

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Erik Vipre

HEURISTILISED VÕTTED ETTEVÕTTE KAPITALI
PAIGUTAMISE OTSUSTES

Bakalaureusetöö

Juhendaja: nooremteadur Kristjan Pulk

Tartu 2023

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

Sisukord

Sissejuhatus.....	4
1. Kapitali paigutamise ja heuristikute teoreetiline taust	6
1.1. Kapitali paigutamise olemus ja teoreetiline taust	6
1.2. Heuristikute olemus ja teoreetiline taust.....	9
1.3. Kapitali paigutamise ja heuristiliste võtete varasemad uuringud	11
2. Heuristilised võtted ettevõtete kapitali paigutamisel – empiiriline analüüs	14
2.1. Empiirilise analüüsi valimi ja metoodika kirjeldus	14
2.2. Empiirilise uuringu analüüsi tulemused ja järeldused	22
Kokkuvõte.....	37
Viidatud allikad.....	40
Lisad.....	47
Lisa A. Intervjuude üldine kava.....	47
Lisa B. Uuringute ülevaade.....	52
Summary	53

Sissejuhatus

Viimaste aastate jooksul on ettevõtted pidanud silmitsi seisma mitmete globaalsete kriisidega, mis on nõudnud paljudelt osavat kohanemist, tegevuste ümberkorraldamist ja muutuvates olukordades kiirete otsuste langetamist (Röglinger et al., 2022). Seetõttu on rohkelt tähelepanu saanud lood ettevõtetest, kes on tervise-, julgeoleku- ja energiakriisi kontekstis pidanud veelgi rohkem rõhku panema sisemistele protsessidele, et olla väliste vapustuste eest kaitstud (Soluk, 2022).

Erinevates kapitali paigutamist puudutavates artiklites ja õpikutes on levinud tendents välja tuua legendaarse investori Warren Buffeti asjakohaseid tsitaate (Mauboussin et al., 2016; Faery et al., 2021; Mauboussin & Callahan, 2022). Kuigi antud tava võib muutuda trafaretseks, tunneb autor, et allolev tsitaat võtab hästi kokku kapitali paigutuse olemuse ja juhatab töö heast lähtekohast sisse.

Berkshire Hathaway investoritele suunatud 1987. aastat kokkuvõtvast kirjas ütleb Buffett, et:

„Enamik ülemusi tõusevad tippu, sest nad on silma paistnud valdkondades nagu turundus, tootmine, inseneeria, juhtimine või ka institutsionaalne poliitika. Kui neist saavad tegevjuhid, seisavad nad aga silmitsi uute kohustustega. Nüüd peavad nad tegema kapitali paigutamise otsuseid - oluline töö, millega nad pole pruukinud kunagi kokku puutuda ja mida pole kerge mõista. Liialdades võib öelda, et see on samaväärne sellega, kui ääretult andeka muusiku viimane katsumus pole mitte Carnegie Hallis esinemine, vaid Föderaalreservi juhtimine.“ (Buffett, 1988)

Seega on üks ettevõtte finantsjuhtimise võtmekomponente kapitalipaigutus - protsess, mille käigus määratakse ettevõtte tegevusega akumulunud ressursside optimaalne jaotus, et saavutada lühi- ja pikaajalisi strateegilisi, finantsilisi ja muid väärtusloomet puudutavaid eesmärke (Mauboussin & Callahan, 2022; Garruto et al., 2021) Kapitali suboptimaalse jaotusega võib kaasneda ettevõtte omakapitali tootlikkuse vähenemine, piiratud kasvuvõimalused, suurem äririsk ja teised negatiivsed tagajärjed (Saalmuller, 2022), mille tõttu võib antud teemat pidada eluliselt oluliseks, et tagada ettevõtte eksistents ja jätkusuutlikkus.

Tänaused juhid teevad üha rohkem otsuseid täpsema analüütika ja andmete põhjal ning on teadlikumad erinevatest kognitiivsetest nihetest (Smet et al., 2017), kuid sellest hoolimata ei ole tunda, et kapitali paigutamise valdkonnas ülemäära kindlatel otsustusraamistikel baseerutakse – erinevate uuringute andmetel peavad 80% finantsjuhtidest oma

kapitalipaigutuse protsessi ebapiisavaks ja üle poolte arvavad, et nende kasutatav kapitali paigutamise strateegia tuleb täielikult ümber mõelda (Garruto et al., 2021).

Kuna üldiselt pole ettevõtete juhtkondadel võimalik langetada otsuseid stressivabas, piiramatult ajaressursiga oludes, ei saa juhid põhineda vaid kaalutletud ja läbimõeldud otsustel, kapitali paigutamise puhul näiteks bilansi- ja kasumiaruande lugemisel, riski- ja kulu-tulu analüüsil ja erinevate valemite rakendamisel. Tihti lähtuvad juhid heuristikutest – rusikareeglitest, millega tullakse kiiresti toime keeruliste olukordadega, kuid mis võivad endaga kaasa tuua mitmeid eksimusi (Gál et al., 2013). Kuigi kvaliteetsete ja kiirete otsuste osas on ettevõtetes pidev dilemma, on kvaliteetsed otsused kiiretest levinumad (Aminov et al., 2019).

Heuristilisi meetodeid on uuritud mitmete valdkondadega seoses, kaasa arvatud majandusteaduses ja juhtimisalastes küsimustes. Eestis on viimaste aastate jooksul läbi viidud mitu head majandus- ja ärikorraldusala heuristikute uurimust, peamiselt Tallinna Tehnikaülikooli ja Tartu Ülikooli tudengite seas. Uuritud on näiteks heuristikute mõju otsuste tegemisel organisatsioonis (Post-Tammela & Siirde, 2018), heuristikute rolli personali valikul (Karilaid, 2021) ja käitumuslike tegurite mõju Eesti aktsiainvestorite investeerimisotsustele (Morozov, 2020). Empiirilistes osades on üldiselt tuvastatud levinuid heuristikute kasutamist ja kognitiivseid nihkeid. See-eest ei ole Eestis ega terves maailmas saanud nii palju teaduslikku tähelepanu kapitali paigutamise ja heuristiliste võtete omavahelised seosed ja on vähe infot selle osas, millist rolli võivad heuristikud kapitali paigutamise otsustes mängida. Veel enam, lisaks üldiste teadmiste täiendamisele võiks antud teemade uurimine Eesti ettevõtete seas aidata tuvastada ka potentsiaalseid keskkonnast, kultuurist jt muutujatest tulenevaid erisusi, mis siinseid juhte mõjutada võivad.

Bakalaureusetöö eesmärk on Eesti ettevõtete näitel välja selgitada heuristilised võtted, mida kapitali paigutamise otsustes kasutatakse. Eesmärgi saavutamiseks on püstitatud järgnevad uurimisülesanded:

- Anda ülevaade kapitali paigutamise teoreetilisest käsitlusest;
- Tutvustada heuristika teoreetilist käsitlust;
- Anda ülevaade varasematest empiirilisest töödest, milles uuritakse heuristilisi võtteid ettevõtte kapitali paigutamise otsustes;
- Viia läbi ettevõtete juhtivate isikutega intervjuud, et uurida nende kapitali paigutamise otsuseid;

- Tuvastada ja analüüsida ettevõtete kapitali paigutamisel esinevaid heuristikuid;
- Uurida ja analüüsida eksperimendis vastuste kaudu juhtide tendentsi lähtuda heuristikutest;

Antud töö koosneb kahest osast: teoreetilisest ja empiirilisest. Teoreetilises osas selgitatakse heuristikute olemust ja erinevaid liigutusi, kapitali paigutamise olemust ja meetodeid ning tutvustatakse eksisteerivat kirjandust heuristiliste võtete osas kapitali paigutamise kontekstis. Olemasoleva kirjanduse uurimine ja analüüsimine aitab luua hea aluse, et läbi viia iseseisev empiiriline osa. Empiirilise osa eesmärk on intervjuude kaudu tuvastada ettevõtete juhtide kasutatavaid meetodeid ja strateegiaid kapitali paigutamise otsustes. Lisaks uuritakse eksperimendi käigus esitatud olukordade ja ülesannete vastuste kaudu, millised heuristikud juhtide tegevustes esinevad.

