tulemused on kooskõlas Myers ja Majluf (1984) finantshierarhia teooriaga, mille kohaselt eelistavad ettevõtted sisemisi vahendeid ning kasutavad võõrkapitali ainult siis kui sisemiste ressursside hulk ei ole piisav (Myers & Majluf, 1984). Samuti toetavad saadud tulemused Sanderi (2003, lk 9) poolt läbi viidud varasemaid uuringuid, mis näitavad Eesti ettevõtete eelistust sisemisele omakapitalile ning pangalaenudele kui peamistele rahastusallikatele. Uuringu sellise tulemuse üheks võimalikuks seletuseks on uuringus osalenud ettevõtete vanuseline ja arenguetapiline eripära. 39 uuringus osalenud ettevõttest olid tegutsenud enam kui seitse aastat, mis viitab nende küpsemale arengustaadiumile. Eesti äriregistri andmetel on Eesti tegutsevate ettevõtete keskmine vanus 10,31 aastat, mis kinnitab, et uuringu valim esindab valdavalt juba väljakujunenud ja stabiilses kasvufaasis olevaid ettevõtteid (Äriregister, 2025).

Uuringust selgus, et kapitalistruktuuri paindlikkust pidasid majanduskeskkonna muutuste korral oluliseks või väga oluliseks pea pooled ettevõtetest. Need tulemused kinnitavad osaliselt kompromissiteooriat, mille kohaselt püüavad ettevõtted leida optimaalse tasakaalu võõrkapitali ja omakapitali vahel (Dao & Ta, 2020, lk 1–3). Seevastu Modigliani ja Milleri (1958) kapitalistruktuuri irrelevantsuse teooria ei leidnud käesolevas uuringus kinnitust, kuna ettevõtted pidasid kapitalistruktuuri paindlikkust väga oluliseks teguriks majanduskeskkonna muutuste tingimustes. Oluliseks tähelepanekuks käesoleva uuringu raames on, et Eestis ei pruugi kompromissiteooria kapitali struktuuri kujundamisel täielikult rakenduda. Klassikaline kompromissiteooria eeldab, et ettevõtted tasakaalustavad omakapitali ja võlakapitali kasutust, võttes arvesse maksukilbist tulenevaid eeliseid. Maksukilp võimaldab ettevõttel vähendada oma maksukoormust, arvestades laenudelt makstavad intressid maksustatavast tulust maha (Dao & Ta, 2020, lk 1–3). Eesti maksusüsteem, kus kasumit maksustatakse alles selle jaotamisel, ei võimalda laenude intresside kaudu maksukoormust vähendada. Sellest tulenevalt ei ole Eesti ettevõtjatel majanduslikku motivatsiooni eelistada võlakapitali

maksusoodustuse eesmärgil, mis võib selgitada uuringus täheldatud sisemise omakapitali olulisust rahastamisallikana.

Uuringus selgus üllatava tulemusena riskikapitali vähene kasutamine Eesti kiiresti kasvavate ettevõtete seas. Uuringus osalenud ettevõtetest (n=63) vaid 11 olid viimase kolme aasta jooksul kasutanud riskikapitali. Intervjueeritud ettevõtjatest ei olnud ükski riskikapitali kaasamise kogemusega, tuues peamise põhjusena välja hirmu juhtimisautonoomia kaotamise ees ning riski kaotada kontroll ettevõtte strateegiliste otsuste üle. Võrreldes teoreetilise käsitlusega, kus riskikapitali mainitakse kiire kasvu olulise toetusena (Greenwood *et al.*, 2022, lk 2–3), võib Eesti kontekstis seda pidada pigem alakasutatud rahastamisvõimaluseks. Üheks riskikapitali vähese kasutamise põhjuseks käesoleva uuringu kontekstis, võib olla valimi koostamine Äripäeva Gaselli TOPi alusel, kus võetakse arvesse ettevõtete müügitulu ja ärikasumi kasvu vähemalt 50% ulatuses viimase kolme aasta jooksul. Riskikapitali kaasavad ettevõtted keskenduvad sageli kiirele väärtuse kasvule ja turuosa suurendamisele, mis võib tähendada kasumi vähenemist või isegi kahjumit. Seega võib järeldada, et Gaselli TOPi kriteeriumid ja riskikapitali kaasamisega seotud strateegilised muutused võivad olla põhjuseks, miks uuringus osalenud ettevõtted ei ole valdavalt kasutanud riskikapitali.

Uuringus selgus, et kasvumudelite teadlik rakendamine on osalenud ettevõtete seas piiratud. Kaks kolmandiku uuringus osalenud ettevõtetest kinnitasid, et nad ei ole teadlikult kasutanud konkreetseid kasvumudeleid, vaid on lähtunud ettevõtte orgaanilisest kasvust ja turu nõudlusest. Samas mainiti intervjuudes, et ettevõtted jälgivad müügitulu ja kasumlikkuse näitajaid, mis viitab kaudselt protsent müügist mudeli ja sisemise kasvumäära mudeli elementide rakendamisele (Lin, 2019, lk 2–3).

Tulevikuplaanides hindasid ettevõtted oma kasvu võimalusi valdavalt mõõdukaks, mida kinnitasid pooled ettevõtted ankeetküsitluses. Kasvu peamiseks piiravateks teguriteks nimetati majanduskeskkonna muutusi ja regulatiivseid piiranguid. Ka intervjuudest selgub, et tulenevalt viimaste aastate negatiivsetest sündmustest, nagu COVID-19 pandeemia ja Venemaa sõjaline rünnak Ukraina vastu, hindavad ettevõtjad oma tulevast kasvu pigem mõõdukaks. Samas enamik ettevõtteid hindas oma võimet kaasata täiendavat rahastust mõõdukaks või heaks, mis näitab ettevõtjate ettevaatlikku, kuid optimistlikku hoiakut tuleviku suhtes.

Kvalitatiivsest uuringust lähtuvalt olid esindatud mitmed teemad, mis viitavad ettevõtjate suhtelisele konservatiivsusele rahastamisotsuste tegemisel. Tabelis 5 on näidatud Intervjuudest välja joonistunud korduvad teemad ja sagedased vastused.

