

TARTU ÜLIKOOL
Pärnu kolledž
Ettevõtluse osakond

Minni Pajo

KAPITALI STRUKTUURI ANALÜÜS AS PAJO NÄITEL

Lõputöö

Juhendaja: lektor Margus Kõomägi

Pärnu 2013

SISUKORD

Sissejuhatus	4
1. Kapitali struktuuri teoreetilised käsitlused	7
1.1 Ettevõtte kapitali struktuur	7
1.2 Kapitali struktuuri irrelevantsuse teooriad	11
1.3 Staatilised kompromissiteooriad	13
1.4 Informatsiooni asümmeetria ja finantshierarhia teooria	16
1.5 Kapitali struktuuri mõjutavad tegurid	18
1.6 Kapitali hinna analüüs.....	21
1.7 Kapitali struktuuri ja rentaablus suhtarvud	24
1.8 Võõrfinantseerimise mõjusused	28
2. AS Pajo kapitali struktuuri analüüs.....	31
2.1 Ettevõtte ja seda ümbritsev keskkond	31
2.2 AS Pajo kapitali struktuur ja selle komponentide hind.....	32
2.3 AS Pajo kapitali struktuuri suhtarvude analüüs	38
2.4 AS Pajo kapitali struktuuri mõjutavad tegurid	44
2.5 Võõrfinantseerimise mõju analüüs	47
2.6 Soovitused kapitali struktuuri parandamiseks	51
Kokkuvõte	54
Viidatud allikad	57
Lisad.....	61
Lisa 1. AS Pajo finantsstruktuur eurodes aastatel 2008-2012.....	61
Lisa 2. Analüüsis kasutatavad ettevõttespetsiifilised tegurid.....	62
Lisa 3. Võõrfinantseerimise mõjusustaseme seos investorite hoiakute ja ettevõtte tegevusega	63
Lisa 4. AS Pajo kasumiaruanne aastatel 2008-2012.....	64
Lisa 5. AS Pajo bilanss aastatel 2008-2012	65

Lisa 6. AS Pajo rahavoogude aruanne aastatel 2008-2012	67
Summary	69

SISSEJUHATUS

Konkurentsipüsimiseks vajavad ettevõtted pidevalt kapitali, et uuendada masinaparki, rahastada muid uusi äriprojekte või toetada juba käimasolevaid pikaajalisi tegevusi. Kapitali allikate valimisel on peamiselt küsimus selles, kas finantseerida omakapitali või võõrkapitaliga. Laenukapitali peamine eelis omakapitali ees on tema madalam hind. Samas peab arvestama, et majandusraskuste korral võib ettevõttel probleeme laenude teenindamisega, kuid rasketel aegadel omanikele dividende maksma ei pea.

Pangalaenu pole aga ainukesed võõrkapitali allikad. Eriti aktuaalne on Euroopa Liidu struktuuritoetuste mõjude analüüsimine. Eesti liitumisel 2004. aastal Euroopa Liiduga sai ka Eesti ettevõtjatele kättesaadavaks Euroopa Liidu struktuuritoetused. Regionaalpoliitika edendamiseks investeerib Euroopa Komisjon märkimisväärselt suuri summasid. Vähe on aga uuritud nende toetuste mõju üksikute ettevõtete kapitali struktuurile. Käesolevas töös analüüsitav ettevõtte kasutab hulgaliselt sihtfinantseeringut, seega analüüsi tulemused aitavad seletada, kuidas arvestada sihtfinantseerimist kapitali struktuuri hindamisel.

Kapitali struktuuri analüüs võimaldab hinnata ettevõtte tänast olukorda, minevikus tehtud otsuste tasuvust ja koguda informatsiooni uute valikute tegemiseks. AS Pajo on suhteliselt lühikese aja jooksul olulisel määral kasvanud ettevõtte. Kiire kasv toob endaga kaasa aga suuri ja tihti esmapilgul varjatuks jäävaid riske. Kuna ettevõttel pole palgatud eraldi finantsanalüütikut, kes teostaks tagasiulatuvalt pikaajaliste otsuste analüüsi, siis omab antud lõputöö ettevõttele praktilist väärtust.

Lõputöö eesmärk on teostada AS Pajo majandusaastate 2008-2012 kapitali struktuuri analüüs. Eesmärkide saavutamiseks on tööle seatud järgmised ülesanded:

- anda ülevaade kapitali struktuuri teoreetilistest käsitlustest,
- kirjeldada kapitali struktuuri analüüsi meetodeid,

- anda tagasiulatuva hinnang AS Pajo kapitali struktuurile ja seda mõjutanud teguritele,
- analüüsida ettevõtte AS Pajo kapitali struktuuri suhtarve,
- analüüsida võõrfinantseeringu mõju,
- anda soovitusi kapitali struktuuri parandamiseks.

Antud töö teoreetilise osa teema rajajateks peetakse Modiglianit ja Millerit (edaspidi MM) (1958), kes demonstreerisid, et nii öelda täiuslikus maailmas ei mõjuta ettevõtte väärtust võõr- ja omakapitali osakaalude vahekord. Hilisemad uuringud on lisanud MM teooriale maksu- ja pankrotikulu, agentuurikonflikti, juhtimisprobleemide ja asümmeetrilise informatsiooni aspektid ning sidunud need reaalse ja n-ö täiuslikus maailmas tehtud finantseerimisotsustega tõestamaks, et kapitali struktuuril siiski on mõju ettevõtte väärtusele. Uuemad teoreetikud jagunevad üldjuhul kahe koolkonna vahel. Neist esimene on Krausi ja Litzenbergeri (1973) poolt välja töötatud staatiline kompromissiteooria, mille puhul usutakse optimaalse kapitali struktuuri olemasolusse. Teine koolkond on Myersi ja Majlufi (1984) loodud finantshierarhia teooria, mille puhul eeldatakse, et võlakordajal puudub sihttase ja ettevõtted eelistavad esmalt kasutada sisemisi kapitaliallikaid enne, kui kaasavad võõrfinantseeringut. Titman ja Wessels (1988) ning Rajan ja Zingales (1995) tõestasid empiiriliste andmete põhjal, et laenukapitali kasutamine on seotud ettevõtte spetsiifiliste karakteristikutega, nagu näiteks rentaablus, investeerimisvõimalused, varade turuväärtus ja tulude volatiilsus. Eesti autoritest on põhjalikult uurinud antud valdkonda Vambola Raudsepp ja Priit Sander. Raudsepp (2006) töötas välja võõrfinantseerimise mõjususe hindamise meetodi IDF ning ka hinnangud selle väljundile. Priit Sander on oma teadusartiklites käsitlenud muu hulgas ka kapitali struktuuri valikuid, ettevõtte finantseerimisotsuseid mõjutavaid tegureid ning kapitali struktuuri ja ettevõtte vahelisi seoseid.

Lähtuvalt tööle seatud eesmärgist ja uurimisülesannetest on lõputöö jagatud kahte ossa. Esimeses alapeatükis käsitletakse kapitali struktuuri olemust, tuuakse ülevaade peamistest kapitali struktuuri kujundavatest teoreetilistest käsitlustest ning kirjeldatakse antud töös kasutatud analüüsimeetodeid. Empiirilise osa alapeatükis antakse esmalt lühiülevaade ettevõttest ja selle tegevusvaldkonnast, seejärel järgnevates alapeatükkides analüüsitakse ettevõtte AS Pajo majandusaastate 2008-2012 aruannete põhjal AS Pajo

kapitali struktuuri ja selle komponentide hinda, kapitali struktuuri suhtarve ning kapitali struktuuri mõjutavate tegurite seost ja suunda seoses võlakordaja muutusega aastast aastalt. Empiirilise osa viimases alapeatükis antakse ettevõttele soovitusi kapitali struktuuri parandamiseks. Lisades on välja toodud AS Pajo majandusaaasta aruanded aastatel 2008-2012.

1. KAPITALI STRUKTUURI TEOOREETILISED KÄSITLUSED

1.1 Ettevõtte kapitali struktuur

Kapitali struktuuri valikutest sõltub tihti kogu ettevõtte finantseerimistegevuse ja laiemalt kogu äritegevuse edukus. See käsitleb ettevõtte opereerimisel ja varade soetamisel vajalike pikaajaliste rahastamise allikate valikut. Kapitali struktuuri juhtimise ülesandeks on kujundada optimaalne kapitali struktuur antud ettevõtte jaoks, et võimaldada ettevõttel teenida suurt kasumit ja maksta omanikele dividende. Selleks tuleb maksimeerida ettevõtte väärtus ja minimeerida kaalutud keskmine kapitalihind. Kapitali struktuuriga seotud otsused määravad ära selle, millistest finantseerimisallikatest kaetakse ettevõtte investeeringud ja kuidas jagunevad ettevõtluse käigus saadavad rahavood erinevate investorite vahel.

Kapitali struktuur (*capital structure*) näitab seda, millist protsentuaalset osakaalu omab üks või teine finantseerimisallikas kapitali kogumahust ehk firma käsutuses oleva omakapitali ja intressi kandva võõrkapitali suhet. Joonisel 1.1. on välja toodud kapitali struktuuri ja finantsstruktuuri erisused (Teearu 2005:164).

Raamatupidamisbilanss

Aktiva	Passiva
	Lühiajalised kohustused
	Pikaajalised kohustused
	Omakapital

} Kapitali struktuur

} Finantsstruktuur

Joonis 1.1 Kapitali ja finantsstruktuuri erinevused. (Teearu 2005:164; muudetud kujul)

Finantseerimisstruktuur haarab nii pikaajalisi kui lühiajalisi finantseerimisallikaid ja omakapitali ehk kõiki raamatupidamisbilansi passivapoole kirjeid. Kapitali struktuur koosneb ainult pikaajalistest intressikandvatest kohustustest ja omakapitalist. (Paramasivan, Subramanian 2009:47-48) Tabelis 1.1 on välja toodud erinevate kapitali allikate peamised erinevused kasutamisel ettevõttes.

Tabel 1.1 Kapitali allikate peamised erinevused. (Sander 1998:11 muudetud kujul; Tööstusettevõtja... 2008; Kredex 2013)

	Osalemine ettevõtte juhtimises, kontroll	Investoritele makstav kompensatsiooni-allikas	Kompensatsiooni suurus	Kompensatsiooni kohustuslikkus
Omakapital	Aksionärid osalevad ettevõtte juhtimises	Puhaskasum	Muutub vastavalt ettevõtte tegevuse tulemustele	Maksmine pole kohustuslik
Laenukapital	Võlausaldajad ei osale ettevõtte juhtimises, auditeerivad	Intresside ja maksudeeelne kasum	Üldjuhul fikseeritud või muutub vastavalt fikseeritud reeglitele	Maksmine kohustuslik
Tagastatav sihtfinantseering	Võlausaldajad ei osale ettevõtte juhtimises, auditeerivad	Pärast pangalaenu lõppemist jätkub samade osamaksetega maksegraafik	Fikseeritud	Maksmine kohustuslik
Tagastamatu sihtfinantseering	Auditeerivad ja teostavad järelvalvet, õigus peatada/lõpetada toetuse väljamaksmine ning nõuda toetuse osalist või täielikku tagastamist	Puudub	Fikseeritud	Puudub, nõuete rikkumisel kompensatsiooni maksmine kohustuslik

Ettevõtete omakapital jaguneb väliseks ja sisemiseks. Välise omakapitali moodustavad omanike sissemaksud aktsiakapitali. Aktsiakapitali esmane sissemakse tehakse ettevõtte asutamisel. Selle suurus sõltub äriühingu asutamise vormist ning ettevõtte põhikirjas sätestatud korrast. Eestis peab aktsiakapital äriseadustiku (ÄS) § 222 kohaselt olema vähemalt 25 000 eurot (Äriseadustik 1995). Aktsiakapitali võib suurendada ÄS § 338

alusel uute aktsiate väljalaskmisega või olemasolevate aktsiate nimiväärtuse või arvestusliku väärtuse suurendamisega.

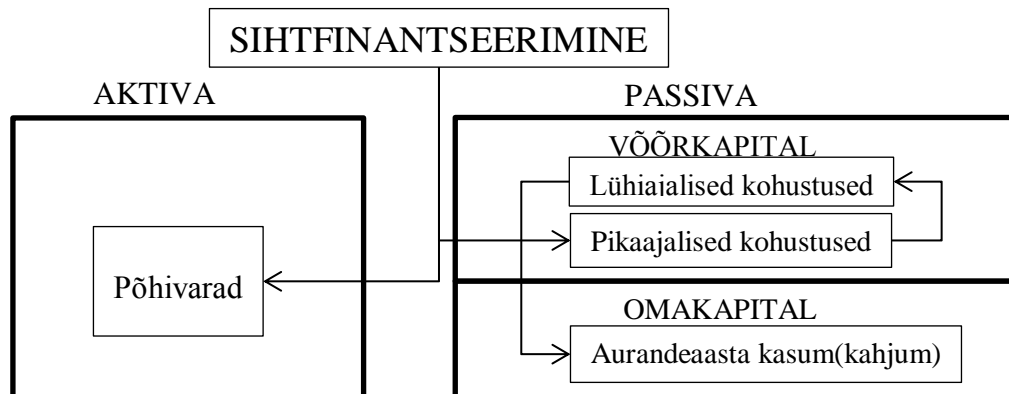
Sisemise omakapitali moodustavad puhaskasumi osa, mida pole makstud välja dividendidena, see on kasutamata kasumi jääk pluss reservkapital. Reservkapital moodustatakse iga-aastastest puhaskasumi eraldistest, samuti muudest eraldistest, mis kantakse reservkapitali hulka seaduse või põhikirja alusel. Äriseadustiku (ÄS) § 160 kohaselt ei või reservkapital olla väiksem kui 1/10 aktsiakapitalist.

Kui omakapitali mõiste on üheselt arusaadav, siis kohustuste määratlemine kapitali struktuuris tekitab probleeme. Mõned autorid, näiteks Brigham (1995:306), leiavad, et võõrkapitali hinda kapitali struktuuris tuleks arvutada ainult pikaajaliste võlgnevuste alusel, Damodarani (2006:35) arvetes aga kõiki olemasolevaid intressi kandvaid kohustusi. Antud töös arvestab autor kohustuste määratlemisel enam levinud lähenemisega, kus arvestatakse nii pika- kui lühiajalisi intressi kandvaid kohustusi, v.a. võlgnevusi tarnijatele ja viitvõlgu. Seda ka põhjusel, et vastavalt Eestis kehtivale raamatupidamise seadusele kantakse antud perioodil tagasimakstav pikaajaliste kohustuste summa lühiajaliste kohustuste hulka (Raamatupidamise seadus 2002).

Lisaks laenudele ja omakapitalile on Eesti ettevõtete puhul üsna levinud regionaalnabi taotlemine. Tööstusettevõtetel on võimalik taotleda aastatel 2007-2013 läbi EASi ja aastatel 2011-2015 läbi Kredexi Euroopa Liidu struktuurifondide tehnoloogia-investeeringute rahastamist. Toetust võib olla tagastamatu (nt. sihtfinantseering) või tagastatav (nt. Kredex tehnoloogialaen). Euroopa Liidu struktuurifondide rakendamise eesmärgiks on tööstusettevõtjate rahvusvahelise konkurentsivõime suurendamine ning suure mõjuga investeeringute aktiivne kaasamine Eesti majandusse läbi tehnoloogia-investeeringute, mis aitavad kaasa tööstusettevõtjate tootlikkuse ja ekspordipotentsiaali kasvule, toodete lisandväärtuse suurenemisele, uute turuvõimaluste avanemisele ja kõrgemat lisandväärtust loovate töökohtade loomisele. (Tööstusettevõtja... 2008; Perioodi... 2007)

Joonisel 1.2. on esitatud sihtfinantseeringu kajastumine finantsstruktuuris. Sihtfinantseeringu abil soetatud varad kajastuvad bilansis põhivarana nende soetusmaksumuses ja vara amortiseeritakse kulusse selle kasuliku eluea jooksul. Sihtfinantseerimise summa

kajastatakse kapitali struktuuris esmalt pikaajalise kohustusena. Igal aastal amortiseerub sihtfinantseering konstantselt summas, mis esmalt kantakse lühiajaliste kohustuste hulka ja seejärel kajastub see muude äritulude all majandusaasta kasumis(kahjumis).



Joonis 1.2 Sihtfinantseeringu kajastumine finantsstruktuuris. (autori koostatud)

Ettevõtte kapitali struktuuri on võimalik määratleda finantsvõimenduse näitajate kaudu. Breueri (2000:6) kohaselt on finantsvõimendus seos varadest tuleneva riski ja vastava omakapitali osast tuleneva riski vahel. Rossi *et al* (1990:41) kohaselt on finantsvõimendus vahend, mille kaudu on võimalik hinnata tõenäosust, et ettevõtte ei ole suuteline täitma võetud võlakohustusi. Suurem laenukoormus suurendab maksejõuetuse tõenäosust. Finantsvõimenduse mõju omakapitali ja võõrkapitali hindadele ning ettevõtte väärtusele on keskseks teemaks kapitali struktuuri üle otsustamisel (Wild *et al.* 2004:538-539).

Kapitali struktuuri erinevad teooriad võimaldavad luua teoreetilise ettekujutuse sellest, mis mõjutab ettevõtteid valima üht või teist kapitaliallikat. Kuigi teooriate puhul on paljuski tegemist tegelikkuse mudelkäsitlusega, aitab nende tundmine mõista seoseid kapitali struktuuri kujundamise ja seda mõjutavate tegurite vahel. Kokkuvõtvalt on kolm enim tuntud kapitali struktuuri kujunemist kirjeldavat teooriat järgmised (Sander 2003: 124):

- kapitali struktuuri irrelevantsuse teooria - ettevõtte kapitali struktuur ei mõjuta ettevõtte (lihtaktsia) väärtust;
- kompromissiteooria – eksisteerib optimaalne kapitali struktuur, mille korral kapitali kaalutud keskmine hind on minimaalne ja lihtaktsia hind on maksimaalne;

- finantshierarhia teooria – teooria, mis väidab, et eksisteerib teatud optimaalne finantshierarhia, mille järgimine maksimeerib ettevõtte väärtuse.

Lisaks eelmainitud teooriatele on viimastel aastakümnetel lisandunud erinevaid käsitlusi, milles proovitakse analüüsitud kapitali struktuuri teooriate kehtivust praktikas, sidudes nii maksude, pankrotikulu kui ka asümmeetrilise informatsiooni mõju ettevõtete majandustulemustes. Siiski ükski finantseerimisstrateegia ei saa olla optimaalne kõikide seda kasutavate ettevõtete jaoks.

1.2 Kapitali struktuuri irrelevantsuse teooriad

Modigliani ja Miller kujundasid juba 1958. aastal kapitali struktuuri irrelevantsuse teooria, mida tuntakse ka MM teoreemina ja sõltumatuse hüpoteesina. Ettevõtte kapitali struktuuri all peeti silmas ettevõtte omafinantseerimise ja intressikandva võõrfinantseerimise kombinatsiooni pikaajalises perspektiivis. Kapitali struktuuri irrelevantsuse teooria väidab, et teatud eelduste korral ei mõjuta kapitali struktuuri valik ettevõtte (lihtaktsia) väärtust. See tähendab, et ettevõtte väärtus sõltub vaid äritegevuse rahavoogudest. (Modigliani, Miller 1958:296) Mudeli kehtimise eeldused on järgmised (Megginson 1997:320):

- käsitleti täiuslikku ja efektiivset kapitaliturgu, milles puuduvad tehingu-, pankroti-, emissiooni-, agentuurikulud ja maksud,
- eeldati turuosaliste võrdset ligipääsu kapitaliturgudele,
- eksisteerib informatsiooni sümmeetria,
- kõikide laenude intressimäära võrdsust riskivaba intressimääraga,
- äririski mõõduks on EBIT-i (ärikasumi) standardhälve ja kõikide rahavoogude perpetuiteetsus.

Modigliani ja Milleri teooria tõestusteks kaks tähtsamat teesi on järgnevad. Esiteks, MM-i 1. teesi kohaselt võrdub võõrkapitali kasutava ettevõtte väärtus võõrkapitali mittekasutava ettevõtte väärtusega (Vernimmen 2005:662-663):

$$(1) \quad V_L = V_U = \frac{EBIT}{k_{EU}},$$

kus V_L – võõrkapitali kasutava ettevõtte väärtus,

V_U – võõrkapitali mittekasutava ettevõtte väärtus,

$EBIT$ – ärikasum,

k_{EU} – kapitali hind ainult omakapitaliga finantseerimisel.

