

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Ettevõtetmajanduse instituut

Teedu Pedaru

LAENUKAPITALI KASUTAMINE EESTI ETTEVÕTETES

Bakalaureusetöö

Juhendaja: dotsent Priit Sander

Tartu 2013

Soovitan suunata kaitsmisele.....(juhendaja
allkiri)

Kaitsmisele lubatud „ „ 2013.a.

.....õppetooli juhataja

(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

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

..... (töö autori allkiri)

SISUKORD

SISSEJUHATUS	4
1. KAPITALI STRUKTUURI TEOORID JA LAENUKAPITALI	
EKSISTEERIMISE VORMID	7
1.1. Kapitali struktuuri teooriad	7
1.2. Laenukapitali eksisteerimise traditsioonilised vormid.....	11
1.3. Muud võimalused baseeruvad finantseerimise võimalused	14
1.4. Kapitali struktuuri analüüsimisel kasutatavad suhtarvud ja nende arvutusmeetodid	18
2. LAENUKAPITALI KASUTAMINE EESTI ETTEVÕTETES: STATISTILINE	
ANALÜÜS	22
2.1. Laenukapitali struktuuri analüüs erinevate andmebaaside põhjal.....	22
2.2. Tallinna Börsil noteeritud ettevõtete võlakordajate analüüs.....	41
2.3. Üldine hinnang laenukapitali kasutamisele Eesti ettevõtetes.....	46
KOKKUVÕTE	49
VIIDATUD ALLIKAD.....	52
SUMMARY	54

SISSEJUHATUS

Tänapäeval peavad ettevõtted kiiresti kohanduma muutuva majandusolukorraga, et säilitada turul konkurentsivõime ja ettevõtte stabiilsus. Kiiresti kohandumine võib paljudes olukordades tähendada ettevõtte ümberstruktureerimist, tegevuse laiendamist või kokkutõmbamist või hoopis uute investeeringute tegemist. Ettevõtted saavad kasutada investeeringute finantseerimiseks erinevaid rahastamisallikaid. Seega on ka õige kapitali struktuuri valik üheks olulisemaks otsuseks, mida ettevõtte juhtkonnal tuleb langetada. Eelnevast tulenevalt tegelevad ettevõtete finantsjuhid igapäevaselt sellega, et leida ettevõtte jaoks sobilik oma- ja laenukapitali vahekord. Kui ettevõtetel peaks ühel hetkel sisemised finantseerimisallikad otsa saama, pöörduakse välise finantseerimisallikate poole.

Käesoleva bakalaureusetöö uurimisteema on väga aktuaalne, kuna üldjuhul ei ole ettevõtetel enda tegevuse finantseerimiseks kunagi piisavalt sisemisi vahendeid ning enamus Eesti ettevõtetest kasutab suurel hulgal ka laenukapitali, nii selgub ka käesolevast uurimusest. Kuna tänapäeva arenenud finantsturul eksisteerib palju erinevaid laenukapitali vorme, ongi üheks olulisemaks sammuks ettevõtete jaoks endale sobivate finantseerimisallikate leidmine. Teema aktuaalsust suurendab ka asjaolu, et siiani ei ole jõudnud kapitali struktuuri uurivad teoreetikud ühisele seisukohale, milline peaks olema optimaalne kapitali struktuur.

Bakalaureusetöö uudsus seisneb selles, et siiani pole piisavalt uuritud, millises vahekorras Eesti ettevõtted erinevaid laenukapitali vorme kasutavad ning milline on tegelik ülevaade ettevõtete võlakohustustest. Kuna kapitali struktuuri teooriad annavad probleemi lahendamiseks mitmeid erinevaid võimalusi, siis oleks ka oluline teada, milline on ettevõtete laenukapitali kasutamine reaalselt. Kuna laenukapitali kasutamine on suurenenud aastate möödudes märgatavalt, on oluline kursis olla ka sellega, millisel määral on erinevate laenukapitali vormide kasutamine muutunud. Samuti muudab uurimuse uudseks see, et kajastamist leiavad ka Tallinna börsil noteeritud ettevõtete

võlakordajad aastatel 2000-2012 ehk analüüsitakse ka seda, millisel määral kasutavad laenukapitali börsi ettevõtted.

Eesti ettevõtete uurimine on atraktiivsem kui teiste riikide äriühingute puhul, kuna (Sander 2007: 41-42):

- Eestis on eriline maksusüsteem;
- 2011. aastani oli Eestil fikseeritud valuutakurs;
- Eestis on suur välisinvestorite hulk;
- Eesti finantssüsteem on pankadele orienteeritud;
- eksisteerib erastamisperiood taasiseseisvumise algusaastatest.

Sellest lähtuvalt on käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks välja selgitada peamised trendid Eesti ettevõtete laenukapitali kasutamises.

Eesmärgi saavutamiseks on püstitatud järgmised uurimisülesanded:

- kapitali struktuuri teooriate kirjeldamine ning seoste ja põhjenduste leidmine laenukapitali kasutamise kohta;
- lühi- ja pikaajalise laenukapitali valiku tagamaade käsitlemine;
- erinevate laenukapitali vormide väljaselgitamine;
- laenukapitali struktuuri analüüs Eesti Statistikaameti, Eesti Panga ja Eesti Väärtpapierikeskuse andmebaaside põhjal;
- Tallinna börsil noteeritud ettevõtete võlakordajate analüüs aastatel 2000-2012;
- üldise hinnangu andmine laenukapitali kasutamise kohta Eestis.

Käesolev bakalaureusetöö kavandatakse empiirilise uurimistööna, kus antakse ülevaade laenukapitali kasutamise trendidest lähiminevikus ning analüüsitakse erinevate laenukapitali vormide muutumist. Töö koostamisel kasutatakse trendide välja selgitamiseks kirjeldavat statistikat ning Tallinna börsil noteeritud ettevõtete majandusaruannete põhjal leitud näitajaid ja suhtarve.

Bakalaureusetöö koosneb kahest peatükist, millest esimeses käsitletakse uuritava teema teoreetilisi aluseid ning teises peatükis leiab aset empiiriliste andmete analüüs. Esimene peatükk koosneb neljast osast, milles esimeses antakse ülevaade kapitali struktuuri teooriatest, teises analüüsitakse laenukapitali eksisteerimise vorme, kolmandas

tutvutakse muude finantseerimisvõimalustega ja neljandas antakse ülevaade kapitali struktuuri analüüsimisel kasutatavatest suhtarvudest ja nende arvutusmeetoditest. Teine peatükk koosneb kolmest osast, millest esimeses on laenukapitali struktuuri statistiline analüüs, teises osas analüüsitakse Tallinna börsil noteeritud ettevõtete võlakordajaid aastatel 2000-2012 ning kolmandas osas antakse üldine hinnang laenukapitali kasutamise kohta Eesti ettevõtetes.

Bakalaureusetöös kasutatuavad materjalid ja seisukohad pärinevad erinevatest erialastest allikatest ning kirjutamiseks on kasutatud nii võõr- kui eestikeelset kirjandust. Suures enamuses on kasutusel inglisekeelsed teadusartiklid, kuna vastavat eestikeelset kirjandust napib. Teoreetilises osas on peamiselt lähtutud järgmiste autorite teadusartiklitest ning empiirilistest uurimustest: Sander, Baker, Martin, Mondher, Villamill, Myers, Rasiah, Kim ja paljud teised. Enamik teadusartiklitest ja uurimustest pärinevad teadusandmebaasidest (*EBSCO*, *Emerald*). Empiirilises uurimuses on kasutatud Eesti Statistikaameti, Eesti Panga ja Eesti Väärtpaberikeskuse andmebaase ning Tallinna börsil noteeritud ettevõtete majandusaasta ja kvartalite aruandeid.

Andmete töötlemisel kasutati MS Excelit ning ka statistikaprogrammi SPSS 20 for Windows (*Statistical Package for Social Sciences*).

Bakalaureusetöö on valminud Tartu Ülikooli majandusteaduskonna ettevõttemajanduse instituudis. Bakalaureusetöö valmimisega seoses tänab autor oma juhendajat Priit Sanderit väga meeldiva koostöö ja nõuannete eest, kelle abita poleks töö sellisele tasemele jõudnud.

Bakalaureusetöö vormistamise aluseks on Tartu Ülikooli majandusteaduskonna poolt 2011. aastal koostatud üliõpilaste kirjalike tööde juhend.

1. KAPITALI STRUKTUURI TEOORIAD JA LAENUKAPITALI EKSISTEERIMISE VORMID

1.1. Kapitali struktuuri teooriad

KAPITALI STRUKTUURI IRRELEVANTSUSE TEOORIA

Enne 1958. aastal ilmunud Merton Miller ja Franco Modigliani teedrajavat artiklit, oli tavaliseks finantsarusaamaks see, et mõõdukas võlakohustus suurendab ettevõtte lihtaktsia väärtust, kuna võlakohustus on odavam kui omakapital. Erinevalt eelnevast arusaamast nentisid M. Miller ja F. Modigliani seda, et ilma maksudeta on ettevõtte väärtus täielikult sõltumatu ettevõtte kapitali struktuurist (Baker, Martins 2011: 151).

Miller, Modigliani teoreem on näidanud seda, et kui eksisteeriksid ideaalsed turutingimused, siis ettevõtte turuväärtus on iseseisev ettevõtte kapitali struktuurist. Teisisõnu, teoreem sätestab sellised tingimused, mille puhul arbitraaz üksikisikute poolt hoiab ettevõtte väärtust seotuna ainult nendest rahavoogudest, mis on genereeritud investeerimispoliitikast lähtuvalt (Mondher 2011: 193).

Reaalses elus mitteeksisteerivate eelduste tõttu ei ole see teooria tõestatud, kuid sellega seoses on vähemalt defineeritud, millistel tingimustel ei mõjuta ettevõtte kapitali struktuuri muutmine ettevõtte väärtust. Nendeks tingimusteks on kindlasti maksude ja pankrotikulude puudumine, efektiivne finantsturg ning kõikide turu osapoolte võrdne informeeritus (Villamil 2010: 3).

Kuigi paljud on skeptilised Milleri ja Modigliani (1958) mudeli suhtes, siis jätkatakse ikkagi nende valemite kasutamist (omakapitali hind, kapitali kaalutud keskmine hind – *WACC*) tuletatuna nende tööst. Rohkem kui dekaad tagasi, märkis Slutz (1999), et Milleri ja Modigliani irrelevantsusteooria raamistik, vaatamata mitmetele reaalmaailma tingimustest tulenevatele parandustele, oli harjumuspärane lähenemine kapitali

eelarvestamise õpetamise ja praktika seisukohtalt (Baker, Martin 2011: 167). Lisaks saab mainida ka seda, et kapitali struktuuri irrelevantsuse teooria oli aluseks teiste kapitali struktuuriteooriate kujunemisel.

KAPITALI OPTIMAALSE STRUKTUURI TEOORIAS

Kapitali optimaalse struktuuri teooriate kohaselt eksisteerib oma- ja laenukapitali vahel optimaalne vahekord, mille saavutamisel on ettevõtte kapitali hind minimaalne ja ettevõtte väärtus maksimaalne (Sander *et al* 2001-2010).

Esimene versioon kapitali optimaalse struktuuri teooriatest oli ülekaalus enne Milleri ja Modigliani artikli avaldamist. Traditsiooniline tõekspidamine lähtub sellest, et laenukapitaliga finantseerimine on odavam kui omakapitaliga finantseerimine. Seega saab ettevõtte vähendada enda kapitalikulutusi, suurendades laenukapitali osakaalu võrrelduna omakapitaliga. Selline protsess ei saa igal juhul kesta liiga kaua, sest mingist finantsvõimenduse tasemest edasine laenukapital suurendab tõenäosust, et aktsionärid ja võlakirjaomanikud nõuavad suuremat tootlust. Seega on korrektne nentida, et kui ettevõtte finantsvõimendus on väga väike (või isegi null), siis väike kogus laenukapitali tavaliselt ei suurenda võlakirjaomanike tootluse nõudlust. Mida aga traditsiooniline lähenemine arvesse ei võtnud, on fakt, et aktsionäride tootluse nõudlus suureneb kohe, kui finantsvõimendus kasvab (Sander 2007: 125).

Kaasaegne lähenemine kapitali optimaalse struktuuri teooriale väidab, et eksisteerib optimaalne laenu- ja omakapitali vahekord. See optimaalne vahekord saabub seal, kus kapitali optimaalne hind on minimaalne ja ettevõtte väärtus maksimaalne. Kapitali optimaalse struktuuri teooria kaasaegne lähenemine põhineb kapitalituru ebatäiuslikkusel (maksud, pankrotitasud, tegevuskulud) ja väidetakse, et on olemas optimaalne vahekord laenukapitali kasutamise seotud eelistel ja puudustel. Laenukapitali kasutamine tekitab nn maksukilbi ja vähendab aktsionäride ja juhtkonna vahelisi konflikte, samal ajal suurendades eeldatavaid kulutusi finantsraskuste puhul ja muutes suuremaks ka konflikte aktsionäride ja välise laenuandjate vahel. Lähtuvalt kapitali optimaalse struktuuri mudelist, peaks iga ettevõtte looma sellise kapitali struktuuri, mille puhul kulud ja finantsvõimenduse kasud oleksid tasakaalustatud, sest

just selline struktuur maksimeerib ettevõtte väärtuse (*Ibid*), mis on ka ettevõtte omanike üks peamisi nõudmisi.

Kapitali optimaalse struktuuri teooriatest saab selgeks see, et kui algselt ettevõtte finantseerib ennast ainult omakapitaliga ning hakkab ühel hetkel kasutama ka laenukapitali, siis laenukapitali soodsad mõjud ületavad ebasoodsaid ja ettevõtte väärtus suureneb. Teatud finantsvõimenduse tasemest alates muutub olukord ning täiendav laenukapital vähendab ettevõtte väärtust (Sander *et al* 2001-2010).

FINANTSHIERARHIA TEOORIAD

Esimesed vihjed finantshierarhia olemasolu kohta ilmusid juba 1960-ndatel. G. Donaldsoni poolt läbi viidud uurimuse kokkuvõttes ettevõtete finantseerimispraktika kohta mainiti: “Juhtkond eelistab uute rahaliste vahendite hankimisel sisemisi allikaid...” (Donaldson 1961, viidatud Sander 2003 vahendusel). Teooria korrektne formuleerimine toimus aga Myers’i poolt 1980-ndatel. Finantshierarhia kujutab endast sisuliselt finantseerimisallikate paremusjärjestust. Ettevõtte kasutab ära soodsamad finantseerimisallikad enne, kui võtab tarvitusele vähem soodsad (Sander 2003: 170).

Finantshierarhia teooriate järgi on olemas finantseerimisallikate pingerida, mille järgimine ettevõtte rahastamisel maksimeerib aktsionäride rikkuse. Selle teooria järgi peaks ettevõtte täielikult ära kasutama soodsamad rahastamise allikad enne, kui hakkab kasutama vähem soodsaid (Sander *et al* 2001-2010).

Antud teoreetilise suuna põhiseisukohad võib kokku võtta järgmiselt (Myers 1988: 100-111, viidatud Sander 2010 vahendusel):

- ettevõtted eelistavad sisemisi finantseerimisallikaid;
- ettevõtted kohandavad oma dividendipoliitikat investeerimisvõimalustega, samas ei ole kohandumine täielik, sest dividendid on küllaltki jäigad;
- jääk dividendipoliitika ja ootamatud muutused ettevõtte tulususes ning investeerimisvõimalustes toovad endaga kaasa sisemiselt genereeritavate rahavoogude ja planeeritud investeeringute suuruse erinevuse juhul, kui sisemiselt genereeritavad rahavood ületavad investeeringud, suurendavad ettevõtted oma sularaha tagavarasid ja väärtpaberiportfelli ning teatud

ulatases võib-olla ka dividende, kui aga olukord on vastupidine, realiseeritakse väärtapaberiportfell ning vähendatakse sularahatagavara;

- olukorras, kus osutub siiski vajalikuks välise finantseerimise kasutamine, eelistavad ettevõtte allikaid, mille väärtus on vähem mõjutatud informatsioonilisest asümmeetriast, seega eelistavad ettevõtte pangalaene ja võlakirjade emiteerimist hübriidväärtapaberitele ning neid omakorda lihtaktsiate emiteerimisele.

VALIK LÜHIAJALISE JA PIKAAJALISE LAENUKOHUSTUSE VAHEL

Valikut pika- ja lühiajalise laenu vahel selleks, et lahendada rahastamisega seotud küsimusi, võib vaadelda kahest elemendist lähtuvalt. Esiteks, pidevalt pikendatavat lühiajalist laenu tuleb võrrelda pikaajalise laenuga. Antud otsus sõltub rahavoogude iseloomust eri ajahetkedel ning ettevõtmise ajas muutuvatest finantseerimisvajadustest. Samuti on oluline silmas pidada lühi- ja pikaajaliste laenude kulusid ja kättesaadavust. Ekstreemsel juhul võib teatud laenu vajadusi rahuldada lühiajaliste katteallikatega seeläbi, et lühiajalist laenu suurendatakse vastavalt sellele, kui palju täpselt teatud ajahetkel vajadust on. Skaala teises otsas oleks variant, kus ettevõtte võtab laenu maksimaalsel hulgal, mida ennustuste kohaselt vaja võiks minna, ning hoiab seeläbi omandatud ajutiselt kasutamata vahendeid likviidse varana. Tõenäolisemalt katab ettevõtte teatud osa oma laenuvajadusest pikaajalise laenuga ning allesjäänu lühiajaliste kohustustega (White 1974: 567).

See otsus sõltub pika- ja lühiajaliste laenude hinnast ning kättesaadavusest, ettevõtte laenuvajaduse muutlikkusest ning ettevõtte valmisolekust võtta finantseerimisriske selleks, et vähendada eeldatavaid finantseerimiskulusid. Valik lühi- ja pikaajalise laenu vahel kerkib esile ka teises kontekstis. Võttes vastu otsuseid eelnevalt arutluse all olnud probleemi lahendamiseks lühi- ja pikaajaliste laenude kasutamise osas, seisab ettevõtte pidevalt otsuse ees, kas võtta kohe pikaajalist laenu või kasutada ajutiselt lühiajalisi kohustusi ning alles hiljem võtta püsivama lahendusena finantseerimiseks pikaajalist laenu. Kui on põhjust arvata, et pikaajalised intressid on hetkel kõrgemad kui tulevikus, on ehk alust lükata pikaajalise laenu võtmise edasi ning katta hetke laenuvajadus ajutiselt lühiajaliste vahenditega. Lisaks, kui pikaajalised intressimäärad on hetkel madalamad kui eeldatavasti tulevikus, võib pikaajalist laenu kasutada ka hetke

lühiajaliste vajaduste katmiseks, mille eesmärgiks on ettevõtte kogu laenukulu vähendamine (White 1974: 567-568).