Märksõnad: heuristikud, kapitali paigutamine, kognitiivsed nihked

1. Kapitali paigutamise ja heuristikute teoreetiline taust

1.1. Kapitali paigutamise olemus ja teoreetiline taust

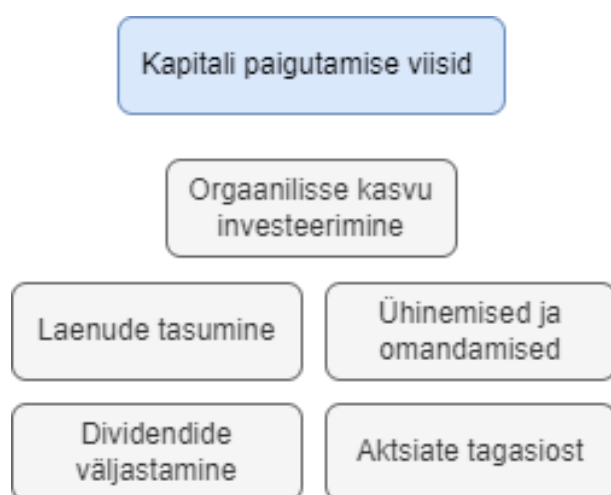
Käesolevas alapeatükis selgitab autor kapitali paigutamise olemust, tutvustab kapitali paigutamise teoreetilist tausta ja kirjeldab erinevaid strateegiaid ja meetodeid, kuidas ettevõtte kapitali paigutamist läbi viivad.

Nagu sissejuhatuses mainitud, määratakse kapitali paigutamise käigus ettevõtte ressursside optimaalne jaotus, et saavutada lühi- ja pikaajalisi strateegilisi, finantsilisi ja muid väärtusloomet puudutavaid eesmärke (Mauboussin & Callahan, 2022; Garruto et al., 2021). Ettevõtte juht või finantsjuht peab otsustama, mil viisil ja kuhu teenitud kapital kasumi, tulevase edu ja aktsionäride rahulolu maksimeerimiseks suunata. Suures pildis tähendab kapitali paigutamine pidevat alternatiivkuluga ehk teiste parimate valikutega arvestamist (Mauboussin & Callahan, 2022) ja juhid peavad leidma tasakaalu ettevõtte igapäevast toimimist puudutavates kulutustes, kasvuvõimaluste saavutamiseks vajaminevates väljaminekutes ning potentsiaalselt tootlikes investeeringutes (Alsdorf & Schuldenfrei, 2018). Veel enam, kapitali paigutamist puudutavad otsused sõltuvad tihti ettevõtte kasvufaasist – uue ettevõtte puhul pole tihti mõistlik ega võimalik teenitud ressurssidega midagi muud teha kui need ettevõttesse tagasi suunata, see-eest on kindlaks kujunenud turuosaga ettevõtetel

näiteks parema kapitaliseerituse ja kahanevate tulude seadusest tulenevalt rohkem valikuid, kuhu kapital paigutada (Barnes et al., 2021).

Kapitali paigutamist peetakse keeruliseks protsessiks, milles nähakse suurt vajadust isiklikuks arenguks ja muutusteks. Vähem kui pooled finantsjuhid tunnevad, et nende kapitali paigutamise strateegia kaudu suudavad nad edukalt täita ettevõtte aktsionäride kogutulu täitmise eesmärgid. Veidi üle pooled ettevõtete finantsjuhid nendivad, et nende kapitali paigutamise kriteeriumeid ei rakendata järjekindlalt, mida võib kirjeldada ka teatud kognitiivsete nihete esinemine. (Garruto et al., 2021)

Kuigi kapitali paigutamise viise on mitmeid, jagatakse need levinult viieks peamiseks (vt joonis 1).



Joonis 1. Kapitali paigutamise viisid

Allikas: (McCullum & Reynolds, 2022).

Orgaanilisse kasvu investeerimine kujutab endast ettevõttesse reinvesteeringut ja raha suunamist erinevatesse osakondadesse, et tõhustada sisemisi protsesse, viia läbi uurimis- ja arendustegevust ja võimaldada ettevõttel edendada uusi potentsiaalseid ärisuundasid. Sisemiste investeeringute tasuvus on üldiselt pikaajalise vaatega ja juhtkonna otsuseid mõjutab tugevalt üksuse või tegevuse võimekus reinvesteeringult kapitalilt suuremat tootlust teenida. (Mauboussin et al., 2016; CFO hub, 2022; McCullum & Reynolds, 2022)

Laenude tasumine aitab tagada parema laenu- ja omakapitali suhte ja muuta ettevõtte finantsseisund väliste mõjude osas kindlamaks. Kuna laenukapital on sisemistest rahavoogudest kallim, on laenude enneaegne tasumine tihti üks ettevõtete peamisi ja konservatiivsemaid kapitali paigutamise allikaid. Laenude enneaegse tasumise oluline

määraja on kehtiva interessimäära seis. Jõulisema arengu tagamiseks on ettevõtetel võimalik sisemise kasvu asemel oma turukapitalisatsiooni, turuosa ja mastaapi kasvatada ka teiste äriühingutega ühinemiste ja omandamiste abil. Kuigi antud meetod on eesmärkide täitmiseks kiire, on ta alternatiividega võrreldes kulukas ja esindab endas informatsiooni asümmeetria ohte ning finants- ja ajaressursi kulutamise riske. (Mauboussin et al., 2016; Saalmuller, 2022; Ahern, 2021)

Kaks viimast meetodit, mis on suunatud suurelt aktsionäridele, on dividendide väljastamine ja aktsiate tagasiost. Dividendide tasumine viitab ettevõtte heale käekäigule ja võimaldab osanikke aktsia omamise eest premeerida. Aktsiate tagasiost tagastab sarnasel viisil ettevõtte osanikele raha, kuid seda kaudsemal ja üldiselt kuluefektiivselt viisil – aktsiate tagasiostul konkreetsed aktsiad elimineeritakse ja seeläbi tõuseb teiste osakute väärtus. Sarnaselt dividendidele on aktsiate tagasiost üldiselt sõnum ettevõtte heast rahalisest seisundist ja kindlusest tuleviku osas. (Mauboussin et al., 2016; Ahern, 2021, CFO hub, 2022)

Oluline faktor kapitalipaigutuse valdkonnas on nn sisemiste kapitaliturgude (*internal capital market*) eksisteerimine. Kui väliste kapitaliturgude puhul ei oma ressursse väljastav ettevõtte üldiselt kontrolli kapitali kasutamise osas, väljastatakse sisemistes kapitaliturgudes vahendeid ühe ettevõtte erinevate osakondade ja üksuste, samuti ema-ja tütarfirmade vahel. Sisemiste kapitaliturgude abil suunab juhtkond või kontrolliva ettevõtte peakontor äritegevusega tekitatud kapitali ja vahendeid erinevatele projektidele ja osakondadele-tütarettevõtetele, olenevalt vajadusest ja eesmärkidest. (Stein, 1997)