Firma turuväärtust ei määra mitte tema poolt emiteeritavad väärtpaberid, vaid ettevõtte reaalsed aktiivid. Teooria kohaselt püsivad rahavood muutumatutena, olenemata võõrkapitali osakaalust. Seega ettevõtte koguväärtus ei muutu sellest, kuidas osakaalud omanike ja kreditorite vahel jagatud on. MM-i 1. teesi maksudega teooria puhul on võõrkapitali kasutava ettevõtte väärtus järgnev:

$$(2) \quad V_L = V_U + DT,$$

kus DT – maksukilbi nüüdisväärtus.

Seega võõrkapitali kasutava ettevõtte väärtus võrdub võõrkapitali mittekasutava ettevõtte väärtuse ja maksukilbist saadud lisatulude summaga.

MM-i teooria 2. teesi kohaselt maksude puudumisel kallineb finantsvõimenduse suurenemisel ka omakapitali hind, kuna finantsvõimendusega kaasnevad riskid tõstavad ka omanike nõutavat tulunormi. MM-i teooria 2. teesi maksudeta teooria kohaselt on omanike nõutava tulumäära arvutuskäik järgnev (Vernimmen 2005: 663):

$$(3) \quad k_E = k_{EU} + (k_{EU} - k_D) \times \frac{V_D}{V_E},$$

kus k_E – omanike nõutav tulumäär,

k_D – võõrkapitali andja nõutav tulumäär,

V_D – võõrkapital,

V_E – omakapital.

Võõrkapitali andja nõutav tulumäär väljendub laenu intressimäärana. Maksudeta MM II teooria kohaselt jääb võõrkapitali kaasamisel kapitali hind samaks ja ettevõtte väärtus muutumatuks, kuna laenukapitali osakaalu suurenedes tõuseb ühtlasi ka investorite nõutav tulunorm. Kui kapitali hind ei muutu ja ärikasum ning rahavood on süsteemivälised muutujad, siis jääbki ettevõtte väärtus samaks (Block *et al.* 1994:462-463).

Võttes arvesse maksud ja pankrotikulu, olid MM sunnitud oma seisukohti muutma. Traditsioonilise tulumaksuga riigis mõjutab ettevõtte väärtust kapitali struktuur. Arvestades makse, on MM II teooria kohaselt omanike nõutava tulumäära arvutuskäik järgnev (*ibid.* 1994:462-463):

$$(4) \quad k_E = k_{EU} + \frac{V_D}{V_E} \times (k_{EU} - k_D) \times (1 - t)$$

Nimelt tekib võõrkapitali kaasamisel intressimaksukilp, kuna võla pealt makstavate intresside võrra saab ettevõtte oma maksustatavat tulu vähendada. Seetõttu on ka makstav tulumaks sel juhul ettevõtte jaoks väiksem. Seega maksimeerib ka firma väärtuse väiksemaid maksukulusid tagav kapitali struktuur.

Vaatamata sellele, et Modigliani ja Milleri teoorias mainitud eeldused reaalsuses ei kehti, peetakse artikli avaldamist kaasaegse rahandusteooria alguseks. Nad määratlesid, millistel tingimustel kapitali struktuuri muutmine ettevõtte väärtust ei mõjuta ning panid sellega ühtlasi ka aluse järgnevate teooriate kujunemisele.

1.3 Staatilised kompromissiteooriad

MM teooriad kehtivad vaid väga piiratud eeldustega. Nende eelmises alapeatükis käsitletud eelduste kehtimisel võiksid ettevõtted oma väärtust maksimeerida, finantseerides end täielikult ainult võõrkapitaliga. Reaalsuses võivad ettevõttel võõrkapitali kaasamisel tekkida aga finantsraskused ja agentuurikonfliktid ning väheneda finantspaindlikkus. Ettevõtted peavad arvestama võla võtmisel piirangutega. Liiga suure võlakordaja puhul võivad jooksvad intressikulud viia pankrotini väiksemagi majanduskeskkonna halvenemise korral. Omafinantseerimisel aga halbadel aegadel dividende maksuma ei pea.

Krausi ja Litzenbergeri (1973) töötasid välja staatiline kompromissiteooria (*tradeoff theory*), mille kohaselt eksisteerib optimaalne kapitali struktuur ehk teatud võõr- ja omakapitali vahekorras on ettevõtte väärtus maksimaalne. Optimaalne kapitali struktuur on saavutatud, kui täiendava laenukapitali kaasamise puhul oleks maksukilbi nüüdisväärtus võrdne finantsraskuste nüüdisväärtusega. Optimaalse laenukoormuse leidmisel tuleb arvestada ettevõtte spetsiifikaga. Arnoldi (2005:982-983) kohaselt

mõjutavad ettevõtte finantsraskuste korral oodatavaid kulusid järgmised peamised faktorid:

- tundlikkus majandustegevusele,
- püsikulude osakaal,
- likviidsus,
- raha teenimisvõime.

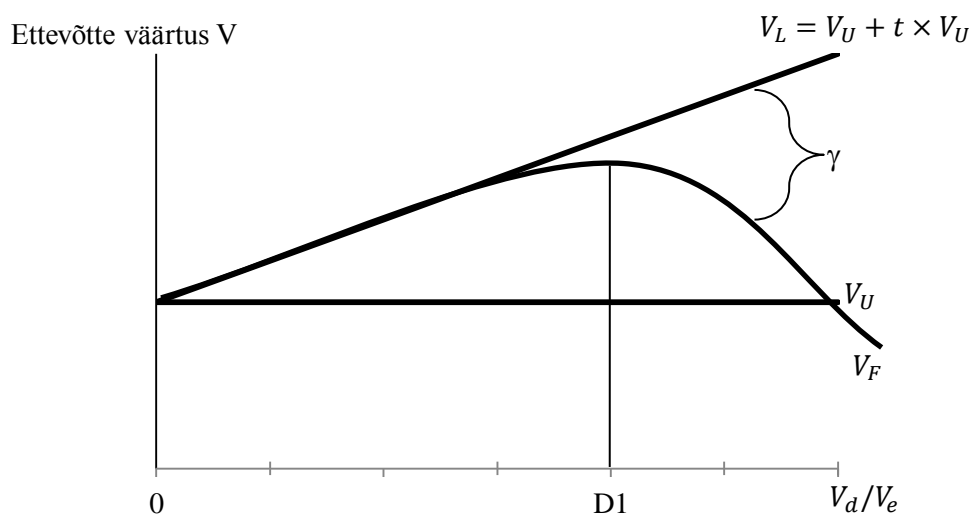
Majandusolukorrast olenemata stabiilset nõudlust omavad ettevõtted on madala äririskiga ja saavad lubada kõrgemat laenukoormust. Ettevõtted, millel on suured püsikulud, madal likviidsus ja ebaühtlased rahavood, omavad suuremat äririski ning selle eest nõuavad ka kapitaliandjad kõrgemat hinda.

Finantsraskuste nüüdisväärtust käsitletakse kirjanduses enamasti pankrotikulude sünonüümina, aga tegelikult tuleks arvestada ka agentuurikulusid, mis suurendavad pankrotistumise tõenäosust (Myers 2001:88-89). Teooria üheks oluliseks eelduseks on, et puuduvad kapitali struktuuri pideva kohandamisega kaasnevad kulud ning seeläbi muutub võimalikuks optimaalse võõrfinantseerimise taseme hoidmine, mis omakorda võimaldab ettevõtte väärtust maksimeerida. (Hammes 2003:13) Kapitali struktuuri kompromissiteooria järgi on ettevõtte õige väärtus (V_F) (Brealey, Myers 1991:434):

$$(5) \quad V_F = V_E + t \times V_D - \gamma,$$

kus γ – pankrotikulude nüüdisväärtus.

Ettevõtte väärtus leitakse, kui võõrkapitali mittekasutava ettevõtte väärtuse ja maksukilbist saadud tulude summast maha lahutada finantsraskuste nüüdisväärtus. Teooria kohaselt on võõrkapital saavutanud ettevõtte finantsstruktuuris optimaalse osakaalu (joonisel 1.3 punktis D_1), kui kohustuste täiendava suurendamisest tulenevad finantsiline kurnatus ja pankrotikulu ületavad kasu, mida saadakse maksukilbist. (Clayman *et al.* 2012: 213) Ettevõtte õige väärtuse kujunemine staatilise kompromissiteooria kohaselt, arvestamata agentuurikulusid ning nende mõju ettevõtte väärtusele, on välja toodud joonisel 1.3, kus ettevõtte väärtus on esitatud y-teljel ja võlakordaja x-teljel.



Joonis 1.3. Pankrotikulude mõju ettevõtte väärtusele (Brealey, Myers 1991:434)

Ülemine joon väljendab laenukapitali kaasamisega tekkivat maksukilbi nüüdisväärtuse mõju ettevõtte väärtusele. Horisontaalne joon tähistab võõrkapitali mitte kasutava ettevõtte väärtust, seega võlakordaja väärtus seda ei mõjuta. Staatilise kompromissiteooria kohaselt hakkab ettevõtte õige väärtus langema, kui kohustuste teatud hulga taset ületatakse ning suurenev pankrotioht ületab maksukilbist saadud kasu. Seega on ettevõttel otstarbekas laenata raha niikaua, kui saadav kasu on võrdne hinnaga, mis tuleb pankrotti sattumise ohu suurenemisest.

Staatilise kompromissiteooria kohaselt on laenukapitali kaasamise peamiseks eeliseks maksukoormuse vähenemine ehk tekib maksukilp. Maksukilp (*tax shield, tax shelter, shelter*) on maksuseaduse klausel, mis võimaldab maksustatava tulu teatud osa(d) muuta maksuvabaks ehk ettevõtted saavad laenukapitali kaasamisel vähendada tasumisele kuuluvat tulumaksu. (Alver, Alver 2011:23) Eesti praeguse valitsuse puhul aga maksukilbi tekkest rääkida ei saa, kuna tulumaksuseaduse § 1 alusel maksustatakse ainult seda kasumi osa, mida makstakse välja dividendidena. Seega on Eesti kontekstis laenukapitali kaasamise peamiseks eeliseks selle odavam hind võrreldes omakapitaliga.

Laenu võtmisest tekkinud maksukilbist tuleneva kasu vastanduvaks aspektiks on agentuurikulud ja finantsraskustesse sattumise oodatavad kulud ehk pankrotikulud. Hammes'i (2003:13) kohaselt on oodatav pankrotikulu ettevõtte pankrotistumise tõenäosuse ja pankrotistumisel tekkivate kulude korrutis. Pankrotistumise tõenäosus

väljendab maksejõuetuse tõenäosust täiendava laenu korral, mille puhul pole ettevõtte võimalik rahavoogudest tuleneva tulu abil rahuldada võlausaldajate nõudeid (Vernimmen 2005:683-684). Pankrotikulud jagunevad otsesteks ja kaudseteks kuludeks. Otsesed kulud hõlmavad juhtkonna ajakulu, juriidilisi ja ekspertiisikuluseid. Tunduvalt suuremaks osutuvad aga raskesti hinnatavad kaudsed kulud, mis sisaldavad pankrotiohu tõttu vähenenud mainet klientide ja kreditorite silmis, mille tõttu väheneb müügitulu, kasum ja halvenevad krediitingimused (Baker *et al.* 2011:356-357), personali moraali langus, mille tõttu võivad väärtuslikumad töötajad lahkuda, ettevõtte reorganiseerimise kulud, kahjum varade müügist jm. (Arnold 2005:981)

Kapitalistruktuuri otsused on suuresti mõjutatud ka erinevate huvigruppide vahel tekkivatest agentuurikonfliktidest. Juhtkonna huvides on ettevõtte kiire kasvatamine, kuna nõnda on neil õigus nõuda suuremat palka ning muid lisahüvesid, ja selle nimel kaldutakse rakendama riskantsemaid projekte. Ettevõtte põhjendamatult suurendamine võib aga lühiajaliselt kasvatada edu, kuid pikaajaliselt tekitada probleeme. Seega tekivad agentuurikonfliktid omanike ja juhtkonna vahel. Omanike ja võlausaldajate vaheline konflikt tuleneb asjaolust, et laenukapitali omanikud saavad projekti edu korral kokkulepitud tasu, kuid ebaedu korral kannavad suurema osa kahjust. Agentuurikuludeks ettevõttele on ebaadekvaatsed finantsotsused, sellest tulenevalt pankrotiohu suurenemine, kontrolliga seotud kulude suurenemine ning kõrgemad laenulepingu sõlmimise kulud või oht üldse mitte laenu saada. (Block *et al.* 1994:6; Vernimmen 2005:586-587)

Kuid siiski staatilise kompromissiteooria ehk optimaalse kapitali struktuuri teooria seisukohad ettevõtete kapitaliallikate valikute kohta ei lange tihti kokku empiiriliste uuringutega, kuna seal ei arvesta kapitali struktuuri kohandamise kuludega (Brealey, Myers 1991:445). Seega kapitali struktuuri kohandamise suurte kulude tõttu võivad ettevõtted olla sunnitud kasutama optimaalsest hoopis erinevat võlakordajat.

1.4 Informatsiooni asümmeetria ja finantshierarhia teooria

Kolmandaks oluliseks kapitalistruktuuri teooriaks on finantshierarhia teooria (*pecking order theory*) ja sellega tihedalt seotud informatsiooni asümmeetria teooria. Antud teooriad selgitavad ettevõtete finantseerimisallikate valikute kujunemist.

Finantseerimisallikad jagunevad sisemisteks, milleks on ettevõtte kasum, mida ei maksta välja dividenditeks, ja välisteks, milleks võivad olla näiteks laenu ja omakapital (uutelt) omanikelt.

Finantshierarhia teooriat esitles esmalt Donalson 1961. aastal. 1984. aastal esitasid selle modifitseeritud kujul Myers ja Majluf. Teooria kohaselt kasutavad ettevõtte juhid soodsamad finantseerimisallikad enne, kui võtavad tarvitusele vähemsoodsad finantseerimisvahendeid. Seega eksisteerib finantseerimisallikate paremusjärjestus ehk finantshierarhia. Finantshierarhia teooria kohaselt järjestuvad finantseerimisallikad kasutussageduse järgi järgmiselt (Vernimmen 2005:677-678):

- ettevõtete juhtkonnad eelistavad enim sisemisi finantseerimisallikaid. Ettevõtted kohendavad oma dividendimaksmise poliitika eesmärgid investeerimisvõimalustega;
- kuna tulud ja investeerimisvõimalused varieeruvad aasta-aastalt, siis ettevõtted võivad vähendada oma kassasaldot;
- välisfinantseeringu vajaduse tekkel eelistatakse esmalt vähem riskantseid laene ja võlakirjade emissiooni;
- kui ettevõttel jääb eelnevatest finantseerimisallikatest siiski väheks, siis emiteeritakse vahetusvõlakirju;
- viimase abinõuna teostab ettevõtte aktsiate emissiooni.

Eelistatakse sisemisi finantseerimisallikaid, kuna esiteks nende kasutamisel praktiliselt puuduvad transaktsioonikulud ja teiseks ei too see endaga kaasa näiteks juhtkonna otsustusvabaduse piiramist, ettevõtte tegevuse suuremat jälgimist pankade või investorite poolt ega jõuvahekorra muutust aktsionäride üldkoosolekul, mille tagajärjeks võivad olla muutused ettevõtte tippjuhtkonna koosseisus. Transaktsioonikulud on näiteks informatsiooni saamise ja töötlemise kulud, läbirääkimiste kulud jms. Eestis tegutsevatel ettevõtetel lisandub veel üks eelis kasutada pigem omafinantseeringut, kuna tulumaksu peab vaid maksma sellelt kasumi osalt, mis läheb dividendidena väljamaksmisele (§ 1 Tulumaksuseadus 1999). Juhul, kui sisemised finantseerimisallikad on ammendunud ja tuleb kaasata muid allikaid, eelistatakse seda, mille väärtus on vähem mõjutatud informatsioonilisest asümmeetriast. (Baker *et. al* 2011:19-20)

Informatsioonilise asümmeetria all peetakse silmas, et ettevõtte omanikel on ettevõtte varade ja kasvuvõimaluste kohta rohkem informatsiooni kui välistel investoritel, kes tihti üle- või alahindavad ettevõtte väärtust (*ibid* 2011:20). Kui näiteks ettevõtte võlakohustused on turuväärtuses alahinnatud, võib tekkida olukord, kus ettevõtted pigem loobuvad kasumilikest projektidest, kui aktsepteerivad ebarahuldavate tingimustega pakutavaid laene.

Informatsioonilisest asümmeetriast tingituna on halvim situatsioon, kui ettevõttel tekib vajadus emiteerida uut omakapitali. Omanikud ei soovi emiteerida uusi aktsiad, kui ettevõtte on turul informatsiooni asümmeetriast tingituna alaväärtustatud, kuna uute aktsiate emissioon alandab olemasolevate aktsionäride aktsiate hinda. Teisisõnu, uued aktsionärid võidaksid olemasolevate aktsionäride arvelt. Enamasti emiteeritakse uusi aktsiaid vaid juhul, kui omanikud tunnevad, et need on hetkel ülehinnatud. Kuna aga investorid teavad seda, siis toob uute aktsiate emiteerimise teade sageli kaasa aktsiahindade languse, mis aga vähendab aktsiate avaliku emiteerimise kui ka raha hankimise viisi atraktiivsust. (Baker *et. al* 2011:20)

Vastupidiselt staatilisele kompromissiteooriale, ei püüta finantshierarhia teooria kohaselt ettevõtte struktuuri kujundamisel saavutada optimaalset võlakordajat, vaid seda kujundatakse aja jooksul vastavalt finantseerimisvajadustele ja püüdlustele minimeerida ebasoodsate valikute kulusid. Finantshierarhia teooria aitab ühtlasi ka paremini mõista ettevõtete reaalsel käitumist, samas aga seob mõnevõrra vähem ettevõtete finantsvõimenduse taset majandustulemustega.

1.5 Kapitali struktuuri mõjutavad tegurid

Ettevõtte kapitali struktuuri valikuid puudutavate tegurite väljaselgitamisele ja olulisuse hindamisele on pühendatud väga palju uurimistöid. Kapitali struktuuri mõjutavaid tegureid on liigendatud erinevate autorite poolt mitmeti. Sander (2007) liigitab kapitali struktuuri mõjutavad tegurid fundamentaalseteks, klassikalisteks ja praktilisteks teguriteks. Fundamentaalse tegurite hulka kuulub ettevõtte väärtuse maksimeerimine. Klassikaliste teguritena vaadeldakse makse, pankrotikuluseid, tehingukuluseid, ebavõrdset turule ligipääsu, agentuurikuluseid ja asümmeetrilist informatsiooni. Praktiliste mõjuritena võib käsitleda ettevõtte krediitireitingut, seaduslikke regulatsioone, ettevõtte

elutsükli, turutingimusi, riskide juhtimist, inimpsühholoogiat, omanike eelistusi jne. (Sander 2007: 23-35).

Kõige laiemalt võib ettevõtte kapitali struktuuri mõjutavad tegurid jagada ettevõttespetsiifilisteks ehk juhtkonna kontrolli all olevateks või mõjutatavateks teguriteks ja ettevõttevälisteks teguriteks, mis tulenevad enamasti ettevõtte asukohamaa majandus- ja poliitilise keskkonna eripäradest ning ei allu ettevõtte juhtkonna mõjule (Golberg 2007:30). Antud töös analüüsitava ettevõtte peamiseks ettevõtteväliseks kapitali struktuuri mõjutavaks teguriks võib pidada Euroopa Liidu ettevõtlus- ja regionaalpoliitikat.

Käesolevas töös soovitakse keskenduda eelkõige ettevõttespetsiifilistele kapitali struktuuri mõjutavatele teguritele. Kirjanduses ja varasemates uurimustes (Golberg 2007; Harris, Raviv 1991; MacKay, Phillips 2005; Rajan, Zingales 1995; de Jong, Kabin, Nguyen 2007; Titman, Wessels 1988; Frank, Goyal 2009.) on nimetatud järgmisi ettevõttespetsiifilisi kapitali struktuuri mõjutavaid tegureid:

- ettevõtte suurus,
- põhivaralisus,
- likviidsus,
- kasumlikkus,
- kasvuperspektiiv,
- tegevusvaldkond,
- omandistruktuur ja ettevõtte juhtkond.

Ettevõtte suuruse mõõdikuna kasutatakse kirjanduses enamasti naturaallogaritmi varade raamatupidamisväärtusest või müügitulust. Staatilise kompromissiteooria kohaselt on ettevõtte suuruse ja võlakordaja vahel positiivne seos. Samas Rajan ja Zingales (1995: 1456-1457) leidsid, et ettevõtte suurus võib olla pöördvõrdeliselt seotud pankroti tõenäosusega ja seetõttu peaks selle näitaja olulisus ettevõtte kapitali struktuurile olema väiksem riikides, kus ettevõtete finantsraskustesse sattumise tõenäosus on väiksem.