Esimene otsus kahest eelnevast variandist, mis mõjutavad lühi- ja pikaajalise laenu hulka, hõlmab strateegilist valikut, kas toetuda eelnevalt nimetatud laenu tüüpidele keskmiselt või pikaajaliselt. See valik sõltub eelkõige ettevõtte rahavoogude omadustest ning toetub pikaajalisele või keskmisele pika- ja lühiajalise laenu hinnale. Teine valik on rohkem strateegiline ja on seotud hetke pikaajaliste intressimääradega suhtes nende tulevaste oodatavate väärtustega (White 1974: 568).

1.2. Laenukapitali eksisteerimise traditsioonilised vormid

Laenukapitali kasutamine tekitab võlasuhte laenuvõtja ja laenuandja vahel, mida õigusliku poole pealt reguleerib Eestis võlaõigusseadus. Laenukapitali puhul on kaks olulist eripära: laenukapital on üldjuhul tähtajaline, kokkulepitud hetkel tulevikus peab laenuvõtja laenu tagastama. Tähtaja poolest eristatakse lühiajalisi laenukohustusi (alla ühe aasta) ja pikaajalisi laenukohustusi (üle ühe aasta). Laenukapitali kasutamise eest peab laenuvõtja tavaliselt maksma intressi. Laenu intressimäär võib olla fikseeritud või ujuv. Esimesel juhul määratakse lepingus kindlaks intresside absoluutsuurus või fikseeritakse intressimäär, teisel juhul seotakse laenuintressi määr mingisuguse baasintressi määraga, mille muutumisel toimub muutus ka konkreetse laenu intressimaksetes. Ujuva intressimääraga laenuinstrumentide puhul võidakse määrata ka vahemik, kust konkreetse laenu intressimäär ei tohi väljuda. Lisaks intresside suurusele fikseeritakse lepingus ka intressimaksete sagedus ning intresside arvutamise alused. Laenu tegelik intressimäär sõltub nii lepingulisest intressimäärast kui ka intressimaksete sagedusest, arvutamise alustest ja muudest tingimustest (Sander *et al* 2001-2010).

Enimlevinud laenukapitali liikideks on Eestis pangalaenu, liising, võlakirjad, kuid kindlasti eksisteerib ka väiksemal määral teisi laenukapitali liike.

PANGALAENUD

Pangalaen on krediidasutusetelt saadud laen. Enamasti on pangalaene kolm liiki:

- arvelduskrediidi puhul on ettevõttel lubatud minna arvelduskontoga miinustesse kokkulepitud limiidi ulatuses. Arvelduskrediit on põhiliselt mõeldud selleks, et stabiliseerida lühiajalisi kõikumisi ettevõtte rahavoogudes. Arvelduskrediidi limiit sõltub eelkõige ettevõtte realiseerimise netokäibest lähiminevikus.
- käibekapitali laen on mõeldud eelkõige käibekapitali finantseerimiseks ja rahavoogude paremaks juhtimiseks. Käibekapitali laen on tavaliselt lühiajaline (alla ühe aasta).
- investeerimislaen on mõeldud põhivarade (maa, tootmishooned, tootmisseedmed, sõidukid jms) soetamise finantseerimiseks. Tegemist on pikaajalise laenuga (Sander *et al* 2001-2010).

Väga oluline on lisaks see, et pangalaenu on võimalik taotleda erinevates valuutades (Eesti kommertspankade puhul piirdub nende ring tavaliselt Eesti Panga noteeritud valuutadega). See on oluline valuutariski juhtimise seisukohast. Kui ettevõtte sissetulevad rahavood tulevikus on näiteks USA dollari baasil, on tähtis, et sissetulevate ja väljaminevate rahavoogude (intressimaksed) valuutad oleksid samad ja valuutarisk seetõttu väiksem (Sander *et al* 2001-2010).

Pangalaenu on ühed enamlevinud finantseerimise allikad, mida Eesti ettevõtted kasutavad. Üldjuhul kasutatakse pangalaenu tema stabiilsuse ja küllaltki lihtsa kättesaadavuse tõttu. Kui kommertspankade poolt pakutavad intressid peaksid liiga kõrgeks minema, pöörduvad ettevõtted automaatselt soodsamate rahastamiseallikate poole (*Ibid*).

VÕLAKIRJAD

Võlakirju võib määratleda kui väärtpabereid, mis tõendavad, et võlakirjade väljaandja kohustub need välja ostma keskmise või pika perioodi jooksul. Samuti saab võlakirjade ostja (võlausaldaja) endale õiguse iga-aastaseks intressiks kogu võlakirja eksisteerimise perioodi jooksul, sõltumata võlakirjade väljaandja majanduslikust ja finantsilisest seisust. Kui ettevõtte aktsionärid on ettevõtte erinevate osade omanikud ning nad saavad osa ettevõttega kaasnevatest riskidest ja kasumist, siis võlakirjade omanikud

vastupidiselt laenavad ettevõttele raha koos intressiga kindlaks perioodiks ning ettevõtte pankroti puhul saavad nõuda endale saamata jäänud tulu tagasi. Ettevõtte võlakirjade omamine ei anna mingisuguseid õigusi ettevõtte tegevuse suunamiseks erinevalt aktsionäridest ning samuti ka ei saa võlausaldajad osa ettevõtte kasvust ja kasumist (Dorel 2008: 91).

Nagu ka aktsiaemissioonid on võlakirjaemissioonid avalikud või siis suunatud. Avalike emissioonide korral tuleb lähtuda enam-vähem samast protseduurist, mis on ka aktsiate emiteerimise puhul, kuid erinevus seisneb selles, et võlakirjade emiteerimiseks piisab juhatuse või nõukogu otsusest. Võlakirju saab emiteerida ka elektroonilisel kujul – emissioon tuleb registreerida väärtpaberite keskreistris, kuid elektrooniline vorm ei ole kohustuslik.

Võlakirjade emiteerimine on suuremate ettevõtete püramida ja väikeettevõtetele sellega kokku puutuda pole tarvis. Võlakirja saab ka emiteerida erinevatel turgudel – kui ettevõtte poolt vajatavad summad on väiksemad, võib see toimuda Eesti turul, kuid kui summad on suuremad, võiks hakata kaaluma ka Euroopa turgu, kuid tuleks veenduda, et võlakirja emissioon ennast ka ära tasuks, sest kaasnevad kulud on enamasti küllaltki suured.

LIISING

Liising on instrument investeringute rahastamiseks, mille puhul kauba seaduslik omandiõigus on lahus kauba tegelikust valdajast. Vastupidiselt klassikalisest pangalaenust jääb liisinguandja vara omanikuks. Liisingu teeb liisinguvõtjale kasulikuks see, et vara, mida liisitakse, on üldjuhul tagatud selle sama varaga, mida liisitakse, seega on liisinguvõtjal vähem riske. Liising sobib hästi finantsiliselt piiratud ettevõtetele, kuna liisingumaksete tasumine on vähem koormav kui pangalaenu tagasimaksmine. Seega saab ettevõtte, millel ei ole piisavalt vabu vahendeid, kasutada liisingut enda investeringute finantseerimiseks (Neuberger, Solvig 2013: 536).

Tulenevalt liisingu liikuvusest jaotatakse liisingud kahte gruppi. Esimest liisinguliiki nimetatakse kasutusrendiks, mille puhul jääb omandiõigus liisingufirmale ka liisingu lõppedes, mis tähendab, et kui liisinguperiood lõpeb, siis peab vara kasutaja selle liisinguandjale tagastama. Sellise liisinguliigiga on hõlmatud näiteks sõidukid, masinad,

taimed, arvutitehnika ning palju muud. Teiseks liigiks on kapitalirent, mille puhul liisinguvõtja ostab vara liisinguperioodi jooksul liisinguandjalt välja ning mille alla võib liigitada kontorite ja tootmishoonete liisimise (*Ibid*).

Empiirilised uurimused näitavad, et liisingu kasutamine Ameerika Ühendriikides ja Euroopas sõltub ettevõtte spetsiifilistest omadustest – suurus, vanus, finantsvõimendus, pankroti tõenäosus, tulusus, omanike struktuur, investeerimisvõimaluste komplekt ja maksud (Sharpe, Nguyen 1995; Adams, Hardwick 1998; Lasfer, Levis 1998; Deloof, Verschueren 1999, viidatud *Ibid* vahendusel).

1.3. Muud võlasuhetel baseeruvad finantseerimise võimalused

Lisaks pangalaenudele, võlakirjadele ja liisingule on veel teisigi võlasuhetel põhinevaid rahastamisvõimalusi. Järgnevalt käsitleb autor mõningaid neist.

LAENUD SEOTUD OSAPOOLTEL

Kui ettevõtetel on vaja finantseerida enda investeringuid, siis üheks selliseks võimaluseks on laenud seotud osapooltelt, milleks nimetatakse laene, mis saadakse ettevõttega seotud isikutelt või osapooltelt. Tavaliselt on need laenud pärit järgnevatelt isikutelt või osapooltelt: omanikud, kes võivad olla nii füüsilised kui ka juriidilised isikud, tütarettevõtted, kliendid või tarnijad.

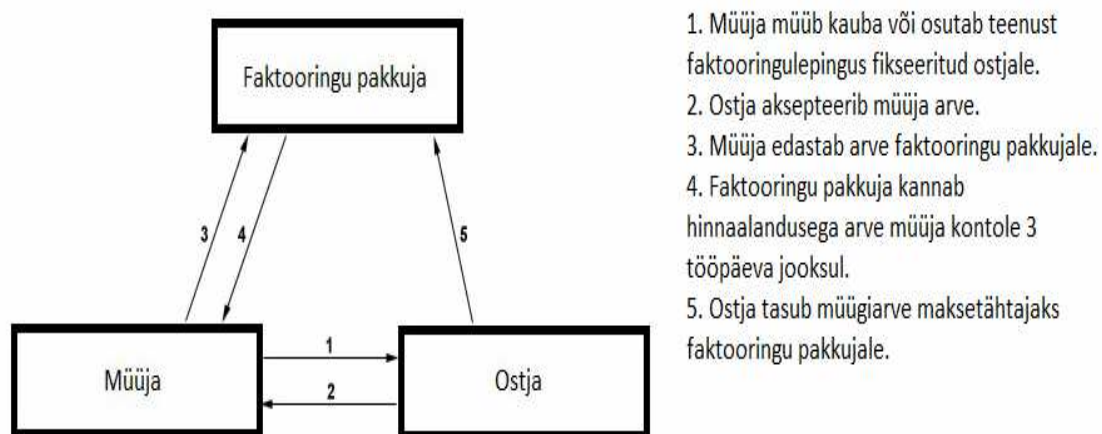
Eesti ettevõtted kasutavad suurel määral laene, mis on saadud omanikelt. Kui maksed ei ole täidetud tähtajaliselt, siis selline võlg ei vallanda tavaliselt pankrotimenetlust. Seega omanikelt saadud laenud ei suurenda ettevõtte finantsraskusi ega ka finantsprobleemidega tegelemise kulusid. Samuti ei motiveeri ettevõtteid käituma nagu standardne võlaleping eeldaks (Seppa 2008, 57-58).

Omanikelt saadud laenud ei kaasa endaga tavaliselt regulaarseid amortisatsiooni plaane ning tagasimakseid tehakse vaid siis, kui ettevõttel on piisavalt vabu vahendeid. Seotud osapooltelt saadud laenude tagasimakse kord on loomu poolest sarnane dividendide maksmisele, sellise võla klassifitseerimine omakapitali instrumendina (kvaasikapitalina)

oleks asjakohane. Autor leiab, et kvaasikapitali võlga peab käsitlema kui kolmandat kapitaliallikat, koos tavalise võla ja omakapitaliga (Seppa 2008, 58).

FAKTOORING

Faktooring on finantseerimisvõimalus noorte ja alakapitaliseeritud ettevõtete jaoks, kelle kasumimarginaal kannatab ära faktooringutasud. Üldiselt vajavad ettevõtted faktooringut, et maksta kulude eest või alustada uute projektidega. Faktor ostab krediitarme sõltuvalt selle krediitdastavusest, kuid tal ei ole selleks vaja ettevõtte finantsaruandeid. Varem oli faktooring vaid eksklusiivne valdkond rõivatööstuses, kuid on tänapäeval laienenud ka tootmis-, logistika- ja teenindussektorisse (Parks, Gallop 1999, 39).



Joonis 1. Faktooringu skeem.

Allikas: Tartu Hoiu-laenuühistu, autori kohandatud.

Kui pangalaenudesse on kaasatud kaks osapoolt, siis faktooringusse on kaasatud kolm osapoolt. Faktooring põhineb nõude väärtusel. Pangad teevad üldiselt oma otsuse ettevõtte krediitdivõimest lähtuvalt. Faktooringust on kasu ettevõtetel, kellele makstavate arvete maksetähtajad on kas 30, 60, 90 või rohkem päeva, kuna kasutades faktooringut on neil võimalik enda raha kätte saada kuni 24 tunni jooksul. Seega ei teki ettevõtetel kapitalipuudust ja finantsraskusi (Ravas, David 2010; 290).

Faktooringu kasutamine on lihtsaim viis hoidmaks ettevõtte rahavooge liikumas, sellega saavutab ka edu konkurentide ees, kes seda finantseerimisviisi ei kasuta. Ettevõttel on

võimalik tellida rohkem toormeid ning toota rohkem, maksta töötajatele ja müügimeeskonnale, tasuda arveid ning vastutasuks müüa rohkem. Faktooring on lihtne – see ei ole laen, vaid pigem finantsvarade ostmise faktooringu ettevõttelt. Faktooringut nimetatakse ka finantstaktikaks, mis annab konkurentsieelise teiste ees (*Ibid*, 291).

Globaliseerumine pakub palju uusi võimalusi ettevõtetele, kuid samal ajal toob endaga kaasa ka uusi väljakutseid – enamik neist on seotud finantseerimisega ja ka riskidega, mis kaasnevad rahvusvahelise äriga. Lisaks on finantskriis juba näidanud, kui suur saab olla maailmamajanduse negatiivne efekt. Arvesse peab võtma ka seda, et rahvusvahelised tehingud toovad kaasa palju ebakindlust ja rohkem riske ettevõtte finantsolukorrale, eelkõige tulenevalt kliendi geograafilisest paiknemisest ning kultuuribarjäärist. Sellistes olukordades on ettevõtetel võimalus valida atraktiivne ja väärtuslik alternatiiv, milleks on rahvusvaheline faktooring, mis suurendab ettevõtte välist finantseerimist iga suurusega ettevõtete jaoks (Laura 2010, 27)

Kokkuvõtvalt võib öelda, et faktooring hõlmab endas tänapäeval müüja müügiarvete ostmist ja diskonteerimist, müügiarvete haldamist (laekumist jälgimist, suhtlemist ostjatega) ja rahaliste nõudeõiguste kogumist ostjatelt ning ka müüjafirma krediidi- ja välisvaluutariski maandamist. Faktooring loetakse ettevõttele kasulikuks, kuna see aitab suurendada ettevõtte müügikäivet, konkurentsivõimet turul, vähendab finantskohustusi bilansis, suurendab likviidsust ja maksevõimet, aitab teha täpsemaid lühiajalisi finantsplaanid, võimaldab pakkuda klientidele pikemaajalisi maksetähtaegu ehk meelitab kliente ligi ning aitab hinnata ostjatega kaasnevat makseriski.

SUBSIDEERITUD LAEN

Subsideeritud laenuks nimetatakse laenu, mis on antud ettevõttele tunduvalt madalama intressiga, kui seda näeks ette turuolukord. Näiteks rahvusvaheliste või valitsusasutuste poolt pakutud subsideeritud rahastamine stiimulina, tegelemaks nende poolt kindlaks määratud projektidega (Pierru, Babusiaux 2007, 3).

Valitsuselt tulevale sihtfinantseerimisele lisaks annab riik ettevõtetele teatud juhtudel ka soodustingimustel laene ehk nn subsideeritud laene. Soodustingimused võivad seisneda madalamas intressis, väiksemas omafinantseerimisenõudes, pikemas tagasimaksetähtajas või väiksemas tagatisnõudes. Eesti ettevõtetel on peamiselt võimalik taotleda

subsideeritud laene Ettevõtluse Arendamise Sihtasutusest ja Maaelu Edendamise Sihtasutusest, aga ka Euroopa Liidu toetusfondidest. Sellele lisaks pakub ka Krediidi ja Ekspordi Garanteerimise Sihtasutuse kaudu täiendavaid tagatise ettevõtetele, kelle tagatisvara väärtus või omafinantseering ei ole pangalaenu saamiseks piisav või kellel pole pikka tegutsemisajalugu (Sander *et al* 2001-2010).

SPONTAANSED FINANTSEERIMISALLIKAD

Osaliselt saab ettevõtte tegevust finantseerida ka ilma konkreetset finantseerimisotsust tegemata ehk teisisõnu spontaanselt. Spontaansed finantseerimisallikad on seotud ettevõtte igapäevase äritegevusega ehk ei hõlma endas intresse ega ka viiviseid, mis saaksid ettevõttele tulevikus finantsraskusi tekitada.

Esimeseks spontaanseks finantseerimise allikaks on kreditoorne võlgnevus, mis kujutab endast seda, et tarnijad võimaldavad klientidel tasuda kauba eest tulevikus kindlaks määratud maksetähtajal. Kliendi staatuses olevate ettevõtete jaoks kujutab kreditoorne võlgnevus endast väga olulist finantseerimisallikat, mida liigitatakse bilansis lühiajaliste kohustuste alla ning seda kasutavad finantseerimisallikana väga paljud ettevõtted. Kreditoorse võlgnevuse olulisus finantseerimisallikana on kindlaks tehtud erinevates uuringutes (Petersen, Rajan 1997; Berger, Udell 1998; Deloof, Jegers 1999; Summers, Wilson 2002; Danielson, Scott 2004; Huyghebaert 2006 ning teised, viidatud Garcia-Teruel, Martinez-Solano 2010, 439 vahendusel). Suurbritannia keskmise suurusega ettevõtete puhul moodustab kreditoorne võlgnevus umbes 41% kogu võlakohustusest (35% Ameerika Ühendriikide keskmise suurusega ettevõtete puhul) ning umbes poole lühiajalistest võlakohustustest nii Suurbritannia kui ka Ameerika Ühendriikide keskmise suurusega ettevõtete puhul (Cunat 2007, viidatud Garcia-Teruel, Martinez-Solano 2010, 439-440 vahendusel).