Eesmärged võivad mõjutada mitmed kriteeriumid, Busenbark et al., (2017) on oma kapitali paigutamise kirjandust agregeerivas artiklis toonud välja kriteeriumite näidetena konkreetse majandusharu või äriüksuse omadusi, (Bardolet et al., 2011), kasvueesmärged (Arrfelt et al., 2015) ja soovi luua üksustevahelisi sünergiaid (Bower & Gilbert, 2005), samuti soovi vähendada ettevõtte riskiprofiili, et suurendada tulusid. (Busenbark et al., 2017)

Stein (1997) leiab oma mudelis, et peakontorid teevad vahendeid jagades tihti omakasupüüdlikkusest tulenevalt häid, kasumit maksimeerivaid otsuseid.. Sarnaste tulemusteni on jõudnud mitmed uuringud, näiteks Buchuk et al., (2020) leiavad, et suurettevõtete ja firmasisesse kapitali ümberpaigutamise tulemusena suudavad kontrollivad üksused täpselt ja selgelt kapitali paigutada (Buchuk et al., 2020).

Kapitali paigutamise hindamiseks on mitmeid meetodeid ja mudeleid, erinevate meetodite kasutus sõltub sealhulgas ettevõtte eesmärkidest, sisemise kapitalituru oludest, samuti ettevõtte tegevusvaldkonnast ja juhtide personaalsetest lähenemisnurkadest. Levinud

hindamismeetoditeks on näiteks sisemine tasuvusmäär (IRR) ja investeeringute nüüdispuhasväärtus (NPV), mille puhul võetakse arvesse raha ajaväärtust ja rahavooge. Riskiga korrigeeritud tulusus RAROC võtab arvesse erinevate projektide riskimäärasid ja tasuvusaeg kirjeldab ajahulka, mis kulub, et investeering tagastaks tehtud investeeringu summa. Dhaene et al., 2012)

Busenbark et al., (2017) toovad välja mitmeid motiive, miks esineb ka kindlate kapitali paigutamise otsuste kontekstis nihkeid. Näiteks Stein (1997) põhjal on levinud nn võitja valimine (*winner picking*) – peakontorist kapitali suunamisel saab osutuks see projekt, mis on varasemalt tulus olnud. Lisaks korraldatakse kapitalipaigutust ümber, et saavutada väliste vapustuste eest hajutatus ja sel viisil tagada firma pidev töökord (Lang & Stulz, 1994; Busenbark et al., 2017)

Esimeses alapeatükis kirjeldas autor kapitali paigutamise viise ja sisemiste kapitaliturgude olemust, millega seotud kognitiivseid nihkeid ja heuristikuid avatakse täpsemalt järgnevates alapeatükkides.

1.2. Heuristikute olemus ja teoreetiline taust

Teises alapeatükis annab autor ülevaate heuristikute olemusest ja teoreetilisest taustast. Autor toob välja levinumad heuristikud, mis ka otsustamise ja kapitali paigutamise valdkonnas asjakohased on.

Kui klassikalise ja neoklassikalise majandusteaduse alustalaks on käsitlus inimestest kui üdini ratsionaalsetest, vastandus peavoolule Herbert A. Simon, iseloomustades inimeste piiratud ratsionaalsust - kuna inimesed kogevad erinevaid kognitiivseid nihkeid, mõjutusi ja sotsiaalseid piiranguid, ei saa nad kunagi olla täielikult ratsionaalsed. (Frankenfield & Clarke, 2022). Simonit täiendanud Kahneman ja Tversky tuvastasid mitmeid tänaseks tuntud heuristikute tüüpe ja neid põhjustavaid kognitiivseid nihkeid, mis inimeste otsustamist negatiivselt mõjutavad. (Smith, 2022)

Tversky ja Kahneman kirjeldavad 1974. artiklis „*Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*“, et inimeste otsused ei põhine suurelt mitte kaalutletud, põhjalikult analüüsitud järeldustel, vaid hoopis heuristikutel – kiiretel otsustel, mida saab kasutada siis, kui aeg on piiratud või info on puudulik. Heuristikud põhinevad kogemustel ja varasemalt õpitud informatsioonil. See tähendab aga, et tegemist on kahe teraga mõõgaga, sest heuristikuid kasutades võivad inimesed enesele teadmata olla kallutatud või kasutada eelarvamusi, mis põhjaliku analüüsi puhul ei esineks. (Tversky & Kahneman, 1974) Heuristikuid on laialdaselt ja populaarteaduslikus võtmes kutsutud ka „rusikareegliteks“ ja

„mentaalseteks otseteedeks“ probleemide lahendamisel, käsitus, mis on saanud mõningast kriitikat (Shah & Oppenheimer, 2008)

Üks tuntumaid ja avalikumaid Kahnemani ja Tversky kriitikuid on ka Gerd Gigerenzer, kes omab heuristikute olemuse tõlgendamisel kohati kardinaalselt erinevaid vaateid. Näiteks vaidleb Gigerenzer, et on vale määratlada teatud kognitiivseid nihkeid kui vigasid või eksijäreldusi ning Kahneman ja Tversky lähtuvad inimeste mõtlemist kirjeldades liigsetest lihtsustustest ning pessimismist. Gigerenzi nägemusel ei saa üksikjuhtumite hindamisel lähtuda normidest ja arvab, et me peaksime mõtlema ratsionaalsusest pigem kui vahendist, mis ei ole loogikareeglitega kooskõlas. (Collins, 2019)

Kahneman (2003) nägemusel töötab inimeste aju kahel süsteemil. Esimene, intuitsioonil põhinev süsteem on kiire ja automaatne, see ei nõua pingutust ja esimese süsteemi otsused toimuvad iseenesest, mille tõttu on neid ka keeruline muuta. Teine, arutlusel ja mõttel põhinev süsteem on aeglane, kontrollitud ja ratsionaalne. Just pingutus on antud käsitluses võtmesõna – kui pingutust nõudvad protsessid võivad üksteist segada, siis pingutusevabad ja sundimatult esinevad protsessid võivad toimuda segamatult ja korraga. (Kahneman, 2003)

Levinumateks heuristikuteks peetakse esindatavuse, kättesaadavuse ja ankurdamise heuristikut. Esindatavuse heuristik aitab hõlbustada tõenäosust puudutavate otsuste langetamist ja hinnangute andmist läbi stereotüüpide ja objektidele määratud omaduste. Esindatavust kutsub esile vaatlusaluste objektide sarnasus, mis loob inimestes kahe või mitme objekti vahel seosed, kuigi reaalsuses ei pruugi nende asjade, inimeste või nähtuste vahel loogilisi seoseid eksisteerida. (Tversky & Kahneman, 1974) Sarnaselt viitab Shah ja Oppenheimer (2008), et esindatavuse heuristik lähtub klassidest ja nende prototüüpidest, mida vaadeldava objektiga võrreldakse. Esindatavuse heuristiku näiteks tuuakse olukord, kus isikule kirjeldatakse mingit ettevõtet väga heas valguses ja palutakse seejärel hinnata selle tulevast kasumit. Kuigi kasumi teenimise ja positiivse kirjelduse vahel puudub seos, on inimestel tendents intuiitiivselt neid kahe üksteisest eraldi eksisteerivat nähtust seostada. (Tversky & Kahneman, 1974)