Tabel 5. Intervjuudes korduvad teemad

Järeldus	Tsitaat intervjuudest
Turu nõudlus kui peamine kasvu käivitaja	„Meie puhul töötab paremini see, et kasv tuleb orgaaniliselt. Kui näeme nõudlust, siis investeerime.“ (E5)
Sisemise rahastuse eelistus	„Eelistan kasvada kasumi pealt, sest see on kontrollitav. Laen või väline investor tähendab riski.“ (E4)
Juhtimisautonoomia säilitamine	„Oleme rahastuse kaasamisel valivad – ei taha lihtsalt raha, vaid partnerit, kes mõistab meie ärimudelit.“ (E2)
Paindlikkus ja reageerimisvõime	„Kapitalistruktuur peab olema paindlik, eriti kui turg käitub ettearvamatult. Viimased paar aastat on seda hästi näidanud.“ (E1)
Praktilised mõõdikud (müük/kasum)	„Me ei kasuta teadlikult mingeid kasvumudeleid, aga jälgime müügitulu ja kasumit väga hoolikalt.“ (E3)

Kokkuvõtvalt näitavad uuringu tulemused, et Eesti kiiresti kasvavad ettevõtted eelistavad kapitalistruktuuris tugevat omakapitali positsiooni, kasutavad mõõdukalt laenukapitali ja väga piiratult riskikapitali, mida saab põhjendada ka valimi eripäraga. Konservatiivset suhtumist rahastamisotsuste tegemisel saab seletada viimaste aastate geopoliitiliste- ja majanduslike kriisidega. Konkreetsete kasvumodelite kasutamine uuringus osalenud ettevõtete seas levinud ei olnud. Peamised kasvu piiravad tegurid on seotud majanduskeskkonna ebakindlusega. Tuleviku osas ollakse mõõdukalt optimistlikud, kuid viimaste aastate kriisid on muutnud ettevõtjad oma plaanide osas ettevaatlikuks.

Uuringu tulemustest lähtuvalt soovib autor Eesti ettevõtetel oma tegevuse planeerimisel rakendada teadlikumalt kasvumudeleid, et hinnata täpsemalt ettevõtte kasvupotentsiaali ja prognoosida kapitalivajadust. Kasvutempo hoidmiseks ja kiirema kasvu saavutamiseks oleks vajalik suurendada teadlikust väliste rahastusvõimaluste osas. Samuti annab autor soovitusi kaaluda strateegiliselt riskikapitali kasutamist, eriti juhtudel kus ettevõtte soovib kiiresti laieneda ja siseneda rahvusvahelistele turgudele, kaaludes sealjuures riskikapitali kasutamisest tulenevaid riske ja kasutegureid. Tabelis 6 on näidatud uuringu peamised tulemused ja seosed teooriaga.

Tabel 6. Peamised tulemused, järeldused ja seos teooriaga

Uuringu tulemus	Järeldus	Seos teooriaga	Praktiline soovitus
Sisemise omakapitali suur osakaal	Eesti kiiresti kasvavad ettevõtted kasutavad suurel määral sisemist omakapitali.	Kooskõlas finantshierarhia teooriaga Mayers ja Majluf (1984, lk 47)	Toetada sisemise kapitali kasutust efektiivsete kasumi reinvesteermise strateegiate ja kapitali planeerimise tööriistade abil ning tõsta teadlikkust sobivatel juhtudel välise rahastuse rollist kasvustrateegiates
Üle poole küsitluses osalenud ettevõtte eelistavad kasutada omakapitali	Suur omakapitali osakaal näitab konservatiivset rahastamisstrateegiat ja ettevõtete suhtelist vanust ning küpsust	Osaliselt kooskõlas kompromissteooriaga Eestis puudub maksukilp Dao ja Ta (2020, lk 1), Nenu jt (2018, lk 5).	Selgitada maksukilbi puudumise mõju finantsotsustele ja arendada meetmeid, mis aitaksid hinnata kapitali struktuuri valikuid muutuvates tingimustes
Riskikapitali vähene kasutamine	Kartus kaotada juhtimisautonoomiat ja kontrolli	Osaline kooskõla teooriaga Greenwood jt (2002, lk 2–3)	Arendada teadmisi riskikapitali strateegilistest eelistest
Kasvumudelite piiratud rakendamine	Kasvumudelite kasutamine ei ole teadvustatud, lähtutakse turu nõudlusest	Protsent müügist mudeli ja sisemise kasvumäära mudeli elementide kaudne kasutus Lin, (2019, lk 2–3)	Suurendada teadlikust kasvumudelite süsteemsest rakedamisest

Edaspidistes uuringutes oleks kasulik uurida detailsemalt riskikapitali kaasamise võimalusi ja takistusi sektorite lõikes. Samuti võiks keskenduda kasvumudelite praktilise rakendamise juhtumiuuringutele Eesti kontekstis, et anda ettevõtetele konkreetsemaid suuniseid kasvu juhtimiseks.

KOKKUVÕTE

Käesoleva lõputöö raames analüüsiti Eesti kiiresti kasvavate ettevõtete kapitalistruktuuri kujundamise põhimõtteid, kasvumodelite rakendamist ning riskikapitali kaasamise praktikat. Töö teoreetiline osa pakkus süstemaatilise ülevaate kapitalistruktuuri teooriatest, riskikapitali olemusest ja kasvumodelite rakendamisest, mille põhjal kujundati uurimuse kontseptuaalne raamistik. Töö empiiriline osa tugines veebipõhisele ankeetküsitlusele ja poolstruktureeritud intervjuudele, mis viidi läbi Äripäeva Gaselli TOPi kuuluvate ettevõtete seas, kasutades kombineeritud uurimismeetodit. Kvantitatiivsetest ja kvalitatiivsetest meetoditest koosnev lähenemine võimaldas koguda mitmekülgset empiirilist teavet ning toetada tulemuste usaldusväärsust.