Paljud uuringud on selgitanud kreditoorse võlgnevuse kasutamise eeliseid finantseerimisallikana. Esiteks, ettevõtted valivad kreditoorse võlgnevuse kasutamise, et ületada finantsraskusi (Schwartz 1974, viidatud Ibid vahendusel), eriti siis, kui laenu hankimine finantsasutustelt ei ole võimalik (Elliehausen, Wolken 1993; Peterson, Rajan 1997; Danielson, Scott 2004, viidatud Ibid vahendusel) või riigi finantssektor ei ole piisavalt arenenud (Fisman, Love 2003; Ge, Qiu 2007, viidatud Ibid vahendusel).

Teiseks, kreditoorne võlgnevus lubab ettevõtetel vähendada tehingukulusid, mis on seotud arvete maksmise protsessiga (Ferris 1981; Emery 1987, viidatud *Ibid* vahendusel) ning kontrollida ostetud toodete kvaliteeti enne kauba eest tasumist (Smith 1987; Long et al. 1993; Deloof, Jegers 1996; Pike et al. 2005, viidatud *Ibid* vahendusel). Lisaks pakub kreditoorne võlgnevus suuremat finantspaindlikkust kui pangalaenu (Danielson, Scott 2004; Huyghebaert et al. 2007, viidatud *Ibid* vahendusel). Kuid tarnijate kasutamine finantseerimisallikana võib kaasa tuua selle, et jäädakse ilma allahindlusest, mis tuleneb arvete kiirest tasumisest (Wilner 2000; Ng et al. 1999, viidatud *Ibid* vahendusel).

Teiseks spontaanseks finantseerimisallikaks saab lugeda võlgu töövõtjatele, mis kujutab endast seda, et ettevõtte tasustab töötajaid tehtud töö eest mitte iga tööpäeva lõpus, vaid maksab töötajatele palka kord kuus. Olgugi, et kord kuus palga maksmine on hetkel Eesti kõige levinumaks tasustamise viisiks, liigitatakse seda ikkagi spontaansete finantseerimisallikate alla, sest ilma igasuguste kuludeta või siis isegi kulusid kokku hoides (tehingukulud), saab ettevõtte enda kasutusse terveks kuuks töötajate palgafondi, millest ettevõtte tegevust ajutiselt finantseerida.

Kolmandaks spontaanseks finantseerimisallikaks loetakse maksuvõlgu, mis kujutab endast seda, et ettevõtte tasub riiklikke või kohalikke makse mitte vahetult pärast maksukohustuse tekkimist, vaid siis, kui seda näeb ette seaduses määratud tähtaeg. Kui tuua näiteks käibemaks, mida ettevõtted peavad tasuma iga järgmise kuu 20. kuupäevaks (Eesti Maksu- ja Tolliamet), siis on ettevõtetel võimalik kasutada tasumata käibemaksu summat ettevõtte tegevuse finantseerimiseks ning analoogiliselt toimub see ka kõikide teiste maksude puhul.

1.4. Kapitali sturktuuri analüüsimisel kasutatavad suhtarvud ja nende arvutusmeetodid

Käesolev peatükk keskendub sellele, et avada lugeja jaoks empiirilises osas kasutusel olevate suhtarvude tähendused ning ka nende arvutusmeetodid. Lisatakse ka lühiülevaade sellest, miks antud suhtarvud on olulised ning millisel eesmärgil neid kasutatakse.

Esimese tähtsa suhtarvuna toob autor välja võlakordaja, mis näitab, kui suurt osa ettevõtte varadest finantseeritakse laenatud vahenditega (Bõtskova, Teearu 1997: 23). Võlakordaja on üks olulisematest suhtarvudest, mis iseloomustab seda, milline on omakapitali ja laenukapitali suhe. Võlakordaja näitab selgelt, millises mahus on kasutatud sisemisi ja millises mahus väliseid finantseerimisallikaid, sellest tulenevalt, saavad ka need investorid, kes alles mõtlevad enda raha paigutamise peale ettevõttesse, aimu sellest, millise hulga ettevõtte kogukapitalist moodustab omakapital ning millise laenukapital. Võlakordajat on võimalik leida kahel viisil - arvutuslik erinevus seisneb selles, kuidas leitakse omakapitali hulk. Bilansilise võlakordaja korral leitakse omakapital bilansist, turuväärtusel põhineva võlakordaja korral leitakse omakapital ettevõtte aktsiate arvu korrutamisel aktsia hinnaga.

$$1) \text{ *Võlakordaja* } = \frac{\text{Kohustused}}{\text{Kohustused} + \text{Omakapital}}$$

$$2) \text{ *Bilansiline võlakordaja* } = \frac{\text{Kohustused}}{\text{Kohustused} + \text{Bilansiline omakapital}}$$

$$3) \text{ *Turuväärtusel põhinev võlakordaja* } = \frac{\text{Kohustused}}{\text{Kohustused} + \text{Aktsiate arv} \times \text{Aktsia hind}}$$

Lühiajaliste kohustuste osakaal kõikidest kohustustest näitab, millisel määral on ettevõtte finantseerinud enda tegevust lühiajalisi kohustusi kasutades. See suhtarv annab selgitust olukorrast, kas ettevõtte kasutab oma tegevuse finantseerimiseks lühiajalisi kohustusi, milleks on lühiajaline võlakohustus, ostjate ettemaksud, võlad tarnijatele ning millises mahus kõikidest kohustustest ettevõtte seda teeb. Nimetatud suhtarv annab ülevaate sellest, kas ettevõtte eelistab pigem pikaajalisi või lühiajalisi kohustusi.

$$4) \text{ *Lühiajaliste kohustuste osakaal* } = \frac{\text{Lühiajalised kohustused}}{\text{Kohustused}}$$

Võlakohustuste osakaal kõikidest kohustustest näitab, milline on võlakohustuse hulk kõikidest ettevõtte kohustustest ehk milline osa ettevõtte kohustustest kuulub võlakohustustele. Selle suhtarvu puhul saab investor aru, kui suur on ettevõtte võlakohustuste osakaal ehk kui palju on ettevõttel võlgu protsentuaalselt kõikidest kohustustest.

$$5) \text{ V\lakkohustuste osakaal k\lakkidest kohustustest} = \frac{\text{V\lakkohustused}}{\text{Kohustused}}$$

Laenukapitali osakaal kogukapitalist selgitab, milline osa ettev\lakte kogukapitalist kuulub laenukapitalile. Samuti viitab antud suhtarv sellele, et kui laenukapitali osakaal kipub minema liiga suureks, siis omakapitali osakaal v\lakeneb, mis omakorda annab kinnitust sellele, et ettev\lakte tegutseb suurel m\lakkral laenatud vahendite toel.

$$6) \text{ Laenukapitali osakaal kogukapitalist} = \frac{\text{Laenukapital}}{\text{Kogukapital}}$$

Intressikulu osakaal v\lakkohustustest n\laktab, milline hulk v\lakkohustustest kuulub intressikulule. Antud suhtarvu abiga saab \lulevaate sellest, milline osa v\lakkohustustest on intress ehk kui suur on intressi osakaal v\laktu olevatest summadest. Eeltoodust tulenevalt saab teada, kas ettev\lakte on v\laktanud laene soodsatel tingimustel v\lakti on kasutatud laene viimase abivahendina ja ebasoodsatel tingimustel, mis \laktel hetkel v\lakti hakata ettev\laktele \lakti j\lakti k\laktivateks suure intressikulu t\laktu.

$$7) \text{ Intressikulu osakaal v\lakkohustustest} = \frac{\text{Intressikulu}}{\text{V\lakkohustused}}$$

Intressikulude kattekordaja n\laktab, kuidas ettev\lakte suudab katta intressikulusid kasumi arvelt. Mida suurem on intressikulude kattekordaja, seda v\lakti on probleeme intressi maksmisega, seega peaks olema nimetatud suhtarv v\laktimilikult k\laktige. Intressikulude kattekordaja soovitatav suurus on suurem kui 2. Intressikulude kattekordaja annab selge \lulevaate sellest, kas raha, mille ettev\lakte on laenanud, intressid on ettev\laktele j\laktkohased.

$$8) \text{ Intressikulude kattekordaja} = \frac{\text{\u00c4rikasum}}{\text{Intressikulud}}$$

Kapitali struktuuri anal\laktisimisel kasutatavate suhtarvude leidmisel esines ka m\laktningaid probleeme. Peamiseks probleemiks saab lugeda seda, et andmete k\lakttesaadavus Eesti Statistikaameti kodulehek\laktljelt on k\laktllaltki ebamugavaks tehtud. Puudub \laktine andmete kogumik kogu perioodi kohta - selleks, et saada informatsiooni aastatel 1995-2011, peab kasutama erinevaid mitmeid erinevaid kogumikke (1995-1999, 2000-2006, 2004-2008, 2007-2011). Samuti ei ole k\laktik erinevad muutujad, mida antud t\laktis k\laktsitleti, kajastatud \laktises kategoorias - tuli integreerida erinevaid kogumikke, et t\lakti jaoks

olulisi muutujaid leida. Näitena võib tuua intressikulude kattekordaja, kus ettevõtete ärikasum on leitav ühest kogumikust ning intressikulud teisest kogumikust. Lisaks jäid paljud suhtarvud leidmata, sest nende kohta avalik informatsioon puudub või on see lihtsalt tasuline.

2. LAENUKAPITALI KASUTAMINE EESTI ETTEVÕTETES: STATISTILINE ANALÜÜS

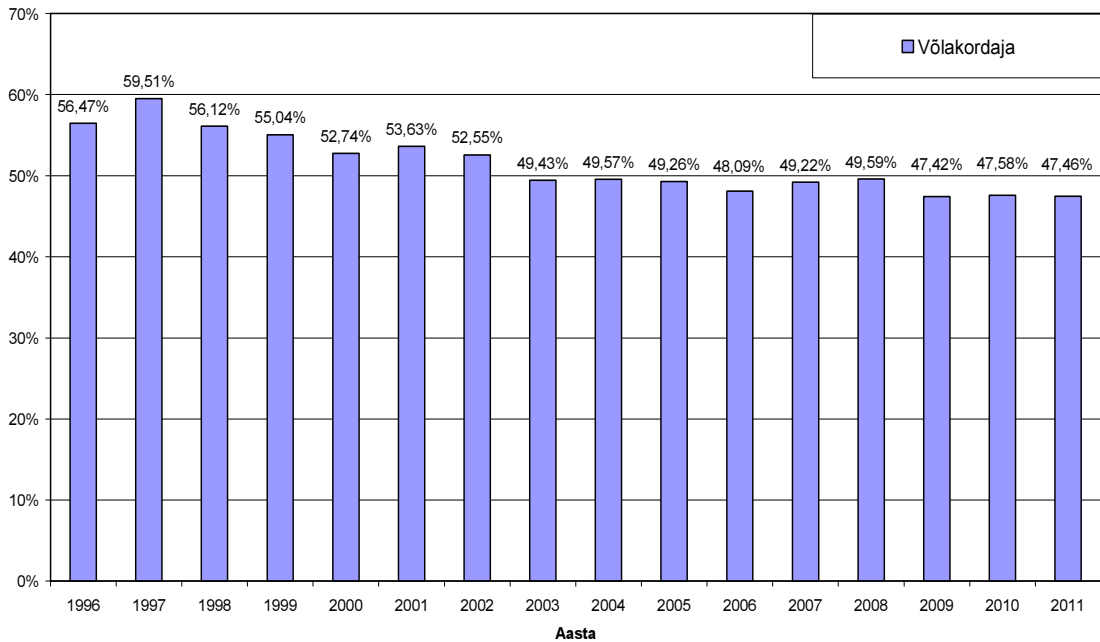
2.1. Laenukapitali struktuuri analüüs erinevate andmebaaside põhjal

EESTI ETTEVÕTETE VÕLAKORDAJATE ANALÜÜS

Laenukapital võib tihtipeale olla ainsaks võimalikuks lahendiks ettevõtte loomisel ja ka hilisemal finantseerimisel. See tuleneb asjaolust, et alati ei ole ettevõtte rajajatel endil võimalikke vahendeid näiteks tootmisliinide rajamiseks või vajalike tehnoloogiate välja töötamiseks, sellest tulenevalt heidetakse pilgud laenukapitali poole.

Eesti erinevates majandusvaldkondades on laenukapitali kasutamise hulk küllaltki varieeruv, sest erinevad majandusvaldkonnad vajavad erineval hulgal kapitali ja mida mahukamad on erinevad projektid, seda suurem on ka vajadus laenukapitali järele.

Võlakordaja



Joonis 2. Eesti ettevõtete võlakordajad aastatel 1996-2011.

Allikas: (Eesti Statistikaameti andmebaas 2013), autori arvutused.

Joonisest 2 nähtub, et viimase 16 aasta jooksul on üldine võlakordaja tase vähenenud Eesti ettevõtete kõikide majandusharude lõikes. Sellest võib järeldada, et omanikud on hakanud enda ettevõtetesse investeerima rohkem isiklikke vahendeid ja järk-järgult üritanud vähendada üldist laenukapitali kasutamist. See on osalt hea, sest sellisel juhul ei ole ettevõtte erinevatest turumuutustest nii suurel määral mõjutatud, kui seda oleks laenukapitalil rajatud ettevõtte. Samas võlakordaja tase, mis on nähtav erinevate valdkondade lõikes 2011. aastast, viitab selgelt, et majanduskriisi ajal vähenes laenukapitali hulk. Kuna Eestis kehtiv tulumaksusüsteem maksukilpi ei tekita, siis on loogiline, et võlakordajad on hakanud vähenema.

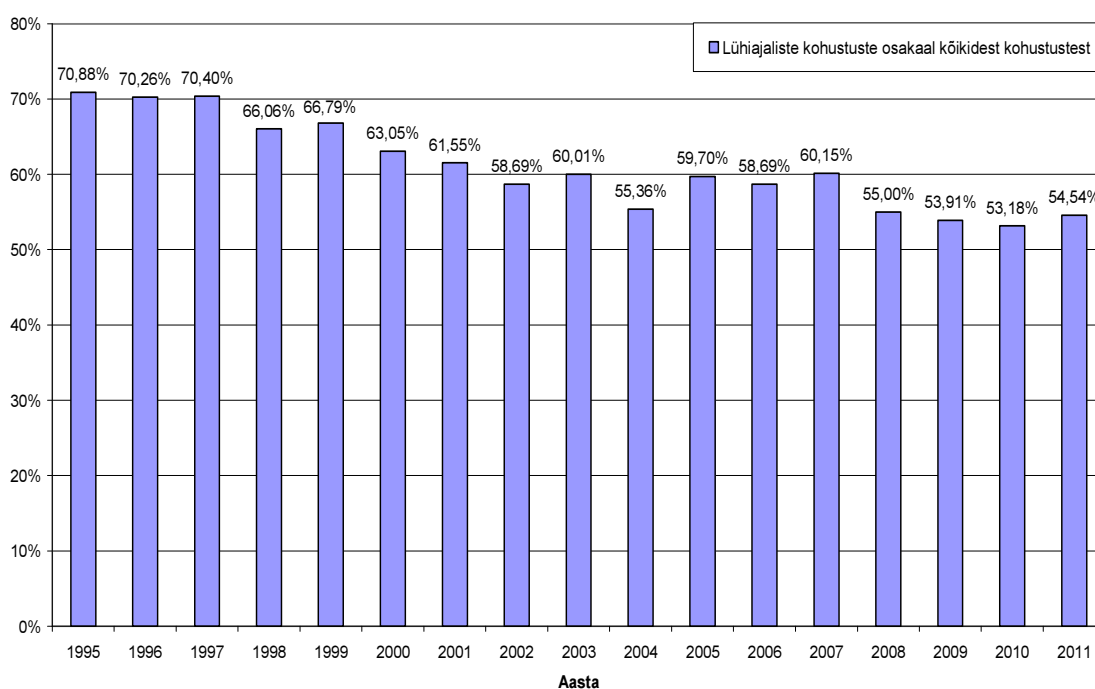
LÜHIAJALISED KOHUSTUSED EESTI ETTEVÕTETES

Ettevõtete bilansis esitatavad kohustused jagunevad kaheks:

- lühiajalised kohustused;
- pikaajalised kohustused.

Lühiajaliste kohustuste all mõistetakse üldjuhul ettevõtte kohustusi, mis eeldatavalt arveldatakse ettevõtte tavapärase äriotsikli jooksul. Kõige enamlevinud lühiajalised kohustused on lühiajalised pangalaenud ja võlakirjad, ostjate ettemaksud, võlad tarnijatele, muud lühiajalised võlad, maksuvõlad, viitvõlad, lühiajalised eraldised ja muud tulevaste perioodide ettemakstud tulud.

Lühiajaliste kohustuste osakaal kõikidest kohustustest



Joonis 3. Eesti ettevõtete lühiajaliste kohustuste osakaal kõikidest kohustustest aastatel 1995-2011.

Allikas: (Eesti Statistikaameti andmebaas 2013), autori arvutused.