Kättesaadavuse heuristikut kirjeldatakse kui viisi, mil sündmuste tõenäosust hinnatakse läbi nende esinemise sageduse. Inimestele meenuvad kiiremini objektide omadused, mis nende elus tihedamini esinevad ja nende elus kättesaadavamad, asjakohased on. Järjekordselt on tegemist meetodiga, mis hõlbustab kiirete otsuste langetamist, kuid millega võivad kaasneda vead ja kognitiivsed nihked. (Tversky & Kahneman, 1973) Levinud näide kättesaadavuse heuristikust on investeerimisteenuseid pakkuva Franklin Templetoni

küsitlus, mille raames uuriti aktsiaindeksite tootlust finantskriisi järgsetel aastatel. Tõsiasi, et peamised aktsiaindeksid olid näidanud tugevaid taastumismärke, ei olnud oluline, sest investorite tajus oli tolle hetkeni finantskriisist tugevasti mõjutatud. (Franklin Templeton Investments, 2012)

Kahneman ja Tversky kirjeldavad, et ankurdamise heuristik on kognitiivne nihe, mis esineb, kui inimesed toetuvad otsuste tegemisel liigselt esimesele informatsioonile. See tähendab, et uue informatsiooni ilmnemisel ei tehta piisavalt korrektiive ja esmane info mõjutab arvamust edasi. Esmane informatsioon võib olla tuntav läbi küsimuse kui ka olla osa primaarsest arvutus- või arutuluskäigust, tulemus on sama – inimesed ülehindavad esmase informatsiooni mõju ja jäävad sellepoolse mõju alla. (Tversky & Kahneman, 1974) Näited ankurdamisest on levinud läbirääkimiste kontekstis – tööintervjuul palganumbrit kokku leppides lähtutakse alati esimesest välja öeldud summast. Kuigi reaalsuses võib intervjuueeritav antud summat pidada liiga väikeseks, ei alusta ta läbirääkimist enda palju kõrgemast ootusest, vaid üritab koheselt vastaspoolega keskel „kohtuda“. (Shonk, 2022)

Heuristikuid ja otsustamist silmas pidades tuleb eraldi kirjeldada läbivat nähtust, mis heuristikute kasutamise veaohhtlikuks teeb – kognitiivsed nihked. Need on kõrvalekalded ratsionaalsest käitumisest (Pulk & Vadi, 2020) ja mõtlemisel esinevad vead, mis tulenevad aju püüdlusest probleemi kiiresti lahendada. Selliste eelarvamuste korral võivad inimeste arusaamad, hinnangud ja otsused olla mõjutatud viisil, mis ei allu otseselt loogikale või erinevatele normidele, näiteks olla mõjutatud esimesest kuuldu numbrist või infokillust. (Kahneman, 2003; Tversky & Kahneman, 1973). Kognitiivsed nihked ehk ekslikud hindamismustrid esinevad kõikjal ega pole seotud vaid kindlate gruppidega – nihked esinevad akadeemias, era- ja riigisektoris ega sõltu inimese intelligentsist (Tversky & Kahneman, 1974)

Teises alapeatükis tutvustas autor heuristikute olemust ja nende teoreetilist tausta. Heuristikud seonduvad hästi kapitali paigutamisega, kuna paigutamise otsuste puhul on keeruline (kui mitte võimatu) hoiduda kognitiivsetest nihetest ja kallutatusest.

1.3. Kapitali paigutamise ja heuristiliste võtete varasemad uuringud

Kolmandas alapeatükis annab autor ülevaate varasematest uuringutest, mis hõlmavad kapitali paigutamise ja heuristiliste võtete omavahelisi seoseid. Varasemate uuringute analüüs ja kaardistamine on oluline, et teha ettevalmistusi empiirilise osa korraldamiseks ja läbiviimiseks.

Kui heuristilisi võtteid on majandusteaduses ja juhtimisalastes küsimustes tänaseks juba üsna palju uuritud (kuigi kindlasti on tegemist valdkonnaga, mis vääraks autori

hinnangul rohkem akadeemilist tähelepanu), ei saa sama öelda ettevõtte kapitali paigutamise ja heuristikute osas, mille osas teadustööd selgelt napib. Levinumad on uuringud eraisikute isikliku kapitali ja varade jaotamisel portfellis, näiteks (DeMiguel et al., 2009) leiavad, et eraisikutest investorite seas on levinud $1/n$ reegel, naiivse diversifitseerimise heuristik, mille raames jagatakse ilma suurema analüüsita summa võrdsele kõikide portfellis sisalduvate varade (näiteks aktsiate või fondide) vahel. Sarnaselt on antud valdkonna üks populaarsemaid artikleid Richard H. Thaleri ja Shlomo Benartzi poolt, kes uurisid eraisikute pensionifondide sissemakseid ja varade jaotust ning tuvastasid, et üldine ja naiivne diversifitseerimine on laialdaselt levinud (Benartzi & Thaler, 2001). Siinkohal pean kohaseks välja tuua tõsiasja, et eelmainitud kirjandusega tutvumise järel on autor ka isiklikus investeerimistegevuses tuvastanud märke naiivse diversifitseerimise heuristikust, mis on tingitud küll soovist hajutada investeringuid erinevate varaklasside, riikide ja sektorite vahel, kuid mis on kohati vähendanud niigi hajutatud portfellis liigselt nende investeringute osakaalu, mida autor hindab potentsiaalselt tulusamaks.

Naiivse diversifitseerimise praktika ei esine aga ainult eraisikute investeerimisportfellide optimeerimises ja hajutamise alusel uurisid (Bardolet et al., 2011) korporatiivset kapitali paigutamist erinevate üksuste ja seotud firmade vahel. Autorid leidsid, et juhid suunasid pidevalt edukamate üksuste loodud kapitali halvema sooritusega üksustele, sisuliselt viies tugevamate arvelt läbi nõrgemate üksuste subsideerimist. Autorid leiavad, et üksuste kogus mängib kapitali eraldamisel ja jaotamisel rolli, sest juhtidel, nagu kõikidel inimestel, on kognitiivne kalduvus jagada olemasolevate võimaluste vahel vahendeid ühtlase kaaluga. See tähendab, et sisemistel kapitaliturgudel toimuvad allokatsioonid tihti ka võrdsetel alustel, kuigi üksused võivad teineteisest kardinaalselt erineda. (Bardolet et al., 2011)

Bardolet et al (2011) viitavad mitmetele uuringutele, kus sarnast ristsubsideerimist uuritud on, näiteks (Berger & Ofek, 1995) leidsid, et liigne kapitali hajutamine ettevõtete üksuste vahel viib keskmiselt 14% väärtuskaduni. Olemasolev kirjandus kinnitab, et madalama kasvupotentsiaaliga üksustesse investeerimine vähendab terve ettevõtte resultatiivsust ja eraldades vahendeid vastavalt üksuste või ettevõtete edule (*winner picking*) saavutati terve ettevõtte peale suuremat edu (Arrfelt et al., 2015). Antud meede on aidanud luua väärtust ka olukordades, kus muud olud ettevõttes on olnud ebasoodsad (Stein, 1997). Bardolet et al (2011) tuvastavad äriüksustele allokeeritava kapitali vähenemist, kui ettevõttel on rohkem üksuseid, mille vahel vahendeid jagada, mille osas saab jälle tuua paralleele Benartzi ja Thaleri 2009. aasta uuringuga. Peakontoritel või jagavatel organitel on levinud

kognitiivne nihe jaotada üksustele kapitali läbi $1/n$ valemi (n kujutab üksuste arvu), kuigi küsitlustes nad ise seda kalduvust ei tunneta, selle asemel peetakse peamisteks meetoditeks sisemist tasuvusmäära, käivet ja tajutud kasvupotentsiaali. Veel on oluline välja tuua, et kapitali paigutamise nihked ei kehti kõikjal samamoodi – tendents erineb näiteks teise geograafilisse piirkonda ja sama asukoha, kuid erineva osakonna üksusele vahendeid allokeerides. (Bardolet et al., 2011)