Ettevõtte suurus mõjutab ka oluliselt ettevõtte kättesaadavust erinevatele finantsvahenditele, samuti ka mahtu. Praxise (Kaarna et al 2012:50-53) 2011. aastal läbiviidud uuringu kohaselt on Eestis mikroettevõtted (1–10 töötajat) ja FIEd kasutanud peamise

rahastamisallikana laenu perekonnalt või sõpradelt ning valdavalt jääb nende laenumaht alla 25 000 euro. Liisingut kasutavad rohkem väikesed (10-49 töötajaga) ja keskmise suurusega (50-250 töötajaga) ettevõtted. Sarnaselt liisinguga, mida suurem on ettevõtte, seda enam kasutatakse lisarahastamiseks pangalaene ja riiklikke toetusi. Põhjuseks, miks ettevõtted pangalaene lisarahastuse allikana ei kasuta, toodi antud uuringus välja, et ettevõtetel pole piisavalt tagatiseid ning laenude intressimäärad on liiga kõrged.

Laenukapitali hankimisel ettevõtte poolt on põhivara heaks tagatiseks, sellest tulenevalt on ettevõtte põhivaralisuse (*tangibility*) tegur üsna tähtis. Põhivaralisust näitab põhivarade suhet varadesse. Suurem põhivara osakaal vähendab agentuurikulusid, kuna laenud on tagatud materiaalsete varadega, mida saab ettevõtte pankrotistumise korral ümber suunata teistesse tegevusvaldkondadesse (Antoniou *et al.* 2006:166). Nii staatilise kompromissiteooria kui ka finantshierarhia teooria kohaselt on põhivaralisuse mõju finantsvõimendusele positiivne ja oluline. Praxise (Kaarna *et al.* 2012:51) läbiviidud uuringu kohaselt kasutasid 65% Eesti väikestest ja keskmise suurusega ettevõtetest aastatel 2008.-2011. pangalaene just põhivara soetamiseks.

Likviidsus näitab ettevõtte võimet katta kiireloomulisi kohustusi kreditoride ees varusid müümata (Kõomägi 2006:122-123). Suurem likviidsus peaks vähendama vajadust täiendava laenamise järele, kuna ettevõtetel on piisavalt vahendeid tagamaks tegevuse katkematust. Seega võib eeldada likviidsuse ja finantsvõimenduse vahel negatiivset seost. Likviidsuse näitajana kasutatakse kirjanduses enamasti käibevara suhet lühiajalistesse kohustustesse (de Jong, Kabin, Nguyen 2007; Golberg 2007; Rajan, Zingales 1995).

Ettevõtte kasumlikkuse tegurina on käsitletud käiberentaablust, varade tulukust, puhaskasumi või ärikasumi suhet varadesse ja põhitegevuse rahavoo suhet varadesse või müügituluse. Finantshierarhia teooria kohaselt eelistavad ettevõtted enim finantseerida uusi investeeringuid sisemistest finantseerimisallikatest (Vernimmen 2005:677-678). Omavahendite olemasolu sõltub omakorda aga ettevõtte tegevuse kasumlikkusest, seega võib eeldada, et kasumlikkuse ja finantsvõimenduse vahel eksisteerib pöördvõrdeline seos.

Kasvuperspektiivi näitajana kasutatakse kirjanduses enamasti ettevõtte väärtuse tururaamatupidamisväärtuse suhet (Golberg 2007; Rajan, Zingales 1995; Harris, Raviv 1991; MacKay, Phillips 2005). Kuna aga börsil noteerimata ettevõtte mineviku turuväärtuse leidmine annab väga subjektiivse tulemuse, siis antud töös kasutatakse kasvuperspektiivi näitajana tulevase perioodi müügitulu kasvu. Lähtuvalt kapitali struktuuri kompromissiteooriast on parema kasvuperspektiiviga ettevõtetel madalam finantsvõimendus. Finantshierarhia seisukohad on aga vastupidised, kuna kasv on seotud investeerimisvajadustega.

Kvalitatiivsete tegurite hulka kuuluvad tegevusala, omandistruktuur ja ettevõtte juhtkond. Mitmed uuringud on tõestanud (Harris, Raviv 1991; MacKay, Phillips 2005), et samas tegevusvaldkonnas tegutsevatel ettevõtetel on sarnased võlakordajad, kuid tegevusvaldkondade vahel on need oluliselt erinevad. Nendest uuringutest selgus ka, et kui ettevõtte kapitali struktuur erines tegevusvaldkonna keskmisest näitajatest, siis esinesid süstemaatilised kõrvalekalded ka tootmisprotsessides ja äririski suuruses. Seega võib tegevusvaldkonnaga spetsiifika määrata ettevõtte kasvu ja kasvupotentsiaali. Lisaks on staatilise kompromissi teooria kohaselt stabiilset nõudlust omavad ettevõtted on madala äririskiga ja saavad lubada kõrgemat laenukoormust, olenemata majandusolukorrast.

Kapitali struktuuri kujunemisel võib rolli mängida asjaolu, et võõrkapitali saab kasutada juhtkonna kontrollimiseks ja monitoorimiseks. Jensen ja Meckling (1976) leidsid, et võlakapitaliga seotud kohustuslikud maksed sunnivad juhte enam pingutama tulemuste saavutamisel. Seetõttu peaks madala kasvuga ettevõtetel (ja majandusharudel) olema kõrgemad võlakordajad. Teisalt aga kasvavad juhtkonna palgad üleinvesteeringu korral koos ettevõttega, kuid ettevõtte tegvusest saadud tulu läheb laenude intresside katteks, mitte omanikele dividendideks.

1.6 Kapitali hinna analüüs

Kapitali struktuuri juhtimise ülesandeks ettevõttes on kujundada optimaalne kapitali struktuur antud firma jaoks. Üldlevinud seisukoht on, et optimaalsele kapitali struktuurile on omased kaks põhitunnust, esiteks kapitali kaalutud keskmine hind

(WACC) on minimaalne (niiviisi saab kasutada kapitali kõige odavamalt) ja teiseks lihtaksia turuhind ja ettevõtte väärtus on maksimaalne.

Kapitali hinda määrates tuleb eristada raamatupidamisaruannetes esitatud bilansilist väärtust ja kapitali tegelikku turuhinda. Raamatupidamisaruannetes kajastatav bilansiväärtuse arvutamine põhineb soetusmaksumusel ning näitab tehingu väärtust selle toimumise hetkel. Ettevõtte kapitali allikate teisendamisel turuväärtusesse tuleb võtta arvesse ettevõtte kasvupotentsiaali, inflatsiooni ja riske, mille alusel investorid otsustavad oma raha paigutamise üle. Investorite nõutav tulumäär ehk kapitali hind koosneb kolmest komponendist: kapitalirendist, inflatsioonipreemiast ja riskipreemiast. (Pratt, Grabowski 2010:6)

Kapitali kaalutud keskmine hind (*Weighted Average Cost of Capital*) on ettevõtte riskitaseme juures minimaalne tulunorm, mis rahuldaks nii laenuandjaid kui omanikke. Kui ettevõtte ei teeni nõutavat tulumäära, siis ettevõtte turuväärtus langeb ning seega väheneb omanike rikkus. (Paramasivan, Subramanian, 2009: 65). Kaalutud keskmist kapitali hinda arvutatakse järgneva valemi abil (Ramagopal 2008:276):

$$(6) \quad WACC = k_d \times w_1 \times (1 - t) + k_p \times w_2 + k_e \times w_3$$

kus k_p – eelisaktsiate hind,
 w_1 – laenude osakaal kapitalis,
 w_2 – eelisaktsiate osakaal kapitalis,
 w_3 – lihtaktsiate osakaal kapitalis.

Kapitali kaalutud keskmise hinna arvutamisel leitakse esmalt üksikute kapitaliliikide hinnad turuväärtuses ning nende osakaal kapitali hinna üldsummas. Ühelt poolt mõjutab kapitali struktuuri muutus kapitali kaalutud keskmist hinda läbi võõrkapitali ja omakapitali kaalude muutuse, teiselt poolt võib kapitali struktuur mõjutada kapitali kaalutud keskmist hinda läbi võõr- ja omakapitali hindade muutuse.

Võõrkapitali hind (k_d) võrdub võlausaldajate nõutava tulunormina, mis väljendub intressimäärana. Täpse laenuhinna määramiseks oleks vaja arvestada ka kaudseid kulusid, nagu näiteks juhtkonna aeg ja tasud juristidele nõustamise eest. (Ramagopal

2008:267) Kohustuste turuhinda võib kaalutud keskmise kapitali hinna leidmisel samastada selle bilansilise väärtusega, mis väljendub intresside suhtest võlgnevustesse.

Omakapitali hinna võib leida ajalooliste andmete põhjal, hinnates minevikus saadud keskmist tulusust või rahandusteoreetiliste mudelite põhjal. Autor leiab omakapitali hinna kasutades enim levinud CAPM hindamise mudelit, mis põhineb riski ja oodatava tulu leidmisel. (Pratt, Grabowski, 2010:103) CAPMi kaudu leitav omakapitali hind avaldub järgmiselt (Kõomägi 2006:152):

$$(7) \quad k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f),$$

kus R_f – riskivaba tulumäär,

β - beetakordaja,

R_m – turutulumäär.

Riskivaba tulumäär on teoreetiline investeringu tulusus, kui ei eksisteeriks ühtegi riski. Turutulumäär tähistab tururiski preemiat ehk kompensatsiooni süstemaatilise riski võtmise eest. (Kõomägi 2006:152-155) Beetakordaja on volatiilsuse mõõdik, mis antud valemis kohendab tururiskipremia ettevõtte riskiga. Antud töös kasutatakse beeta leidmiseks Harris-Pringleri valemit (valem 8), mis on sobilik suure võlaosakaaluga ettevõtetele. Antud valem võimaldab arvestada asjaolu, et ühel perioodil võib ettevõttel olla lühiajalisi makseraskusi, kuid pikemas perspektiivis on ettevõtte kasumlik ning puudub maksujõuetuse tekke oht. (Skardziukas 2010:21)

$$(8) \quad \beta_L = \beta_U + \frac{V_d}{V_e} (\beta_U - \beta_d),$$

kus β_L – ettevõtte võimendusega beeta,

β_U – majandusharu finantsvõimenduseteta beeta,

β_d – võla beeta,

Kuna beetakordaja valemid ei saa rakendada turul noteerimata ettevõtete kohta, siis tuleb kasutada võrdlusmeetodit, mille puhul majandusharu finantsvõimenduseteta beetakordaja hinnanguna kasutatakse samal tegevusalal tegutsevate noteeritud ettevõtete keskmist beetakordajat.

Võla beetakordaja arvestab kreditorite riski, et intressid tasutakse õigeaegselt, kui majandusolukord peaks muutuma. Võla beetakordajad leitakse sarnaselt omakapitali beetakordajaga. Võla beetakordaja leitakse regressioonivõrrandi abil, taandades turu tulu võõrkapitalist saadud tuluga (valem 9). Saadud tulemusi korrigeeritakse võla krediidi reitinguga. (Pratt, Grabowski 2010:179-181)

$$(9) \quad \beta_d = \alpha + R_d(R_m - R_f(1 - t)) + \varepsilon,$$

kus R_d – võõrkapitali hind,

Antud töös siiski võlabeetat regressioonivõrrandi abil leida pole võimalik, kuna selleks oleks vaja usaldusväärset valimit. Antud juhul kasutatakse Duff & Phelps LLC välja arvutatud võla beetakordajaid krediidireitingu alusel (*ibid* 2010:180). Krediidireiting on antud vastavalt Moody (2009) välja töötatud reitinguskaalale, mis on küll mõeldud börsil kaubeldavatele võlakirjadele.

CAPM mudeli kasutamine annab siiski üsna subjektiivse tulemuse. Antud juhul arvestatakse majanduskeskkonnast ja tegevusalast tulenevaid riske, kuid jäetakse välja ettevõtte spetsiifilised riskid. CAPM mudelit on kritiseeritud ka sellepärast, et see arvestab vaid kaotusi, mis ilmnevad riskide ilmnemisel. Mitmed autorid (Skardziukas 2010:25; Damodaran 2013) on aga soovitanud kasutada antud valemis nõ. positiivset beetat, mis arvestaks võimalike kasudega.

MM kapitali struktuuri irrelevantuse teooria põhineb seisukohal, et (eelpoolkirjeldatud) ideaalsetes tingimustes kohanduvad võõr- ja omakapitali hinnad kapitali vahekorra muutudes täielikult, mistõttu mõju kapitali keskmisele hinnale puudub. Kapitali struktuur ei saa aga mõju avaldada ettevõtte rahavoo suurusele ega tasemele, sest see tuleneb investeerimispoliitikast, mis on vähemalt teoreetiliselt finantseerimispoliitikast sõltumatu.

1.7 Kapitali struktuuri ja rentaablus suhtarvud

Kapitali struktuuri analüüsis tuleb eelkõige käsitleda finantsvõimenduse suhtarve, mis näitavad esiteks, millisel määral kasutab ettevõtte oma vajaduste finantseerimiseks laenu ja teiseks, kas ettevõtte on võimeline maksma võõrfinantseeringute katmisega seotud

kulutusi. Oluline on käsitleda omakapitali rentaabluse suhtarve ning omakapitali hinna muutuse võrdlust, kuna reeglina tõstab võlakordaja suurenemine nii omakapitali tootlust kui ka selle hinda.

Suhtarvude võrdlemiseks on vaja kahte eeldust, esiteks näitajate võrreldavust ja teiseks võrreldavate ettevõtete kapitali struktuuri juhtimise optimaalsust. Rakendatavad finantsvõimenduse suhtarvud jagunevad kahte rühma, esiteks finantsstruktuuri kordajad, mis iseloomustavad ettevõtte finantseerimisallikate osakaalusid. Nendeks on võlakordajad ja soliiduskordaja. Teise rühma kuuluvad kattedekordajad, mis iseloomustavad ettevõtte võimet maksta võõrkapitali kasutamise seotud kulusid. Antud töös hinnatakse ettevõtte võimet maksta intresse ärikasumi arvelt (Kaldaru 2005:168-169). Rentaablussuhtarvudest käsitletakse omakapitali tootlust ja varadesse tehtud investeeringute tasuvust. Rentaablusnäitajad võimaldavad hinnata, kuidas kapitali struktuur mõjutab ettevõtte tulusust.

Traditsioonilise finantsvõimenduse mõõdikuks on võlakordaja (*debt rato* - *DR*). Võlakordaja näitab, kui suurt osa ettevõtte varadest finantseeritakse laenatud vahenditega, ka sihtfinantseeringut tuleb siinkohas määratleda kui laenu. Enamasti tähistab võlakordaja koguvõlgnevuse suhet varadesse (valem 10) (Kõomägi 2006:125).

$$(10) \quad DR1 = \frac{D}{A},$$

kus D – koguvõlgnevus,
 A – varad.

Üsna levinud on ka antud valemi modifikatsioonide kasutamine. Suhtarv valemis 11 iseloomustab pangalaenu ja kapitalirendi kohustuste osatähtsust ettevõtte püsivates finantseerimisallikates.

$$(11) \quad DR2 = \frac{LD^*}{E + LD^*},$$

kus LD^* – pikaajalised kohustused (antud juhul arvestatud ka tagasimaksud järgmisel perioodil),
 E – omakapital.

Suhtarv valemis 12 iseloomustab pangalaenu, kapitalirendi kohustuste ja sihtfinantseeringu osatähtsust ettevõtte püsivates finantseerimisallikates.

$$(12) \quad DR3 = \frac{LD^* + SF}{E + LD^* + SF'}$$

kus SF - sihtfinantseering.

Võlakordaja traditsioonilisel kujul on esitatud valemis 10. Finantsjuhtimiskirjanduses väidetakse, et võlakordaja võiks olla kuni 70% ja ideaalilähedaseks arvvärtuseks on peetud 0,5. Siiski erialakirjandus märgib, et edukalt võib tegutseda ka kiire rahakäibega ettevõtte oludes, kus võlakordaja on 0,7-0,8. Võõrkapitali puudumine või väike osakaal võib anda tunnistust sellest, et ettevõttel puuduvad tulusad projektid tegevuse arendamiseks tulevikus või ei leidu turul sobivaid laenuinstrumente. Kreditorid eelistavad näha võlakordajat madalana, sest siis on nende risk väiksem. Võlakordaja „õige“ väärtus sõltub paljudest teguritest sh majandusüksuse tegevusvaldkonnast, majandusharu teise ettevõtte vastavatest näitajatest, laenu saamise võimalustest, tulude stabiilsusest. (Alver, Alver 2011:616)

Ka kapitaliseerituse kordaja (*capitalization ratio- CAPR*) on finantsvõimenduse suhtarv, mis iseloomustab pikaajaliste kohustuste osatähtsust ettevõtte püsivates finantseerimisallikates. Pikaajalise maksevõime seisukohalt avaldavad lühiajalised kohustused vähem mõju kui pikaajalised kohustused. Kordaja arvutuskäik on järgmine (Kõomägi 2006:126):

$$(13) \quad CAPR = \frac{LD}{LD + E},$$

kus LD – pikaajalised võlakohustused,
 E – omakapital.

Vastupidiselt võlakordajale näitab omanike panust ettevõttesse soliiduskordaja (*solvency- SO*), mis ühtlasi näitab ka maksevõimelisust. Erinevate näitajate esitamine lähtub traditsioonidest. Kui näiteks USAs on traditsioon näidata D/A , siis Skandinaavias E/A . Antud töös kasutab autor järgnevat valemit (Kõomägi 2006:126):

$$(14) \quad SO = \frac{E}{A}$$

kus SO – soliiduskordaja.

Ettevõtte võimet maksta ärikasumi arvelt intressikulusid saab hinnata intresside kattekordaja (*times interest earned- TIE*) alusel. Antud näitaja peaks üldtunnustatud hinnangute järgi olema vähemalt 2,5. Arvutuskäik on järgmine (Kõomägi 2006:124):

$$(15) \quad TIE = \frac{EBIT}{I},$$

kus I – intressid.

Omakapitali tootlust ja hinna muutust võimaldavad analüüsida varade ja omakapitali rentaabluste suhtarvud. Varade rentaablus (*return on assets-ROA*) näitab ettevõtte varadesse tehtud investeeringute tasuvust. Sisuliselt saab teada, mitu rahaühikut kasumit on saadud igalt varadesse paigutatud rahaühikult. Arvutuskäik on järgmine (Kõomägi 2006:127):

$$(16) \quad ROA = \frac{NI}{A},$$

kus NI – puhaskasum.

Omakapitali rentaablus (*return on equity- ROE*) näitab aktsionäride investeeringute tasuvust ja võimaldab otsustada ettevõtte juhtimise efektiivsuse üle. Arvutuskäik on järgmine (Kõomägi 2006: 129):

$$(17) \quad ROE = \frac{NI}{E}.$$

Omakapitali rentaablust võrreldakse omakapitali hinnaga ehk omanike nõutava tulunormiga. Kui see ületab nõutava tulunormi, siis luuakse omanikele lisandväärtust. Rentaabluste süvaanalüüsiks tostatakse Du-Pont analüüs, mille võrrand (valem 18) võimaldab uurida omakapitali rentaablust üksikute tegurite lõikes (Brigham 1995:87).

$$(18) \quad ROE = \frac{NI}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E},$$

ehk $ROE = (\text{kasumimarginaal}) \times (\text{koguvarede käibekordaja}) \times (\text{omandikordisti})$.

Du-Pont analüüsist on võimalik välja lugeda kolme olulise suhtarvu mõju omakapitali rentaablusele. Tegemist on kiirmeetodiga, mis võimaldab hinnata ettevõtte tasuvust võrreldes tegevusest saadud sissetulekut omanike investeeritud kapitaliga. Kasumimarginaal näitab müügikäibe iga rahaühiku tasuvust (Kõomägi 2006:128). Hinnangu andmine sõltub suuresti tegevusalast. Üldiselt on näiteks kasumimarginaalid tööstusettevõtetel madalamad kui teenindusettevõtetel. Varade käibekordaja ehk käibesagedus näitab varade kasutamise efektiivsust (Kõomägi 2006:111-112). Sisuliselt hinnatakse, kas vara kasutatakse mingi müügikäibe taseme juures efektiivselt. Antud suhtarvu puhul saab määrata, mitu käibe rahaühikut tuleb ühe varasse investeeritud rahaühiku kohta. Omandikordisti on kapitali struktuuri suhtarv, mis näitab, mitu korda ületab vara omakapitali (Kõomägi 2006:126).

1.8 Võõrfinantseerimise mõjus

Kuna käesolevas töös analüüsitava ettevõtte põhiliseks finantseerimisvormiks on võõrfinantseerimine, siis tuleb olulist tähelepanu pöörata antud teemale. Võõrfinantseerimise mõju hindamiseks kasutatakse Raudsepa poolt välja töötatud IDF meetodit (Raudsepp, Ivanova 2006:130-131). Antud mudeli kasutamise eesmärgiks on uurida võõrfinantseerimise mõjusust puhaskasumi kujunemisele ettevõtte finantsnäitajate kujunemise puhul, lisaks püütakse lahti mõtestada laenukapitali ja omakapitali rollid eraldi tulutoovuse üldvõimele.