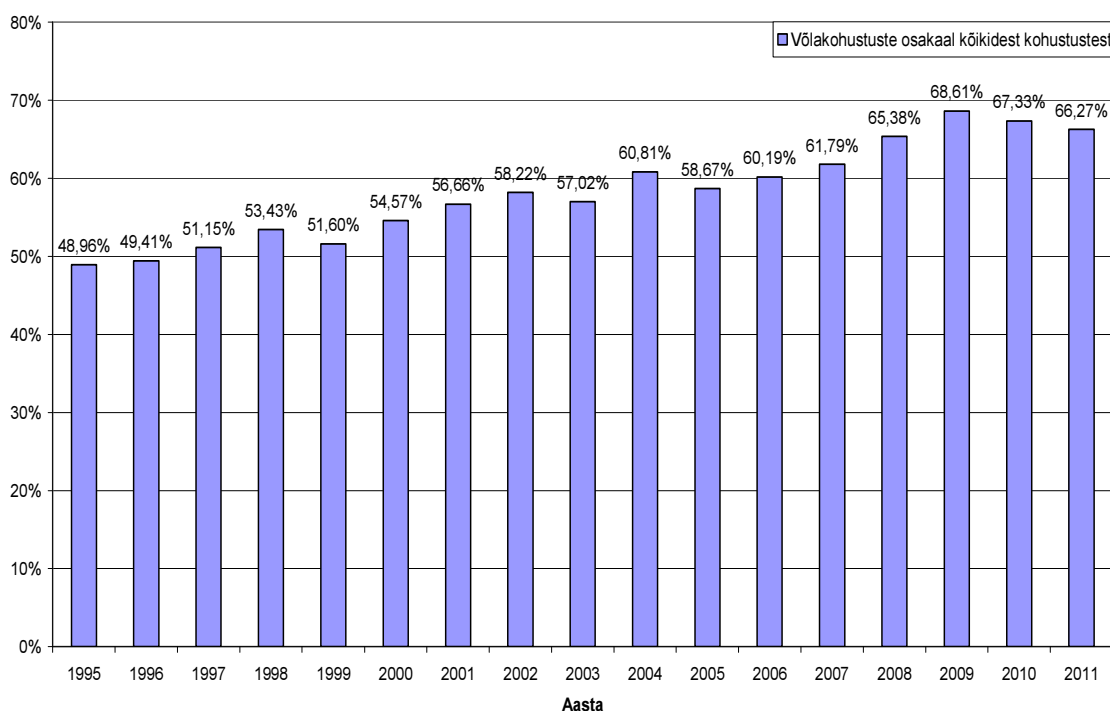
Joonise 3 põhjal on selgelt näha, et Eesti majandusharude lõikes on olnud lühiajalistel kohustustel langev tendents ehk enam ei kasutata ettevõtluses nii palju lühiajalisi laene, ei jääda suurel määral võlgu tarnijatele ja ei saada ka suurel määral ostjatelt ettemakse. Kui 1995. aastal olid ettevõtete kõikidest kohustustes ligi 71% lühiajalised kohustused, siis 2011. aastaks on see langenud ligi 17 protsendipunkti ehk 54%-ni. Siinkohal võib tuua lühiajaliste kohustuste osakaalu langemise põhjendamiseks mõned selgitused: kindlasti on mänginud selles suurt rolli pankade liberaalsem laenupoliitika, mis tähendab, et ettevõtjatel on tekkinud suurem ligipääs pikaajalistele pangalaenudele ja

selle tagajärjel pole enam vajatud lühiajalisi laene. Peale selle jälgitakse praegusel hetkel tunduvalt hoolikamalt, kellele ja kui palju ettemakse tehakse, sest keegi ei soovi, eriti suurel määral, vabadest vahenditest loobuda. Raha pärituolu ja kasutamine on kindlasti muutunud just viimase dekaadi jooksul.

VÕLAKOHUSTUSTE OSAKAAL EESTI ETTEVÕTETES

Võlakohustuste all mõistetakse lühiajalisi võlakohustusi, mis üldjuhul tasutakse sama majandusaasta jooksul ning ka pikaajalisi kohustusi, mis ei kuulu tasumisele lähema 12 kuu jooksul. Antud näitaja põhjal saab teada, kui palju on Eesti ettevõtetel võlakohustusi kõikidest kohustustest kokku. See annab hea ülevaate, kui palju ettevõtted ka realselt laenu võtavad ning kui suurel hulgal võlad ettevõtte kõikidest kohustustest hõlmavad.

Võlakohustuste osakaal kõikidest kohustustest



Joonis 4. Eesti ettevõtete võlakohustuste osakaal kõikidest kohustustest aastatel 1995-2011.

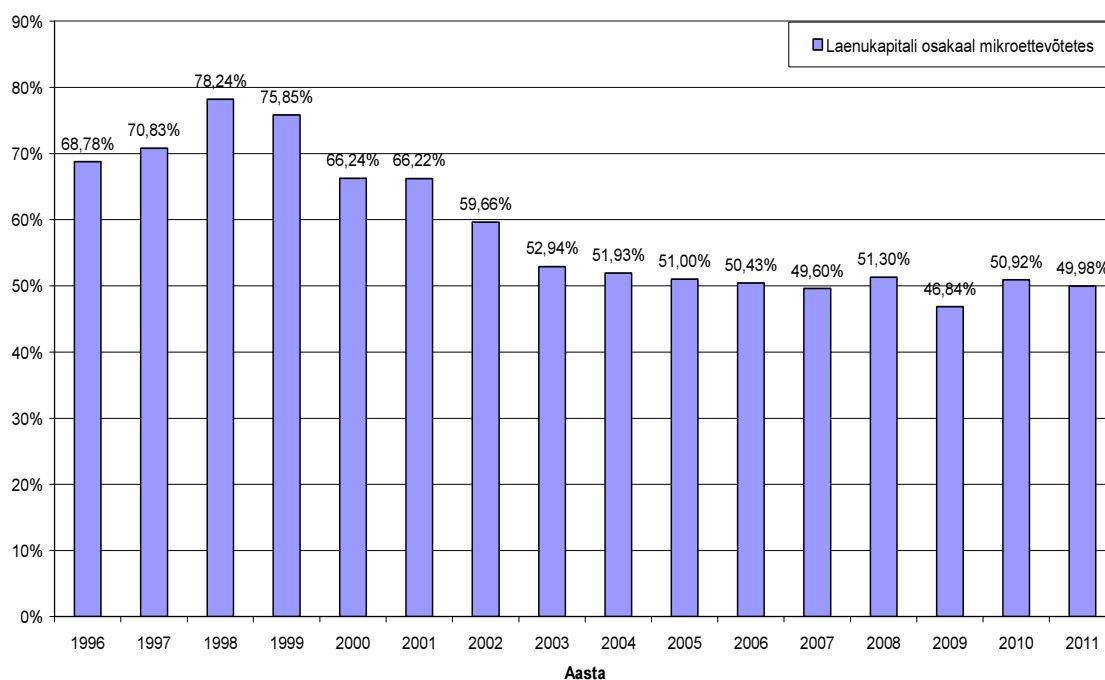
Allikas: (Eesti Statistikaameti andmebaas 2013), autori arvutused.

Joonise 4 põhjal on selgelt näha, et võlakohustuste hulk Eesti ettevõtetes on märgatavalt suurenenud alates 1995. aastast. Kui ettevõtetel oli 1995. aastal võlakohustusi pisut alla 49%, siis näiteks 2011. aastal on võlakohustused peaaegu 70%, millest võib väga kindlalt järeldada, et Eesti ettevõtteid on küllaltki suurel määral finantseeritud laenukapitali arvel. Loomulikult on sellel ka hea külg – ettevõtted saavad enda jaoks vajaliku finantseeringu kätte üsna kiiresti, mis aitab kaasa ettevõtte kiiremale arengule. Kuid kindlasti ei ole võlakohustuste osakaalu suurenemine heaks märgiks välisinvestorite silmis, keda suur võlakohustus pigem eemale peletab kui ligi tõmbab.

LAENUKAPITALI KASUTAMINE EESTI ERINEVA SUURUSEGA ETTEVÕTETES

Selleks, et saada selgemat ülevaadet, kuidas käituvad erineva suurusega ettevõtted laenukapitali poliitikas, analüüsis autor ka seda, millises mahus kogu kapitalist on laenukapital nii mikro- kui suurettevõtete puhul. Mikroettevõtteks on töös käsitletud ettevõtet, kus töötab kuni üheksa inimest ehk tegemist on kõige väiksemate ettevõtetega. Suurte ettevõtetena on käsitletud firmasid, kus töötab rohkem kui 250 inimest. Selle analüüsi tulemusel saab hinnata, kas laenukapitali kasutamine on erinev Eesti mikro - ja suurettevõtete lõikes.

Laenukapitali osakaal mikroettevõtetes

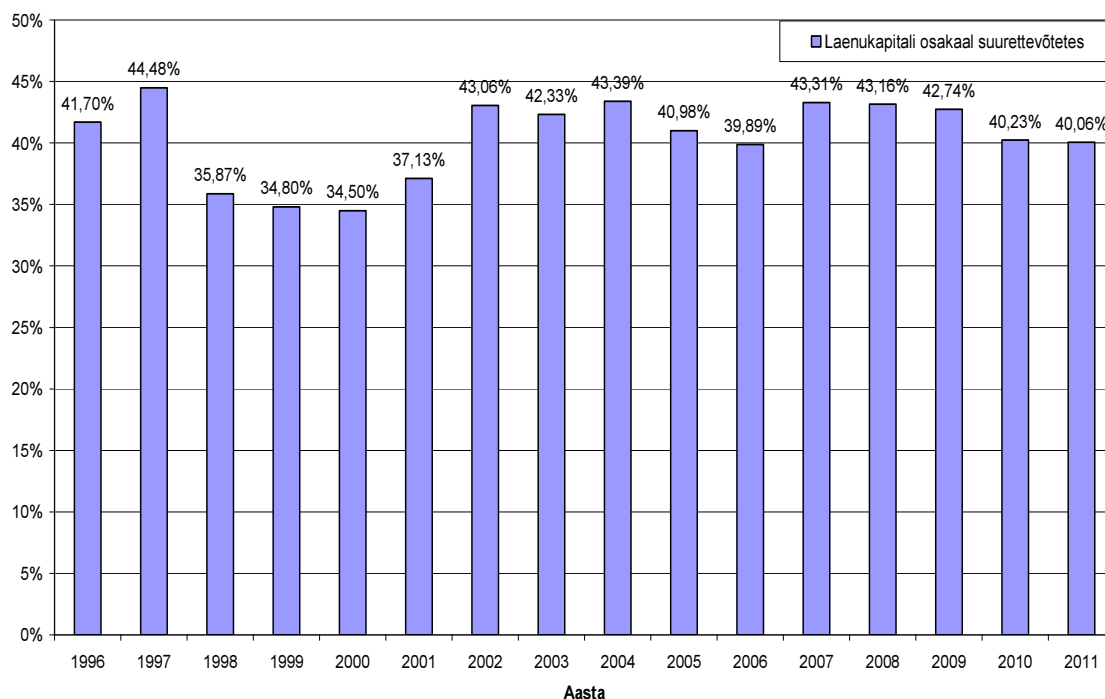


Joonis 5. Laenukapitali kasutamine Eesti mikroettevõtetes.

Allikas: (Eesti Statistikaameti andmebaas 2013), autori arvutused.

Laenukapitali kasutamine Eesti mikroettevõtetes on olnud viimase 16 aasta andmete põhjal langevas trendis, mis viitab peamiselt sellele, et ettevõtteid, milles töötab hetkel üks kuni üheksa inimest, on suuremal osal finantseeritud omakapitalist. Samas on oluline välja tuua asjaolu, et selline tendents pole eksisteerinud alati - eelmise sajandi lõpuaastatel küündis laenukapitali hulk Eesti mikroettevõtetes peaaegu 80 protsendini. See annab alust eeldada, et inimestel oli olemas idee, mida teha ja kuidas teha, kuid enamusosaluses puudus idee autoritel ja ettevõtete asutajatel endal reaalne kapital, mille tõttu hakati otsima laenukapitali kasutamise võimalusi. Kui kõrgeimaks jäi mikroettevõtete puhul peaaegu 80 protsendine laenukapital, siis praegusel hetkel on see langenud ligi 50 protsendini, täpsemalt – 2011. aasta seisuga oli Eesti mikroettevõtete kohustuste osakaal vaid 49,98 protsenti. Järgnevalt on oluline võrrelda samu andmeid samal perioodil suurettevõtete kohta (töötajate arvuga enam kui 250).

Laenukapitali osakaal suurettevõtetes



Joonis 6. Laenukapitali kasutamine suurettevõtetes.

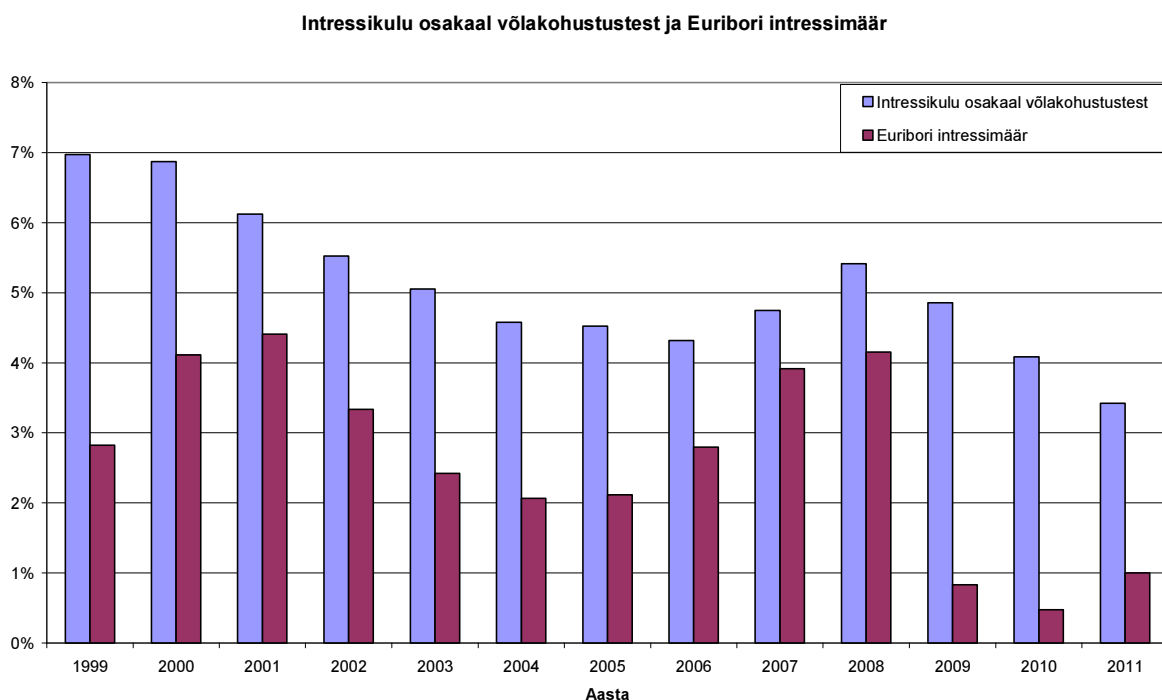
Allikas: (Eesti Statistikaameti andmebaas 2013), autori arvutused.

Erinevalt mikroettevõtetest, kus esines laenukapitali kasutamise kohta mingisugunegi muutuv trend, ei ole suurettevõtetes viimase 16 aasta jooksul olulisi muutusi esinenud. Tasemel, kus laenukapitali kasutamine oli 1996. aastal, oli see ka 2011. aastal. Samas on jooniselt 6 näha, et laenukapitali kasutamises esines kerge mõõnaperiood aastatel 1998-2001. Keskmiselt on suurettevõtted kasutanud viimase 16 aasta jooksul laenukapitali 40% ulatuses. Lisaks kui võrrelda joonist 4 ja joonist 5, on selgelt eristatav see, et suurettevõtete laenupoliitika on olnud samasugune aastatel 1996-2011, mis võib tuleneda ka asjaolust, et ettevõtted, mis olid suurettevõtted 1996. Aastal, on suurettevõtted ka 2011. aastal ja seetõttu on jäädud sama laenupoliitika juurde. Samuti tuleneb eeltoodust, et suurettevõtted on stabiilsemad kui mikroettevõtted.

INTRESSIKULU OSAKAAL VÕLAKOHUSTUSTES EESTI ETTEVÕTETES

Laenukapitali kasutamine on positiivne samm ettevõtte rahastamisel, kui omanikel peaks tekkima finantspuudujääk, kuid alati peab ka hindama laenukapitali kasutamisega

kaasnevaid kulutusi. Üks peamisi kulutusi, mis kaasneb laenukapitali kaasamisega ettevõttesse, on intressikulu, mis võib majanduskasvu aastatel võetud laenu tagasimaksmise majandussurutise perioodil keeruliseks, kui mitte võimatuks teha. Siinkohal toob autor välja Eesti ettevõtete keskmise intressikulu viimase 16 aasta jooksul. Töö autor on esitanud selle osakaaluna võlakohustustest.



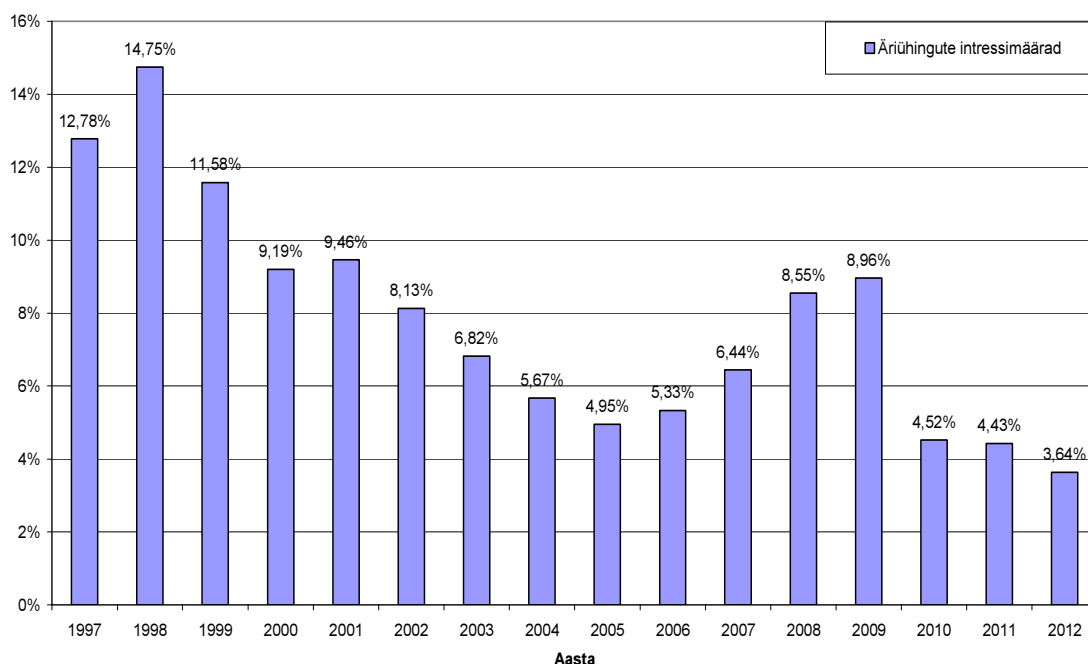
Joonis 7. Intressikulu osakaal võlakohustustest ja Euribori intressimäär

Allikas: (Eesti Statistikaameti andmebaas 2013, Euribor-Rates kodulehekülg), autori arvutused.