Huvitav on ka ettevõttesisese poliitika, kliima ja suhete mõju juhtide kapitali eraldamise otsustes. Kui ettevõttel tekib vajadus finantsaasta jooksul kapitali ümber paigutada, mõjutavad otsuseid ka algse paigutuse ja eelarve koostamise jooksul esinenud sündmused. Kui algse eelarve formeerimisel viidi teatud osakondade või isikute poolt läbi jõulisemat surveavaldust või lobitööd, et omandada rohkem vahendeid, üritatakse kapitali ümberpaigutamisel selliseid kõrvalekalduvusi korrigeerida. (Grabner & Moers, 2021)

Paljudes ettevõtetes kasutatakse lisaks nüüdispuhasväärtuse, rahavoogude, kohustiste ja muude kvantitatiivsete andmete arvestamisele kapitali paigutamisel ka kõrgema juhtkonna „kõhutunnet“ – otsuseid langetakse vastavalt liikmete tajule ja tunnetusele projektide atraktiivsuse, üldiste majandusolude ja teiste muutujate osas. Kõhutunde usaldamise prevalentus on oluline faktor, sest see tähendab, et juhid võivad olla mõjutatud erinevatest faktoritest ja langetada otsuseid heuristikute abil, mis reaalsuses põhinevad kognitiivsetel nihetel või andmetel, mis pole vastavuses reaalsusega. Sellised intuitsioonil põhinevad otsused on levinumad ebakindlatel aegadel ja on tunduvalt levinumad väiksemates, börsil noteerimata ettevõtetes – erinevate andmete põhjal langetavad lausa 49% väikeettevõtete juhte otsuseid kõhutundel. (Graham et al., 2015) Antud tulemused loovad positiivse baasi asjaolule, et empiirilises pooles on intervjueeritavad juhid on samamoodi börsil mittenoteeritud ettevõtetest. Valimi rikastamiseks on intervjuud aga läbi viidud nii mikro-, väike-, keskmise kui ka suurettevõtetega.

Kapitali paigutamisel on levinud nihked seotud liigse optimismiga, liigse kallutatusega kindla eksperdi arvamusel ja raamistamisega. Autor toob allolevas tabelis Capital Allocation (2018), Sharot (2011), Dror (2020) ja *Framing Effect* (2023) põhjal välja nihete tüübid, neid iseloomustavad omadused ja võimalused nihete vältimiseks.

Tabel 1

Erinevad kapitali paigutamise seotud nihked ja näited

Nihke tüüp	Esinemise viis	Vältimisvõimalused
Optimisminihe	- Liigne enesekindlus hinnangute andmisel - Positiivsete juhtumite ülehindamine - Narratiivide eelistamine üle andmepunktide	- Ennustuste ja reaalsete tulemuste kõrvutamine - Isiklike tõekspidamiste eemaldamine otsustusprotsessist - Varasemast edu kõrvaleseadmine
Eksperdinihe	- Kindlal otsustajal tuginemine - Varasemate tulemuste jälgendamise püüdlus - Liigne enesekindlus otsuste langetamisel	- Andmete, soovitude omandamine mitmetelt kvalifitseeritud isikutelt - Varasemate tulemuste jälgendamise ignoreerimine
Raamistamine	- Üksikutest omadustest lähtumine otsuse langetamisel - Erineva nurga alt esitatud info analüüsimata jätmine	- Mitmete asjakohaste pidepunktide kasutamine - Langetada kapitali puudutavaid otsuseid suure pildina, mitte juhtumipõhiselt

Allikas: Autori koostatud ja kujundatud Capital Allocation (2018) baasil, täiendades Sharot (2011), Dror (2020) ja *Framing Effect* (2003) allikatega.

Kolmandas alapeatükis andis autor ülevaate kapitali paigutamise ja heuristiliste võtete varasematest uuringutest, sidudes kahes esimeses alapeatükis tutvustatud teemad üheks tervikuks.

2. Heuristilised võtted ettevõtete kapitali paigutamisel – empiiriline analüüs

2.1. Empiirilise analüüsi valimi ja metoodika kirjeldus

Allolevas peatükis kirjeldab autor bakalaureusetöö empiirilist osa ja toob välja uurimise metoodilise tausta ning läbiviimise kava.

Bakalaureusetöö empiirilises osas toetub autor varasematele uuringutele ja eksisteerivale kirjandusele, et viia läbi intervjuud ettevõtete juhtidega ning uurida nende kapitali paigutamise meetodeid ja põhimõtteid. Lisaks uuritakse eksperimendi käigus esitatud olukordade ja ülesannete lahenduskäikude kaudu, milliseid heuristikuid võib juhtide tegevustes kohata. Intervjueeritavate hulk peaks tagama piisavalt suure valimi, et anda

tulemustest adekvaatne ülevaade. Uuringu läbiviimiseks kasutab autor kvalitatiivseid uurimismeetodeid, andmed hangitakse intervjuude abil ning empiirilise osa raamistiku loomisel aitavad varasemalt läbiviidud uuringud. Intervjuu ja katse autoripoolne korraldamine annab hea võimaluse saada täpselt seda infot, mis antud töö pealkirja olemust arvestades asjakohane on.

Heuristikute uurimisel on meetoditena muuhulgas kasutusel küsitlused, intervjuud ja katsed, samuti ka kvantitatiivsed lähenemised (vt lisa B). Autor otsustas küsitluse ja katse kasuks, kuna see võimaldab analüüsida uuritavate vastuseid nii sõnades kui tegudes. Lisaks aitab see saavutada vahetuma suhtluse uuritavaga ja vajadusel võimaluse vastuseid täpsustada. Kuigi autor kaalus esmalt intervjuude ja eksperimendi läbiviimist eraldi – intervjuu tegevjuhtidega ja laborikatse tudengitega – otsustati katse ja intervjuu ühildada ja keskenduda vaid juhtidele, et töö pealkiri ja empiiriline uuring üksteisega paremini ühtiks. Arvestades intervjuueeritavate head kvaliteeti ja laia ampluaad tegevusvaldkondade ning mastaabi osas (väikeettevõtjatest suurettevõtjateni), tundus sobilik kaasata samad isikud ka katsesse.

Intervjuu viidi läbi poolstruktureeritud vormis, mis tähendas, et kuigi intervjuu kava ja küsimused laias laastus intervjuueeritavate vahel ei erinenud, tehti vastavalt ettevõtte olemusele, intervjuueeritava kogemustele või ajapiirangutele küsimuste prioriteetides või järjestuses jooksvaid muudatusi, et keskenduda peamiselt sellele infole, mis uuritava kontekstis kõige asjakohasem on. Lisaks andis poolstruktureeritud intervjuu tüüp võimaluse küsida avatud vormis lisaküsimusi või täpsustusi ning intervjuueeritavad ei olnud vastates surutud nii rangetesse raamidesse. Antud lähenemine õigustas end, kuna esines olukordi, kus uuritavad vajasisid, peamiselt kindlate heuristikute olemuse täpsustamisest või üsna spetsiifilistest küsimustest tingituna, mingisuguseid lisanäiteid või -kirjeldusi. Seega tagas poolstruktureeritud intervjuu tüübi valimine selle, et kokkuvõttes sai autor rohkem konkreetset infot, mis muul juhul oleks võimalusel jäänud edastamata.