Võõrfinantseerimise mõjususe mudel (valem 19) koosneb sisuliselt kahest osast. Murru lugejas on antud kapitali kaalutud keskmise hinna koosseisus oleva laenukapitali maksujärgne hind ja selle suhe tulutoovuse üldvõimesse ($EBIT/A$), murru nimetajas on toodud täisosale lisatud omakapitali tulususe ja kapitali hinna suhe. Valemi kujul on võõrfinantseerimise mõjususe tase järgnev (Raudsepp, Ivanova 2006:132-133):

$$(19) \quad IDF = \frac{\left[\frac{K_d \left(\frac{D}{A} \right) (1 - T)}{EBIT/A} \right]}{\left(\frac{(1 + ROE)}{(1 + WACC)} \right)}$$

Võõrfinantseerimise mõjususkoeffitsient seotud järgnevate näitajate ja teguritega: laenukapitali hind (K_d), võlakordaja (DR), intressisummade suurus, tulumaksumäär, ärikasumi suurus, intressisummade ja ärikasumi suhtarv, varade suurus, ärikasumi ja varade suhtarv, omakapitali tulutoovus, kapitali hind, omakapitali tulutoovuse ja kapitali hinna suhtarv. Kesksuks suuruseks jääb ettevõtte ärikasum. (*ibid* 2006:130-131) Mudeli rakendamine võimaldab teha väga olulisi järeldusi võõrfinantseerimise mõjususe üle ettevõttes, näha ohtusid, mil investorite vahel tekivad konfliktid ning otsustada ettevõtte väärtuskasvu ja arenguperspektiivide üle. IDF mudeli väljundi hinnangud on välja toodud lisa 3.

Finantsvõimenduse (DFL, *degree of financial leverage*) analüüsid annavad meile vastuse, kui võrd tundlik on tulu aksia kohta (EPS) ärikasumi (EBITi) muutuse suhtes. Finantsvõimendust arvutatakse järgmise valemiga (Kõomägi 2006:209-210)

$$(20) \quad DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

Tulutoovuse üldvõime (*basic earning power- BEP*) näitab varade tootlikkust enne maksude ja finantsvõimenduse mõju (Kõomägi 2006:127-128). Kui tulutoomise üldvõime on hea, aga varade rentaablus halb, siis saab järeldada, et viga on finantseerimisotsustes, mitte ettevõtte äritegevuses. Varade kogutulukust ehk tulutoovuse üldvõimet (BEP) mõjutavate tegurite põhjendatud seoste ja suuruste leidmiseks koostame Du Pont'i süsteemi eeskujul seose:

$$(21) \quad BEP = \frac{EBIT}{A} = \frac{EBIT}{I} \times \frac{I}{D} \times \frac{D}{A}$$

kus $EBIT/I$ – perioodi (aasta) intressikulude kattekordaja;

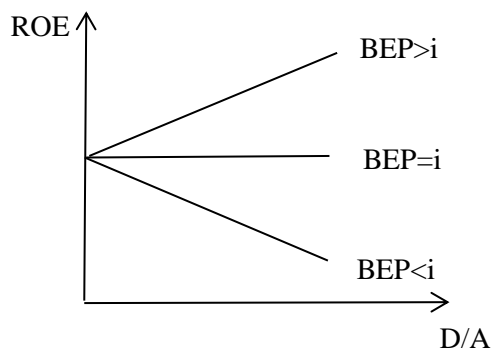
I/D – võõrkapitali hind;

D/A – võlakordaja

Renaabluse põhjuslik analüüs seondub kapitali struktuuri korraldamisega. Omavahel seotakse ära tulutoovuse üldvõime (BEP), finantsvõimendus ja omakapitali tulukuse seosed. Finantsvõimendust käsitletakse antud juhul D/A , kus D on ainult intresse kandev võõrkapital. Järgnev mudel võimaldab hinnata, kuidas muutub ROE võõrkapitali osakaalu suurenemisega (Raudsepp 2002)

$$(22) \quad ROE = \left(\frac{EBIT}{A} - i + i \times \frac{E}{A} \right) \times \frac{A}{E} \times (1 - t) = \left[i + \frac{A}{E} \times \left(\frac{EBIT}{A} - i \right) \right] \times (1 - t) = \\ = \left[BEP + (BEP - i) \times \frac{D}{E} \right] \times (1 - t),$$

Finantsvõimenduse suurendamine mõjub soodsalt ettevõtte omakapitali tulukusele siis, kui tulutoovusüldvõime on intressimäärast suurem. Joonisel 1.4. on välja toodud omakapitali rentaabluse sõltuvus finantsvõimendusest. Kui tulutoovuse üldvõime on intressidest suurem ning võlaosakaal kapitali struktuuris kasvab, siis ROE tõuseb veelgi enam. Sisuliselt tähendab see seda, et sel juhul saavad omanikud teenida lisatulusust võlausaldajate odava raha arvel.



Joonis 1.4. Omakapitali rentaabluse sõltuvus finantsvõimendusest.

Võõrfinantseerimise mõjususe hindamise juures on oluline tähtsus finantseerimisvajaduse iseloomul, ettevõtte arengufaasil, laenuandja nõuetel ja piirangutel ning ettevõtte juhtimisega seotud aspektidel. Igal juhul tähendab suurem võõrkapitali osakaal suuremat riski kõigile ettevõttega seotud osapooltele.

2. AS PAJO KAPITALI STRUKTUURI ANALÜÜS

2.1 Ettevõtte ja seda ümbritsev keskkond

Ettevõtte asutati 1993. aastal AS Foto Pärnu nime all. Tegemist on Pärnus loodud pereettevõttega, mis hakkas trükiteenuste pakkumisega tegelema aastal 1997, muutes samaaegselt ettevõtte nime AS Pajoks. Ettevõtte tegevusalaks on perioodikaväljaannete, reklaammaterjalide, kalendrite jms trükkimine, trükinduse abitegevused (nt köitmine, voltimine, liimimine, trükiplaatide valmistamine), mis on vajalikud trükitootmise toodete (nt trükiplaat, köidetud raamat, trükifail) valmistamiseks ning turustamine. Ettevõtte ei tegele kirjastamise ja disainerite tegevusega.

Algselt paiknes trükikoda Pärnus ning teeninduse harukontor Tallinnas, kasutusel olid offsettrükimasinad formaadis B3 (36x52 cm) ja B2 (52x72cm), giljotiin, klamberköiteliin, voltimismasin formaadis B2, reproseadmed ja mõned väiksemad trükiste järeltöötlusmasinad. Töötajaid oli 2008. aastal 33. 2009.a. investeeriti pangalaenu ja EAS-i toetuse abil tootmishoonesse ja uutesse seadmetesse 38 miljonit krooni, mis võimaldas siseneda täiesti uutele eksportturgudele. 31. augustist 2009 koliti uude tootmishoonesse Sinti. Antud hoone pindala on 1516,4 m², millest tootmise osa moodustab ca. 1200 m². Hoone juurde kuulub ka 8136 m² suurune krunt, mis annab võimaluse tulevikus vastavalt vajadusele laieneda. Seadmetest soetati 2009. aastal offsettrükimasin formaadis B1 (72x104 cm), uued reproseadmed ning trükiste järeltöötlusseadmeid, sealhulgas kaks voltimismasinat, kaks giljotiini, liimköiteliin, klamberköitemasinad, karbiliimimisliin, papile liimimise masin ja erinevad stantsimasinad.

2012. aastal soetati esimene kaheksavärvi trükimasin KBA formaadis B1(72x106cm). Uus trükimasin läks AS Pajole maksma ligi 2 miljonit eurot, laenuga soetatud masina omafinantseeringu osa kaeti trükimasin B2 müügitulu ja KredExi tehnoloogia laenu toel.

Soetatud ofsettrükimasina abil loodab AS Pajo tõsta oma toodangut kolmekordseks. 2012. aasta lõpu seisuga on AS Pajo masinapargi väärtus ligi 3,6 miljonit eurot ning töötajaid oli 43.

Suuremad muutused Eesti trükiteöstuses toimusid 2008.-2009. aastal, kui oli kogu töötlev tööstus 2008. aastal alanud majanduskriisi mõju tõttu languses. Antud perioodil üldine nõudlus trükistele vähenes ja mitmed kliendid otsustasid odavamate pakkujate, näiteks Poola, Ukraina, Rumeenia või Aasia tootjate, kasuks. Mitmed ettevõtted pankrotistusid, allesjäänud trükikodade tootmismahud langesid olulisel määral. Sektor hakkas taastuma alles 2010. aasta alguses. 2011. aasta seisuga tegutses Eestis trükinduse ja salvestiste paljunduse tegevusalas, võrreldes 2008. aasta lõpu seisuga, 42 ettevõtet enam ehk kokku 318 ettevõtet, nendest kuni 50 töötajaga ettevõtteid oli 307 ning 50 ja enama töötajaga ettevõtteid 11 (Ettevõtte asendikeskmised... 2013).

Tihe konkurents hoiab trükiteöstuse kasumimarginaalid madalana. Konkureerimaks odavama tööjõuga riikidega, rõhuvad Eestis tegutsevad trükiettevõtted kiirusele, efektiivsusele, paremale kvaliteedile, usaldusväarsusele ning tootmise keskkonnasõbralikkusele. Viimasest on eriti huvitatud Skandinaavia riikidest pärit kliendid. Konkurentsieelise hoidmine nõuab aga pidevalt suuri investeeringuid tööstusparkidesse. Tootmise efektiivsuse tõstmiseks, tööjõukulude vähendamiseks ja toodete variatsiooni suurendamiseks on vaja soetada keerulisemaid masinaid, milledele on vaja ka vastava kvalifikatsiooniga töötajaid. Kuna Eestis on vaid üks õppeasutus, mis koolitab trükiteöstusele spetsialiseerivaid ameteid, siis kvaliteetse tööjõu leidmine on trükikodade üheks suurimaks probleemiks. (R. Pajo suuline teade 15.08.2013)

2.2 AS Pajo kapitali struktuur ja selle komponentide hind

AS Pajo finantsstruktuur ja kapitali liikide osakaal kogu kapitali mahust on välja toodud lisas 1. Ettevõtte lühiajalised laenud omavad finantsstruktuuris vähe tähtsust. Võlgade ja ettemaksete osakaal kogu kapitali mahust on aastatel 2009-2012 umbes poole väiksem võrreldes 2008. aastaga, kuna alates 2009. aastast hakkas ettevõtte finantseerimisstruktuuris domineerima pikaajalised laenukohustused ja sihtfinantseering. Lühiajaliste

kohustuste maht on kasvanud vaadeldud perioodil sihtfinantseeringu amortisatsiooni ning järk-järgult suurenenud pikaajaliste kohustuste tagasimaksete tõttu.

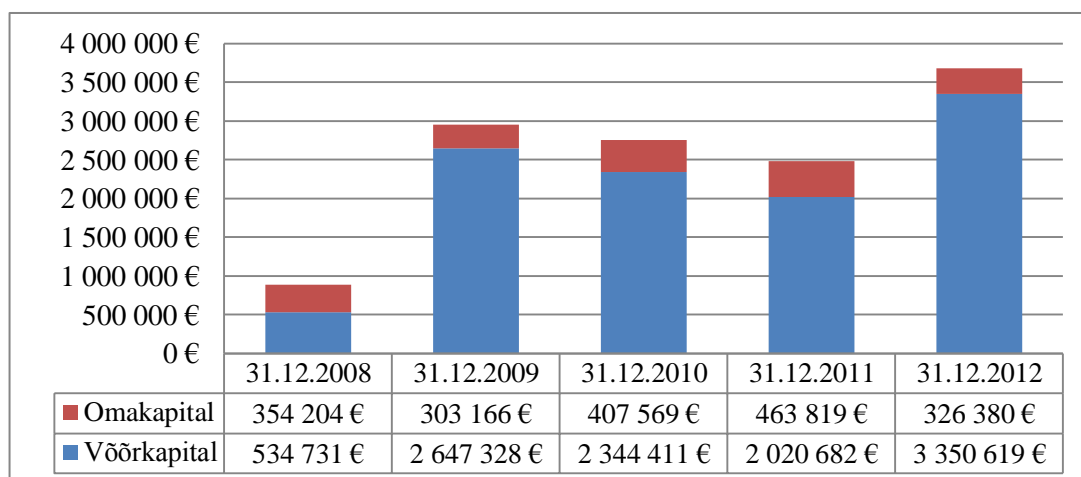
Ettevõtte pikaajalised laenukohustused aastatel 2008–2012 on lisaks välja toodud tabelis 2.1. Pikaajalise laenukapitali maht suurenes olulisel määral 2009. ja 2012. aastal seoses uute investeeringutega põhivarasse. 2009. aastal soetas ettevõtte kinnistu ja suurendas masinaparki laenude ja sihtfinantseeringu abil. 2012. aastal müüs ettevõtte varasemalt soetatud B2 formaadis trükimasina ja soetas uue pangalaenu ning Kredexi tehnoloogia-laenu abil uue KBA trükimasina. 2010. ja 2011. aastal on laenukapitali maht vähenenud laenude tagasimakse tõttu. Aastatel 2010-2011 kohustusi juurde ei võetud.

2009. aastal sihtfinantseeringu abil soetatud trükiseadmed kajastuvad bilansis põhivarana nende soetusmaksumuses ja vara amortiseeritakse kulusse selle kasuliku eluea jooksul. Sihtfinantseerimise summa kajastatakse kapitali struktuuris esmalt pikaajalise kohustusena. Igal aastal amortiseerub sihtfinantseering konstantselt summas 48 625€, mis esmalt kantakse lühiajaliste kohustuste hulka ja seejärel kajastub see muude äritulude all majandusaasta kasumis (kahjumis). Kuna sihtfinantseering on tasuta kapital, siis teiste finantseerijate silmis kajastub see pigem omafinantseeringuna. Sihtfinantseeringu saamine võis olla ka üsna määravaks teguriks, mis julgustas panku andma nii suures mahus laene.

Vaatamata sellele, et aktsiakapitali maht on püsinud muutumatuna, on omakapitali osatähtsus kogu kapitalimahus vähenenud oluliselt peale 2009. aastal tehtud investeeringud. Muutused omakapitali mahu suuruses on toimunud lähtuvalt ettevõtte majandustulemustest. 2009. ja 2012. aastal on ettevõtte kandnud kahjumit ning seda on kompenseeritud eelnevate aastate jaotamata kasumi arvelt, seega on neil aastatel omakapitali maht väiksem võrreldes teiste vaadeldavate aastatega. Võõr- ja omakapitali mahtudega seotud aspekte analüüsitakse põhjalikumalt järgnevates alapeatükkides.

AS Pajo kapitali struktuur koosneb võõrkapitalist, milleks on pikaajalised intressikandvad kohustused, ja omakapitalist, mis koosneb lihtaktsiatest, reservkapitalist, jaotamata kasumist ja aruandeaasta kasumist (kahjumist). Joonisel 2.1. on esitatud AS Pajo kapitali struktuur raamatupidamislikus väärtuses, kus omakapitali väärtus on esitatud selle nimiväärtuses ja laenukohustused jääkmaksumusena*.

Pikaajaliste laenukohustuste antudperioodi tagasimakseid ja sihtfinantseeringut kapitali struktuuri ei arvestata. Ettevõtte kapitali maht on kasvanud tänu võõrfinantseerimisele. Alates 2009. aastast peale esimesi suuri investeeringuid on pikaajalisi intressikandvaid kohustusi ettevõtte kapitali struktuuris kordades rohkem kui omakapitali. 2012. aastal on omakapitali ja võõrkapitali mahtude vahe veelgi suurenenud.



Joonis 2.1. AS Pajo kapitali struktuur (Allikas: AS Pajo majandusaasta aruanded 2008-2012, autori koostatud)

Järgnevalt leitakse AS Pajo kapitali allikate hind nende turuväärtuses. Ettevõtte pikaajalised laenukohustused aastatel 2008–2012 on välja toodud tabelis 2.1. Laenusumma on esitatud selle jääkmaksumuses aastalõpu kuupäeva seisuga. Laenude nominaalintressimäärad on teisendatud aastasteks ekvivalentseteks intressimääradeks. Aruandeaasta laenude kaalutud keskmine intressimäär on AS Pajo võõrkapitali hind.

Suur võõrkapitali osakaal tähendab tavaliselt kõrgemat intressimäära kreditorite täiendava riski eest (Alver, Alver 2011:616). Siiski AS Pajo võõrkapitali hind on madalam aastatel 2009-2012, kui võõrkapitali maht kapitali struktuuris oli ligi kuus korda suurem võrreldes 2008. aastaga. Aastatel 2009 ja 2012 võetud pikaajalised laenud omavad madalamat intressimäära, mis on hoidnud võõrkapitali hinda madalana ka vahepealsetel aastatel. Ainul kinnistu soetamiseks võetud laen on fikseeritud intressimääraga. Teiste laenukohustuste intressimäärade kõikumised aasta-aastalt on tingitud ka sellest, et pangad väljastanud laene ujuva intressimäära EURIBORi baasil.

Tabel 2.1 AS Pajo pikaajalised intressikandvad kohustused

Finantseerimisasutus	31.12.2008		31.12.2009		31.12.2010		31.12.2011		31.12.2012	
	Laen (€)	Intressimäär (%)	Laen (€)	Intressimäär (%)	Laen (€)	Intressimäär (%)	Laen (€)	Intressimäär (%)	Laen (€)	Intressimäär (%)
Swedbank leasing (trükiseadmed) ¹	637 321	6,82	534 731	6,76	424 925	6,69	318 218	3,15	93 061	4,63
Swedbank AS (kinnistu)			474 663	5,86	449 653	5,86	424 265	5,86	397 379	5,86
UniCredit Leasing SIA (trükiseadmed)			1 847 750	3,97	1 772 750	2,53	1 612 750	2,52	1 432 750	2,52
Swedbank Leasing (KBA)									1 700 100	0,51
Kredex (tehnoloogialaen)									566 700	4,27
Laenukohustused kokku	639 628 €		2 857 144 €		2 647 328 €		2 355 233 €		4 189 990 €	
Kaalutud keskmine intresimäär	6,79%		4,81%		3,77%		3,21%		2,31%	

(Autori koostatud; AS Pajo laenulepingud)

¹ 2008. aastal kandis antud krediidasutus nime AS Hansa liising.

AS Pajo omakapitali hinna arvutused vastavalt valemile 9 on välja toodud tabelis 2.2. Omakapitali hinna leidmisel kasutatud tegevusala keskmised beetakordajad, tururiskipreemiad ja turu-raamatupidamisväärtuse kordaja on esitanud oma kodulehel Damodaran (2013). Kuna börsil tegutsevaid trükikodasid on vaid mõnikümmend, siis koondatud statistilised andmed antud sektori kohta autoril puuduvad. Kõige adekvaatsema tulemuse saamiseks kasutatakse antud töös omakapitali hinna leidmisel sidusala paberi- ja metsatööstussektori põhiseid näitajaid. Paberitööstuse põhiklientideks on trükikojad ja seega sõltuvad oseselt paberitööstusettevõtete majandustulemused trükiteöstuse tulemustest. Omakorda sõltuvad mõlemad tööstused tooraine hankijatest ehk metsatööstusest.

Ettevõtte võimendusega beetakordaja leidmisel tuleb korrigeerida majandusharu finantsvõimendusega beetakordajat vastavalt AS Pajo finantsvõimendusega. Riskivaba tulumäärana on kasutatud Saksamaa 10 aastase võlakirja tulumäära (Bloomberg 2013). Kuna tegemist on väikeettevõttega, mille tulud on volatiilsemad ning avatus erinevatele keskkonnast tulenevatele ohtudele suurem, siis tuleb lisada ka väikeettevõtte riskipreemia 7,79% (Andersson 2002:225). Andmete puuduse tõttu on hinnanguline võla beetakordaja on arvestatud krediidireitingu alusel 2009. aasta septembrikuu seisuga (Duff& Phelps LLC, viidatud Pratt, Grabowski 2010:180 vahendusel). Krediidireiting antud vastavalt Moody (2009) välja töötatud reitinguskaalale. 2008. aasta krediidi reitinguks on hinnanguliselt A, 2009. ja 2012. on määratud Ba ja aastatel 2010 ning 2011 on Baa.