Juuresolevalt graafikult (joonis 7) on selgelt näha, et intressikulud ei ole enam sama suured kui 1999. aastal. Samas tuleb kindlalt väita ka seda, et üldine tendents on olnud langev – kui 1999. aastal moodustas intressikulu võlakohustustest seitse protsenti, siis 2011. aastal langes see alla 3,5 protsenti. Samas kui võrrelda intressikulu osakaalu Euribori intressimääraga, siis on selgelt näha, et need suhtarvud on omavahel korreleerunud ehk Euribori intressimäärade langetamise korral langevad ka ettevõtete intressikulude osakaal võlakohustustest.

Selleks, et mõista, mis juhtus 2004-2007 ja 2009-2011 aastatel, kui ettevõtted ei kulutanud intressikulu peale rohkem kui 4,86 protsenti, on vaja välja tuua äriühingutele antavad intressimäärad vastava ajaperioodi jooksul.

Äriühingute intressimäärad



Joonis 8. Äriühingute intressimäärad 1997-2012 aastal.

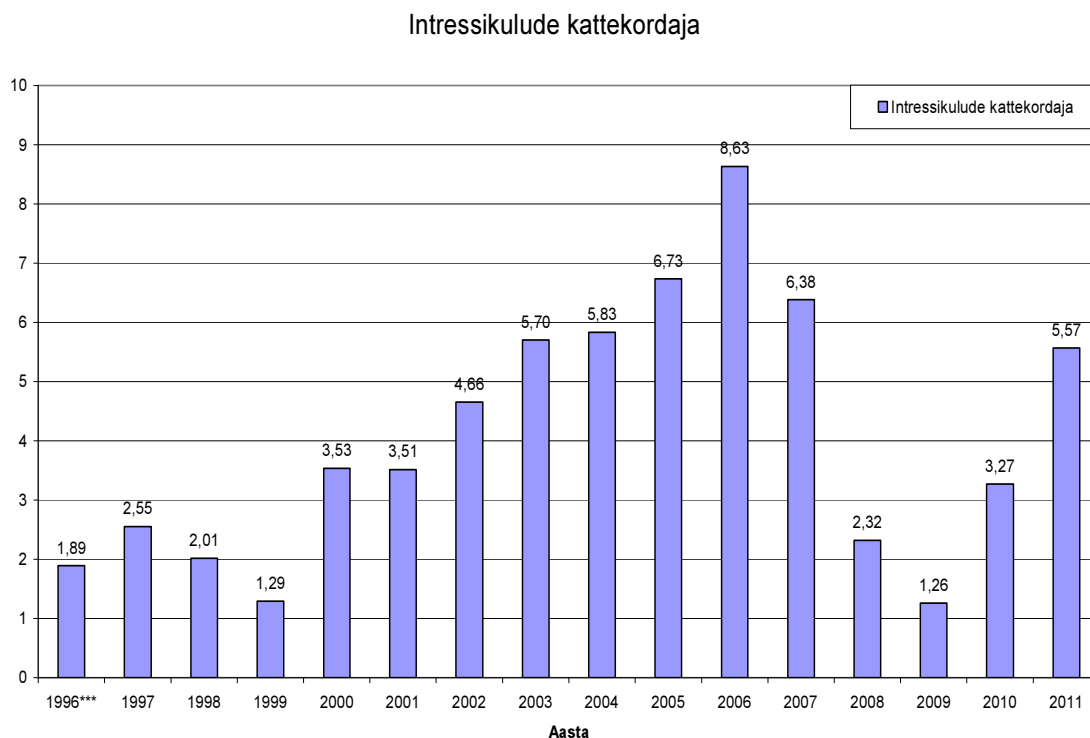
Allikas: (Eesti Panga statistikamoodul, 2013), autori arvutused.

Joonis 8 alusel on mõistetav, miks olid ettevõtete intressikulutused madalamad ajavahemikul 2003-2007 ning väga madalad perioodil 2010-2012. Kuna tegu oli majanduskasvu perioodiga ning raha laenavaid ettevõtteid oli palju, said ka pangad lasta intressmäärasid allapoole, mille tulemusena laenasid ettevõtted raha madalamate kulutustega. Kui analüüsida, miks erinevad äriühingutele antavate laenude intressimäärad nii palju, siis saab selgituseks tuua selle, et majanduskasvu perioodil on üldine laenude maht nii suur, et finantsasutused teenivad laenude käibe pealt niigi suuri summasid, siis uute klientide ligiõmbamiseks mõjub intressimäärade langetamine kasumile positiivselt. Samas majandussurutise ajal, kui laenudega kaasnes suurem risk, tõsteti ka intressimäärasid, et maandada riske ning kuna laenajaid olid vähem, siis ka selleks, et püsida sama kasumimarginaali juures.

Võrreldes joonist 7 ja 8, on näha, et intressikulu osakaal võlakohustustest ja äriühingutele pakutavate intressimäärade vahel eksisteerib märgatav seos. Kui äriühingutele pakutavad intressimäärad suurenevad, siis suureneb ka ettevõtete intressikulu osakaal võlakohustustest ning ka vastupidi.

EESTI ETTEVÕTETE INTRESSIKULUDE KATTEKORDAJA

Intressikulude kattekordaja iseloomustab, kuidas ettevõtte suudab katta intressikulusid kasumi arvelt. Mida suurem on intressikulude kattekordaja, seda vähem on probleeme intressi maksmisega, seega peaks olema nimetatud suhtarv võimalikult kõrge. Intressikulude kattekordaja soovitatav suurus on suurem kui 2. Intressikulude kattekordajat aastatel 1996-2011 kajastab järgnev joonis.



Joonis 9. Intressikulude kattekordaja Eesti ettevõtetes.

Allikas: (Eesti Statistikaameti andmebaas 2013), autori arvutused.

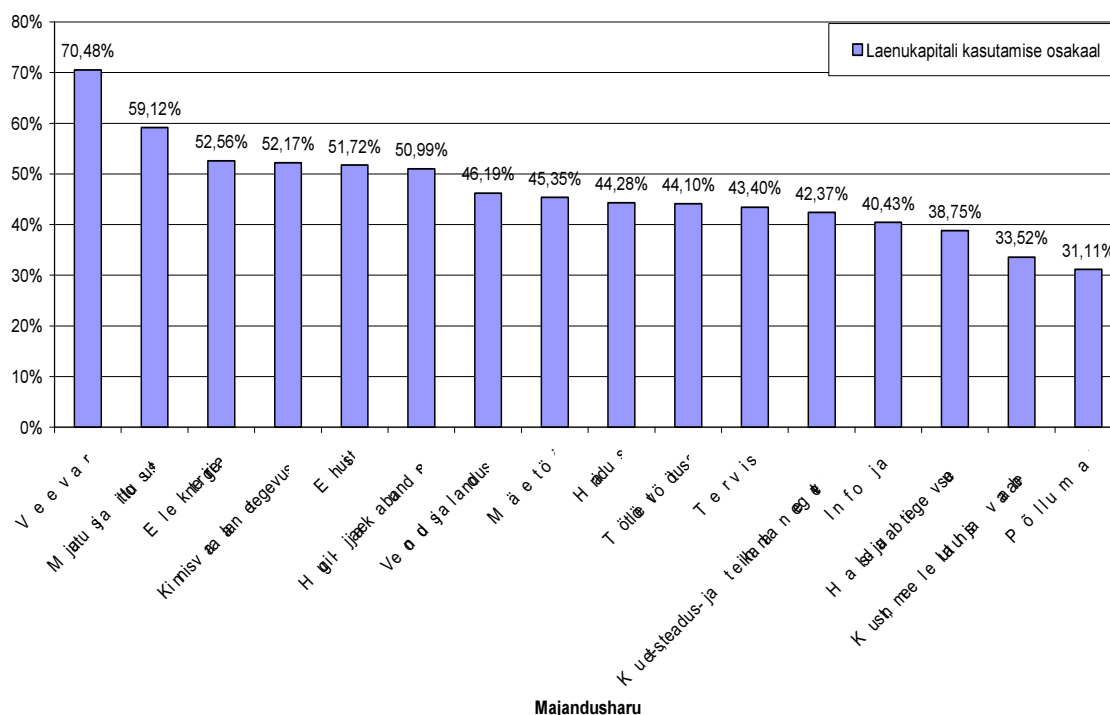
Joonis 9 kirjeldab Eesti ettevõtete intressikulude tasumise võimet kasumi arvelt. Intressikulude kattekordaja hakkas suurenema 2000. aastal ja saavutas oma tippphetke 2006. aastal, kui Eesti ettevõtete keskmine intressikulude kattekordaja oli 8,63 ühikut. Antud muutust saab selgitada 2003-2007. aasta majanduskasvuga, kui Eesti

kommertspankade intressid äriühingutele olid madalad, kuna laenajaid oli palju ja pangad said suuri kasumeid teenida käibe, mitte ainult kõrgete intresside toel. Sellest tulenevalt liikus intressikulude kattekordaja suhtarv väga kõrgele. Peale selle langes majandussurutise saabumisega 2008. aastal ka intressikulude kattekordaja ligi kolm korda aasta ja ligi neli korda kahe aasta jooksul. 2009. aasta lõpu seisuga oli intressikulude kattekordaja langenud viimase 16 aasta madalaimale tasemele ehk 1,26 ühikut. See viitab selgelt asjaolule, et ettevõtted hakkasid intresside tasumisel sattuma raskustesse, mis omakorda viis paljud ettevõtted pankrotistumiseni. Alates 2010. aastast on intressikulude kattekordaja jälle tõusma hakanud, mis viitab sellele, et Eesti ettevõtted on taas võimekamad tasuma laenude intresse kasumi arvelt, millest tulenevalt näevad ka finantsasutused, et ettevõtted on jätkusuutlikumad ja neile saab edukalt laene edasi anda.

LAENUKAPITALI OSAKAAL MAJANDUSHARUST LÄHTUVALT

Selleks, et saada parem ülevaade laenukapitali kasutamisest majandusharude lõikes, on välja toodud järgmine joonis, mis annab ülevaate 2011. aasta lõpu seisuga. Nendest andmetest tulenevalt võib eristada selgelt valdkondi, mis on kapitalimahukamad ning milliste valdkondade puhul on laenukapitali kasutamine ilmselgelt väiksem kui teistes valdkondades.

Laenukapitali kasutamise osakaal



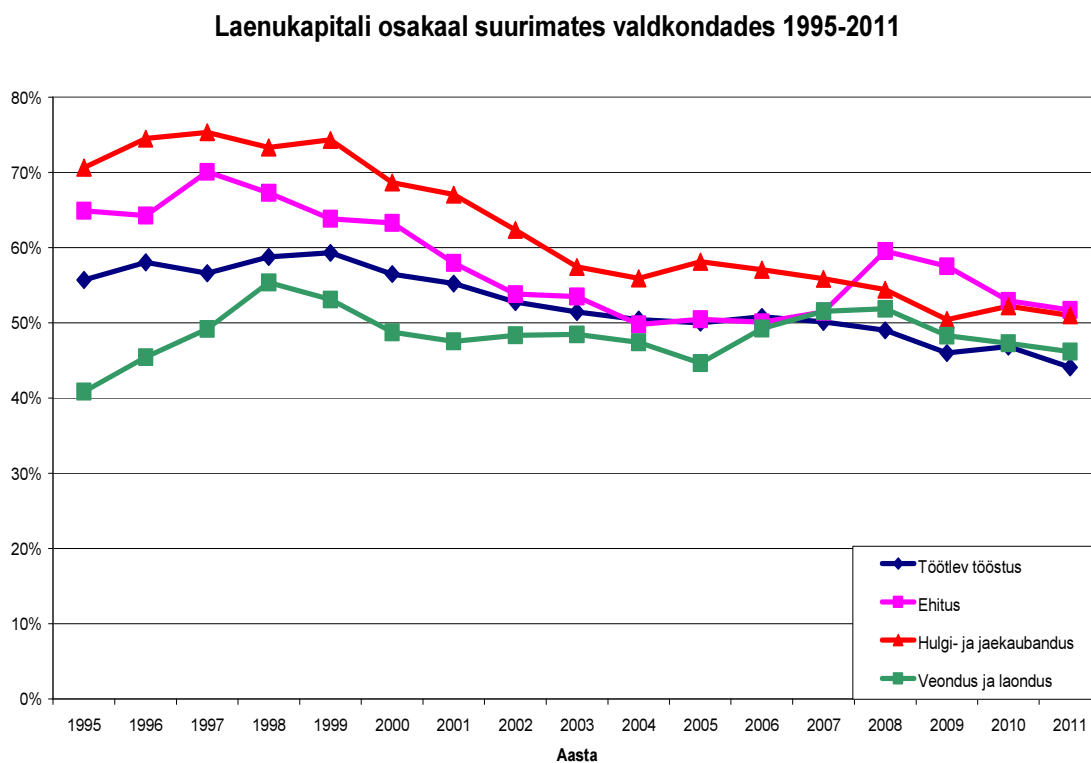
Joonis 10. Laenukapitali kasutamise osakaal Eesti ettevõtetes 2011. aastal majandusharust lähtuvalt.

Allikas: (Eesti Statistikaameti andmebaas 2013), autori arvutused.

Eestis on suurimateks laenukapitali kasutavateks valdkondadeks veevarustuse ja kanalisatsiooni ning jäätme- ja saastekäitlusega tegelevad ettevõtted, mille laenukapitali hulk on 70,48%, mis tähendab seda, et rohkem kui kaks kolmandikku ettevõtte kapitalist on laenukapital ehk erinevad lühiajalised ja pikaajalised kohustused. Neile järgnevad majutus- ja toitlustusettevõtted, mille laenukapitali hulk on 59,12%. Seejärel tulevad elektrienergiaga tegelevad ettevõtted 52,56%-lise laenukapitali hulga, kinnisvara- ja ehitusega tegelevad ettevõtted 52,17%-ga ja ehitusega tegelevad ettevõtted 51,72%-lise laenukapitali hulga. Üle 50%-lise laenukapitali hulga on ka veel hulgi- ja jaekaubandusega seotud ettevõtted – 50,99%.

Eestis kasutavad kõige vähem laenukapitali ettevõtted, mis tegutsevad järgmistes valdkondades: põllumajandus 31,11%, kunst, meelelahutus ja vaba aeg 33,52%, haldus- ja abitegevus 38,75%, info ja side 40,43%, kutse-, teadus- ja tehnikaalane tegevus 42,37% ning tervishoiuga tegelevad ettevõtted 43,40%.

Lisaks toob autor välja ka Eesti nelja suurima (müügitulu) majandusvaldkonna laenukapitali hulga aastatel 1996-2009:



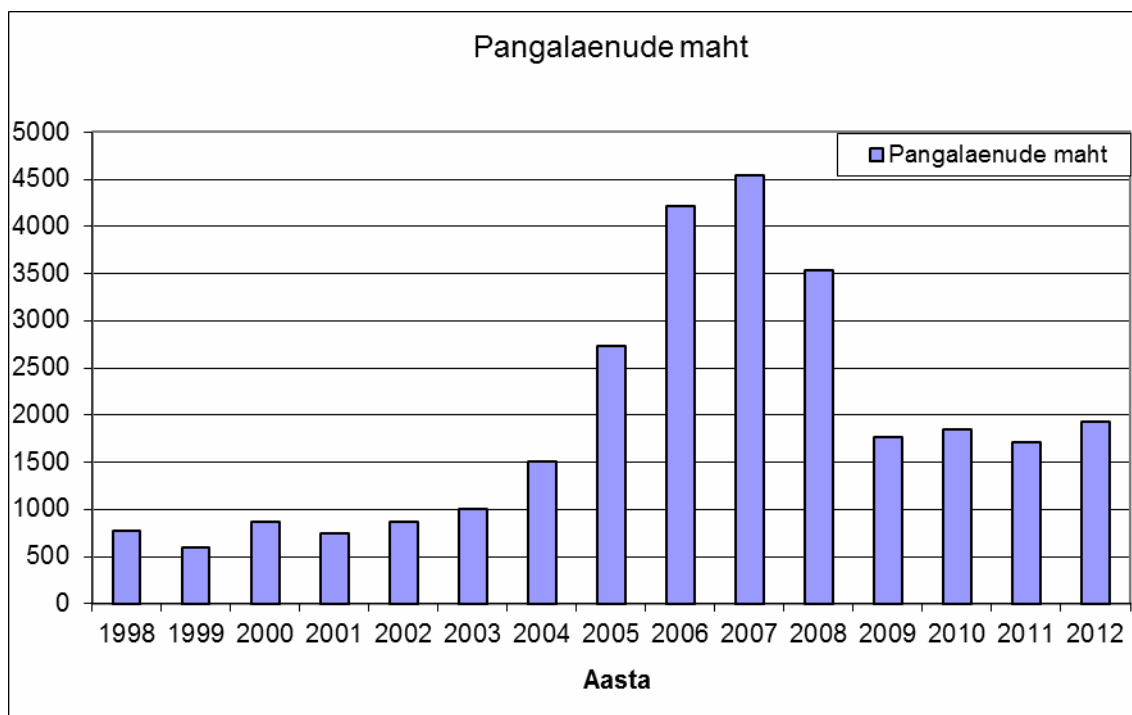
Joonis 11. Laenukapitali osakaal suurimates valdkondades 1995-2011.

Allikas: (Eesti Statistikaameti andmebaas 2013), autori arvutused.

Antud graafik loob selge ülevaate asjaolust, et suurimate müügituludega majandusvaldkonnad kasutavad ka suurel määral laenukapitali. Suurimaks laenukapitali kasutavaks valdkonnaks joonisel 11 on hulgi- ja jaekaubandus ning madalaimaks veondus ja laondus. Samas näitab ka ülaltoodud joonis seda, et laenukapitali kasutamine neljas suurimas majandusharus on olnud langeva tendentsiga.