Uuringu tulemustest selgus, et kiiresti kasvavad Eesti ettevõtted eelistavad kapitalistruktuuri kujundamisel sisemist omakapitali, eelkõige reinvesteeritud kasumit. Sellise valiku peamiseks põhjuseks on soov säilitada ettevõtte juhtimisautonoomiat ning minimeerida sõltuvust väliskapitali tingimustest. Laenude ja liisingute kasutamine oli samuti levinud, kuid välise omakapitali ja riskikapitali osakaal jäi küsitletud ettevõtete seas tagasihoidlikuks. Ettevõtjad tõid esile, et välise kapitali kaasamisega kaasnev kontrolli loovutamise risk ei ole kooskõlas nende juhtimisprioriteetidega.

Riskikapitali rolli analüüs näitas, et selle kasutamine valimis olnud Eesti kiiresti kasvavate ettevõtete seas on olnud minimaalne. Uuringus osalenud ettevõtjatest vaid väike osa oli viimase kolme aasta jooksul riskikapitali kasutanud ning intervjuudes selgus, et selle vältimist põhjendati peamiselt kontrolli kaotamise kartusega ning vajadusega säilitada sõltumatus strateegiliste otsuste tegemisel. Samas mainiti, et riskikapitali kaasamine võiks potentsiaalselt kiirendada kasvu ja laiendada rahvusvahelisi võimalusi, kuid kaasnev surve kiirele kasvule ja investorite võimalik aktiivne sekkumine ettevõtte juhtimisse on olnud peamised takistused. Soovituslikult võiksid ettevõtted kaaluda riskikapitali kaasamist selgelt määratletud kasvueesmärkide ja juhtimisstruktuuri

kujundamise raames, et maandada kaasnevaid riske ja säilitada tasakaal investori ootuste ning ettevõtte pikaajaliste sihtide vahel.

Kasvumodelite rakendamisel ilmnes, et enamik uuringus osalenud ettevõtteid ei kasuta süstemaatiliselt teoreetilisi kasvumudeleid. Planeerimine toimub pigem turu nõudluse ja ettevõtte sisemiste ressursside alusel, kasutades lihtsustatud moodsikuid, nagu müügitulu ja kasumlikkuse analüüsi. Siiski leidus viiteid sellistele mudelitele nagu sisemise- ja jätkusuutliku kasvumäära mudelid, kuid nende kasutamine ei olnud teadlik ega süsteemne. See viitab arenguvõimalusele ettevõtete strateegilise juhtimise valdkonnas.

Ettevõtjate hinnangul on tulevase kasvu peamised takistused seotud turu volatiilsuse ja majanduskeskkonna ebastabiilsusega, mida on süvendanud ülemaailmsed kriisid, nagu COVID-19 pandeemia ja Venemaa sõjaline tegevus Ukrainas. Samuti rõhutati regulatiivseid takistusi ja ametkondliku asjaajamise aeglust, mis raskendavad pikaajalist planeerimist. Samas ei peetud täiendava rahastuse kättesaadavust suureks probleemiks ning enamik vastanutest hindas oma võimet kaasata lisarahastust pigem heaks või mõõdukaks.

Uurimuse tulemuste põhjal saab järeldada, et sisemine omakapital mängib kiiresti kasvavate Eesti ettevõtete kapitalistruktuuris kesksel rolli. Ettevõtted eelistavad paindlikku ning autonoomset rahastamismudelit, mis võimaldab paremini reageerida majanduslikele muutustele. Siiski võiks kaaluda teadlikumat kasvumodelite rakendamist ja riskikapitali kaasamise strateegiat, mis võiksid parandada kasvu juhtimise tõhusust ja rahvusvahelist konkurentsivõimet. Töö praktiliseks väärtuseks on ülevaade finantsotsuste kujundamise praktikatest Eesti kiiresti kasvavates ettevõtetes ning ettepanekud, kuidas paremini rakendada olemasolevaid teoreetilisi mudeleid. Autor täitis püstitatud eesmärgi, anda sisulised soovitused ettevõtete rahastamisstrateegiate ja kasvupotentsiaali paremaks juhtimiseks. Tulemusi on võimalik rakendada ettevõtete finantsjuhtimise täiustamiseks ja kasvuvõimekuse toetamiseks. Edasised uuringud võiksid keskenduda detailsemalt sellele, kuidas Eesti ettevõtted võiksid riskikapitali kaasamist strateegiliselt edukamalt kasutada, säilitades samas piisava juhtimisautonoomia ja pikaajalise jätkusuutlikkuse.

VIIDATUD ALLIKAD

- Ahmed, A.M., Nugraha, D.P., & Hagen, I. (2023). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance: The Moderating Role of Agency Cost. *Risks*, 11(6), 102. <https://doi.org/10.3390/risks11060102>
- Ardalan, K. (2017). Capital structure theory: Reconsidered. *Research in International Business and Finance*, 39(Part B), 696–710. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.010>
- Block, J. H., Diegel, W., & Fisch, C. (2024). How venture capital funding changes an entrepreneur's digital identity: more self-confidence and professionalism but less authenticity! *Review of Managerial Science*, 18(8), 2287–2319. <https://doi.org/10.1007/s11846-023-00686-1>
- Block, J., Fathollahi, R., & Eroglu, O. (2024). Capital structure of single family office-owned firms. *Journal of Family Business Strategy*, 15(3), 100596. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2023.100596>
- Boyte-White, C. (2023). How Does a Company's Capitalization Structure Affect Its Profitability?. *Investopedia*. <https://www.investopedia.com/ask/answers/032715/how-does-companys-capitalization-structure-affect-its-profitability.asp>
- Brusov, P., & Filatova, T. (2023). Capital Structure Theory: Past, Present, Future. *Mathematics*, 11(3), 616. <https://doi.org/10.3390/math11030616>
- Damodaran, A. (2016). The cost of capital: The Swiss Army Knife of Finance. <https://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/costofcapital.pdf>
- Dao, B.T.T., & Ta, T.D.N. (2020). A meta-analysis: capital structure and firm performance. *Journal of Economics and Development*, 22(1), 111–129. <https://doi.org/10.1108/JED-12-2019-0072>