Omakapitali hinnanguline turu-raamatupidamisväärtuse suhe on vastavuses paberi- ja metsatööstussektori majandustulemustega. Kuna 2009. aastal oli antud sektor majandusraskustes, siis oli ka turu-raamatupidamisväärtuse suhe võrreldes teiste vaadeldavate aastatega väiksem (Raudjärv 2010:28). Mida enam kasutab ettevõtte laenukapitali, seda kõrgem on selle firma aktsiatega seotud süstemaatiline risk. Väga kõrgeks on AS Pajo omakapitali hind tõusnud aastatel 2009-2012. Omanikud ootavad väga suurt tulu võetud riskide eest. Kõigil analüüsitavatel aastatel olnud omakapitali hind võõrkapitali hinnast kõrgem. Lähtuvalt finantshierarhia teooriast on omanikel väga kõrge omakapitali hinna korral otstarbekas lisainvesteeringute tarbeks emiteerida uusi

aktsiaid, mille tulemusel suureneb omakapitali osakaal struktuuris ning vähendatakse riske sattumaks finantsraskustesse.

Tabel 2.2. AS Pajo omakapitali hind aastatel 2008-2012 (AS Pajo majandusaasta aruanded 2008-2012, Damodaran 2013, Duff& Phelps LLC, viidatud Pratt, Grabowski 2010:180 vahenusel, autori arvutused)

	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
Vd	639 628€	2 857 144€	2 649 095€	2 356 769€	4 192 602€
Ve	776 661€	505 507€	940 250€	1 011 538€	790 124€
Vd/Ve	0,82	5,65	2,82	2,33	5,31
β_u	0,68	0,75	0,91	0,96	0,89
β_d	0,23	0,43	0,28	0,28	0,43
β	1,05	2,56	2,68	2,54	3,33
riskivaba tulumäär (Rf)	4,02%	3,27%	2,77%	2,65%	1,57%
Rm-Rf	6,34%	7,60%	6,08%	6,28%	7,28%
Väikee. Riskipreemia (RPs)	7,97%	7,97%	7,97%	7,97%	7,97%
ks	13,45%	30,68%	27,07%	26,60%	33,79%

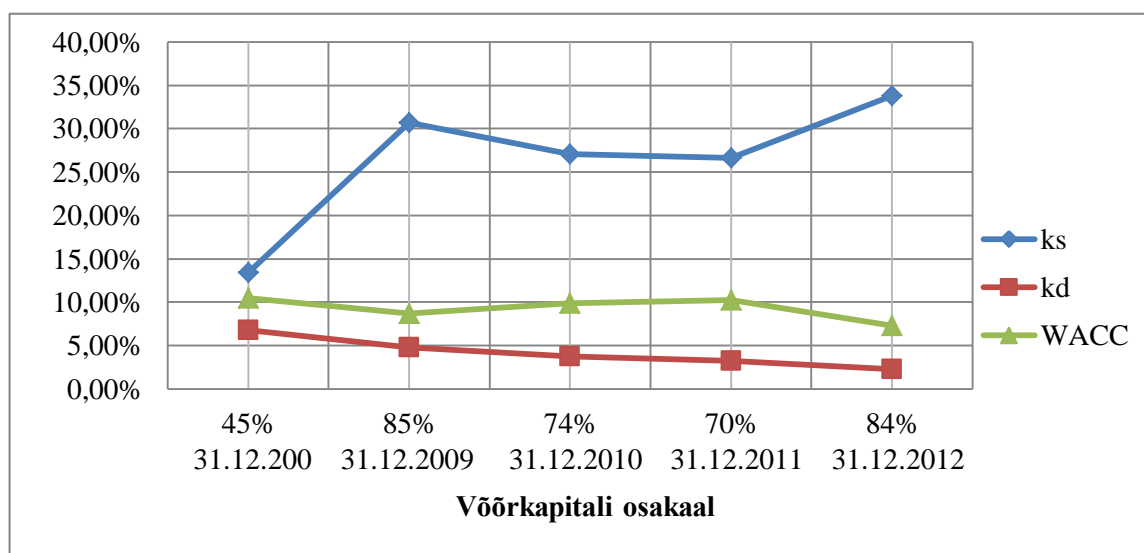
Aastate 2008-2012 AS Pajo kapitali kaalutud keskmine hind on esitatud tabelis 2.3. Arvutused on tehtud vastavalt valemile 7. Võõr- ja omakapitali osakaalud ning hind on võetud nende turuväärtuses ning kohustuste hulka on arvestatud vaid intresse kandvaid kohustusi. Kuna AS Pajo kapitali struktuuri ei kuulu eelisaktsiad, siis nende osakaal WACC arvutamisel on null.

Tabel 2.3. AS Pajo kaalutud keskmise kapitali hinna arvutused (AS Pajo majandusaasta aruanded 2008-2012, Damodaran 2013, autori arvutused).

	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
Vd	639 628 €	2 857 144 €	2 649 095 €	2 356 769 €	4 192 602 €
Ve	776 661 €	505 507 €	940 250 €	1 011 538 €	790 124 €
kd	6,79%	4,81%	3,77%	3,21%	2,31%
ks	13,45%	30,68%	27,07%	26,60%	33,79%
WACC	10,44%	8,70%	9,87%	10,23%	7,30%

Läbi vaadeldavate aastate on AS Pajo kaalutud keskmine kapitali hind püsinud suhteliselt madalana, mis tähendab, et ettevõtte on kasutanud odavat kapitali. Omanikele pole siiski võimalikult madala kaalutud keskmise hinna saavutamine omaette

eesmärgiks. Nende huvideks on ettevõtte rentaabluse ja seeläbi oma rikkuse suurendamine. Antud aspekti käsitletakse pikemalt järgnevatel alapeatükkides. AS Pajo kaalutud keskmine, võõr- ja omakapitali hinna muutused seoses võõrkapitali osakaalu muutusega aastatel 2008-2012 on esitatud joonisel 2.2.



Joonis 2.2. AS Pajo kaalutud keskmine, võõr- ja omakapitali hindade muutus aastatel 2008-2012 seoses võõrkapitali osakaalu muutusega (autori koostatud).

Omakapitali hind on tõusnud, kui selle osakaal kapitali struktuuris on vähenenud. Samas tuleb tähele panna, et kaalutud keskmises kapitali hinnas nende panus väheneb, sest osakaal väheneb. Suure võõrkapitali osakaalu puhul on WACC sõltuv rohkem võõrkapitali hinnast, mille madala hinna tõttu pole kapitali kaalutud keskmine hind vaadeldavatel aastatel väga kõrgeks tõusnud. Lähtuvalt kapitali struktuuri irrelevantsuse teooria seisukohtadest oli AS Pajo kapitali struktuur vaadeldud aastate jooksul kõige optimaalsem aastal 2012, kui WACC oli kõige madalam. See tähendab, et ettevõtte kasutas võrreldes teiste aastatega odavamalt kapitali ning ettevõtte väärtus peaks antud aastal olema kõige kõrgem.

2.3 AS Pajo kapitali struktuuri suhtarvude analüüs

Antud alapeatükis analüüsitakse aastate lõikes ning võrreldakse üldtunnustatud kriteeriumitega ja statistikaameti asendikeskmiste. Välja on toodud statistikaameti EMTAK 2008 asendikeskmised 1. kvartiili, mediaani ja 3. kvartiili asendikeskmiste

suhtarvud. Kuna statistikaameti andmebaasis pole asendikeskmiseid näitajaid konkreetselt trükitööstuse kohta, siis tuuakse võrdluseks andmed, mis kajastavad terve töötleva tööstuse tegevusala suhtarve. Ka pole lõputöö kirjutamise ajaks avaldatud veel 2012. aasta asendikeskmiseid näitajaid.

Tabelis 2.4. on välja toodud AS Pajo kapitali struktuuri suhtarvude võrdlus aastatel 2008-2012. Võlakordaja on käesolevas töös esitatud neljal moel:

- Koguvõlg/varad (*DR1*);
- Intressikandev võõrkapital/(omakapital+ intressikandev võõrkapital) (*DR2*);
- (Intressikandev võõrkapital+ sihtfinantseering)/(omakapital+intressikandev võõrkapital +sihtfinantseering) (*DR3*);
- Pikaajalised võlakohustused/(omakapital+pikaajalised võlakohustused) (*CAPR*).

Tabel 2.4. AS Pajo kapitali struktuuri suhtarvude võrdlus aastatel 2008-2012. (Ettevõtete asendikeskmised... 2013, AS Pajo majandusaasta aruanded 2008-2012, autori arvutused)

		DR1	DR2	DR3	CAPR	SO	TIE
2008a.		0,71	0,64	0,64	0,60	0,29	2,10
Stat. 2008a.	1. kvartiiil	0,18				0,26	-2,22
	Mediaan	0,43				0,57	1,67
	3. kvartiiil	0,74				0,82	8,5
2009a.		0,92	0,90	0,92	0,90	0,08	0,60
Stat. 2009a.	1. kvartiiil	0,17				0,24	-7,63
	Mediaan	0,40				0,60	1,11
	3. kvartiiil	0,76				0,83	8,34
2010a.		0,89	0,87	0,88	0,85	0,11	2,50
Stat. 2010a.	1. kvartiiil	0,15				0,27	-1,92
	Mediaan	0,40				0,60	3,9
	3. kvartiiil	0,73				0,85	19,71
2011a.		0,87	0,84	0,86	0,81	0,13	2,45
Stat. 2011a.	1. kvartiiil	0,14				0,31	1,17
	Mediaan	0,37				0,63	7,13
	3. kvartiiil	0,69				0,86	34
2012a.		0,94	0,93	0,93	0,91	0,06	0,54

Kuna statistikaamet arvutab võlakordajat DR teistsuguse valemiga (Statistikaameti mõisted... 2013), siis on antud töös vastav näitaja tuletatud statistikaameti kodulehel

avaldatud soliiduskordaja näitajast. Võlakordajaid DR2, DR3 ja CAPR statistikaamet ei arvuta, seega tööstusettevõtete asendikeskmiseid näitajaid võrdluseks tuua ei saa.

Kuna 2008. aastal ettevõtte kapitali struktuuri sihtfinantseeringut polnud, siis see võlakordajatele mõju ei avaldanud. Kohustuste suhe varadesse ja omanike panus jääb antud aastal ligilähedale erialakirjanduses soovitatud vahemikule. Statistikaameti näitajate järgi jäid kohustuste suhe varadesse ja omanike panus mediaani ja III kvartiili vahele. Aastatel 2009-2012 olid võlakordajad nii üldtunnustatud hinnangute kui ka statistikaameti näitajate järgi liiga kõrged. Võlakordaja DR1 jäi aastatel 2009-2012 statistikaameti näitajate järgi III kvartiilist ülespoole. Väga kõrge kohustuste suhe varadesse ohustab ettevõtte maksevõimet, samas tuleb tõdeda, et ettevõtte on kasutanud kõiki võimalusi tootlikkuse parandamiseks.

Kui 2008. aastal oli pikaajaliste võlakohustuste osatähtsus (vt. tabel 2.4.) pikaajalistes finantseerimisallikates 60%, siis peale suuri investeeringuid 2009. aastal tõusis antud näitaja 90%-ni ning langes paari protsendi võrra 2010. ja 2011. aastal. Kui võlakordajasse on arvestatud ka sihtfinantseering, siis on antud näitaja aastatel 2009-2011 1-2 protsendipunkti kõrgem. Kuna antud perioodil laenude põhiosatagasimaksed ning sihtfinantseeringu amortisatsioon olid suured, siis kapitaliseerituse kordaja oli võrreldes teiste võlakordajatega kõige madalam näitaja. 2012. aastal saadud uus laen tõstis jällegi pikaajaliste võlakohustuste osakaalu üle 90%. Aastaks 2012 oli ka sihtfinantseering ligi pooles summas amortiseerunud ning selle mõju võlakordajatele oli võrreldes eelnevate aastatega peaaegu olematu. Pikaajaliste kohustuste suur osakaal on kajastunud ka AS Pajo kaalutud keskmises kapitali hinnas (tabel 2.3. lk 37).

Sarnaselt võlakordaja DR1-ga jäi soliiduskordaja näitaja ainult 2008. aastal ligilähedale erialakirjanduses soovitatud vahemikule. Statistikaameti näitajate järgi jäi soliiduskordaja mediaani ja III kvartiili vahele. Ülejäänud vaadeldavatel aastatel oli antud näitaja liiga madal, jäädes statistikaameti näitajate järgi allapoole I kvartiili. 2012. aasta 6%-st omaosaluse näitajat võib pidada kriitiliselt madalaks ning seetõttu lisafinantseeringute tekke vajadusel oleks ainuke võimalus saada kapitali välisest omafinantseeringust. Madal omaosaluse näitaja tähendab ühelt poolt seda, et ettevõtte pankrotistumise korral kannavad suhteliselt suurema rahalise kahju võlausaldajad.

Samas, kuna võlausaldajatele on intresside maksmine kohustuslik, siis suureneb pankrotistumise tõenäosus.

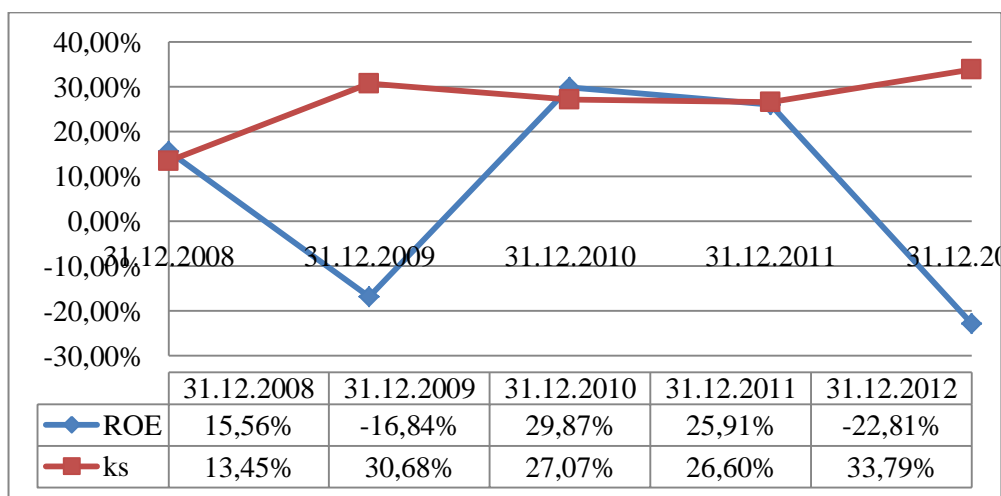
Ainult 2008. aastal oli TIE antud näitaja (tabel 2.4.) ettevõttel asendikeskmiste näitajate võrdluses hea, jäädes mediaani ja kolmanda kvartiili vahele. Kuid tegelikult oli kogu töötlev tööstus 2008. aastal alanud majanduskriisi mõju tõttu languses. Sektor hakkas taastuma alles 2010. aasta alguses (Raudjärv 2010:1). Seega oli ka 2009. aasta näitaja võrreldes statistikaameti asendikeskmiste võrdluses justkui rahuldav, jäädes esimese kvartiili ja mediaani vahele. Siiski majanduslangus mõju AS Pajo intresside makse võimele hinnata on raske, kuna just kriisi aastatel toimusid suuremad ümberkorraldused ettevõttes, mis põhjustasid tootmises tööseisakuid ning häireid. Ärikasum vähenes ümberkorralduste ajal, olenemata üldisest majandusolukorrast. Üldtunnustatud hinnangute järgi oli aga aastatel 2008, 2009, 2011 ja 2012 intresside kattekordaja (tabel 2.4) liiga madal, mis viitab sellele, et antud perioodidel oli ettevõttel suurem oht sattuda finantsraskustesse. Eriti madal oli see aastatel 2009 ja 2012, kui ettevõttel oli juba oht sattuda raskustesse laenude teenindamisel.

2009. ja 2012. aastal oli AS Pajo investeringute tasuvus ROA negatiivne (tabel 2.5.), mis tähendab, et iga varasse investeeritud sendi eest saadi vastavalt 1,28 ja 1,41 senti kahjumit. Mõlemal aastal suurenes põhivara hulk, kuid uute investeringute tasuvus ei avaldu momentselt müügikäibes. 2009. aastal pidurdas müügikäibe kasvu veelgi ettevõtte kolimise tõttu tekkinud ligi kuuajaline tööseisak. Siiski jäi 2009. aastal varade rentaablusnäitaja esimese kvartiili ja mediaani vahele, kuna kriisimõjude tõttu langesid kogu tööstussektori toodang 28% võrreldes 2008. aastaga. Kahanemise põhjustas ebapiisav nõudlus nii sise- kui ka välisturul. (Raudjärv 2010:28) Aastatel 2008, 2010 ja 2011 olid varade rentaabluse näitajad head, jäädes statistikaameti asendikeskmiste näitajate suhtes mediaani ja kolmanda kvartiili vahele. Kõige parem oli näitaja 2008. aastal, kui ettevõtte teenis iga varasse investeeritud sendi pealt 15,56 senti kasumit.

Tabel 2.5. AS Pajo rentaablus suhtarvude võrdlus aastatel 2008-2012. (Ettevõtete asendikeskmised... 2013, AS Pajo majandusaasta aruanded 2008-2012, autori arvutused)

		ROA (%)	ROE(%)
2008a.		4,46	15,56
Stat. 2008a.	1. kvartiil	-7,33	-11,67
	Mediaan	6,14	2,21
	3. kvartiil	16,26	32,08
2009a.		-1,28	-16,84
Stat. 2009a.	1. kvartiil	-13,98	-23,13
	Mediaan	0,14	0,93
	3. kvartiil	8,20	19,56
2010a.		3,19	29,87
Stat. 2010a.	1. kvartiil	-6,63	-7,91
	Mediaan	2,74	7,40
	3. kvartiil	16,71	34,18
2011a.		3,37	25,91
Stat. 2011a.	1. kvartiil	-0,53	0,06
	Mediaan	6,33	14,40
	3. kvartiil	24,65	45,02
2012a.		-1,41	-22,81

Omakapitali rentaablus on olnud 2009. ja 2012. aastal negatiivne ettevõtte kahjumi tõttu, mis tähendab, et iga investeeritud eurolt teeniti antud aastatel vastavalt 16,84 ja 22,81 senti kahjumit. Asendikeskmiste näitajate järgi jäi AS Pajo omakapitali rentaablus 2008, 2009 ja 2010. aastal mediaani ning kolmanda kvartiili vahele, 2009 jäi see esimese kvartiili ja mediaani vahele ning 2012. aasta näitaja võrreldes 2011. aasta asendikeskmistega jäi alla poole esimest kvartiili. Omakapitali hinna ja rentaabluse võrdlus on esitatud joonisel 2.3.



Joonis 2.3. Omakapitali rentaabluse ja hinna võrdlus (autori koostatud).

2008. ja 2010. aastal ületas rentaablus omanike nõutavat tulunormi, seega loodi omanikele lisandväärtust. Vastupidiselt aastatel 2009, 2011 ja 2012 oli omakapitali hind rentaabluse näitajast madalam, seega on ettevõtte madalad müügitulud vähendanud omanike rikkust. Tabelis 2.6. on esitatud omakapitali rentaabluse Du-Pont analüüs.

Tabel 2.6. AS Pajo aastate 2008-2012 omakapitali rentaabluse Du-Pont analüüs. (AS Pajo majandusaasta aruanded 2008-2012, autori arvutused)

	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
NI/S	0,032	-0,027	0,042	0,036	-0,021
S/A	1,38	0,47	0,76	0,93	0,67
A/E	3,49	13,13	9,36	7,69	16,15
ROE	15,56%	-16,84%	29,87%	25,91%	-22,81%

AS Pajo kasumimarginaal on läbi analüüsitavate aastate püsinud madala. Aastatel 2009 ja 2012 oli see lausa negatiivne. Kõige kõrgem oli kasumimarginaal aastal 2010, kui oli ka omakapitali rentaablus kõige suurem. Antud aastal oli ettevõtte kasum 4,2% müügikäibest. Trükitööstusele on tihedas konkurentsis madalad kasumimarginaalid omased. Kvaliteetsete trükiteenuste pakkujaid on nii Eestis kui naaber riikides palju. Tellijatel on tootja üle otsustamisel enamasti määravaks toote eest pakutud hind (R. Pajo suuline teade 15.08.2013). Kuna antud tööstusharus on raske suurendada kasumimarginaali, siis tuleb suurendada varade käibesagedust, mis tagaks kokkuvõttes kõrgema rentaabluse. 2008. aasta kõrge käibekordaja annab tunnistust sellest, et ettevõtte töötas oma võimuse piiril ning ilma lisainvesteeringuteta oli oht tulevases äritegevuses sattuda raskustesse. 2009. ja 2012. aasta madal käibekordaja näitab, et ettevõttel on ka ilma lisainvesteeringuteta võimalik suurendada oma võimsust. 2010. ja 2011. aastal õnnestuski ettevõttel oma müügitulu kasvatada. Kuid vaatamata 2011. aasta kõrgemale käibekordajale oli eelneval aastal ikkagi suurem omakapitali rentaablus kõrgema kasumimarginaali tõttu. Mida kõrgem on omandikordisti, seda enam on võimendatud kasumimarginaali ja käibekordaja kasu/kahju. Seega on ka kasum mõjutatud oseselt kapitali struktuurist.