PANGALAENUDE KASUTAMINE EESTI ETTEVÕTETE POOLT

Pangalaenu on üheks peamiseks ettevõtete investeeringute finantseerimise vahendiks ning sellest tulenevalt ka kõige olulisem laenukapitali eksisteerimise vorm. Kuna pangalaenude taotlemine on iga aastaga aina lihtsamaks läinud ja nõudlus nende järele ainult suurenenud, siis analüüsib autor järgnevalt, kui suures mahus Eesti mittefinantsettevõtted kasutavad pangalaene.



Joonis 12. Mittefinantsettevõtetele antud laenude käive aastatel 1998-2012 (miljonites eurodes).

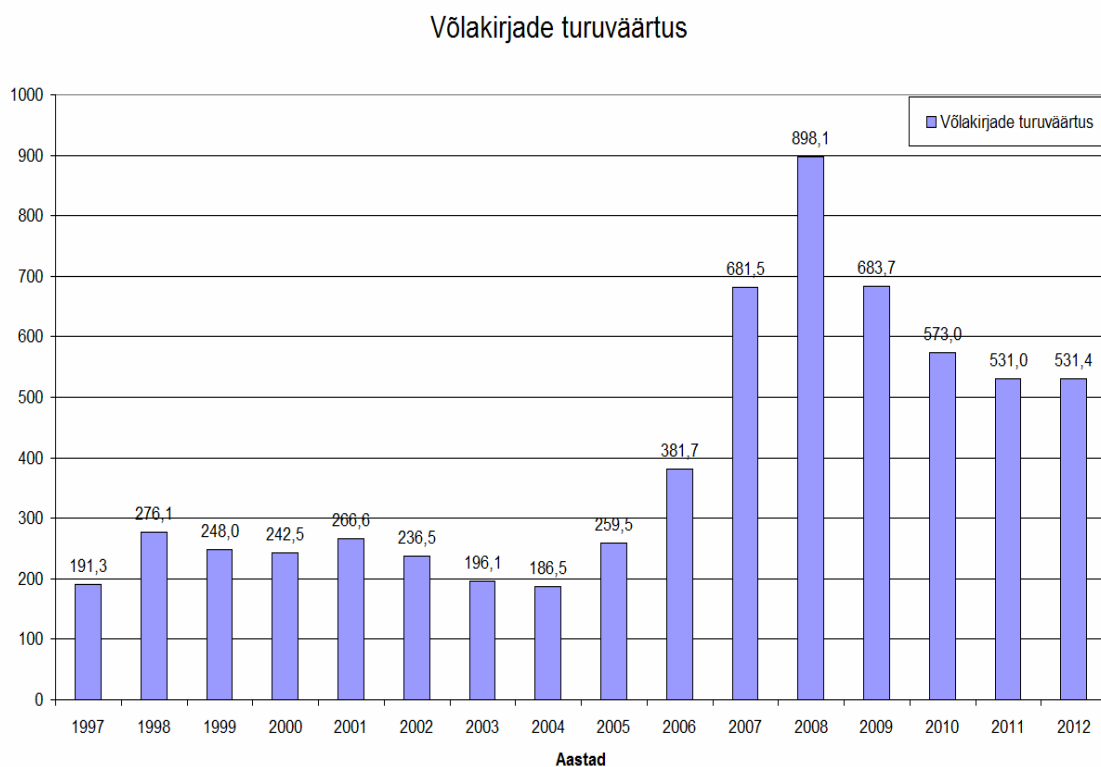
Allikas: (Eesti Panga statistikamoodul, 2013), autori arvutused.

Antud jooniselt on selgelt näha, et kui võrrelda aastaid 1998 ja 2012, siis on laenukapitali kasutamise maht suurenenud peaaegu kolmekordselt – 775,3 miljonilt eurolt 1,93 miljardi euroni. Loomulikult ei saa 2012. aasta taset võrrelda majanduskasvu perioodiga, kui see oli oma kõrgpunktis ehk 4,5 miljardit eurot 2007. aastal. Samas peab ära märkima ka selle, et kui majandussurutise ajal langes pangalaenude maht ligi 2,5 korda, siis aastatel 2009-2012 on jäänud see number püsima peaaegu samale tasemele, mis annab tunnistust asjaolust, et majanduse olukord on stabiliseerunud ning ettevõtted kasutavad võimaluse korral pangalaene edasi, et enda investeeringuid finantseerida. Samuti vajab märkimist see, et joonis 12 peegeldab selgelt ka ülemaailmset majandusolukorda, kus majanduskasvu perioodil kasutatakse soodsate majandustingimuste tõttu rohkem laenukapitali ja majandussurutise ajal üritatakse investeeringute pealt kokku hoida.

VÕLAKIRJADE KASUTAMINE EESTI ETTEVÕTETE POOLT

Võlakirjad on üheks väliseks finantseerimise allikaks ja seega on see osa laenukapitali eksisteerimise vormidest. Eesti ettevõtted on kasutanud võlakirju finantseerimisallikana

juba pikka aega ning sellest tulenevalt uurib autor järgnevalt, milline on olnud emiteeritud võlakirjade turuväärtus viimase 16 aasta jooksul. Sellekohast informatsiooni leiab Eesti Väärtpaberikeskuse statistikamoodulist.



Joonis 13. Eestis emiteeritud võlakirjade turuväärtust aastatel 1997-2012 (miljonites eurodes).

Allikas: (Eesti Väärtpaberikeskuse kodulehekülg 2013), autori arvutused.

Eelnevalt jooniselt nähtub, et võlakirjade turuväärtus viimase 16 aasta jooksul on kordades suurenenud – kui 1997. aastal oli Eestis emiteeritud võlakirjade väärtuseks 191,3 miljonit eurot, siis 2012. aastal oli 531,4 miljonit eurot. Peamine kasv on toimunud 2005. aastast alates, saavutades Eesti võlakirjade turuväärtuse tipptaseme 2008. aastal – 898,1 miljonit eurot. Peale seda aastat hakkas võlakirjade väärtust mõjutama ülemaailmne majanduskriis, mis viis ka Eestis võlakirjade turuväärtuse järkjärgult allapoole. Samas kui vaadelda joonisel kujutletud kahte viimast aastat, siis on näha, et võlakirjade üldine turuväärtus on jäänud püsima samale tasemele ja vähesel määral ilmutanud ka tõusutendentsi, mida võib lugeda ka majanduse stabiliseerumise märgiks.

LIISINGU KASUTAMINE EESTI ETTEVÕTETES

Selleks, et investeringuid finantseerida, saavad ettevõtted kasutada liisingut, mis erineb klassikalisest pangalaenust selle poolest, et liisitava vara jääb liisinguandja nimele ning liisinguvõtja saab osamaksete eest vara kasutada. Sellest tulenevalt kaasneb liisinguga tunduvalt vähem riske ja on ka mugavam ettevõtetele, kellel ei ole käepärast suuri rahalisi vahendeid.



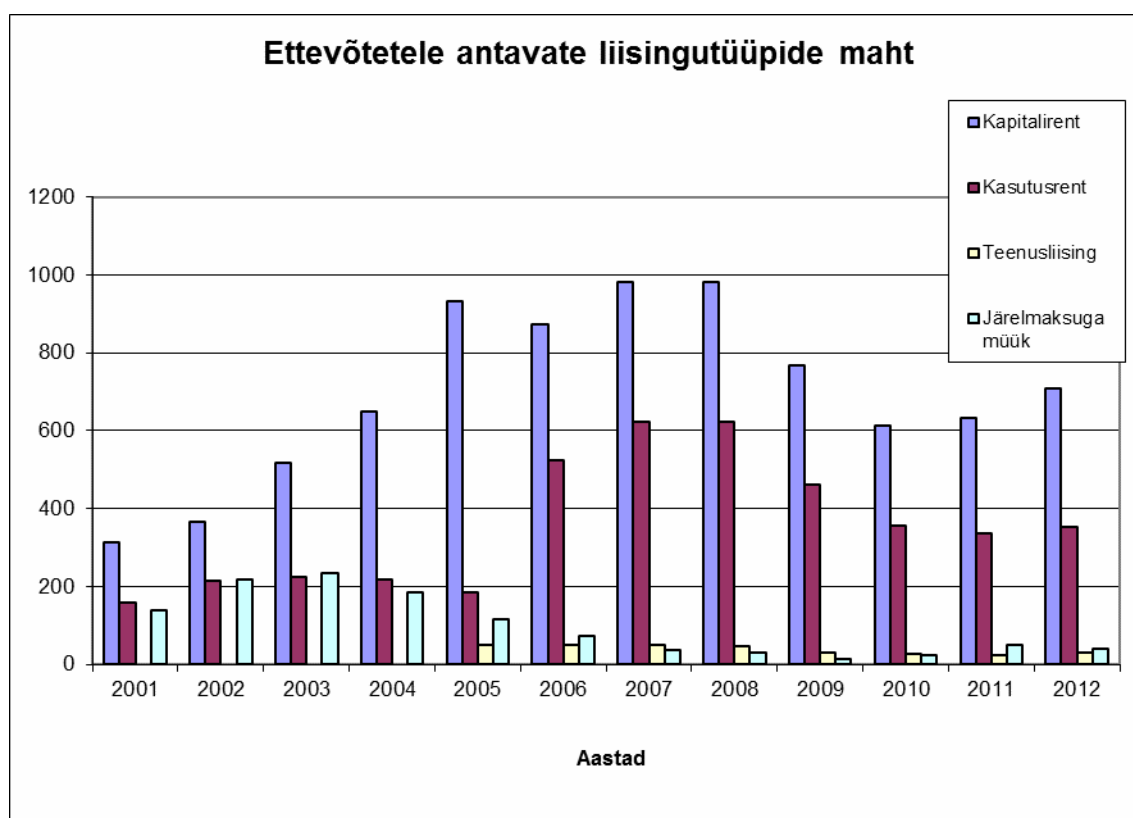
Joonis 14. Liisingufirmade liisinguportfell Eesti ettevõtetele 2001- 2012 aastal (miljonites eurodes).

Allikas: (Eesti Panga statistikamoodul, 2013), autori arvutused.

Antud joonis annab kujutluse sellest, millistes mahtudes on Eesti ettevõtted kasutanud liisingut aastatel 2001-2012. Joonist 14 analüüsidest selgub, et liisingumahud on viimase 12 aasta jooksul tunduvalt suurenenud – kui aastal 2001 oli ettevõtete liisingumahuks 609,6 miljonit eurot, siis aastaks 2012 on see number pea kahekordistunud, jõudes tasemeni 1130,6 miljonit eurot. Kui ettevõtete poolt kasutatav liisingumaht hakkas aastast 2001 järsult kasvama, suurenedes pea 200 miljonit eurot aastas, siis aastal 2007 saavutati haripunkt, milleks oli 1,7 miljardit eurot –selgituseks saab lisada selle, et nendel aastatel toimus ülemaailmne majanduskasv, millest said osa ka Eesti ettevõtted. Aastate 2008-2010 puhul on näha liisingute kasutamise märgatavat langust tulenevalt majandussurutisest, langedes 2010. aastaks peaaegu 2003. aasta tasemele. Alates 2010.

aastast on ettevõtete liisingumaht stabiliseerunud ja näidanud ka väiksemal määral tõusutendentsi, andes lootust majandusolukorra stabiliseerumisele ja kasvuperioodi saabumisele.

Selleks, et oleks võimalik saada parem pilt sellest, milliseid liisingutüüpe Eesti ettevõtted eelistavad ning millises mahus nende vahetorkord erineb erinevate aastate lõikes, on toodud ka järgnev joonis.



Joonis 15. Ettevõtetele antavate liisingutüüpide maht aastatel 2001-2012 (miljonites eurodes).

Allikas: (Eesti Panga statistikamoodul, 2013), autori arvutused.

Eelnevalt jooniselt on näha, et milline on jaotus Eesti ettevõtete poolt kasutatavate liisingutüüpide lõikes. Joonist analüüsid selgub, et kõige enam kasutavad ettevõtted kapitalirenti ja seda kõigi viimaste aastate jooksul alates 2001-2012. Mahu poolest teisel kohal kõikide aastate lõikes on olnud kasutusrent, millele järgnevad järelmaksuga müük ja teenusliising. Vaadeldes kapitalirenti, mis kujutab endast seda, et liisinguperioodi jooksul ostetakse liisitava vara välja, siis oli see tõusva trendiga 2001. aastast kuni 2008. aastani, saavutades haripunktiks 2008. aastal 981,6 miljonit eurot. Peale seda toimus

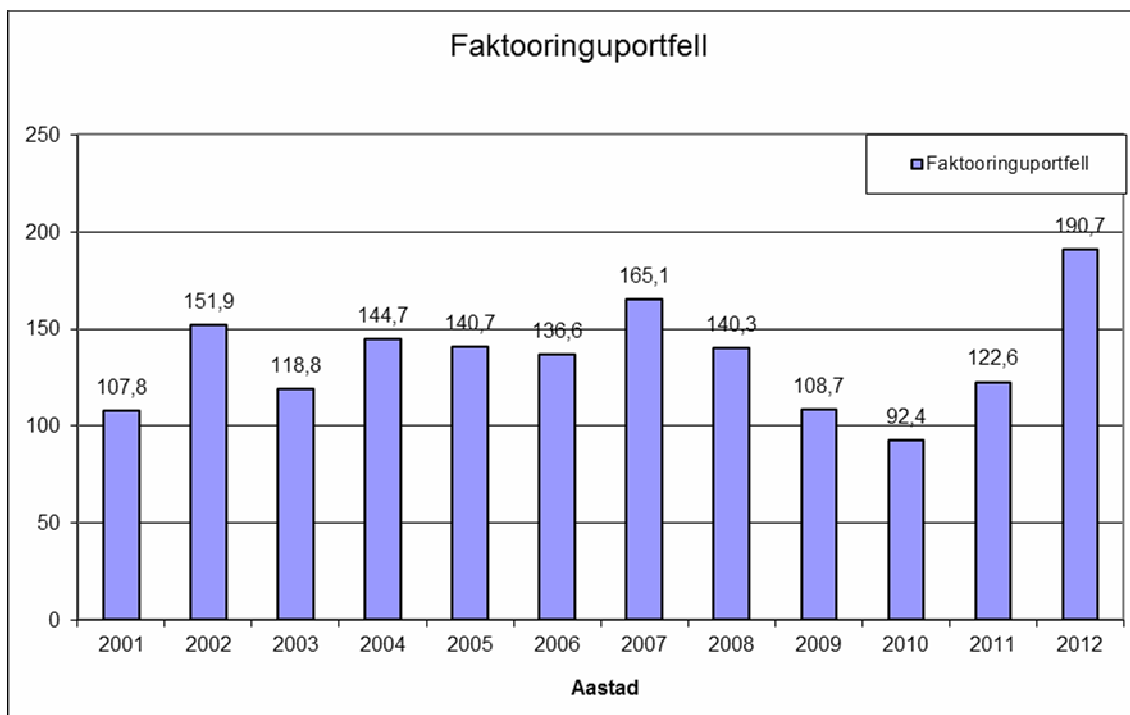
suurem langus kuni 2010. aastani ning aastatel 2011-2012 on hakanud kapitalirendi mahud taaskord kasvama, olles 709,1 miljoni euro tasemel. Kasutusrent oli küllaltki ühtlasel tasemel aastatel 2001-2005, kuid alates 2006. aastast toimus hüppeline tõus pea kolm korda, saavutades kõrgeimaks tasemeks 622,5 miljonit eurot, mis annab selge pildi kasutusrendi populaarsuse kasvust ja majanduse paremast olukorrast. Alates 2009. aastast hakkasid ka kasutusrendi mahud vähenema, kuid mahud jäid püsima umbes samale tasemel aastatel 2010-2012, jäädes 351,8 miljoni euroni. Kahe esimese liisingutüübi puhul on näha selget mõjutust ülemaailmsest majanduslikust olukorrast.

Vaadeldes joonisel järelmaksuga müüki, siis aastatel 2001-2003 oli see tõusva tendentsiga, saavutades haripunkti 2003. aastal 232,2 miljoni euro juures, kuid alates 2004. aastast hakkas järelmaksuga müük enda mahtu kaotama, jäädes 2012. aastal 39,5 miljoni euro tasemele. Jälgides teenuseliisingut, siis selle võtsid Eesti ettevõtted kasutusele 2005. aastal, 2006. aastal saavutas teenuseliising enda haripunkti 50,3 miljoni euro juures ning peale seda on teenuseliising olnud langev trend.

Nagu on ka näha teiste jooniste puhul, omab Eesti ettevõtete poolt kasutatav liising tugevaid mõjutusi ülemaailmsest majandusolukorrast. Mida parem oli majanduse seis, seda enam ettevõtted kasutasid liisingut ning vastupidi.

FAKTOORINGU KASUTAMINE EESTI ETTEVÕTETES

Faktooringu teenust pakuvad Eestis üldjuhul samad ettevõtted, mis pakuvad ka liisingut ja laene ehk finantsasutused. Faktooring kujutab endast seda, et faktooringu pakkuja maksab müüjale arve ära, kuid hiljem (maksetähtajal) nõuab raha ostjalt – loomulikult kaasnevad sellega ka faktooringu pakkuja teenustasud. Järgnevalt toob autor välja joonise, mis kujutab seda, millises mahus Eesti ettevõtted faktooringut kasutavad.