- Fang, Y., Guan, B., & Yang, G. (2024). From Banks or Venture Capitals? The Financing Choices of Chinese High-Tech Enterprises During the Start-Up Period. *Sage Open*, 14(3), 1–14. <https://doi.org/10.1177/21582440241266021>
- Frešer, B. (2022). Multidimensional Model of High-Growth Companies: Do COVID-19 and the Ukraine–Russia Crisis Lead to Differences? *Sustainability*, 14(22), 15278. <https://doi.org/10.3390/su142215278>
- Gill, A., Heller, D., & Michel, N. A. (2024). Enabling or accelerating? The timing of innovation and the different roles of venture capitalists. *Research Policy*, 53(8), 105060. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2024.105060>
- Goedhart, M.H., Koller, T., & Rehm, W. (2006). Making capital structure support strategy. *McKinsey on Finance*, February 1. <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/making-capital-structure-support-strategy>
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science*, 3(1), 102–110. <https://doi.org/10.1287/mnsc.3.1.102>
- Goyal, A.K., (2020) Valuation of Selected Nifty IT Companies 2 Stage Dividend Discount Model. *International Journal of Psychosocial Rehabilitation*. 07.2020. ISSN: 1475–7192
- Greenwood, J., Han, P., & Sanchez, J. M. (2022). Venture Capital: A Catalyst for Innovation and Growth. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 104(3), 120–130. <https://doi.org/10.20955/r.104.120-30>
- Habibniya, H., Dsouza, S., Rabbani, M.R., Nawaz, N., & Demiraj, R. (2022). Impact of Capital Structure on Profitability: Panel Data Evidence of the Telecom Industry in the United States. *Risks*, 10(8), 157. <https://doi.org/10.3390/risks10080157>
- Hadi, A.H, Mohi, M.A. (2020) Use analysis of Internal Growth Rate and Sustainable Growth Rate and Its Relations to Rerformance. *International Journal of Psychosocial Rehabilitation*, 24(4), 17/8635-8651
- Higgins, R. C. (1977). How Much Growth Can a Firm Afford? *Financial Management*, 6(3), 7–16. <https://doi.org/10.2307/3665251>
- Hirsjärvi, S., Remes, P., Sajavaara, P. (2005). *Uuri ja kirjuta*. Kirjastus Medicina.
- Kim, H.-S. (2021). Risk management and optimal capital structure under ambiguity. *Finance Research Letters*, 40, 101752. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101752>

- KPMG 2019. (2019). *Era ja riskikapitali fonde kaasavad ettevõtted kasvavad konkurentidest kordades kiiremini*, KPMG, 27. veebruar 2019
<https://kpmg.com/ee/et/home/insights/2019/02/erakapitali-ja-riskikapitali-fonde-kaasavad-ettevotted-kasvavad-.html#:~:text=Eestis%20on%20era,ka%20kohalikud%20erakapitali%20kaasanud%20ettev%C3%B5tted>
- Kõomägi, M. (2006). Äriühendus. *Tartu Ülikooli Kirjastus*.
- Kõomägi, M., & Sander, P. (2006). Venture Capital investments and financing in Estonia: a case study approach. lk 36–37, 45–46. *Tartu Ülikooli Kirjastus*.
<http://www.digar.ee/id/nlib-digar:11704>
- Lerner, J., & Nanda, R. (2020). Venture Capital’s Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn. *Harvard Business School Finance Working Paper*, 20(131), 1–26.
https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/20-131_fc73af76-3719-4b5f-abfc-1084df90747d.pdf
- Lin, K.-S. (2019). A New Percentage of Sales Method for Forecasting Additional Funds Needed. *2019 International Conference on Machine Learning and Data Engineering (iCMLDE)*, pp. 13–18. 10.1109/iCMLDE49015.2019.00014.
- MaCorr Research. (n.d.). *Sample Size Calculator*. <https://www.macorr.com/sample-size-calculator.htm>
- Marcus, R.D. (2012) Internal and Sustainable Growth Rates in the Presence of Scale Economies. September 2012. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2142160>
- Matsa, D.A. (2010). Capital Structure as a Strategic Variable: Evidence from Collective Bargaining. *The Journal of Finance*, 65(3), 1059–1093.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01565.x>
- Myers, S.C., Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol 13, pp. 187–221;
- Meysami, A. M., Naghizadeh, R., Heydari, J., & Ferreira, J. (2023). A Model of Effective Factors for Sustainable Growth of New Technology-Based Firms in Developing Countries. *Journal of the Knowledge Economy*, 14(4), 4630–4656.
<https://doi.org/10.1007/s13132-022-01050-6>

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Nenu, E.A., Vintilă, G., & Gherghina, Ş.C. (2018). The Impact of Capital Structure on Risk and Firm Performance: Empirical Evidence for the Bucharest Stock Exchange Listed Companies. *International Journal of Financial Studies*, 6(2), 41.
<https://doi.org/10.3390/ijfs6020041>
- Niftyhontas, I. (2024). The Anatomy of a Venture Capital Firm: Understanding Structure and Operations. *Going VC*. <https://www.goingvc.com/post/the-anatomy-of-a-venture-capital-firm-understanding-structure-and-operations>
- Palm, J., Rohelaan, K., Suu, J. (19. veebruar 2025) *Gaselli TOP: kasvufirmasid rapiti kõvasti vähemaks*. Äripäev 19.02.2025. <https://www.aripaev.ee/suur-top/2025/02/19/gaselli-top-kasvufirmasid-rapiti-kovasti-vahemaks>
- Pan, X. (2022). Dividend Discount Model and Example Analysis. *BCP Business & Management*. 35:116–120. <https://doi.org/10.54691/bcpbm.v35i.3238>
- Rocciolo, F., Gheno, A., & Brooks, C. (2024). CEO overcaution and capital structure choices. *Financial Review*, 59(3), 719–743. <https://doi.org/10.1111/fire.12383>
- Ross, S.A. Westerfield, R.W., Jordan, B.D. (2013) *Fundamentals of Corporate Finance*. 103–105
- Röhm, P. (2018). Exploring the landscape of corporate venture capital: a systematic review of the entrepreneurial and finance literature. *Journal of Management Control*, 68(3), 279–319. <https://doi.org/10.1007/s11301-018-0140-z>
- Sander, P. (2003). Capital Structure Choice in Estonian Companies: a Survey. *Management of Organizations: Systematic Research*, (27), 123–135.
- Õunapuu, L. (2014). Kvalitatiivne ja Kvantitatiivne Uurimisviis Sotsiaalteaduses. *Tartu Ülikooli kirjastus*.
- Äriregister, (2025). *Juriidiliste isikute vanus*.
https://ariregister.rik.ee/est/statistics/age_of_legal_entities