2008. aastast alates vaevles terve Eesti tööstussektor majanduskriisi mõjus, mistõttu olid antud valdkonna asendikeskmised näitajad madalad. Kriisist taastuma hakkas sektor alles 2010. aastal. Siiski AS Pajo madalate näitajate puhul polnud tegemist müügikäibe languse, vaid selle mittemomentse kasvu avaldumine peale suuri investeeringuid. 2009.

aastal tehtud investeeringute tasuvus on kajastunud alles 2010. ja 2011. aastate näitajates, seega 2012. aastal tehtud investeeringute mõju avaldub alles järgnevatel aastatel.

2.4 AS Pajo kapitali struktuuri mõjutavad tegurid

Antud alapeatükis analüüsitakse AS Pajo kapitali struktuuri mõjutavate tegurite omavahelist seost aastatel 2008-2012. Esmalt käsitletakse arvuliselt mitteväljendavaid tegureid ehk tegevusvaldkonna ja omanike struktuuri mõju võlakordaja kujunemisele. Seejärel koostatakse korrelatsioonianalüüs, mis võimaldab selgitada seoste tugevust ja suunda näitajate vahel.

Nii nagu eelnevalt kirjeldati tegutseb AS Pajo valdkonnas, kus on väga tihe konkurents ning nõudlus toodetele sõltub suuresti muutustest majanduskeskkonnas, aga ka trükise tüübist. 2008. aastal tootis juhtkonna sõnul (AS Pajo tegevdirektori suuline teade 21.08.2013) AS Pajo trükikoda valdavalt väikestes tiraažides reklaamtrükiseid. Uued investeeringud võimaldasid AS Pajol hakata tootma suurema tiraažiga trükiseid, nagu näiteks õpikud, mille järele on tunduvalt stabiilsem nõudlus. Seega, mida enam suurenes võõrkapitali osakaal, seda enam suurendas ettevõtte ka oma konkurentsieeliseid ning tagas parema nõudluse tehtavatele toodetele.

Kuna tegemist on suhteliselt väikese ettevõttega, millel on väike juhtkond ja omanike-ring, siis peamiseks võõrkapitali osakaalu kasvatamise eesmärgiks ei saa olla teoorias toodud väide, mille kohaselt võõrkapitali kasutatakse juhtkonna kontrollimiseks ja monitoorimiseks. Pigem nii omanikud kui juhtkond nägid, et olemasoleva masinapargiga pole enam ettevõtte tegevus jätkusuutlik. Lisaks avanesid head võimalused tasuta kapitali saamiseks, seega otsustatigi uuendada masinaparki ning kasvatada oluliselt ettevõtte suurust. Lisas 2 lk 63 on välja toodud antud töös kasutatavate ettevõttespetsiifiliste tegurite tähistused. Arvuliselt väljendavate põhitegurite väärtused on esitatud tabelis 2.7.

Tabel 2.7. AS Pajo kapitali struktuuri mõjutavad tegurid. (AS Pajo majandusaasta aruanded 2008-2012, autori arvutused)

	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
<i>DR1</i>	0,71	0,92	0,89	0,87	0,94
<i>DR2</i>	0,64	0,90	0,87	0,84	0,93
<i>DR3</i>	0,64	0,92	0,88	0,86	0,93
<i>lnS</i>	14,35	14,45	14,88	15,01	15,08
<i>lnE</i>	14,03	15,20	15,15	15,09	15,48
<i>FA/A</i>	0,78	0,86	0,83	0,82	0,80
<i>CR</i>	0,77	0,99	1,03	0,92	0,85
<i>EBIT/A</i>	0,09	0,02	0,06	0,07	0,01
<i>PM</i>	0,06	0,04	0,08	0,07	0,02
<i>growth</i>	0,10	0,54	0,14	0,07	1,00

Erinevate võlakordajate kasutamine võimaldab hinnata, kas erinevate näitajate vahelised seosed on tugevamad või mitte, kui arvestada kohustuste hulka ka sihtfinantseeringut. Likviidsuse arvutamisel pole arvestatud lühiajaliste kohustuste hulka sihtfinantseeringut, kuna sihtfinantseeringu amortisatsiooniga ei kaasne otseselt rahalisi väljamakseid. 2012. aastale müügitulude kasvu arvutamisel lähtus autor ettevõtte juhtkonna prognoosist, mille kohaselt peaks 2013. aastal kasvama müügitulud kahekordseks võrreldes eelneva aastaga (AS Pajo tegevdirektori suuline teade 21.08.2013). AS Pajo võlakordajate ja kapitali struktuuri mõjutavate ettevõttespetsiifiliste tegurite vaheline korrelatsioonimaatriks aastate 2008 kuni 2012 on välja toodud tabelis 2.8.

Erinevate võlakordajate vahelised seosed läbi aastate on väga tugevad. Kuna laene kasutati vara soetamiseks ning 2009. aastal, kui saadi sihtfinantseeringut, võeti ka samaaegselt lisaks laenukohustusi. Valdavalt on AS Pajo kapitali struktuuri mõjutavate ettevõttespetsiifiliste tegurite seoste suund finantsvõimendustega üsna sarnane teoreetiliste käsitlustega.

Tabel 2.8 AS Pajo võlakordajate ja kapitali struktuuri mõjutavate ettevõttespetsiifiliste tegurite vaheline korrelatsioonimaatriks. (Autori koostatud)

	<i>DR1</i>	<i>DR2</i>	<i>DR3</i>	<i>lnS</i>	<i>lnE</i>	<i>FA/A</i>	<i>CR</i>	<i>EBIT/A</i>	<i>PM</i>	<i>growth</i>
DR1	1,00									
DR2	1,00	1,00								
DR3	1,00	1,00	1,00							
lnS	0,60	0,60	0,61	1,00						
lnE	0,99	0,99	0,99	0,71	1,00					
FA/A	0,61	0,59	0,62	-0,10	0,51	1,00				
CR	0,66	0,65	0,68	0,20	0,61	0,87	1,00			
EBIT/A	-0,85	-0,86	-0,83	-0,29	-0,81	-0,44	-0,32	1,00		
PM	-0,47	-0,48	-0,43	-0,11	-0,44	0,04	0,25	0,84	1,00	
growth	0,61	0,63	0,58	0,29	0,60	0,00	-0,10	-0,90	-0,97	1,00

Ettevõtte suuruse näidikute on väga tugevas seoses naturaallogaritm koguaradest ja keskmises positiivses seoses naturaallogaritm müügitulust. Siiski võib võlakordajate ja *LnA* seost *LnS*-ga pidada pigem statistiliseks. Soetatud varad löid küll tingimused tootmismahude suurendamiseks, kuid müügitulud olenevad siiski esiteks müügimeeskonna edukusest, oskustest kasutada loodud võimalusi, ja teiseks üleüldisest olukorrast turul. Sama väidet toetab ka *lnS* nõrk seoses põhivaralisuse näitajaga.

Põhivaralisus on keskmises positiivses seoses võlakordajatega, kuna võõrkapitali on peamiselt kasutatud just põhivara seotamiseks. Võlakordajatega, mis arvestavad ka sihtfinantseeringu osakaalu, omavad suuremat seost põhivaralisuse näitajaga, kuna ettevõtte on kasutanud sihtfinantseeringut põhivara soetamiseks. Põhivaralisuse ja likviidsus näitaja vaheline seos võib pidada ainult statistiliseks, kuna ettevõtte põhivarad on tegelikult üsna mittelikviidsed. Põhivarade ja kasvu näitaja seose puudumine toetab eelnevat väidet, mille kohaselt suurem varade hulk ei suurenda automaatselt müügitulu.

Erinevalt teoreetilistest käsitlustest, mille kohaselt peaks suurem likviidsus vähendama vajadust täiendavalt laenata, on ettevõtte võlakordajate ja likviidsuse vahel hoopis positiivne seos. Osa ettevõtte võetud laenumahust ja sihtfinantseeringust on läinud käibevarade katteks, mis on suurendanud likviidsust.

Kasumlikkuse näitajad on kõigi võlakordajatega negatiivselt seotud. Tugevam negatiivne seos on võlakordajatel äriskasumi suhtega varadesse. Laenude suurenemisega kasva-

vad ühtlasi ka intressimaksud, mille tulemusel väheneb ärikasum. Autor nõustub ka osaliselt kapitali struktuuri finantshierarhia teooria seisukohaga, mille kohaselt ettevõttel poleks tekkinudki vajadust võõrkapitalile, kui ettevõttel oleks olnud sisemisi kapitali allikaid piisvalt. Samas oleks olnud ebatõenäoline, et ettevõtte oleks jätnud kasutamata soodsat võimalust taotlemaks tehnoloogiainvesteeringute tarbeks sihtfinantseeringut.

Kasvuperspektiivi näitajad on positiivselt seotud kõigi võlakordajatega, mis on vastavuses finantshierarhia teooriaga. Jällegi on see märk sellest, et tehtud investeeringud loovad tingimused müügitulu kasvuks. Samas, kui ettevõtte on saavutanud maksimaalse laenukoormuse, siis kasvu veelgi suurendavate investeeringute tarbeks on kapitali keerulisem saada.

2.5 Võõrfinantseerimise mõju analüüs

AS Pajo kapitali struktuuri puudutavate otsuste tegemisel on peamisteks ettevõttevälisteks huvigruppideks riik ja kreditorid ning sisemisteks omanikud ja juhtkond. Kõik huvigrupid soovivad, et ettevõttel läheks hästi, kuid paraku tekivad huvigruppide vahel ka konfliktid. Kuna nende panus ettevõttesse ja nõutud vastutasu ei ole alati vastavuses teise huvigrupi omadega. Võõrfinantseerimise mõju analüüs võimaldab välja selgitada AS Pajo võõrkapitali kasutamise peamised kasud ning tuua välja konfliktsituatsioonid.

Võõrfinantseerimise mõjususe arvutlustabel on välja toodud tabelis 2.9. Analüüsi lihtsustamise mõttes on võõrkapitali hinnaks võetud aastaaruande andmete alusel I/D, kus I on intressikulud aastas ja D kõik kohustused ettevõtte bilansi passivas (mis võetakse aluseks ka võlakordaja arvutamisel).

Tabel 2.9 Võõrfinantseerimise mõjususe arvutlustabel (Autori koostatud).

	2008	2009	2010	2011	2012
Kd	5,88%	3,41%	2,64%	3,18%	2,33%
DR	0,71	0,92	0,89	0,87	0,94
EBIT	109 073	75 113	224 525	240 913	62 408
A	1 236 289	3 981 444	3 815 699	3 565 901	5 271 780
ROE	15,56%	-16,84%	29,87%	25,91%	-22,81%
WACC	12,47%	10,83%	15,38%	13,52%	14,03%
IDF	0,46	2,22	0,36	0,37	2,73

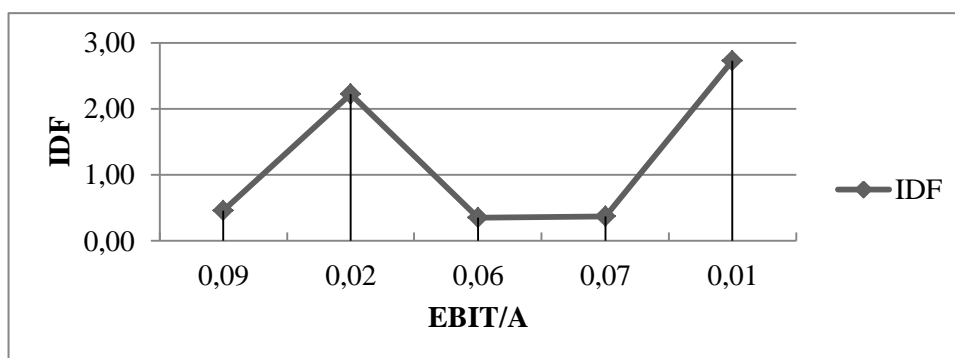
Tabelis 2.9. toodud andmetest on näha, et võõrfinantseerimise mõjuskoefitsient on kõrgem madala EBITi ja ROE korral. 2009. ja 2012. laenukapitali roll suurem ning seega oli vastavalt ka intresside osatähtsus ärikasumist suur. Nendel aastatel teenisid laenuandjad tulu omanike arvelt. AS Pajo võõrfinantseerimise mõjus on aastatel 2008, 2009 ja 2012 olnud IDF koefitsiendi kriteeriumite järgi mitterahuldav, mis tähendab, et ettevõtte on töötanud suhteliselt madala tulukusega. Ka omakapitali rentaabluuse ja omakapitali hinna võrdluses (vt. joonis 2.3 lk 43) on aastatel 2008, 2009. ja 2012 tulukus madalam kui omanike nõutav tulunorm, seega teenisid laenuandjad tulu omanike arvelt.

Agentuurikonflikte võlausaldajate, omanike ja juhtkonna vahel võib pidada väga suurteks. Laenuandja nõutav tulunorm on küll rahuldav, kuid omanike nõutav tulunorm mitte. Antud juhul on AS Pajos võõrkapitali domineerimine ja väliskreditorite diktaat ettevõtte üle. Tõusnud on täiendava kontrolliga seotud kulud. Nii EAS kui ka pangad teostavad igal aastal põhjaliku auditi kontrollimaks toetuse ja omafinantseeringu kasutamist. Aastatel 2008-2012 pole laenuandjad AS Pajolt küll täiendavaid garantiisid nõudnud, küll on aga esitanud mitmeid eritingimusi. Näiteks pandi ettevõttele 2012. aastal saadud laenuga eritingimuseks dividendide väljamaksmise keeld, mille tulemusena peavad omanikud dividendide saamiseks taotlema pangalt eriluba (AS Pajo laenulepingud). Samas ettevõtte kasvamisega on suurenenud juhtkonna vastutus ja tekkis õigus nõuda kõrgemat palka.

EAS on toetuslepingus sätestanud mitmeid eritingimusi toetuse kasutamise osas, millede rikkumise korral on EASil õigus nõuda toetuse osalist või täielikku tagastamist. Seega on piiratud juhtkonna otsustusvabadust. Ettevõtte kannab üsna suuri kulusid seoses EASi tingimusega, mille kohaselt ei või ettevõtte kuni aastani 2014. toetuse abil saadud seadmeid müüa ega anda kolmandate isikute kasutusse. Seoses selle nõudega on ettevõtte sunnitud hoiustama tootmissaalis paari tehniliselt iganenud ja katkist seadet, mida pole enam otstarbekas remontida ega modifitseerida. Kuludeks on siinkohal ebaotstarbekalt kasutatud tootmispind, seadmete intressimaksud ning ka saamata jäänud tulu, mida oleks saanud seadmete müügist saadud tulu reinvesteeringisel uutesse seadmetesse.

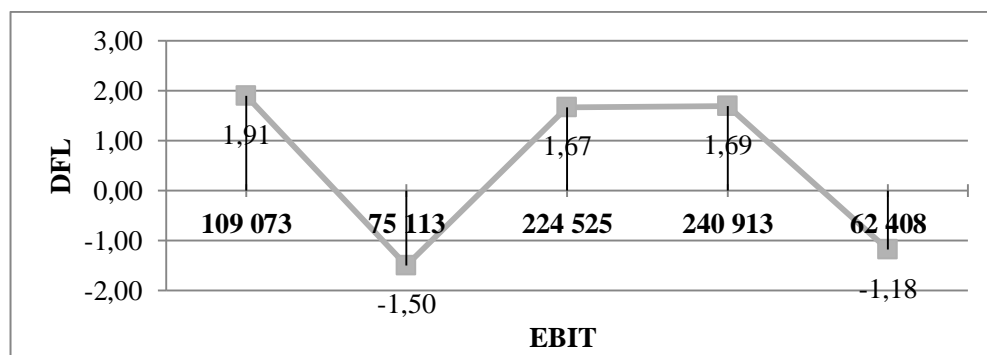
Raudsepa hinnangul peaksid kõrge IDF koefitsendi korral olema ka ettevõtte kasviperspektiivid pärsitud. Antud hinnang on aga vastuolus eelnevalt läbiviidud AS Pajo kapitali struktuuri mõjutavate tegurite analüüsiga. Aastatel 2009 ja 2012, kui saadi täiendavat võõrkapitali, on kogu ettevõtte ärikasum läinud laenukapitali andjate nõutud intresside makseteks. Selle kohaselt ei jää ettevõttel enam raha täiendavate investeeringute tarbeks. Samas juba tehtud investeeringute tasuvus väljendub ärikasumis alles aasta või kahe pärast, nii oli ka IDF koefitsent aastatel 2010 ja 2011, pärast 2009. aastal tehtud investeeringuid rahuldava näitajaga. Sellest lähtuvalt peaks 2012. aastal olema võrreldes eelnevate analüüsitava aastatega vastavalt juhtkonna prognoosidele ärikasumi kasvuosas kõige parem kasvupotentsiaal.

IDF mudelis omab erilise tähtsuse suhtarv EBIT/A, kuna see suhe seondub ärikasumi absoluutsumma suurusega ettevõtte varadelt. On selge, et just ärikasumi suurus loob eeldused investorite nõutavate tulunormide rahuldamiseks ja ettevõtte edasiseks kasvuks. Joonisel 2.4. on esitatud võõrfinantseerimise mõjususkoeffitsiendi (IDF) muutuse seoses EBIT/A muutusega.



Joonis 2.4. Võõrfinantseerimise mõjususe muutus seoses kogutulususe muutusega aastatel 2008-2012 (autori koostatud).

Kõrvutame võõrfinantseerimise mõjususe muutus seoses kogutulususe muutusega ja finantsvõimenduse analüüsi graafilised esitlused (vt. joonis 2.4.; joonis 2.5.).



Joonis 2.5. Finantsvõimenduse analüüs aastatel 2008-2012 (autori koostatud).

Antud tulemise võrdlusel näeme, et DFL käitub EBITi muutuse suhtes analoogiliselt võõrfinantseerimise mõjusnäitajaga (IDF), ehkki x-teljele on võetud suurus EBIT/A. Jooniselt 2.5. näeme, et võõrfinantseerimise mõjus hakkab pidevalt alanema seoses kogutulususe taseme (EBIT/A) kasvuga. Seega kõrge kogutulususe juures võib tekkida konfliktsituatsioon, kus hoopis omanikud võivad hakata täiendavat tulu tootma laenukapitali tulutoovuse arvelt, kuna viimane võib olla kunstlikult madala riskitasemega. Kõrgema ärikasumi puhul on võõrfinantseerimise, so finantsvõimenduse kasutamine igati põhjendatud ja soovitatav.

Järgnevalt määratleme tulutoovuse üldvõimet mõjutavate tegurite põhjendatud seoseid ja suuruseid. Tabelis 2.10 on välja toodud AS Pajo tulususe sõltuvus kapitali struktuurist majandusaastatel 2008-2012. Arvutused on tehtud vastavalt valemile 22 lk 30. Tulumaks t on ärikasumi tulumaksustatav osa. D on ainult intressikandev võlg.

Tabel 2.10. Tulususe sõltuvus kapitali struktuurist (autori koostatud).

	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
D	639 628€	2 857 144€	2 649 095€	2 356 769€	4 192 602€
E	354 204€	303 166€	407 569€	463 819€	326 380€
EBT	56 822 €	-51 039 €	126 357 €	137 154 €	-57 691 €
T	1 699 €	0 €	4 611 €	16 990 €	16 747 €
i	5,92%	3,43%	2,88%	3,34%	2,43%
BEP	8,82%	1,89%	5,88%	6,76%	1,18%
ROE	15,56%	-16,84%	29,87%	25,91%	-22,81%

Finantsvõimenduse suurendamine mõjub soodsalt ettevõtte omakapitali tulukusele siis, kui tulutoovuse üldvõime on intressimäärast suurem. Mida suurem on tulususe ja intressmäära vahe, seda enam tõuseb ka ROE. Kui võrrelda 2008. aastat 2010. aastaga,

siis mõlemal aastal oli BEP umbes 3 protsendipunkti intressmäärdest kõrgem. 2010. aastal oli aga laenu osakaalu kapitali struktuuris suurem ning ka ROE suurem. See tähendab, et omanikud teenisid 2010 aastal lisatulukust võlausaldajate odava raha arvel. Tegelikuses toimus see kõik ettevõtte riskantsuse suurenemise arvelt.

Järgnevalt võtame Raudsepa (2006:135) poolt esitatud Eesti ettevõtetele sobivad normatiivid, mille kohaselt intressikulude kattekordaja peaks olema vähemalt 3,5 korda ja võlakordaja soovitatav vahemik on 40%-60%. Tabelis 2.11 on välja toodud aastate 2008-2012 tulutoovuse üldvõime ning seosed, juhul kui võlakordaja osakaal kapitali struktuuris oleks 50%, intresside kattekordaja 3,5 ja võõrkapitali hinna jääks samaks.