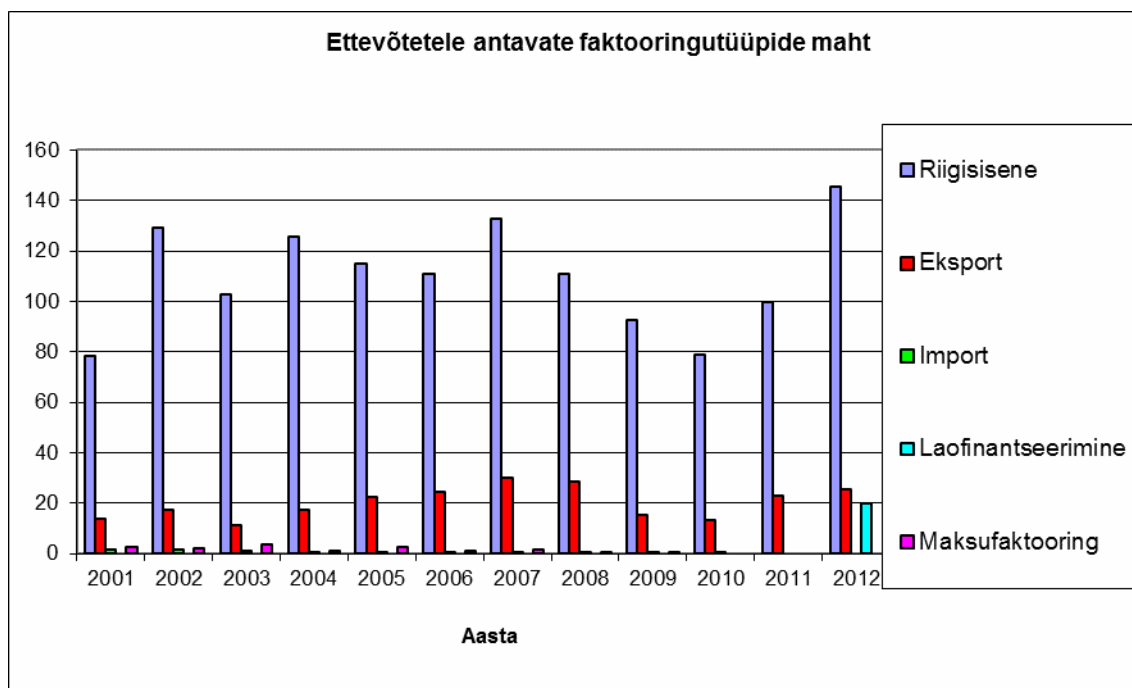


Joonis 16. Faktooringut pakkuvate ettevõtete faktooringuportfell Eesti ettevõtetele aastatel 2001-2012 (miljonites eurodes).

Allikas: (Eesti Panga statistikamoodul, 2013), autori arvutused.

Eeltoodud joonis annab ülevaate sellest, millises mahus on Eesti ettevõtted kasutanud finantsasutuste poolt pakutavat faktooringu teenust. Nagu jooniselt nähtub, on faktooring muutunud viimase 12 aasta jooksul tunduvalt populaarsemaks ehk faktooringuportfelli maht on suurenenud 12 aastaga pea kahekordseks. Kui 2001. aastal oli ettevõtete faktooringumahuks 107,8 miljonit eurot, siis aastal 2012 on selleks 190,7 miljonit eurot. Samuti on märgata faktooringu puhul ka seda, et see on olnud mõjutatud ülemaailmsest majandusolukorrast – hakates aeglaselt kasvama 2001. aastast ning aastatel 2008-2010 teinud läbi suure languse. Positiivse külje pealt peab ära märkima selle, et faktooring pole olnud kunagi nii mahukas, kui oli 2012. aastal. Ükski teine finantseerimise võimalus pole saavutanud neid mahte, mis olid majanduskasvu perioodil, siis faktooringu maht oli 2012. aastal oma haripunktis. See annab kinnitust asjaolule, et faktooringu populaarsus viimastel aastatel on märgatavalt suurenenud.

Tulenevalt sellest, et ettevõtted kasutavad faktooringut erinevate tehingute otstarbeks, siis joonis 17 kajastab seda, milline on peamiste faktooringuliikide mahtude vahet viimase 12 aasta jooksul.



Joonis 17. Ettevõtetele antavate faktooringuliikide maht aastatel 2001-2012 (miljonites eurodes).

Allikas: (Eesti Panga statistikamoodul, 2013), autori arvutused.

Antud jooniselt selgub, et Eesti ettevõtete jaoks on konkurentsituult populaarseim riigisisene faktooring, küündides 2012. aastal 145,2 miljoni euroni. Mahu poolest teisel kohal on ekspordi faktooring, mille kõrgeimaks väärtuseks jäi 30,3 miljonit eurot 2007. aastal. Tähelepanuväärne on joonise 16 juures ka see, et varasematel aastatel kasutusel mitteolnud laofinantseerimise faktooring on 2012. aastal mahu poolest ligilähedane ekspordi faktooringule ehk 19,9 miljonit eurot. Samas kui impordi faktooringut kasutati mõningal määral aastatel 2001-2010, siis aastatel 2011-2012 see enam kasutusel ei olnud. Põhimõtteliselt sama on toimunud ka maksufaktooringuga, mille kasutamine lõpetati 2009. aastal.

2.2. Tallinna Börsil noteeritud ettevõtete võlakordajate analüüs

Kõrge võlakordaja näitab, et ettevõtte finantseering on tulnud aktsionäridelt, mitte omanikelt. Investorite seisukohalt on parem, kui ettevõtet rajades või uute projektidega alustades oleks võlakordaja madalam. See kaitseb aktsionäre paremini ettevõtte

finantsraskuste eest, kuna sellisel juhul on suurel määral mängus ka omanike vara, mitte vaid investorite raha.

Võlakordajat on võimalik arvutada kahte moodi:

- bilansiline võlakordaja,
- turuväärtusel põhinev võlakordaja.

Bilansiline võlakordaja on see, kui võlakordaja arvutamiseks vajaminev omakapitali hulk leitakse bilansist ja kasutatakse võlakordaja arvutamiseks ning turuväärtusel põhinev võlakordaja leitakse selle erinevusega, et omakapitali hulk leitakse vastavalt aktsiate arvu korrutamisel aktsia hinnaga. Tallinna börsil noteeritud ettevõtete võlakordajad bilansi ja turuväärtuse põhised:

Järgmiseks analüüsib autor Tallinna börsi põhinimekirjas noteeritud ettevõtete võlakordajaid kõikidel kvartalitel aastatel 2000-2012. Varajasemaid andmeid kui aastast 2000 saadaval ei olnud. Ainult neli ettevõtet kolmeteistkümnest on olnud börsil 2000. aasta esimesest kvartalist või varem – ülejäänud ettevõtted liitusid börsiga hiljem. Analüüsi läbiviimiseks kasutas bakalaureusetöö autor arvutiprogrammi SPSS 20 (*Statistical Package for the Social Sciences*).

Analüüsi tulemused kujunesid mitteootuspärasteks, sest selgus, et ettevõtete võlakordajad muutusid oodatust suuremal määral. Algselt viis autor läbi analüüsi bilansiliste võlakordajatega ning analüüsi teises osas keskenduti turuväärtusel põhinevale võlakordajale.

Tabel 1. Tallinna börsi ettevõtete bilansilised võlakordajad aastatel 2000-2012.

	N	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation	Median
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic
Arco Vara	23	0,42	0,89	0,59	0,02	0,11	0,61
Baltika	52	0,42	0,77	0,58	0,02	0,11	0,56
Ekspress Grupp	23	0,41	0,70	0,59	0,02	0,07	0,59
Harju Elekter	52	0,16	0,39	0,23	0,01	0,06	0,20
Merko Ehitus	18	0,36	0,52	0,44	0,01	0,05	0,44
Nordecon AS	27	0,56	0,75	0,67	0,01	0,05	0,65
Olympic Entertainment Grupp	25	0,10	0,32	0,20	0,01	0,07	0,21
Premia Foods	11	0,37	0,44	0,41	0,01	0,03	0,42
Silvano Fashion	52	0,18	0,89	0,48	0,03	0,25	0,54
Skano Grupp	22	0,42	0,61	0,52	0,01	0,05	0,53
Tallink Grupp	28	0,45	0,68	0,63	0,01	0,05	0,64
Tallinna Kaubamaja	52	0,38	0,67	0,49	0,01	0,07	0,49
Tallinna Vesi	31	0,47	0,65	0,55	0,01	0,05	0,56
KESKMINE	32	0,36	0,64	0,49	0,01	0,08	0,49

Allikas: (Tallinna börsi kodulehekülj ja antud ettevõtete 2012. majandusaasta aruanded), autori arvutused.

Eeltoodud tabelist on näha, et bilansilised võlakordajad kõiguvad väga suurel määral. Samal ajal, kui keskmine minimaalne bilansiline võlakordaja on 36%, siis maksimaalne on 64%. Tallinna börsi ettevõtete keskmiseks bilansiliseks võlakordajaks aastatel 2000-2012 oli 49%. Keskmiseks standardhälbeks on 8 protsendipunkti ja mediaaniks 49%.

Tabel 2. Tallinna börsi ettevõtete turuväärtusel põhinevad võlakordajad aastatel 2000-2012.

	N	Minimum	Maximum	Mean		Std. Deviation	Median
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic
Arco Vara	23	0,58	0,95	0,76	0,02	0,10	0,75
Baltika	52	0,11	0,78	0,45	0,03	0,18	0,49
Ekspress Grupp	23	0,18	0,86	0,59	0,03	0,15	0,57
Harju Elekter	52	0,10	0,42	0,18	0,01	0,07	0,18
Merko Ehitus	18	0,30	0,73	0,49	0,03	0,12	0,51
Nordecon AS	27	0,23	0,83	0,56	0,03	0,17	0,61
Olympic Entertainment Grupp	25	0,02	0,34	0,13	0,02	0,09	0,12
Premia Foods	11	0,42	0,53	0,48	0,01	0,04	0,49
Silvano Fashion	52	0,06	0,84	0,43	0,04	0,28	0,44
Skano Grupp	22	0,24	0,69	0,51	0,02	0,10	0,52
Tallink Grupp	28	0,35	0,85	0,67	0,03	0,13	0,70
Tallinna Kaubamaja	52	0,18	0,68	0,38	0,02	0,12	0,39
Tallinna Vesi	31	0,20	0,47	0,32	0,02	0,08	0,29
KESKMINE	32	0,23	0,69	0,46	0,02	0,13	0,47

Allikas: (Tallinna börsi kodulehekülj ja antud ettevõtete 2012. majandusaasta aruanded), autori arvutused.

Tabelist on näha, et turuväärtusel põhinevad võlakordajad kõikusid väga suurel määral. Samal ajal, kui keskmine minimaalne turuväärtusel põhinev võlakordaja oli 23%, siis maksimaalne oli 69%. Tallinna börsi ettevõtete keskmiseks turuväärtusel põhinevaks võlakordajaks aastatel 2000-2012 oli 46%. Keskmiseks standardhälbeks on 13 protsendipunkti ja mediaaniks 47%.

Võrreldes tabelit 2 ja 3, siis on selgelt näha, et eksisteerivad erinevused nii bilansilise kui ka turuväärtusel põhinevate võlakordajate vahel. Alustades minimaalsest võlakordaja väärtusest, siis juba keskmised väärtused erinevad üksteisest 13 protsendipunkti võrra, samal ajal kui suurimaks erinevuseks jääb Nordecon AS 33 protsendipunktiline erinevus. Vaadeldes maksimaalseid väärtusi, siis erinevus on viis protsendipunkti, samal ajal Merko Ehituse maksimaalse võlakordaja keskmine erinevus aastatel 2000-2012 erinevus oli 21 protsendipunkti. Ettevõtete keskmine bilansiline võlakordaja ja keskmine turuväärtusel põhinev võlakordaja erinevad üksteisest kolme protsendipunkti võrra, kuid kõige enam erineb sama näitaja Tallinna Vee puhul, kus sama erinevus on 23 protsendipunkti. Võlakordajate keskmised standardhälbed erinevad

viie protsendipunkti võrra ning ettevõtete lõikes erineb kõige enam Nordecon AS puhul 12 protsendipunkti.

Järgnev tabel kajastab Tallinna börsil noteeritud ettevõtete võlakordajaid 2012. aasta lõpu seisuga, et anda ülevaade sellest, kui suurel määral erinevad bilansiline võlakordaja ja turuväärtusel põhinev võlakordaja teineteisest.

Tabel 3. Tallinna börsil noteeritud ettevõtete võlakordajad, (protsentides).

Ettevõtte nimi	Võlakordaja	
	Bilansiline võlakordaja	Turuväärtusel põhinev võlakordaja
Arco Vara	89,22	78,81
Baltika	56,68	39,39
Ekspress Grupp	48,82	55,38
Harju Elekter	15,89	17,35
Merko Ehitus	47,45	50,56
Nordecon AS	72,89	69,55
Olympic Entertainment	14,85	5,68
Premia Foods AS	42,25	51,87
Silvano Fashion Group	18,97	11,76
Skano Grupp	51,64	58,88
Tallink Grupp	56,32	63,00
Tallinna Kaubamaja	49,22	38,83
Tallinna Vesi	57,82	38,68
KESKMINE	44,85	44,60

Allikas: (Tallinna börsi kodulehekülg ja antud ettevõtete 2012. majandusaasta aruanded), autori arvutused.

Tallinna börsil noteeritud ettevõtetest oli suurim bilansiline võlakordaja 2012. aasta lõpu seisuga Arco Varal 89,22%, Nordecon AS-il 72,89% ja Tallina Veel 57,82%. Samas suurimal turuväärtusel põhinevad võlakordajad olid Arco Varal 78,81%,

Nordecon AS-il 69,55% ja Tallink Grupp-il 63%. Madalaima bilansilise võlakordajaga ettevõtted olid Olympic Entertainment Grupp-il 14,85%, Harju Elekter 15,89% ja Silvano Fashion Group 18,97%. Madalaimad turuväärtusel põhinevad võlakordajad olid Olympic Entertainment Groupil 5,68%, Silvano Fashion Grupp-il 11,76% ja Harju Elektril 17,35%. Eelnevast tulenevalt on näha, millised ettevõtted kasutavad rohkem laenukapitali ja millised kasutavad seda vähemal määral.

Antud börsianalüüsi tulemusel võib välja tuua selle, et ettevõtte puhul erineb bilansiline võlakordaja turuväärtuse põhisest võlakordajast paljudel juhtudel märkimisväärselt, samal ajal, kui on ka ettevõtteid, kelle võlakordajad, mis on saanud erinevatel meetoditel, peaaegu ka kattuvad. Erinevus on tingitud sellest, et omakapitali arvestamine bilansist ja turuväärtusel põhinevalt võib viia täiesti erinevate tulemusteni. Seega kui ettevõtte aktsia on tugevalt alahinnatud, siis see tähendab, et antud ettevõtte turuväärtuslik võlakordaja võib olla tunduvalt suurem kui bilansiline võlakordaja. Samas, kui ettevõtte aktsia on tugevalt ülehinnatud, tingib see olukorra, kus kõrge aktsia hind suurendab omakapitali hulka ning sellega viib turuväärtusliku võlakordaja bilansilisest võlakordajast tunduvalt madalamale.

Ettevõtted presenteerivad väljaütlemites ja ettekannetes üldiselt madalamat võlakordajat, et kõita ja ligi tõmmata uusi investoreid, keda aga suurem võlakordaja võib-olla eemale peletaks. Sellest tulenevalt tulekski alati analüüsida võlakordajalt mõlemal viisil, et saada õigem ülevaade sellest, mis ettevõttes tegelikult toimub.

2.3. Üldine hinnang laenukapitali kasutamisele Eesti ettevõtetes

Käesoleva bakalaureusetöö tulemusel tekib küllaltki hea arusaam sellest, kui suurel määral ja mis liiki laenukapitali Eesti ettevõtted kasutavad. Milline on olnud võlakordaja suurus ettevõtetel aastatel 1996-2011, kui suure osa äriühingute kohustustest hõlmasid lühi- ja pikaajalised kohustused aastatel 1995–2011, milline oli ettevõtete võlakohustuste osakaal kõikidest kohustustest aastatel 1995-2011, milline on laenukapitali hulk Eesti mikro- ja suurettevõtetes, kui palju hõlmab intressikulu võlakohustustest, millised on olnud äriühingutele antavad intressimäärad aastatel 1997-2012, intressikulude kattekordaja ehk milline on olnud ettevõtete võime tasuda

intressikulusid kasumist, milline on laenukapitali kasutamise osakaal majandusharust lähtuvalt, milline on laenukapitali osakaal suurima müügituluga majandusharudes ning lisaks milline on ettevõtete poolt kasutatavate pangalaenude, võlakirjade, liisingu ja faktooringu maht.

Eelmainitu annab hinnangu sellele, et Eesti ettevõtete juhid kasutavad meelsasti laenukapitali finantseerimisvõimalusena. Antud bakalaureusetöös toodi välja laenukapitali kasutamine erinevate majandusharude lõikes, mis annab ülevaate sellest, millistes valdkondades kasutatakse laenukapitali enim ning millised valdkonnad on enamuses finantseeritud omakapitalil. Siinkohal peab autor vajalikuks tuua veel kord välja laenukapitalil enim baseeruvad majandusharud, milleks on tööstuse, hulgi- ja jaekaubandusega, veonduse ja laenudusega ning ehitusega tegutsevad valdkonnad. Samas kasutavad kõige vähem laenukapitali halduse ja abitegevusega, kunsti ja meelelahutusega ning põllumajandusega tegelevad ettevõtted.

Alates 1996. aastast, mis jäi vaadeldavasse perioodi, on lühiajaliste kohustuste osakaal silmnähtavalt langenud ehk on teinud ruumi pikaajalistele kohustustele, mis annab selge ülevaate sellest, et ettevõtetel on tekkinud parem ligipääs pankade poolt pakutavatele pikaajalistele kohustustele. Selle tingisid järk-järgult vähenenud intressimäärad, mis meelitasid äriühinguid kergekäelisemalt laene võtma ja saadavat raha ettevõtte edendamisesse kulutama.

Samuti selgus töös, et vaadeldava perioodi jooksul on suurenenud Eesti ettevõtetes märkimisväärselt võlakohustus, mis tähendab, et laenukapitali hulk on omandanud suurema osa kogu kapitalist ning selle tulemusel mänginud suurt rolli ettevõtete igapäevases toimimises. Laenukapitali kasutamine suurenes 16 aasta jooksul ligi 20 protsenti isegi majandussurutise aastatel, mis omakorda kinnitab, et laenukapitali kasutamine on selgelt tõusva tendentsiga ning muutub ajab möödudes aina populaarsemaks.

Samas peab nentima ka seda, et laenukapitali kasutamine on küllaltki muutuv ettevõtte töötajate arvu lõikes. Kui mikroettevõtetes oli võlakordaja 1998. aastal ligi 80 protsenti, siis 2009. aastaks oli see langenud peaaegu poole võrra ehk 45 protsendini. Sellest võib järeldada, et mida aeg edasi, seda enam kasutavad väiksed ja arenevad ettevõtted aina

rohkem omakapitali, mis tagab ka küllaltki suure immuunsuse pankade poolt pakutavate intressimäärade kõikumise suhtes. Suurettevõtete finantseerimisel on olnud kohustuste osakaal üldpildis samal tasemel vaadeldava 16 aasta jooksul.