Autori töös käsitletud ettevõtted ja juhid jäävad lähtuvalt osade uuritavate soovile anonüümseks. Otsus viia intervjuud läbi anonüümses vormis langetati üsna varakult, kuna osad juhid eelistasid kapitali paigutamist puudutavate otsuste kui potentsiaalselt ettevõtte siseinfo avaldamist esitada pigem anonüümselt. Autorile antud lähenemine sobis, kuna töö eesmärk ei nõua ettevõtjate seisukohtade ja nimede sidumist. Kuigi kõikidel juhtidel sarnast anonüümsuse soovi polnud, otsustas autor ühtse vormi hoidmise nimel vaadelda uuritavaid samasugustena. Juhtidele kirjeldati enne intervjuu läbiviimist uuringu eesmärki ning saadi nõusolek intervjuu anonüümsele läbiviimisele ja salvestamisele. Kuigi teatud intervjuudes

võisid sisalduda mõned ettevõttesiseseks kasutamiseks mõeldud infokillud finantsandmetest, sisemistest protsessidest ning muust sarnasest äriteabest, oli autori isiklikul hinnangul sellise sisu osakaal koguinfost selgelt marginaalne.

Intervjuu ja katse korraldamise protsess algas uuritavate leidmisega. Autor lähtus intervjueeritavaid valides soovist leida selliseid uuritavaid, kes viivad autori subjektiivse tõlgenduse põhjal keskmiselt tihedama intervalli tagant kapitali paigutamise otsuseid läbi. See tähendas, et kohati võivad autori kriteeriumite alusel olla eelistatud näiteks tootmisettevõtted üle haldusfirmade või veebipõhiste jaemüüjate, kuna esimese juhul tehakse tõenäoliselt sagedamini bakalaureusetöö kontekstis käsitletavaid kapitali paigutamise otsuseid (seadmed, hooned), mis äri skaleerimisel möödapääsmatud on. Sellest hoolimata kaasati tahtlikult erineva suurusega ja tegevusalaga ettevõtteid, sest autori eesmärgiks oli saada võimalikult lai pilti ja omandada ka parem arusaam ettevõtete igapäevasest tegevusest.

Kõikide töös esindatud juhtidega on autoril mingisugune otsene (isiklik kokkupuude) või kaudne (tuttava soovitus) seos. Võõraste ettevõtete juhtidega kontakteerumine intervjueeritavaid ei taganud, mis tuleneb autori nägemusel kolmest asjaolust: 1) juhid on tõenäolisemalt vähem aldis jagama avatult oma kapitali paigutamise strateegiaid isikutega, keda nad ei tunne, 2) intervjuus osalemine nõuab rohkem ajalisi ressursse, kui näiteks veebiküsitluse täitmine ja 3) heuristiliste võtete termini vähene teadlikkus, olgugi, et selle olemus oli kirjas lühidalt lahti kirjutatud, võib tekitada teatud juhtides eksiarvamust, et tegemist on keerulisema kontseptsiooniga kui reaalsuses.

Autor otsustas ettevõtteid määratleda ja tutvustada vaid nende üldise tegevusala ja suuruse põhjal, kuna arvestades paari ettevõtte kitsast tegevusvaldkonda ja suurt turuosa oleks täpsemat lisainfot (näiteks töötajate arv, käive või spetsiifilised tegevusvaldkonnad) esitledes võimalik luua potentsiaalseid seoseid. Ettevõtte suuruse määramisel otsustati kasutada laialt levinud liigitust, mis jagab firmad mikroettevõteteks, väikeettevõteteks, keskmise suurusega ettevõteteks ja suurettevõteteks (Justiitsministeerium, 2023). Antud liigitus võtab arvesse ühingu varasid, müügitulu ja keskmist töötajate arvu ning loob umbkaudsed piirid ettevõtete määratlemiseks.

Tabel 2

Ettevõtete kirjeldus

Ettevõte	Tegevusala	Suurus	Amet, omandisuhe
Ettevõte 1	Kinnisvara	Väikeettevõte	Juht, osanik
Ettevõte 2	Jäätmekäitlus	Suurettevõte	Juht
Ettevõte 3	Tootmine	Väikeettevõte	Juht, osanik
Ettevõte 4	Tootmine	Keskmise suurusega ettevõte	Nõukogu juht, osanik
Ettevõte 5	Tootmine	Väikeettevõte	Juht
Ettevõte 6	Tootmine	Väikeettevõte	Juht, osanik
Ettevõte 7	Tööjõu vahendamine	Keskmise suurusega ettevõte	Juht, osanik
Ettevõte 8	Hulgikaubandus	Väikeettevõte	Juht, osanik
Ettevõte 9	Elektriinstallatsioon	Väikeettevõte	Juht, osanik
Ettevõte 10	Kinnisvara	Väikeettevõte	Juht, osanik

Allikas: Autori koostatud, teatmik.ee ja Justiitsministeerium, 2023 toel.

Intervjuud viidi individuaalselt läbi kümne erineva juhiga videokõne ja silmast-silma vestluse vormis. Videokõne puhul toetas vestlust slaidiseanss, kus oli kuvatud parasjagu arutlusel olev küsimus koos võimalike abistavate märkmetega. Ühe ettevõtte puhul (ettevõte 8) esitati intervjuu küsimused, ülesanded ja selgitav tekst kirjalikus vormis, kuna juhil puudus võimalus kindlas ajavahemikus videokõnes osaleda. Intervjuude läbiviimist puudutav informatsioon on välja toodud tabelis 3. Juhtidele kommuniqueeriti enne uuringu algust, et intervjuu kestab olenevalt vastuste pikkusest ligikaudu paarkümmend minutit.

Tabel 3

Intervjuu läbiviimise vorm ja kestus

Intervjueeritav	Intervjuu vorm	Intervjuu kestus
Ettevõte 1	Videokõne	23 min
Ettevõte 2	Videokõne	33 min
Ettevõte 3	Videokõne	29 min
Ettevõte 4	Silmast-silma	24 min
Ettevõte 5	Silmast-silma	33 min
Ettevõte 6	Videokõne	53 min
Ettevõte 7	Videokõne	30 min
Ettevõte 8	Kirjalik	-
Ettevõte 9	Videokõne	32 min
Ettevõte 10	Videokõne	16 min

Allikas: Autori koostatud

Intervjuud transkribeeriti veebilehe www.tekstiks.ee abil, mis võimaldab kõnetuvastuse tehnoloogiat kasutades luua audiofailide põhjal automaatselt transkriptsioone¹ (Olev & Alumäe, 2022). Tulenevalt mõningasest audiofailides esinevast ebaselgest eneseväljendusest ja tehnoloogia piiratusest vajasisid kõik transkriptsioonid uuesti kuulamist ja paranduste tegemist, kohati oli vaja transkriptsioonid ka manuaalselt nullist üles kirjutada. Peale intervjuude korrastamist kuulati tekste uuesti ning eemaldati või tsenseeriti identifitseeritavad lõigud. Peale korrektuure sai vastuseid ja tõlgendatavat materjali kokku 68 lehekülje jagu. Seejärel koondati sarnased mõtted ja märksõnad koodideks ning kategoriseeriti ühisosad, mille alusel hakati tegema järeldusi. Töös rakendati juhtumiülese ehk horisontaalse analüüsi meetodit, käesoleva töö puhul vaadati korraga kõikide intervjuude sama küsimuse vastuseid ja loodi asjakohaseid seoseid (Veronika Kalmus et al., 2015). Avatud küsimustega intervjuu ja ettevõtete erinevast tüübist tingituna avaldusid tihti samad vastused erinevate küsimuste kaudu, mis tegi kohati korrektse kategoriseerimise keeruliseks.