Tabel 2.11. Tulutoovuse üldvõimet (BEP) mõjutavate tegurite seosed ja suurused aastatel 2008-2012 (Autori koostatud).

	Intressikulude kattekordaja (EBIT/I)	Võõrkapitali hind (I/D)	Võlakordaja (D/A)	Tulutoovuse üldvõime BEP	Vähendatud võlakordaja	Intressikulude kattekordaja (EBIT/I)	Vähendatud võlakordajaga BEP
31.12.2008	2,10	5,88%	71%	8,82%	50%	3,5	10,28%
31.12.2009	0,60	3,41%	92%	1,89%	50%	3,5	5,96%
31.12.2010	2,50	2,64%	89%	5,88%	50%	3,5	4,62%
31.12.2011	2,45	3,18%	87%	6,76%	50%	3,5	5,56%
31.12.2012	0,54	2,33%	94%	1,18%	50%	3,5	4,07%

Aastatel 2009-2011 vähenes suhteliselt odava laenukapitali roll ärikasumi tootmises ja seega oli tulutoovuse üldvõime väiksem võrreldes suurema võlakordajaga. Aastatel 2008, 2009 ja 2012 võlakordaja suurendamisega hoopis kasvas tulutoovuse üldvõime, mille põhjal võime järlada, et antud aastatel pole varade madal rentaablus põhjustatud mitte ettevõtte äritegevusest vaid finantseerimisotsustest.

2.6 Soovitused kapitali struktuuri parandamiseks

Antud töös analüüsitud viie aasta jooksul on ettevõtte teinud läbi suure arengu. Ettevõttesse tehtud investeeringud on võimaldanud suurendada olulisel määral tootmismahte. Müügitulud on kasvanud antud perioodil kahekordseks ja seda valdavalt tänu ekspordi kasvule. Kui 2008. aastal moodustas eksport müügitulust umbes 20%, siis

2012. aastal juba 50% (AS Pajo majandusaasta aruanded 2008-2012). Uusi töökohti on vaadeldud aastatel loodud juurde 10.

Investeeringute tarbeks kapitali on saadud valdavalt ettevõttevälisest allikatest. Kapitali hinna analüüsis selgus, et ettevõtte kaalutud keskmine kapitali hind on vaadeldud aastate jooksul püsinud suhteliselt madalana ning langenud veelgi aastatel 2009 ja 2012, kui teostati uusi investeeringuid. Juhtkond on teoreetiliselt teinud õigeid valikuid, kui eelistas kallimale omakapitalile odavat võõrkapitali. Tegelikult nii suures mahus laenukapitali osakaalu kasvule suurenes olulisel määral ettevõtte riski sattuda finantsraskustesse. Aastate 2009-2012 on võõrkapitali hind püsinud madalana tänud madalale EURIBORile. EURIBOR aga ei pruugi igavesti nii madalaks jääda, seega võivad hüppeliselt tõusta intressimaksud.

Omanike peamiseks huviks pole mitte ettevõtte kasvatamine vaid rikkuse suurendamine. Vaadeldud aastatel on ettevõtte tegutsenud suhteliselt madala tulkusega. Suurem osa tuludest on läinud mitte omanikele vaid laenuandjatele. Ainult 2008. ja 2010. aastal on suudetud omanike nõutud tulunorm rahuldada. Autori hinnangul võiks ettevõtte seada endale lähitulevikuks eesmärgi viia võõrkapitali osakaal kapitali mahust mõistlikule ülempiirile ehk 70%-le kogu kapitali mahust. Selle tulemusel vähendatakse olulisel määral laenuandjate diktaati ettevõtte üle ning hajutatakse olulisel määral riske. Laias laastus on ettevõttel antud eesmärgi saavutamiseks kaks võimalust, kas vähendada võõrkapitali või suurendada omakapitali.

Võõrkapitali maht väheneb igal aastal laenude põhiosa tagasimaksete ja sihtfinantseeringu amortisatsiooni võrra. Autor soovitaks lisaks müüa laenu abil soetatud vähemtulusad seadmed. 2009. aastal soetatatud seadmetest on osa küll seotud kuni 2014. aastani kehtiva EAS-i poolt sätestatud müügikeeluga. Ettevõttel tasuks juba praegu teostada põhjalik seadmete tasuvuse analüüs ning kaaluda enne 2009. aastat soetatud ebaefektiivsete seadmete müüki. Lisaks tasuks pidada läbirääkimisi pankadega olemasolevate laenude intressimäärade alandamise osas. Näiteks on 2009. aastal soetatud kinnistu on üsna kõrge intressimääraga. Ettevõttel tasuks pidada läbirääkimisi teiste pankadega, pakkumaks võimalust võtta antud laen üle ning vastutasuks nõuda madalamat intressimäära.

Omakapitali osakaalu on võimalik suurendada sisemise omakapitali suurendamisega ehk suurendada tulusid ja vähendada kulusid või teha lississemaksid omakapitali. Omakapitali rentaabluse analüüsis selgus, et ettevõtte ei töötanud veel 2012. aastal täiel võimsusel. Seega on oluline ettevõttel pöörata kõrgemat tähelepanu müügitöö suurendamisele. Kulusid on võimalik kokku hoida halduskulude vähendamisega ja tootmise efektiivsemaks muutmisega. Tasuks lõpetada vähemtulusate toodete tootmine ning suurendada tootmisprotsesside efektiivsust, tõstes sellega töötajate loodavat lisandväärtust.

Samas vajab tootmisettevõtte pidevaid investeeringuid seadmetesse. Juhtkonna hinnangul on aga juba 2013. aastal vaja vahetada tootmisele elulise tähtsusega trükiplaatide ilmutusmasin. Olemasolev seade on oma kasuliku eluea juba ületanud ja ei suuda vajalikul kiirusel toota trükiplaate trükimasinate täiesmahus töös hoidmiseks (AS Pajo tegevdirektori suuline teade 21.08.2013). Antud investeeringu tarbeks ei soovita autor siiski võtta juurde laenukohustusi vaid finantseerida seade omavahenditega. Sisemise omakapitali kasutamise eelisteks on:

- selle kasutamisel praktiliselt puuduvad transaktsioonikulud,
- vähendatakse ettevõtte tegevuse suuremat jälgimist võõrkapitali andjate poolt,
- suureneks juhtkonna otsustusvabadus.

Läbirääkimised omanike ja juhtkonna vahel finantseeringu saamiseks toimuvad üldjuhul tunduvalt kiiremini, kui sobiva laenupakkumise leidmine. Omanikel on ka rohkem siseinfot ettevõtte tegevuse kohta ning seega pole vaja teostada nii põhjalikku aruandlust investeeringu tasuvuse osas, kui seda nõuaksid ettevõtte välised kapitali andjad. Sisemise omakapitali kasutamisel puuduvad, erinevalt näiteks EASi seatud tingimustest, piirangud edaspidiseks toimetamiseks soetatud varaga. Kui sisemistest finantseerimisallikatest ei piisa, alles siis tasuks taotleda omanikel uusi sissemaksid.

Üldkokkuvõttes soovitab autor ettevõttel järgmisel paaril aastal valida konservatiivsem investeerimispoliitika. Ettevõtte liiga kiire kasvatamine toob lisaks finantsriskidele endaga kaasa ka suurel hulgal äririske. Tasuks keskenduda olemasolevate vahenditega ettevõtte tootmisvõimsuse kasvatamisele.

KOKKUVÕTE

Kapitali struktuuri all mõeldakse ettevõtte poolt kasutatavate pikaajaliste kapitali allikate kogumit. Kapitali struktuur näitab, millist protsentuaalset osakaalu omab üks või teine finantseerimisallikas kapitali kogumahust ehk firma käsutuses oleva omakapital ja pikaajaliste kohustuste suhet. Kapitali struktuuri analüüs aitas kindlaks teha, kuidas on kujunenud ettevõtte kapitali valikud, millised tegurid on kapitaliallikate valikut mõjutanud ning kuidas on rahuldatud erinevate kapitaliandjate nõuded.

Antud töös käsitleti kolme enim tuntud kapitali struktuuri kujunemist kirjeldavad teooriat. Modigliani ja Milleri poolt välja töötatud kapitali struktuuri irrelevantsuse teooria, mille põhiseisukoht on, et teatud eelduste kehtivuse korral ettevõtte väärtus pole mõjutatud kapitali struktuurist. Staatiline kompromissiteooria, mille eesmärgiks on kirjeldada optimaalse kapitali struktuuri ehk võlakordaja kujunemist, ning finantshierarhia teooria, mille kohaselt eksisteerib finantseerimisallikate paremusjärjestus ehk finantshierarhia.

Antud töös kasutati kapitali analüüsimiseks nelja meetodit. Kapitali kaalutud keskmine hind leitakse WACC mudeli alusel. Suhtarvudest käsitleti finantsvõimenduse suhtarve, nendeks olid võlakordaja, soliiduskindaja, kapitaliseerituse ja intresside katte kindaja. Rentaablussuhtarvudest käsitleti omakapitali tootlust ja varadesse tehtud investeeringute tasuvust. Käesolevas töös keskenduti eelkõige ettevõttespetsiifilistele kapitali struktuuri mõjutavatele teguritele. Võõrfinantseeringu mõjususe hindamiseks kasutati Raudsepa poolt välja töötatud võõrfinantseerimise mõjususe hindamise meetodit ning tulutoovuse üldvõimet mõjutavate tegurite seoste analüüsi.

Analüüsitava ettevõtte hakkas trükiteenuste pakkumisega tegelema 1997. aastal. Ettevõtte põhitegevusalaks on trükiteenuste ja sellega seonduvate abitegevuste pakkumine ja turustamine. Ettevõttesse on tehtud suuri investeeringuid aastatel 2009 ja 2012, kui

soetati uus kinnistu ning mitmed trükiseadmed. Kapitali investeeringuteks saadi pankadelt, EASilt ning Kredexilt.

AS Pajo kapitali struktuuri moodustavad pikaajalise intressikandvad laenukohustused ning omakapital. Tasuta kapitali, antud ettevõtte puhul sihtfinantseeringut, kapitali struktuuri ei arvestata. Küll aga iga aasta kandub sihtfinantseeringu amortisatsiooni käigus konstantselt 48 625€ omakapitali. Seega näevad võlausaldajad sihtfinantseeringut pigem omakapitali kui kohustusena.

Kohustuste turuhind väljendub kreditorite nõutavas intressimääras. Laenukohustuste hinna kõikumine aasta-aastalt on peamiselt tingitud sellest, et AS Pajole on pangad väljastanud laene ujuva intressimäära EURIBOR baasil. Omakapitali turuhind võrdub selle bilansilise väärtuse ja riskipremia summaga. Omakapitali hind tõusis, kui selle osakaal kapitali struktuuris on vähenes. Väga kõrge oli omakapitali hind aastatel 2009 ja 2012, kui antud näitaja oli vastavalt 30,68% ja 33.79%. Kaalutud keskmine kapitali hind oli sõltuv suure võõrkapitali osakaalu tõttu rohkem võõrkapitali hinnast. Kuna laenukapitali hind oli madal, siis vaadeldud aastatel püsis ka AS Pajo kaalutud keskmine kapitali hind suhteliselt madalana.

Kapitali struktuuri suhtarvude analüüsist selgus, et aastatel 2009.-2012. on võõrkapitali osakaal nii üldtunnustatud kui statistikaameti asendikeskmiste näitajate suhtes liiga suur, jäädes antud aastatel 87% ja 94% vahele. Suure võõrkapitali osakaalu tõttu on ettevõttel olnud suur oht sattuda raskustesse ka laenude teenindamisel. Rentaabluse suhtarvud näitasid, et 2009. aastal tehtud investeeringute positiivne mõju avaldus 2010. ja 2011. aasta rentaablusnäitajates. 2008. ja 2010. aastal ületas rentaablus omanike nõutavat tulunormi, seega loodi omanikele lisandväärtust. Ülejäänudel analüüsitud aastatel toimus vastupidine protsess, kus laenuandjad rikastusid omanike arvelt.

Kapitali struktuuri mõjutavate tegurite analüüsi tulemusel selgus, et AS Pajo kapitali struktuuri mõjutavate tegurite seoste suund finantsvõimendustega on üsna sarnane teoreetiliste käsitlustega. Võlakordajad olid positiivses seoses ettevõtte suuruse ja põhivaralisuse näidikutega, kuna ettevõtte investeeris saadud kapitali just põhivarasse. Kasvuperspektiivi ja kasumlikkuse näitaja (naturaallogaritmi müügitulust) positiivset seost võlakordajatega võib pidada pigem statisiliseks, kuna varad lõid küll tingimused

tootmistahtude suurendamiseks, kuid siiski müügitulud olenevad müügimeeskonna edukusest.

Võõrfinantseerimise mõjususe hindamisel selgus, et finantsvõimenduse suurenemine mõjus positiivselt ettevõtte kasvule, kuid negatiivselt kasumlikkuse tegurile. IDF meetodi rakendamise tulemusena selgus, et võõrfinantseerimise mõjususkoeffitsient on kõrge madala EBITi ja ROE korral. Vastavalt IDF koeffitsendi kriteeriumitele, oli AS Pajo võõrfinantseeringu mõjususe aastatel 2008, 2009 ja 2012 oli liiga suur. Agentuurikonfliktid võlausaldajate, omanike ja juhtkonna vahel on väga suured. Ettevõtte pankrotistumise korral kannavad summarselt suuremat kahju just kreditorid, seega on lisatud laenulepingutesse nõudeid, mis on suuresti vastuolus omanike huvidega. Ettevõtte kasvamisega on aga suuremat kasu saanud juhtkond, kuna neil suurenes vastutus ja tekkis õigus nõuda suuremat palka.

Autori hinnangul võiks ettevõtte seada endale lähitulevikuks eesmärgi viia võõrkapitali osakaal kapitali mahust mõistlikule ülempiirile ehk 70%-le kogu kapitali mahust. Selle tulemusel vähendatakse olulisel määral laenuandjate diktaati ettevõtte üle ning hajutatakse olulisel määral riske. Selleks peaks ettevõtte vältima uute laenude võtmist ning suurendama omakapitali mahtu. Järgmise paari aasta jooksul tuleks valida konservatiivsem investeerimispoliitika ning keskenduda olemasolevate vahenditega ettevõtte sisemise omakapitali kasvatamisele.

VIIDATUD ALLIKAD

1. **Alver, J. Alver, L.** 2011. Majandusarvestus ja rahandus : leksikon. II, A-L. Tallinn: Deebet
2. **Alver, J. Alver, L.** 2011. Majandusarvestus ja rahandus: leksikon. II, M-Y. Tallinn: Deebet.
3. **Antoniou, A., Guney, Y., Paudyal, K.** 2006. The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK. European Financial Management. Volume 12, Issue 2, pages 161–194,
4. **Arnold, G.,** 2005. Corporate financial management 3th ed. Harlow [etc.]: Financial Times Prentice Hall
5. AS Pajo majandusaasta aruanne 2008 a.
6. AS Pajo majandusaasta aruanne 2009 a.
7. AS Pajo majandusaasta aruanne 2010 a.
8. AS Pajo majandusaasta aruanne 2011 a.
9. AS Pajo majandusaasta aruanne 2012 a.
10. **Baker, H., Kent Martin, Gerald S.** 2011. Capital Structure and Corporate Financing Decisions : Valuation, Strategy and Risk Analysis for Creating Long-Term Shareholder Value. Hoboken, NJ: Wiley. ebray
11. **Block, S. B., Hirt, G. A., Short, J. D.** 1994. Foundations of financial management. 3rd Canadian ed. Burr Ridge (Ill.) [etc.] : Irwin
12. **Brealey, R. A., Myers, S. C.** 1991. Principles of Corporate finance 4th ed. New York [etc.] : McGraw-Hill.
13. **Breuer, P.,** 2000. Measuring Off-Balance-Sheet Leverage. Washington D.C.: IMF
14. **Brigham E. F.** 1995. Fundamentals of financial management. 7th ed. Fort Worth [etc.] : Dryden Press.
15. **Brigham, E.F., Houston, J.F.** 1998. Fundamentals of financial Management, 8th ed, The Dryden Press.

16. **Clayman, M. R., Fridson, M. S., Troughton, G. H.** 2012. Corporate Finance: A Practical Approach 2nd ed. New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
17. **Damodaran, A.** 2006. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. Hoboken: John Wiley & Sons Inc.
18. **Damodaran, A.** Valuing Private firms.
[<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/pvtfirmval.pdf>] 21.04.2013
19. Ettevõtete asendikeskmised suhtarvud (kvartiilid, mediaan) tegevusala (EMTAK 2008) järgi. Statistikaamet. [http://pub.stat.ee/px-web.2001/Dialog/varval.asp?ma=EM024&ti=ETTEV%D5TETE+ASENDIKESKMISED+SUHTARVUD+%28KVARTIILID%2C+MEDIAAN%29+TEGEVUSALA+%28EMTAK+2008%29+J%C4RGI&path=../Database/Majandus/03Ettevetete_majandusnaitajad/04Ettevetete_suhtarvud/02Aastastatistika/&lang=2]. 24.04.2011.
20. **Frank, M. Z., Goyal, V. K.** 2009. Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? Financial Management, Spring, pp. 1-37.
21. **Golberg, I.** Ettevõtte finantsvõimendust mõjutavad tegurid (Euroopa telekommunikatsiooniettevõtete näitel). 2007. TÜ rahanduse ja arvestuse instituut. (magistritöö)
22. **Hammes, K.** 2003. Essays on Capital Structure and trade finance. Sweden: Göteborg University.
23. **Harris, M., Raviv, A.** 1991. The Theory of Capital Structure. The Journal of Finance, Vol XLVI No 1, pp 297-355.
24. **Jensen, M. C. and Meckling, W. H.** Theory of the firm, Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership structure. Journal of Financial Economics, 1976, Vol 3 No 4, pp 305-360.
25. **Kaarna, R., Masso, M., Rell, M.** 2012 Väikese ja keskmisesuurusega ettevõtete arengusuundumused. Poliitikauuringute Keskus Praxis: Tallinn.
26. **Kaldaru, H., Tamm, K.** Kompleksanalüüsi meetodika rakendamine ettevõtte huvigruppide eesmärkide täidetuse hindamiseks. – Ettevõttemajandus Eestis ja Euroopa Liit. Tallinn, Pärnu: Mattimar, 2003, lk. 73–80.
27. **Kõomägi, M.** 2006. Ärirahandus. Tartu: Tartu Ülikoolikirjastus.
28. **MacKay, P., Phillips, G. M.,** 2005. How Does Industry Affect Firm Financial Structure? The Review of Financial Studies / v 18 n 4 2005

29. **Meggison, W. L.** 1997. Corporate Finance Theory. New York: Addison Wesley Longman.
30. **Modigliani, F., Miller, M.H.** 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. – The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
31. Moody's Rating Symbols & Definitions 2009. Moody's Investors Service.
32. **Myers S. C.** 2001. Capital Structure. –The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2 pp. 81-102
33. **Myers, S. C., Majluf N. S.** 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. –Journal of Financial Economics, Vol. 13, No. 2 pp. 187–221.
34. **Paramasivan, C., Subramanian, T.** 2009. Financial Management. Daryaganj, Delhi, IND: New Age International.
35. Perioodi 2007–2013 struktuuritoetuse seadus – Riigi Teataja Internetis 2007, nr. 56, art. 440.
36. **Pratt, S. P., Grabowski, R. J.** 2010. Cost of Capital: Applications and Examples (4th Edition). Hoboken, NJ, USA: Wiley.
37. Raamatupidamise seadus – Riigi Teataja Internetis 2002, nr 102, art 600.
38. **Rajan, R. G., Zingales, L.** What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. –The Journal of Finance, 1995, Vol L, No 5, pp 1421-1460.
39. **Ramagopal, C.** 2008. Financial Management. Delhi: New Age International.
40. **Raudjärv, R.** 2010. Töötlev tööstus taastub kriisist. Eesti statistika kvartalikirj 4/10. Eesti Statistikaamet, aprill 2010.
41. **Raudsepp, V., Ivamova, N.** 2006. Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspekt. Toimetajad Raudsepp, V., Sander P. Tartu: Tartu Ülikool, majandusteaduskond. Lk. 117-140.
42. **Ross, S. A., Westerfield, R.W., Jaffe, J. F.** 1990. Corporate Finance 2th ed. Boston: Richard D. Irwin, Inc.
43. Saksamaa 10-aastase võlakirja tulumäär
[<http://www.bloomberg.com/quote/GDBR10:IND>] 21.04.2013

44. **Sander, P.** 2007. Capital Structure Choice in Estonian Companies: a Survey – Essays on Factors Influencing Financing Decisions of Companies: Risk, Corporate control and Taxation aspects. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, pp 41-55.
45. **Sander, P.** Kapitali struktuuri valik ja laenukapitali maksueelis : (Eesti mittefinantssektori ettevõtete baasil). Dissertatsioon magister artium (majandusteadus) teaduskraadi taotlemiseks. Tartu, 137 lk.
46. **Skardziukas, D.** 2010. Practical approach to estimating cost of capital. MPRA Paper No. 31325, posted 28. June 2011
47. Statistikaameti mõisted ja meetodika. Statistikaamet [http://pub.stat.ee/px-web.2001/Database/Majandus/03Ettevetete_majandusnaitajad/04Ettevetete_suhtarvud/02Aastastatistika/EM_024.htm]25.04.2013
48. **Teearu, A.** 2005 Ettevõtte finantsjuhtimine. Tallinn: Kirjastus Pegasus.
49. Tehnoloogialaenu üldtingimused. [<http://www.kredex.ee/ettevete/laen-ja-kaendus-3/tehnoloogialaen/tehnoloogialaenu-uldtingimused/>] 15.10.2013.
50. **Titman, S., Wessels, R.** 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. –The Journal of Finance, Vol. 43, No. 1. pp. 1-19.
51. Tulumaksuseadus – Riigi Teataja Internetis 1999, nr 101, art 903.
52. Tulumaksuseadus – Riigi Teataja Internetis I 1999, nr 101, art 903
53. Tulumaksuseadus 1999 – Riigi Teataja Internetis 1999, nr. 101, art. 903.
54. Tööstusettevõtja tehnoloogiainvesteeringu toetamise tingimused ja kord – Riigi Teataja Internetis 2008, nr 48, art 658
55. **Vernimmen, P.** 2005. Corporate finance. Chichester: Wiley.
56. **Wild, J. J., Subramanyam, K. R., Halsey, R.F.** 2004. Financial Statement Analysis 8th ed. Boston etc.: McGraw-Hill Inc.
57. Äriseadustik – Riigi Teataja Internetis 1995, nr. 26, art. 355.