See, millise osa moodustab intressikulu võlakohustustest äriühingutes, peegeldab selgelt majandusolukorda kogu maailmas ehk kui intressikulu osakaal hakkab tõusma, on tegu majanduskriisiga ning kui see langeb, on tegu majanduskasvuga. Samas märkimisväärset laenukapitali kasutamise kasvu see endaga kaasa ei toonud, mis annab selgitust vaid asjaolust, et madal intressimäär ja odavalt kättesaadav laenukapital ei pane ärijuhte rohkem laenama.

Intressikulude kattekordaja on väga tähtis näitaja ettevõtte maksevõime seisukohalt. Kui majanduskasvu ajal küündis ettevõtete intressikulude kattekordaja pea üheksa ühikuni, siis majandussurutise ajaks langes see hoogsalt ligi ühe ühikuni, mis tähendas seda, et majanduskasvu ajal kergelt laenatud raha hakkas tekitama ettevõttele suuri raskusi tagasimaksmise seisukohalt. See annab mõista, et majanduskasvu ajal laene võttes ei mõeldud kõiki stsenaariume läbi.

Eesti ettevõtted kasutavad kõige suuremal määral investeringu finantseerimiseks pangalaene ning seda kordades rohkem, kui ükskõik, millist muud finantseerimise vormi. Pangalaenude mahud on aastatega aina suurenenud, jõudes majanduskasvu perioodil peaaegu viie miljardini. Teisena järgneb liising, mida kasutati 2012. aastal pea kaks korda vähem kui pangalaenu ehk mahuga natuke üle miljardi euro. Finantseerimisallikana on kolmandal kohal võlakirjad, mida kasutati 2012. aastal natuke rohkem kui 500 miljoni euro jagu. Neljandaks suuremaks finantseerimise vahendiks on faktooring, mida kasutati aastal 2012 ligi 200 miljoni euro ulatuses.

KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö teoreetilises osas leidsid käsitlemist erinevad kapitali struktuuri teooriad. Kapitali struktuuri irrelevantsuse teooria väidab, et kui eksisteerivad ideaalsed turutingimused, siis ettevõtte turuväärtus ei sõltu kapitali struktuurist. Reaalses elus mitteeksisteerivate eelduste tõttu ei ole see teooria ka tõestatud, kuid sellega seoses on vähemalt defineeritud, millistel tingimustel ei mõjuta ettevõtte kapitali struktuuri muutmine ettevõtte väärtust. Lisaks tuleb ka mainida seda, et kapitali struktuuri irrelevantsuse teooria oli aluseks teiste kapitalistruktuuri teooriate kujunemisel.

Kapitali optimaalse struktuuri teooriad väidavad, et eksisteerib oma- ja laenukapitali vahel optimaalne vahekord, mille saavutamisel on ettevõtte kapitali optimaalne hind minimaalne ja ettevõtte väärtus maksimaalne. Kapitali optimaalse struktuuri teooriatest saab selgeks see, et kui algselt finantseerib ettevõtte end ainult omakapitaliga ning hakkab ühel hetkel kasutama ka laenukapitali, siis laenukapitali soodsad mõjud ületavad ebasoodsaid ja ettevõtte väärtus suureneb. Teatud finantsvõimenduse tasemest alates muutub olukord ning täiendav laenukapital vähendab ettevõtte väärtust.

Finantshierarhia teooriate järgi on olemas finantseerimisallikate pingerida, mille järgimine ettevõtte rahastamisel maksimeerib aktsionäride rikkuse. Selle teooria järgi peaks ettevõtte täielikult ära kasutama soodsamad rahastamise allikad enne, kui hakkab kasutama vähem soodsaid.

Teoreetilises osas leiavad käsitlemist ka laenukapitali eksisteerimise vormid, milleks on pangalaenu, võlakirjad ja liising ning lisaks veel ka muud finantseerimise võimalused, milleks on laenu seotud osapooltelt, faktooring, subsideeritud laen ja spontaansed finantseerimisallikad. Lisaks leiavad käsitlemist teoreetilises osas ka kapitali struktuuri analüüsimisel kasutatavad suhtarvud ja nende arvutusmeetodid – võlakordaja (bilansiline ja turuväärtusel põhinev), lühiajaliste kohustuste osakaal, võlakohustuste

osakaal kõikidest kohustustest, laenukapitali hulk, laenukapitali osakaal kogukapitalist, intressikulu osakaal võlakohustustest ning ka intressikulude kattekordaja.

Bakalaureusetöö empiirilises osas analüüsis töö autor laenukapitali struktuuri Eesti Statistikaameti, Eesti Panga ja Eesti Väärtpaberikeskuse andmebaaside põhjal ning analüüsitakse Tallinna börsil noteeritud ettevõtete võlakordajaid. Empiirilises analüüsis pannakse rõhku sellele, et kuvada arusaam, milline üldse on laenukapitali struktuur Eesti ettevõtetes ning selleks leitakse erinevaid suhtarve, mis iseloomustaksid seda.

Empiirilises analüüsis jõuti ka erinevate tulemusteni. Viimase 16 aasta jooksul on üldine võlakordajate tase Eesti ettevõtetel vähenenud ligi 10 protsendipunkti, lühiajaliste kohustuste osakaal kõikidest kohustustest on vähenenud aastatel 1995-2011 rohkem kui 16 protsendipunkti, võlakohustuste osakaal on samal perioodil suurenenud ligi 20 protsendipunkti, Eesti mikroettevõtetes on laenukapitali kasutamine samal perioodil vähenenud ligi 20 protsendipunkti ning suurettevõtetes jäänud põhimõtteliselt samale tasemele. Lisaks on aastatel 1996-2011 intressikulu osakaal võlakohustustest vähenenud üle kahe korra, äriühingutele antavad intressimäärad vähenenud rohkem kui kolm korda ning intressikulude kattekordaja näidanud tõusvat tendentsi samal perioodil. Suurima laenukapitali kasutamise osakaaluga majandusvaldkondadeks on veevarustuse, majutuse ja toitlustusega ning elektrienergiaga tegelevad ettevõtted. Pangalaenude, võlakirjade, liisingu ja faktooringu kasutamine on perioodil 1997-2012 suurenenud mitu korda. Lisaks saab tulemuste all välja tuua ka selle, et Tallinna börsil noteeritud ettevõtete võlakordajad on perioodil 2000-2012 olnud väga kõikuvad ning bilansiline võlakordaja ja turuväärtusel põhinev võlakordaja tihtipeale erinevad teineteisest kordades.

Samuti analüüsiti töös Tallinna börsil noteeritud ettevõtete võlakordajaid nii bilansiliselt kui ka turuväärtusel põhinevalt 2012. aasta lõpu seisuga. Toodi välja ka suurimate ja väikseimate võlakordajatega ettevõtted ja anti analüüsile selgitus. Lisaks leiti kvartaalsete aruannete põhjal ka kõigi börsi ettevõtete võlakordajad perioodil 2000-2012 ning viidi saadud tulemuste põhjal läbi statistiline analüüs, selgitamaks börsil noteeritud firmade võlakordajate minimaalseid ja maksimaalseid väärtusi, keskmisi, standardhälbeid ja mediaane.

Bakalaureusetöö viimases osas anti üldine hinnang laenukapitali kasutamisele Eesti ettevõtetes, toodi välja uurimistöö jooksul leitud tulemused ja hinnangud, millest tulenes, et Eesti ettevõtete laenukapitali kasutamine on olnud tugevalt seotud ülemaailmse majandusolukorraga. Kui globaalselt oli tegu soodsa perioodiga, siis kasutasid ka Eesti ettevõtted rohkemal määral erinevaid laenukapitali liike, kuid kui ülemaailmne olukord läks halvemaks, kuivas kokku ka Eestis laenukapitali kasutamine.

Positiivsena saab välja tuua selle, et viimasel kolmel aastal on majandus Eestis hakanud stabiliseeruma ning laenukapitali kasutamine suurenema. See kõik annab lootust rahulikule majanduse ja ettevõtete arengule. Antud uurimisteemal on kindlasti ka edasiarendamise võimalusi. Üheks selliseks oleks vahetu suhtlemine ettevõtetega, kelle käest oleks võimalik uurida kapitali struktuuri teooriate rakendamise kohta reaalsuses, kas eksisteerib laenukapitali vormide vahel pingerida, kui jah, siis milline. Saaks ka analüüsida ettevõtete eelistusi lühi- ja pikajalise laenukapitali vahel.

VIIDATUD ALLIKAD

1. **Baker, H. K., Martin, G. S.** Capital structure and corporate financing decisions – Theory, Evidence, and Practice. John Wiley & Sons, 2011, lk 151, 167.
2. **Bötškova, J., Teearu, A.** Äriahandus. Coopers & Lybrand, 1997, lk 23.
3. **Donaldson, G.** Corporate Debt Capacity. A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. Boston: Harvard University, 1961, lk. 294.
4. **Dorel, B.** The financing of the firm by bonds. Economic Science Series, 2008, Vol. 17 Issue 3, lk 91.
5. **Eesti Maksu- ja Tolliamet.** Maksukalender 2013 – [<http://www.emta.ee/?id=14291>]. 10.05.2013
6. **Eesti Panga statistikamoodul** - [www.eestipank.info/]. 01.05.2013.
7. **Eesti Väärtpaberikeskus.** Statistika – [<http://statistics.e-register.ee/et/summary>]. 12.05.2013.
8. **Euribor-rates.** Statistika - [<http://www.euribor-rates.eu/euribor-rates-by-year.asp>]. 15.05.2013
9. **Garcia-Teruel, P. J., Martinez-Solano, P.** A dynamic perspective on the determinants of accounts payable. Review of Quantitative Finance & Accounting, 2010, Vol. 34 Issue 4, lk 439-440.
10. **Laura, G. V.** International factoring – a viable financing solution for firms. Young Economist Journal / Revista Tinerilor Economisti, 2010, Vol. 8 Issue 14, lk 27.
11. **Mondher, K.** A Re-examination of the MM Capital Structure Irrelevance Theorem: A Partial Payout Approach. International Journal of Business and Management, 2011, Vol. 6, No. 10, lk 193.
12. **Myers, S. C.** The Capital Structure Puzzle – The Revolution in Corporate Finance, Oxford: Basil Blackwell Ltd. 1988, lk. 100-111.

13. **Neuberger, D., Solvig, R. D.** Leasing by small enterprises. Applied Financial Economics, 2013, Vol. 23 Issue 7, lk 536.
14. **Parks, P. L., Gallop, G. D.** Financing option. Black Enterprice, 1999, Vol. 29 Issue 12, lk 39.
15. **Pierru, A., Babusiaux, D.** Adjustment of the Standard WACC Method to Subsidized Loans: A Clarification. Estudios de Economia Aplicada, 2007, Vol. 25 Issue 1, lk 3.
16. **Ravas, O. C., David, A.** Factoring agreement – financing method for the companies in lack of cash-flow. Annals of the University of Petrosani Economics, 2010, Vol. 10 Issue 4, lk 290-291.
17. **Sander, P.** Essay on factors influencing financing decisions of companies: risk, corporate control and taxation aspects. Tartu Ülikooli Kirjastus, 2007, lk. 41-42, 125
18. **Sander, P.** Finantshierarhia teooria ja finantseerimisotsused Eesti ettevõtetes [http://www.mattimar.ee/publikatsioonid/ettevottemajandus/2003/16_Sander.pdf] 14.04.2013.
19. **Sander, P., Hammer, H., Kaus, S.,** Finantsjuhtimise käsiraamat I, II. Äripäeva Kirjastus, 2001-.
20. **Seppa R.** Capital structure decisions: research in Estonia non-financial companies. Baltic Journal of Management, 2008, Vol. 3. No. 1, lk 57-58.
21. **Statistikaameti andmebaasid** -[www.stat.ee]. 01.05.2012.
22. **Tallinna börsi kodulehekül**g - [www.nasdaqomxbaltic.com/]. 01.05.2012
23. **Tartu Hoiu-laenuühistu.** Faktooring – [http://www.yhistupank.ee/arikliendile/faktooring]. 13.05.2013.
24. **Villamil, A. P.** The Modigliani-Miller Theorem and Entrepreneurial Firms: An Overview. Wiley Interscience, 2010, Change 19, lk 3.
25. **White, W.** Debt management and the form of business financing. Journal of Finance. 1974, Vol. 29 Issue 2, lk 567-568.

SUMMARY

THE USE OF LOAN CAPITAL IN ESTONIAN ENTERPRISES

Teedu Pedaru

These days companies must quickly adapt to the changing economic environment in order to maintain competitiveness and stability. In many situations quickly adapting may mean restructuring the company, business expansion or contraction, even making new investments. Companies can finance their investments using a variety of funding sources. Thus, the choice of a proper capital structure is one of the most important decisions the company's management has to make. Consequently, the financial executives of companies are on a daily basis dealing with finding the best suitable ratio of equity and loan capital. If at some point a company runs out of internal financing sources, they will have to turn to external sources.

The research topic of the thesis is actual, since as a general rule firms do not have enough internal resources to finance their activities, and also because the majority of Estonian companies use loan capital. Since many different forms of loan capital exist in today's advanced financial markets, then finding the right financing sources is one of the most important steps for a business. The actuality of the subject is also increased by the fact that so far researchers have not reached a consensus on what the optimal capital structure should be.

The novelty of the bachelor's thesis lies in the fact that so far nobody has studied in detail the proportions of different kinds of loan capital that Estonian companies use, and what is the actual overview of companies' debt obligations. Since the capital structure theories provide a number of different ways to solve the problem, it would also be important to know the nature of the companies' loan capital use in real life. Since the

use of loan capital has increased considerably in the recent years, it is also important to know to which extent has the use of different sorts of loan capital changed. Another fact that makes the study novel is that it covers the debt coefficients of companies listed on the Tallinn stock exchange in the years of 2000 to 2012. That is, an overview of the use of loan capital by listed public companies is given.

Estonian firms are more attractive to research than other countries' companies, because (Sander 2007: 41-42):

- Estonia has a special system of taxation;
- Up to year 2011 Estonia had a fixed exchange rate;
- Estonia has a large number of foreign investors;
- Estonia's financial system is bank-oriented;
- A period of privatisation exists from the early years of independence.

Consequently, the aim of this bachelor's thesis is to identify the main trends in the use of loan capital by Estonian companies.

In order to achieve the goal, the following research tasks were set:

- Describe the capital structure theories, which would allow to find links and justifications for the use of loan capital;
- Address the background of short and long term loan capital use and choice;
- Identify different kinds of loan capital;
- The analysis of loan capital structure based on the use of data from Statistics Estonia, Bank of Estonia and Estonian Central Securities Depository;
- The analysis of debt coefficients of companies listed on the stock exchange of Tallinn in years 2000 to 2012;
- To give an overall evaluation of the use of loan capital in Estonia.

In the theoretical part of the bachelor's thesis different capital structure theories are discussed. The capital structure irrelevancy theory asserts that if there are perfect market conditions, the company's market value is independent of capital structure. Due to different factors, this theory has not been proven, but the conditions in which changes in the capital structure of a company do not affect its value have been defined. In addition,

it should be noted that the capital structure irrelevancy theory was the basis for the formation of other capital structure theories.

Optimal capital structure theories argue, that an optimal ratio of equity and loan capital exists, which if achieved allows for the optimal price of the company's capital to be minimal and the value of the company to be maximal. The optimal capital structure theories make it clear that if originally a company finances itself only using equity, but at a point starts additionally using loan capital, then the beneficial effects of loan capital will exceed the negative ones and the value of the company increases. At a certain level of financial leverage the situation reverses and additional loan capital only reduces the value of the company.

The theories of financial hierarchy propose that financing sources can be ranked, which if taken into consideration while financing will maximise shareholder value. According to this theory, the company should firstly make full use of more favorable sources of financing before beginning to use less favorable sources.

The theoretical part will also discuss the forms of loan capital, which are bank loans, bonds and leases, also other financing options such as loans from related parties, factoring, subsidized loans and spontaneous sources of financing. Furthermore, in the theoretical part, the ratios used for capital structure analysis and their calculation methods are discussed – dept ratio (book and market value), amount of short-term liabilities, dept liabilities in proportion to total liabilities, loan capital amount, loan capital in proportion to total capital, interest expenses in proportion to dept liabilities and also the coverage ratio of interest expenses.

The empirical analysis reached to different conclusions. What was found out was the average dept ratio of companies in 1996 to 2011, short term liabilities in proportion to total liabilities in 1995 to 2011, dept liabilities in proportion to total liabilities in 1995 to 2011, the proportion of dept capital of Estonian micro and large enterprises in 1996 to 2011, interest expenses in proportion to dept liabilities in 1996 to 2011, loan interest rates to companies in the recent past, coverage ratio of interest expenses of companies in 1996 to 2011 and loan capital proportions of different industry sectors in 2011. In

addition to the previously mentioned findings, it was revealed in which extent Estonian companies have been using bank loans, bonds, leasing and factoring in 2000 to 2012.

Also, the dept ratios of companies listed on the stock exchange of Tallinn were analysed based on book and market values in the end of 2012. The companies with the largest and smallest dept ratios were brought out and the analysis was explained. Furthermore, the dept ratios of all companies listed on the stock exchange were collected based on quarterly reports from 2000 to 2012. Based on the data gathered, a statistical analysis was carried out to explain the minimal and maximal values, averages, standard deviations and medians of dept ratios of companies listed on the stock exchange.

The last part of the bachelor's thesis provides a general assessment of the use of loan capital by Estonian companies and brings out the results and evaluations of the research. It should also be pointed out that the use of loan capital by Estonian companies has been strongly linked to the global economic situation. If there was a favorable period globally, Estonian companies were using more of different sorts of loan capital, but when the global economy worsened, the use of loan capital in Estonia dried up.

Most importantly, in the last three years the economy in Estonia has begun to stabilize and the use of loan capital has begun to increase. All of this gives hope for stable economy and development of companies.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, TEEDU PEDARU

(sünnikuupäev: 25.05.1989)

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

“Laenukapitali kasutamine Eesti ettevõtetes”,

mille juhendaja on Priit Sander

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
 - 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
 3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, **28.05.2013**