¹ [Transkriptsioonide failid](#)

Tabel 4

Intervjuu küsimused ja jaotus

Heuristilised võtted ettevõtte kapitali paigutamise otsustes	Ettevõtete kapitali paigutamise otsused	1.1. Kui kindlad olete oma kapitali paigutamise oskustes skaalal 1-5?
		1.2. Kas tunnete, et Teie ettevõtte kapitali paigutamise strateegiad: 1) on piisavad 2) vajavad veidi kohendamist 3) tuleb täielikult ümber mõelda?
		1.3. Palun kirjeldage Teie ettevõtte lähenemist kapitali paigutamisele – mille alusel otsustate, kuhu ressursse paigutada? Mis on prioriteedid?
		1.4. Kas olete pidanud oma varasemast lähenemist või meetodeid kapitali paigutamise ümber mõtlema? Mis selleni viis?
		1.5. Milliseid meetodeid või mudeleid Te kapitali paigutamise tasuvuse mõõtmiseks kasutate?
		1.6. Kas teete kapitali paigutamise otsuseid üksinda või konsulteerite ka teistega? Kellega?
	Kapitali paigutamisel esinevaid heuristikud	2.1. Kas teete kapitali paigutamise otsuseid peamiselt statistika ja andmete või kõhutunde (pikaajaliste teadmiste) põhjal? Millal olete teinud kõhutunde põhjal?
		2.2. Kas olete pidanud tegema kapitali paigutamise otsuseid ebapiisava või ebaselge informatsiooni oludes ja hiljem tuvastanud protsessis vigu? Näiteks?
		2.3. Kas arvestate potentsiaalsete valikute hindamisel teadlikult võimalikke eelarvamusi või heuristikuid, mis võivad otsustusprotsessi mõjutada?
		2.4. Kas olete tuvastanud hetki, kus kapitali paigutamise otsus sai tehtud esmase info põhjal (hiljem otsust piisavalt korrigeerimata)?
		2.5. Kas olete tuvastanud hetki, kus kapitali paigutamise otsus sai tehtud Mingite stereotüüpide, määratud omaduste põhjal?
		2.6. Kas olete langetanud kapitali paigutamise otsuseid uudiste või sõprade/kollegide arvamustest lähtudes, mitte reaalsest seisust või andmetest? Näiteks?
		2.7. Oskate ise välja tuua heuristikut või kognitiivset nihet, mis on esinenud? Pöördumatute kulude pete?
	Kapitali paigutamise ja heuristikute katsed	1) Kasumliku ja kahjumliku projekti valiku ülesanne
		2) Aktsiate valimise ülesanne
		3) Ettevõtte kirjelduse tõlgendamise ülesanne

Allikas: Autori koostatud

Intervjuu ja katsed (vt tabel 4) koostati olemasolevale kirjandusele tuginedes, enne uuritava küsitlemise alustamist anti lühiülevaade töö olemusest ja olulistest terminitest. Kuigi intervjuudes põhineti üldiselt juhtide praegustele ettevõtetele, esines ka olukordi, kus näiteid toodi varasematest kogemustest või ametitest, kohati ka endast kui eraisikust. Kuigi selliste näidete puhul puudub seos töös käsitletava ettevõttega, soovis autor analüüsis ka neid vastuseid kaasata, kuna anonüümsuse tõttu puudub nii tihe seos kindlate ettevõtetega ja vastused vaid rikastavad saadavaid tulemusi.

Intervjuu koosnes kolmest plokist: esmalt esitati üldised ettevõtte kapitali paigutamist puudutavad küsimused, teiseks ettevõtte kapitali paigutamisel esinevate heuristikute küsimused ja kolmandaks viidi läbi lühikesed katsed, et tuvastada uuritavate seas heuristikute esinemist. Osadel juhtudel küsiti juhtidelt lisaks tabel 4-s mainitud küsimustele ka lisaküsimusi. Kogu intervjuu ja katse kava, sh lisaküsimused, intervjuueeritavatega jagatud lisainfo ja muud täpsustused on välja toodud lisas A.

Kõikidele uuritavatele esitati kolm samasugust eksperimenti, mille raames pidid juhid valima kahest valikust meelepärasema. Esimene katse puhul oli tegemist raamistamise ja kaotuse ületähtsustamise kognitiivsete nihete ülesandega, mis põhines varasematel uuringutel, kuid mille sisu kohati modifitseeriti, et siduda see paremini antud töö eesmärkidega. (Tversky & Kahneman, 1981; Tversky & Kahneman, 1991).

Katses tuli juhtidel esmalt valida kahest üks:

- A) 225€ kasumiga projekt või
- B) 25% võimalus, et projekt lõpetab 1000€ kasumis ja 75% võimalus, et 0€ kasumis?

Peale valiku langetamist testiti vastupidist olukorda, kus tuli samuti valida kahest üks:

- A) Kindel 750€ kahjumiga projekt või
- B) 75% võimalus, et projekt lõpetab 1000€ kahjumis ja 25% võimalus, et 0€ kahjumis?

Kuigi majandusteoorias kirjeldatud „ratsionaalne“ isik valiks lihtsa kasulikkuse maksimeerimise printsiibi ($0.25 * 1000 = 250 > 225$) põhjal projekti, millel on suurem eeldatav väärtus, ütlevad Tversky ja Kahnemani katsed, et esimese küsimuse puhul võiks eeldada, et 84% vastajatest valib variandi A ehk kindla summaga vastuse. Teisel juhul aga lausa 87% vastanutest variandi B ehk 75% tõenäosuse, et tulemuseks on 1000 dollari kaotus. Varasemad uuringud tõestavad, et inimesed võtavad heade valikute seast pea alati vastu kindla tulemiga variandi, see-eest kui kindla kaotuse oludes ollakse valmis vastu võtma riske. See tuleneb asjaolust, et inimesed tunnetavad kaotuseid märkimisväärselt tugevamalt kui võite, mille tõttu on antud katse tulemused asjakohased just investeerimisvaldkonnas. (James Chen et al., 2022)

Teise katse puhul oli tegemist naiivse diversifitseerimise ja ühikutest sõltumise ülesandega, mille raames oli juhtidele esitatud kaks portfelli erineva aktsiajaotusega, mõlema aktsia hinnad ning korraldus valida meelepärasem.

Tabel 5

Ülesanne 2.1.

Portfell A	Portfell B
9992.97€ väärtuses Apple aktsiaid	2844.27€ väärtuses Apple aktsiaid
9997.48€ väärtuses Coca Cola aktsiaid	17151.64€ väärtuses Coca Cola aktsiaid
9.55€ raha	4.09€ raha
20000€ kokku	20000€ kokku
Autori koostatud Fox & Langer (2005) põhjal	

Peale esimese valiku tegemist esitati juhtidele kaks uut portfelli, mille väärtus oli sama, kuid mille sisu oli esitatud eurode asemel aktsiate arvuna.