Lisa 1. Ankeetküsitlus

Hea vastaja

Käesolev uuring on osa lõputööst, mis keskendub Eesti kiiresti kasvavate ettevõtete kapitalistruktuurile ja rahastamisotsustele. Uuringu eesmärk on määratleda, kuidas erinevad rahastamisallikad ja kapitalistruktuurid mõjutavad ettevõtte kasvu ja finantsilist stabiilsust Eestis. Teie vastused on konfidentsiaalsed ning neid kasutatakse ainult teaduslikul eesmärgil. Küsitlusele vastamine võtab aega umbes 15 minutit.

1. Ettevõtte taust ja põhiandmed

1.1 Millises sektoris teie ettevõtte tegutseb?

- a) tehnoloogia
- b) tööstus
- c) kaubandus
- d) teenindussektor
- e) biotehnoloogia ja meditsiin
- f) muu (palun täpsustage): _____

1.2 Kui kaua on Teie ettevõtte tegutsenud?

- a) alla 1 aasta
- b) 1-3 aastat
- c) 4-7 aastat
- d) Üle 7 aasta

1.3 Kui suureks ettevõtteks klassifitseerub Teie ettevõtte lähtudes töötajate arvust?

- a) mikroettevõtte (1–9 töötajat)
- b) väikeettevõtte (10–49 töötajat)
- c) keskmise suurusega ettevõtte (50–249 töötajat)
- d) suurettevõtte (250 või enam töötajat)

1.4 Kui suureks ettevõtteks klassifitseerub Teie ettevõtte lähtudes aastakäibest?

- a) mikroettevõtte (käive kuni 50 000€)
- b) väikeettevõtte (käive kuni 8 000 000€)
- c) keskmise suurusega ettevõtte (käive kuni 40 000 000€)
- d) suurettevõtte (käive suurem kui 40 000 000€)

2. Kapitali struktuur ja rahastamisallikad

2.1 Hinnake erinevate finantseerimisallikate kasutamist teie ettevõttes. (Nenu *et al.*, 2018) (1 = ei kehti, 2 = kehtib vähesel määral, 3 = kehtib osaliselt, 4 = kehtib suurel määral, 5 = kehtib täielikult.

a) sisemine omakapital (ettevõtte kasumi reinvesteeringud)

1 2 3 4 5

b) väline omakapital (nt emiteeritud osad)

1 2 3 4 5

c) laen (sh. liising)

1 2 3 4 5

d) võlakirjad

1 2 3 4 5

e) riskikapital

1 2 3 4 5

f) toetused

1 2 3 4 5

2.2 Hinnake erinevate rahastusallikate kättesaadavuse olulisust Teie ettevõttele. (Ahmed *et al.*, 2023) (1 = ei ole oluline, 2 = väheoluline, 3 = mõõdukalt oluline, 4 = oluline, 5 = väga oluline)

a) sisemine omakapital (ettevõtte kasum reinvesteeringud)

1 2 3 4 5

b) väline omakapital

1 2 3 4 5

c) pangalaen

1 2 3 4 5

d) riskikapital

1 2 3 4 5

e) toetused

1 2 3 4 5

2.3 Kuidas hindate oma ettevõtte kapitali struktuuri? (Boyte-White, 2023)

- a) väga suur omakapitali osakaal
- b) mõõdukas omakapitali osakaal
- c) tasakaalus kapitali struktuur
- d) mõõdukas võlakapitali osakaal
- e) väga suur võlakapitali osakaal

2.4 Milline on teie ettevõtte finantseerimisstrateegia? (Goethart *et al.*, 2026)

- a) eelistatud on sisemise omakapitali kasutamine (ettevõtte kasum reinvesteeritakse)
- b) eelistatud on välimise omakapitali kasutamine
- c) kasutatakse mõõdukat võlakapitali kuid eelistatakse omakapitali
- d) kasutatakse peamiselt võlakapitali
- e) kasutatakse peamiselt riskikapitali
- f) kasutatakse kombineeritud rahastamist (võlg + sisemine omakapital + riskikapital)
- g) Muu:

2.5 Kui sageli on Teie ettevõtte viimase kolme aasta jooksul kaasanud kasvu rahastamiseks täiendavat kapitali?

- a) ei ole kasutanud
- b) 1 kord
- c) 2–3 korda
- d) rohkem kui 3 korda

2.6 Kui oluline on Teie ettevõttele kapitali struktuuri paindlikkus majanduskeskkonna muutuste korral? (Boyte-White, 2023)

- a) ei ole oluline
- b) väheoluline
- c) mõõdukalt oluline
- d) oluline
- e) väga oluline

2.7 Kui oluliseks peate ettevõtte kapitali struktuuri muutumist konkurentsivõime parandamiseks? (Matsa, 2010)

- a) ei ole oluline
- b) väheoluline
- c) mõõdukalt oluline
- d) oluline
- e) väga oluline

3. Riskikapitali roll ja mõju teie ettevõttele

3.1 Kui suur on olnud viimasel kolmel aastal riskikapitali osakaal Teie ettevõtte rahastamises? (Greenwood *et al.*, 2022) (Riskikapitali investering tehakse kõrge kasvupotentsiaaliga ettevõtetesse, mida pakuvad era- ja institutsionaalsed investorid, kes saavad oma investeringu vastu osaluse ettevõttes.)