Lisa 1. AS Pajo finantsstruktuur eurodes aastatel 2008-2012

	31.12.2008		31.12.2009		31.12.2010		31.12.2011		31.12.2012	
Lühiajalised laenukohustused	2 308 €	0%	0 €	0%	1 767 €	0%	1 536 €	0%	2 612 €	0%
Pikaajaliste laenukohustuste tagasimaksed antud perioodil	102 589 €	8%	209 816 €	5%	277 529 €	7%	336 087 €	9%	841 983 €	16%
Võlad ja ettemaksud	242 456 €	20%	334 884 €	8%	321 410 €	8%	356 313 €	10%	412 423 €	8%
Sihtfinantseering	0 €	0%	48 625 €	1%	48 625 €	1%	48 625 €	1%	48 625 €	1%
LÜHIAJALISED KOHUSTUSED KOKKU	345 045 €	28%	593 325 €	15%	647 564 €	17%	741 025 €	21%	1 303 031 €	25%
Pikaajalised laenukohustused	534 731 €	43%	2 647 328 €	66%	2 344 411 €	62%	2 020 682 €	57%	3 350 619 €	64%
Sihtfinantseering	0 €	0%	437 625 €	11%	389 000 €	10%	340 375 €	10%	291 750 €	6%
PIKAAJALISED KOHUSTUSED KOKKU	534 731 €	43%	3 084 953 €	77%	2 733 411 €	72%	2 361 057 €	66%	3 642 369 €	69%
KOHUSTUSED KOKKU	879 776 €	71%	3 678 278 €	92%	3 380 975 €	89%	3 102 082 €	87%	4 945 400 €	94%
Aktsiakapital nimiväärtuses	255 647 €	21%	255 647 €	6%	255 647 €	7%	255 647 €	7%	256 000 €	5%
Kohustuslik reservkapial	25 565 €	2%	25 565 €	1%	25 565 €	1%	25 565 €	1%	25 565 €	0%
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	17 869 €	1%	72 993 €	2%	4 611 €	0%	62 443 €	2%	119 253 €	2%
Aruandeaasta kasum (kahjum)	55 123 €	4%	-51 039 €	-1%	121 746 €	3%	120 164 €	3%	-74 438 €	-1%
OMAKAPITAL KOKKU	354 204 €	29%	303 166 €	8%	407 569 €	11%	463 819 €	13%	326 380 €	6%
PASSIVA KOKKU	1 233 980 €	100%	3 981 444 €	100%	3 788 544 €	100%	3 565 901 €	100%	5 271 780 €	100%

(AS Pajo majandusaasta aruanded 2008-2012, autori koostatud)

Lisa 2. Analüüsis kasutatavad ettevõttespetsiifilised tegurid.

TEGURI TÄHISTUS	ALUSNÄITAJA	ESINDATAV ETTEVÕTTESPEETSIIFILINE TEGUR
<i>DR1</i>	Koguvõlg/varad	Finantsvõimendus
<i>DR2</i>	Intressikandev võõrkap./(omakap.+ intressikandev võõrkap.)	Finantsvõimendus
<i>DR3</i>	Intressikandev võõrkap. sihtfin.)/(omakap.+intressikandev võõrkap. +sihtfin.)	Finantsvõimendus (koos sihtfin.)
<i>lnS</i>	Naturaallogaritm müügitulust	Ettevõtte suurus
<i>lnA</i>	Naturaallogaritm koguvaradest	Ettevõtte suurus
<i>FA/A</i>	Põhivara/varad	Põhivaralisus
<i>CR</i>	Käibevara/lühiajalised kohustused	Likviidsus (ilma siht fin.)
<i>EBIT/A</i>	Ärikasum/varad	Kasumlikkus
<i>PM</i>	Ärikasum/müügitulu	Kasumlikkus
<i>growth</i>	Järgmise aasta müügitulude kasv [(Müügitulut t+1)/ (müügitulut t)-1]	Kasvuperspektiiv

(Autori koostatud)

Lisa 3. Võõrfinantseerimise mõjusustaseme seos investorite hoiakute ja ettevõtte tegevusega

	Võõrfinantseerimise mõjususkoeffitsient		
	alla 0,28	0,28...0,4	üle 0,4
	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>
Investorite nõutav tulinorm	▪ laenuandja nõutav tulinorm rahuldatakse;	▪ laenuandja nõutav tulinorm rahuldatakse;	▪ laenuandja nõutav tulinorm rahuldatakse;
	▪ omanike kõrge tulusus;	▪ omanike normaalne tulusus;	▪ omanike nõutavat tulinormi ei rahuldata;
Investorite riskivalmidus	▪ investorite riskitase madal;	▪ investorite riskitase normaalne;	▪ investorite riskitase kõrge;
	▪ ettevõttel ei teki probleeme täiendava kapitali-hankimisega;	▪ ettevõttel rahuldavad täiendava kapitali saamisvõimalused;	▪ ettevõttel tekib probleeme nii laenu, kui ka omakapitali hankimisel;
Domineerimine (investorid domineerivad ettevõtte üle ja investorite omavaheline konfliktivõimalus)	▪ omakapitali kõrge tulusus;	▪ omakapitali normaalne tulusus;	▪ omakapitali madal tulusus;
	▪ omakapital domineerib laenukapitali üle;	▪ tasakaal investorite huvide vahel;	▪ laenukapital domineerib omakapitali üle;
	▪ laenuandjapoolsed konflikti-võimalused;		▪ omanikupoolsed konflikti-võimalused;
			▪ laenuandjate diktaat;
Ettevõtte turuväärtuse muutus	▪ ettevõtte turuväärtus kasvab;	▪ ettevõtte normaalne väärtuskasv	▪ ettevõtte turuväärtus hakkab langema;
	▪ positiivsete vabarahavoogude tekkevõimalus;	▪ põhjendatud vabarahavood;	▪ negatiivsete vabarahavoogude tekkevõimalus;
Ettevõtte arenguperspektiivid	▪ suurem osa ärikasumist läheb omanikele (aktsionäridele) või reinvesteeritakse;	▪ tasakaal omanike (aktsionäride) ja laenuandjate tulususe vahel;	▪ enamus ärikasumist läheb intressideks;
	▪ kõrge ROE;	▪ normaalne ROE;	▪ nõrgad reinvesteerimisvõimalused;
	▪ head arenguperspektiivid	▪ normaalsed arenguperspektiivid	▪ tähelepanu keskmes omakapitali tulususe suurendamisele;
			▪ nõrgad arenguperspektiivid

(Raudsepp, Ivanova 2006:136-137)

Lisa 4. AS Pajo kasumiaruanne aastatel 2008-2012

Kasumiaruanne (eurodes)	2008	2009	2010	2011	2012
Müügitulu	1 709 997	1 885 926	2 899 333	3 317 734	3 551 722
Muud äritulud	815	945	67 072	59 513	71 604
Valmis-ja lõpetamata toodangu varude jääkide muutus	-2 075	-2 958	5 779	-6 131	28 345
Kaubad, toore, materjal ja teenused	-911 244	-1 051 466	-1 712 741	-1 983 074	-2 233 935
Mitmesugused tegevuskulud	-104 519	-150 381	-125 516	-128 087	-160 612
Tööjõukulud	-474 256	-499 213	-586 937	-696 677	-744 370
Põhivara kulum ja väärtuse langus	-100 504	-97 167	-312 162	-313 552	-346 417
Muud ärikulud	-9 139	-10 574	-10 303	-8 813	-103 929
Kokku äritulud	1 710 812	1 886 871	2 972 184	3 377 247	3 651 671
Kokku ärikulud	-1 601 739	-1 811 758	-2 747 659	-3 136 334	-3 589 263
ÄRIKASUM (-KAHJUM)	109 073	75 113	224 525	240 913	62 408
Finantstulud ja -kulud					
Intressikulud	-51 824	-125 280	-89 955	-98 517	-115 155
Kasum(kahjum) valuutakursi muutustest	-85	-191	-1 604	0	
Muud finantstulud ja -kulud	-342	-681	-6 609	-5 242	-4 944
Kokku finantstulud ja -kulud	-52 251	-126 152	-98 168	-103 759	-120 099
KASUM (KAHJUM) ENNE MAKSUSTAMIST	56 822	-51 039	126 357	137 154	-57 691
Tulumaks	-1 699	0	-4 611	-16 990	-16 747
ARUANDEAASTA KASUM (KAHJUM)	55 123	-51 039	121 746	120 164	-74 438

Lisa 5. AS Pajo bilanss aastatel 2008-2012

BILANSS (eurodes)	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	1.01.2012
AKTIVA (varad)					
KÄIBEVARA					
Raha	39 408	239 022	79 354	219 762	504 546
Nõuded ja ettemaksed	192 973	255 900	522 344	387 380	479 185
Varud	36 022	46 522	42 546	30 901	84 409
KÄIBEVARA KOKKU	268 403	541 444	644 244	638 043	1 068 140
PÕHIVARA					
Nõuded ja ettemaksed	0	0	0	9 991	7 191
Materiaalne põhivara	967 886	3 440 000	3 171 455	2 917 867	4 196 449
PÕHIVARA KOKKU	967 886	3 440 000	3 171 455	2 927 858	4 203 640
AKTIVA KOKKU	1 236 289	3 981 444	3 815 699	3 565 901	5 271 780
PASSIVA					
KOHUSTUSED JA OMAKAPITAL					
LÜHIAJALISED KOHUSTUSED					
Lühiajalised laenukohustused	104 897	209 816	304 684	336 087	841 983
Võlad ja ettemaksed	242 456	334 884	321 410	356 313	412 423
Sihtfinantseering	0	48 625	48 625	48 625	48 625
LÜHIAJALISED KOHUSTUSED KOKKU	347 353	593 325	674 719	741 025	1 303 031
PIKAAJALISED KOHUSTUSED					
Pikaajalised laenukohustused	534 731	2 647 328	2 344 411	2 020 682	3 350 619
Sihtfinantseering	0	437 625	389 000	340 375	291 750
PIKAAJALISED KOHUSTUSED KOKKU	534 731	3 084 953	2 733 411	2 361 057	3 642 369
KOHUSTUSED KOKKU	882 084	3 678 278	3 408 130	3 102 082	4 945 400

Lisa 5 järg

OMAKAPITAL					
Aksiakapital nimiväärtuses	255 647	255 647	255 647	255 647	256 000
Kohustuslik reservkapial	25 565	25 565	25 565	25 565	25 565
Eelmiste perioodide jaotamata kasum (kahjum)	17 869	72 993	4 611	62 443	119 253
Aruandeaasta kasum (kahjum)	55 123	-51 039	121 746	120 164	-74 438
OMAKAPITAL KOKKU	354 204	303 166	407 569	463 819	326 380
PASSIVA KOKKU	1 236 288	3 981 444	3 815 699	3 565 901	5271 780

Lisa 6 AS Pajo rahavoogude aruanne aastatel 2008-2012

Rahavoo eelarve KAUDNE (eurodes)	2008	2009	2010	2011	2012
Rahavood äritegevusest					
Ärikasum	109 073	75 113	224 525	240 913	62 408
Korrigeerimised:					
Põhivara kulum ja väärtuse langus	100 504	97 167	312 162	313 552	346 417
Kasum (kahjum) põhivara müügist	0	0	0	-3 556	-86 627
Muud korrigeerimised	97	-8 599	-48 625	-48 625	-48 625
Korrigeerimised kokku	100 601	88 568	263 537	261 371	211 165
Äritegevusega seotud nõuete ja ettemaksete muutus	-35 078	-62 927	-266 444	124 973	-89 005
Varude muutus	-3 017	-10 500	3 976	11 645	-53 508
Äritegevusega seotud kohustuste ja ettemaksete muutus	55 421	92 428	-13 473	34 903	56 110
Makstud intressid	-51 823	-125 280	-89 955	-98 517	-115 155
Makstud ettevõtte tulumaks	-1 699	0	-4 611	-16 990	-16 747
Muud rahavood äritegevusest	-426	-872	-8 213	-5 242	-4 944
Kokku rahavood äritegevusest	173 052	56 529	109 342	553 056	50 324

Lisa 6 järg

Rahavood investeerimistegevusest					
Tasutud materiaalse ja immateriaalse põhivara soetamisel	-14 456	-148 142	-43 617	-41 668	-31 628
Laenunud materjali ja immateriaalse põhivara müügist	0	0	0	19 600	81 262
Kokku rahavood investeerimistegevusest	-14 456	-148 142	-43 617	-22 068	49 634
Rahavood finantseerimistegevusest					
Saadud laenude tagasimaksed	-18 698	-1 207	-23 909	-25 388	-26 886
Arvelduskrediidi saldo muutus			666	-231	1 075
Kapitalirendi põhiosa tagasimaksed	-1 156	-108 365	-184 806	-301 047	-293 063
Laekumised sihtfinantseerimisest	0	486 250	0	0	0
Makstud dividendid	-6 391	0	-17 344	-63 914	-63 000
Muud väljamaksed finantseerimistegevusest	-101 785	-85 452	0	0	566 700
Kokku rahavood finantseerimistegevusest	-128 030	291 226	-225 393	-390 580	184 826
Raha ja raha ekvivalendid perioodi alguses	8 844	39 408	239 022	79 354	219 762
Raha ja raha ekvivalentide muutus	30 566	199 613	-159 668	140 408	284 784
Raha ja raha ekvivalendid perioodi lõpus	39 410	239 021	79 354	219 762	504 546

SUMMARY

CAPITAL STRUCTURE ANALYSIS ON THE EXAMPLE OF AS PAJO

Minni Pajo

To stay relevant in the market, businesses constantly need capital for upgrading their equipment, financing new business plans or funding long-term activities already in motion. The choice of the source of the capital is determined by whether to finance using equity or external funds. The main advantage of loan funds over equity is the fact that it is less expensive. On the other hand, it must be taken into consideration that during financial troubles, it may become problematic to repay loans, but it isn't necessary to pay dividends to the owners during difficult times.

The capital structure analysis allows evaluation of the current situation of the business and the profitability of past decisions, as well as helps collect information to base future decisions on. AS Pajo is a business which has grown exponentially within a relatively short period of time. However, the fast growth can cause considerable and initially unnoticeable risks. Because the business has not hired a financial analyst that would analyse past long-term decisions in retrospect, this thesis has a practical value.

The purpose of this thesis is to analyse the capital structure of AS Pajo during the commercial years 2008-2012. To accomplish this, the the following must be done:

- present a review of the theoretical approach of capital structure,
- describe the methods of analysing capital structure,
- present a retrospective evaluation of the capital structure of AS Pajo and the factors that have influenced it,
- analyse the ratios of the capital structure of AS Pajo,
- analyse the influence of external financing,
- present suggestions for improving the capital structure.

In the first subchapter, the essence of capital structure is touched on, a review of the main theoretical approaches of capital structure is presented and the methods of analysing capital structure are described. The capital structure can be defined as the set of long-term sources of capital used by a business. The capital structure shows the percentage of the importance of different funding sources of the total volume of the capital, or the ratio of the business's equity to its long-term obligations.

In this thesis, three of the most known theories describing how a capital structure is formed. Modigliani and Miller's capital structure irrelevance theory, which suggests that when certain prerequisites are met, the value of the business does not depend on the capital structure. The aim of the static tradeoff theory is to describe the optimal way for the capital structure or the debt ratio to form. According to the financial hierarchy theory, a ranking system of financing sources, or a financial hierarchy exists.

The weighted average cost of capital is found using the WACC model. In respect of ratios, leverage ratios were touched on. Those are as follows: the debt ratio, the solvency, the capitalization ratio and the interest coverage ratio. The profitability ratios that were mentioned are the return on equity and the return on assets. The main focus of this thesis were firm specific capital structure influencing factors. To evaluate the influence of debt financing, the influence of debt financing evaluation method, developed by Raudsepp, and the analysis of the influencing factors of basic earnings power were used.

The business in analysis began its printing service in the year 1997. The main business area of the firm is providing and marketing printing service and other services related to printing. In 2009 and 2012, the business was invested in extensively, when new land was purchased and new printing equipment was acquired. The capital for investments was provided by various banks, EAS and Kredex.

The capital of AS Pajo consists of debt duties, targeted financing and equity. The market price of obligations is expressed by the interest rate required by creditors. The yearly fluctuation of the cost of debt duties is caused by the fact that banks have issued loans to AS Pajo on the basis of the floating interest rate EURIBOR. The cost of equity increased when its significance in the capital structure decreased. The cost of equity was

exceptionally low in the years 2009 and 2012, when the figure was 30,68% and 33.79% respectively. Because of the large percentage of external funding, the weighted average cost of capital depended largely on the cost of external funding. Because of the low cost of external funding during the years in observation, the weighted average cost of capital of AS Pajo stayed relatively low.

Analysing the ratios of the capital structure revealed that during the years 2009-2012, the percentage of external funding is too high, according to both generally accepted and the statistical office's figures, as during those years, it was between 87% and 94%. Because of the high percentage of external funding, it may become difficult for the business to repay loans. During the years 2009 and 2012, the business's profitability figures were negative. However, during the years 2008 and 2010, the profitability exceeded the expectations of the owners and that created added value for them. On the other analysed years, the opposite process took place and the creditors gained profit off the owners.

Analysing the ratios of the capital structure revealed that the connections of the factors of the direction with financial leverage influence the capital structure of AS Pajo are relatively similar to the theoretical approach. The debt ratios were positively correlated with the size of the business and the fixed assets, because the business invested a large sum of its capital in fixed assets. The positive correlation between growth prospects and the figure of profitability and debt ratios can be considered statistical, because although the assets allowed for the increase of production output, the amount of profit from sales depends on the success of the sales team. The increase of financial leverage influenced the growth of the business positively, but it influenced the figure of profitability negatively. According to IDF's criteria of coefficients, the influence of external funding on AS Pajo in the years 2008, 2009 and 2012 had exceeded the optimal amount. Because on each of the years that were observed, the percentage of interest-bearing external funding was larger than the of the total capital, the creditors also deal with a higher risk. If the business declares bankruptcy, the creditors are the ones that are harmed the most. For this reason, conditions which conflict with the owners' interests are included in the loan contracts.

In the opinion of the author, the business should set a goal to bring the percentage of external funding in the total capital to the recommended highest level of 70% in the near future. Doing this would considerably decrease the amount of power creditors have over the business and lessen the risks drastically. To achieve this, the business should avoid taking out new loans and increase the volume of equity. Within the next couple of years, the business should choose a more conservative investing policy and focus on growing the internal equity of the business with the means at hand.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina Minni Pajo

(sünnikuupäev: 14.10.1989)

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

Kapitali struktuuri analüüs AS Pajo näitel,

mille juhendaja on Margus Kõomägi,

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

1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu alates **31.12.2018** kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

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

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

Pärnus, 13.11.2013