- a) ei ole kasutanud
- b) alla 25%
- c) 25 – 50%
- d) 51 – 75%
- e) enam kui 75%

3.2 Mis on olnud Teie ettevõtte peamine põhjus riskikapitali kaasamiseks? (Greenwood jt, 2022)

- a) kiire kasvu ja laienemise vajadus
- b) juurdepääs investorite teadmistele ja kontaktidele
- c) konkurentsieeliste saavutamine
- d) teised finantseerimisvõimalused ei olnud kättesaadavad

3.3 Kui kaua kestis riskikapitali saamise protsess?

- a) alla 3 kuu
- b) 3-6 kuud
- c) 6-12 kuud
- d) rohkem kui 12 kuud

3.4 Millist tuge on pakkunud riskikapitali investorid teie ettevõttele? (Röhm, 2018) (1 = ei nõustu, 2 = nõustun vähesel määral, 3 = nõustun osaliselt, 4 = nõustun suurel määral, 5 = nõustun täielikult)

a) rahaline panus

1 2 3 4 5

b) ligipääs uutele turgudele ja klientidele

1 2 3 4 5

c) strateegiline nõustamine

1 2 3 4 5

d) turundus- ja juhtimisalane tugi

1 2 3 4 5

3.5 Hinnake riskikapitali kasutamise peamisi eeliseid. (Lerner & Nanda, 2020) (1 = ei nõustu, 2 = nõustun vähesel määral, 3 = nõustun osaliselt, 4 = nõustun suurel määral, 5 = nõustun täielikult)

a) juurdepääs mentoritele ja võrgustikele

1 2 3 4 5

b) suurenenud usaldusväärsus

1 2 3 4 5

c) paremad võimalused rahvusvahelistumisel

1 2 3 4 5

3.6 Milline mõju on riskikapitalil olnud ettevõtte strateegiale? (Lerner & Nanda, 2020)

a) mõju puudub

b) väike või mitteoluline mõju

c) mõõdukas mõju

d) suur mõju strateegiliste otsuste tegemisel

e) väga suur mõju (investorid mõjutavad aktiivselt otsuseid)

3.7 Hinnake riskikapitali kasutamise negatiivsete mõjude olulisust. (Fang *et al.*, 2024) (1 = mõju puudub, 2 = vähene mõju, 3 = mõõdukas mõju, 4 = suur mõju, 5 = väga suur mõju)

a) kontrolli vähenemine ettevõtte üle

1 2 3 4 5

b) surve kiire kasvu saavutamiseks

1 2 3 4 5

c) investorite sekkumine ettevõtte juhtimisse

1 2 3 4 5

d) keeruline ja aeganõudev kaasamisprotsess

1 2 3 4 5

e) kapitali hind

1 2 3 4 5

3.8 Milline on ettevõtte tulevikuplaan riskikapitali kaasamise osas?

- a) ei plaani kaasata
- b) plaanis lähima 1–2 aasta jooksul
- c) plaanis 3–5 aasta jooksul
- d) kaasamise protsess on käimas

4. Kasvumudelid ja rahastamise tulevik

4.1. Hinnake erinevate tegurite olulisust Teie ettevõtte kasvu toetamises. (Meysami *et al.*, 2023) (1 = ei ole oluline, 2 = väheoluline, 3 = mõõdukalt oluline, 4 = oluline, 5 = väga oluline)

a) ligipääs rahastusele

1 2 3 4 5

b) turu nõudlus ja kliendibaasi kasv

1 2 3 4 5

c) juhtimisotsused ja strateegiline planeerimine

1 2 3 4 5

d) konkurentsivõime ja innovatsioon

1 2 3 4 5

e) muutused regulatsioonides ja õigusruumis

1 2 3 4 5

4.2 Milliseid kasvumudeleid olete ettevõtte kasvu hindamiseks kasutanud? (Higgins, 1977)

(Kasvumudelid näitavad, milliste strateegiate, ressursside ja finantsmehhanismide abil ettevõtte saavutab jätkusuutliku kasvu)

- a) jätkusuutliku kasvumäära mudel
- b) sisemise kasvumäära mudel
- c) protsent müügist mudel
- d) G mudel (klassikaline dividendi kasvumudel)
- e) ei ole teadlikult kasvumudeleid kasutanud
- f) muu (palun täpsustage):_____

4.3 Kuidas hindate oma ettevõtte tulevast kasvu järgmise 3 aasta jooksul? (Meysami *et al.*, 2023)

- a) vähene kasv (5-9% aastas)
- b) mõõdukas kasv (10-20% aastas)
- c) kiire kasv (20-40% aastas)
- d) väga kiire kasv (üle 40% aastas)

4.4 Kuidas hindate Teie ettevõtte kasvu piiravate tegurite olulisust? (Frešer, 2022) (1 = ei ole oluline, 2 = väheoluline, 3 = mõõdukalt oluline, 4 = oluline, 5 = väga oluline)

- a) piiratud juurdepääs täiendavale rahastusele

1 2 3 4 5

- b) kvalifitseeritud tööjõu puudus

1 2 3 4 5

- c) riiklikud piirangud ja maksukoormus

1 2 3 4 5

- d) muutused majanduskeskkonnas

1 2 3 4 5

e) konkurentsipurve

1 2 3 4 5

f) piiratud nõudlus või toote/teenuse arendamise vajadus

1 2 3 4 5

4.5 Kui suureks hindate oma ettevõtte võimet kaasata vajadusel lähiajal uut finantseeringut? (Frešer, 2022)

- a) väga suureks
- b) suureks
- c) mõõdukas
- d) väheseks
- e) väga väheseks

5. Lõpumärkused ja avatud tagasiside

5.1 Kas sooviksite lisada omapoolseid kommentaare kapitalstruktuuri ja kasvu rahastamise osas?

Täna Teid lõputöö küsitluses osalemise eest.

Margo Laul

Tartu Ülikooli Pärnu kolledži üliõpilane

Lisa 2. Poolstruktureeritud intervjuu küsimused

Poolstruktureeritud intervjuu küsimustik ettevõtete juhtidele

Aitäh, et nõustusite intervjuus osalema. Käesolev intervjuu on osa uurimistööst, mis keskendub Eesti kiiresti kasvavate ettevõtete kapitalistruktuuri ja rahastamisotsuste analüüsile. Intervjuu eesmärk on uurida teemasid, mida ankeetküsitlusega ei saanud piisavalt avada. Teie vastused jäävad anonüümseks ning neid kasutatakse ainult teaduslikul eesmärgil.

1. Kapitalistruktuur ja rahastamise otsused

1.1. Milliste tegurite alusel olete kujundanud oma ettevõtte kapitalistruktuuri? Kas otsused põhinevad peamiselt riskitasemel või kasvustrateegial? (Miller & Modigliani, 1958; Brusov & Filatova, 2023)

1.2. Kuidas on majanduskeskkonna muutused on mõjutanud Teie ettevõtte kapitalistruktuuri ja rahastamisotsuseid? Kui jah, siis kuidas? (Damodaran, 2016; Nenu *et al.*, 2018)

1.3. Milliseid raskusi olete kogenud kapitali kaasamisel ning kuidas on need mõjutanud ettevõtte kasvu ja tegevusstrateegiat? (Ahmed *et al.*, 2023; Greenwood *et al.*, 2022)

1.4. Kas olete pidanud muutma oma kapitalistruktuuri, et kohanduda uute turutingimustega või regulatiivsete muutustega? (Brusov & Filatova, 2023)

1.5. Kui suur osa Teie ettevõtte rahastamisest põhineb laenukapitalil ning kuidas see on mõjutanud finantsstabiilsust? (Dao & Ta, 2020; Kim, 2021)

2. Riskikapitali ja muude investeeringute mõju

2.1. Kas Teie ettevõtte on kasutanud riskikapitali? Kui jah, siis kuidas see on mõjutanud teie strateegilist arengut ja otsuseid? (Lerner & Nanda, 2020; Greenwood *et al.*, 2022)

2.2. Millist strateegilist tuge või milliseid kasulike kontakte riskikapitalistid on pakkunud lisaks rahastusele? Kui jah, siis milliseid? (Gill *et al.*, 2024; Fang *et al.*, 2024)

2.3. Kuidas riskikapitali kaasamine on mõjutanud Teie ettevõtte autonoomiat ja otsustusvabadust? (Block *et al.*, 2024; Niftyhontas, 2024)

2.4. Kas riskikapitali kaasamine on aidanud Teie ettevõttel saavutada kiiremat turuosa kasvu või laienemist uutele turgudele? (Weik *et al.*, 2024; Greenwood *et al.*, 2022)

2.5. Milliseid peamisi väljakutseid ja õppetunde olete riskikapitali kaasamisel kogenud? (Brusov & Filatova, 2023)

3. Kasvumudelid ja nende rakendamine

3.1. Millist kasvumudelit Teie ettevõtte rakendab ning kuidas see on aja jooksul muutunud? (Frešer, 2022; Higgins, 1977)

3.2. Millised tegurid on kõige rohkem mõjutanud Teie ettevõtte kasvu? Kas olulisemad tegurid on olnud sisemised (nt juhtimine, innovatsioon) või välised (nt konkurents, regulatsioonid)? (Meysami *et al.*, 2023; Fang *et al.*, 2024)

3.3. Kas olete kasutanud kasvu hindamiseks või prognoosimiseks konkreetseid mudeleid? Kui jah, siis milliseid? (Gordon & Shapiro, 1956; Higgins, 1977)

3.4. Millised peamised kasvutakistused on Teie ettevõtte jaoks olnud kõige keerulisemad? Kuidas olete neist üle saanud? (Frešer, 2022; Matsa, 2010)

3.5. Kui jätkusuutlikuks hindate oma ettevõtte kasvustrateegiat pikaajalises perspektiivis? Kui jah, siis milliseid samme olete astunud selle tagamiseks? (Frešer, 2022)

4. Tulevikuplaanid ja soovitused teistele ettevõtjatele

4.1. Kas plaanite lähiaastatel muuta oma kapitalistruktuuri või rahastamisotsuseid? Kui jah, siis millises suunas, palun täpsustage? (Dao & Ta, 2020; Ahmed *et al.*, 2023)

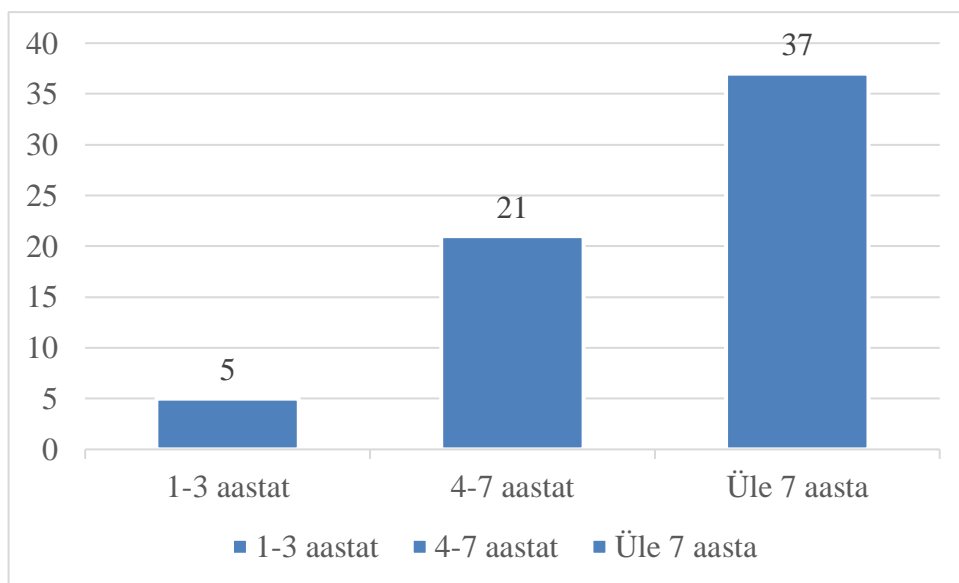
4.2. Kui peaksite uuesti tegema minevikus tehtud rahastamisotsuseid, siis mida teeksite teisiti? (Block *et al.*, 2024; Brusov & Filatova, 2023)

4.3. Millised on Teie peamised soovitud teistele ettevõtjatele, kes seisavad silmitsi kapitalstruktuuri- ja rahastamisotsuste valikutega? (Damodaran, 2016; Greenwood *et al.*, 2022)

4.4. Kas Teie arvates on mõni aspekt kapitalstruktuuri ja kasvu rahastamise osas, mida oleks vaja edasistes uuringutes põhjalikumalt käsitleda? (Frešer, 2022; Niftyhontas, 2024)

Täna Teid meeldiva vestluse eest! Teie seisukohad aitavad paremini mõista ettevõtete kapitalstruktuuri ja rahastamisvalikute mõju. Kui soovite intervjuu kokkuvõttega tutvuda, andke palun teada.

Lisa 3. Ankeetküsitluses osalenud ettevõtete vanuseline jaotus



SUMMARY

CHALLENGES OF BUSINESS FINANCING IN CONDITIONS OF RAPID GROWTH

Margo Laul

The recent global crises and economic uncertainty have posed significant challenges for businesses regarding the selection of funding sources and capital structure planning. Strategic planning of financing and growth strategies for rapidly growing companies has become especially critical in an environment characterized by fierce competition, rising financing costs due to volatile financial markets, and increasing interest rates. Limited financial resources have forced companies to make strategic decisions to ensure long-term financial stability and sustainability. It is essential to make informed financial decisions and choose appropriate funding sources to balance rapid growth and financial stability, considering their inherent risks and opportunities.

This thesis aims to provide substantial recommendations on financing sources and capital structure choices, enabling rapidly growing Estonian companies to manage financial risks more effectively and support sustainable growth. The research addresses the implementation of growth models used by rapidly growing Estonian companies to plan and assess growth and examines how the choice of funding sources and capital structure influences companies' financial stability and overall development. Furthermore, the study identifies key barriers and limitations affecting company growth and evaluates the factors that companies deem critical for supporting their future expansion.

To achieve this goal, the following research questions were posed:

1. What capital structure choices do rapidly growing Estonian companies make?
2. Which growth models do rapidly growing Estonian companies employ to ensure long-term growth and financial stability?

3. How do rapidly growing Estonian companies implement venture capital investments in their funding strategy?

The theoretical framework of this thesis comprises three main areas: theories of capital structure, the nature and role of venture capital in financing, and company growth models. The first part explains the essence of capital structure, describes different funding sources, and reviews prominent theories such as the irrelevance theory by Modigliani and Miller, the trade-off theory, and the pecking-order theory. The second part investigates the nature, role, and usage possibilities of venture capital in business funding. Lastly, the third part explores various company growth models, such as the Additional Funds Needed (AFN) model and the sustainable growth rate model, explaining their applicability in assessing and planning company growth and financial needs.

The empirical part of this research employed a combined research method, integrating quantitative surveys and qualitative interviews. Quantitative data was collected through an online survey conducted among rapidly growing Estonian companies listed in the Äripäev Gasell TOP, characterized by a minimum 50% growth in turnover and operating profit over a three-year period. In total, 63 valid responses were analyzed. To enrich the quantitative findings, qualitative semi-structured interviews were conducted with five company executives selected from the respondents who agreed to further participation. The analysis combined statistical tools for quantitative data and thematic analysis for qualitative insights.

The findings indicate that rapidly growing Estonian companies predominantly prefer internal equity, reinvesting accumulated profits to maintain strategic autonomy and reduce dependency on external sources. More than half of the surveyed companies significantly or exclusively utilize internal equity for financing growth. Bank loans are considered the second preferred funding source, acknowledged as important by about half of the surveyed companies. In contrast, the utilization of venture capital and bond issuance is limited.

Venture capital usage among surveyed Estonian companies remains uncommon. Although several respondents acknowledged its potential for accelerating growth, significant barriers like concerns about losing control over strategic decisions discouraged

broader adoption. Companies that had previously utilized venture capital noted its advantages for rapid expansion, but also highlighted its constraints related to investor expectations for swift growth and potential loss of autonomy. Nonetheless, companies experienced in using venture capital showed an intention to utilize it again in the near future. The low use of venture capital can also be explained by the specific characteristics of the Gaselli TOP selection criteria, which focus on turnover and profit growth, not on market value growth expected by venture capital investors.

Regarding growth models, the results demonstrated limited conscious use of formal models among the respondents. Instead, companies primarily rely on organic growth, driven by market demand and internal resources, with simple metrics like sales revenue and profit margin analyses implicitly guiding their growth strategies. Formalized growth model usage is still rare, suggesting an area with significant potential for future application.

The most significant barriers to future growth identified by companies include economic volatility, regulatory constraints, and bureaucratic inefficiencies. Despite these challenges, most companies viewed their capability to attract additional financing as moderate to good, reflecting a cautiously optimistic outlook.

In conclusion, this thesis underscores the importance of internal equity financing and strategic autonomy for rapidly growing Estonian companies. It highlights the potential benefits and current limitations associated with venture capital, recommending a balanced approach that leverages external funding without compromising control. Companies are encouraged to adopt more systematic growth modeling to enhance strategic planning and financial forecasting capabilities, thereby better managing growth and risk. Future research could further explore sector-specific factors influencing capital structure decisions and examine strategies to increase venture capital usage among Estonian high-growth firms.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Margo Laul,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) minu loodud teose Ettevõtte finantseerimise väljakutsed kiire kasvu tingimustes, mille juhendaja on Margus Kõomägi, reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada digitaalarhiivi DSpace kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.
2. Annan Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 4.0, mis lubab autorile viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.
3. Olen teadlik, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
4. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei riku ma teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Margo Laul

19.05.2025