Tabel 6

Ülesanne 2.2.

Portfell A	Portfell B
657 Apple aktsiat	187 Apple aktsiat
109 Coca Cola aktsiat	187 Coca Cola aktsiat
9.55€ raha	4.09€ raha
20000€ kokku	20000€ kokku
Autori koostatud Fox & Langer (2005) põhjal	

Katse loodi ja modifitseeriti varasema uuringu põhjal, kus tuvastati, et ligikaudu 60% inimestest valib esimese puhul portfelli A ja teise puhul portfelli B ning langeb naiivse hajutamise lõksu, kuigi portfelli sisud on rahalises vääringus samad. Inimesed eelistavad erinevate valikute puhul sellist, mille puhul on ressursid üksuste arvu vahel jagatud, kuid võivad oma otsustes olla mõjutatud vormist, mil neile informatsiooni esitatakse (Fox & Langer, 2005).

Kolmandas katses võeti aluseks Tversky ja Kahnemani väljaanne „Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases“ ning loodi kirjeldatud esindatavuse heuristikule toetuv ülesanne, mille raames kirjeldatakse uuritavale väga positiivses võtmes ettevõtet (prestiižne valdkond, töötajad, asukoht jne) ja palutakse hinnata, kas ettevõtte tõenäolisemalt A) on väga

edukas ja kasumlik või B) kogeb konkureerival turul raskusi ja ebaõnnestumisi. Artikli autorid väidavad, et inimesed teevad positiivse kirjelduse tagajärjel ettevõtte kasumlikkuse osas järeldusi, mille osas tegelikult seost ei eksisteeri. (Tversky & Kahneman, 1974)

2.2. Empiirilise uuringu analüüsi tulemused ja järeldused

Allolevas peatükis analüüsib autor juhtidega tehtud intervjuude tulemusi ja selgitatakse välja juhtide vastustes esinevad ühisosi ja saadakse teada, millistele heuristikutele juhid kapitali paigutamise otsustes toetuda võivad.

Kuigi uuring järgis üldiselt avatud küsimuste vormi, tuli juhtidel esimese kahe küsimuse puhul valida valikvastuste seast kõige sobivam. Autor lähtus küsimuste sõnastamisel Ernst & Young 2021. aasta uuringust, mille raames küsitleti 1050 finantsjuhti üle maailma, et uurida nende vaateid ja hinnanguid kapitali paigutamisele (Garruto et al., 2021). Küsitluse tulemused olid üllatavad, kuna üle poolte vastanutest nentis, et nende kapitali paigutamise strateegiad tuleb täielikult ümber mõelda ja 80% tundis, et nende kapitali paigutamise protsessi tuleks parandada. Töö raames küsitletud juhtide vaadet enda kapitali paigutamise oskustele võib aga hinnata üpris positiivseks, kuna lausa 7 juhti hindas enda oskuseid viie palli skaalal hindegaga „4“, üks hindegaga „5“ ja vaid kaks hindegaga „3“, mis teeb küsitletute seas keskmiseks tulemuseks 3.9. Arvestades, et eelmainitud uuringus küsitleti eraldi finantsjuhte, kes igapäevaselt investeringuid ja sobivaid ressursse jaotusi hindavad ja antud töös käsitleti vaid juhte (9 tegevjuhti, 1 nõukogu esimees), kelle tööülesannete ja seega vajalike kompetentside amplituud on laiem, on vähemalt juhtide enesekindlus antud vallas kiiduväärt.

Tabel 7

Oskuste ja strateegiate hinnang

	Oskused 5p skaalal	Strateegiad
Ettevõtte 1	4	Vajab kohendamist
Ettevõtte 2	4	Vajab kohendamist
Ettevõtte 3	4	Vajab kohendamist
Ettevõtte 4	5	Piisavad
Ettevõtte 5	4	Vajab kohendamist
Ettevõtte 6	4	Piisavad
Ettevõtte 7	4	Täielikult ümber mõelda
Ettevõtte 8	3	Piisavad
Ettevõtte 9	3	Vajab kohendamist
Ettevõtte 10	4	Piisavad

Allikas: Autori koostatud

See-eest kõrvutades subjektiivseid arvamusi isiklikele oskustele vaatega ettevõtte strateegiatele, toimuvad pildis teatud muutused. Juhtidel paluti hinnata, kas nende ettevõtte kapitali paigutamise strateegiad A) tuleks täielikult ümber mõelda, B) vajavad veidi kohendamist või C) on piisavad. Kümnest küsitletust leiab 1, et ettevõtte lähenemine tuleks täielikult ümber mõelda, 5, et see vajab mõningast kohendamist ja 4 hindab lähenemist piisavaks. Tähelepanuväärne on 8. ettevõtte vastus, kus isiklike oskuseid hinnati madalalt, aga ettevõtte omasid piisavateks. Grupeerides kaks esimest vastusevarianti „ebapiisava strateegiaga“ ettevõteteks näeme, et 60% juhtidest sooviks ettevõtte lähenemisnurka kapitali paigutamisele mingil määral parandada, mis on E&Y küsitlusega võrreldes (80%) siiski parem tulemus. Tuleb aga meeles pidada, et juba valimite suuruse tõttu on kahe uuringu omavaheline võrdlemine rohkem indikatiivse, mitte sisulise väärtusega. Valikvastuste taga on aga peidus päris palju sisu: ühel juhul hinnati praeguseid strateegiaid ebapiisavateks just ettevõtte viimase aja kasvu ja hetkelise majanduse ebastabiilse seisundi tõttu; ühel juhul mainiti, et ettevõtte strateegiad on alles peale hiljutisi muudatusi saanud „piisava“ hinnangu vääriliseks ja korduvalt toodi sisse asjaolu, et tegelikkuses selge lähenemine puudub.

Ettevõtte 5: ..*“Kõik vastused on valed, sest meil puudub fikseeritud strateegia. Me käitume vastavalt vajadusele, vastavalt miks mitte ka täiesti meeolule, kuigi see on natukene liiga julgelt öeldud.”*

Küsitletavate vastustest võib järeldada, et ettevõtete kapitali paigutamise strateegiad on pidevas muutumises ja võivad kujuneda ebasobivaks üsna kiiresti, ka eksternaalsete mõjude,

mitte vaid ebapiisavate sisemiste protsesside tõttu. See tähendab, et erinevatel ajahetkedel võivad juhtide vastused ka varasematest tuntavalt erineda.

Interjuu esimene pool keskendus kapitali paigutamist puudutuvatele küsimustele, kuid tihti esines avatud küsimuste ja täpsustuste tagajärjel vastuste jaotust „valede“ küsimuste alla, mis parimal võimalikul määral kodeerimise käigus õigesse kategooriatesse määrati. Kuigi avatud küsimustest ja vastajate erinevatest tüüpidest tulenevalt oli raske otsida vastustes väga suurt ühisosa, leidis autor seoseid ja koode, mida kategoriseerida. Sellegipoolest oli autoril kohati raskusi siduda intervjuude sisu kirjandusega, kuna antud teemadega otseselt ühtivat materjali autor ei suurel määral ei tuvastanud.

Rääkides juhtidega nende ettevõtete kapitali paigutamise lähenemistest, strateegiatest ja prioriteetidest, võis välja tuua mitmeid üldistusi ja ühiseid jooni. Juhid kirjeldasid, et sisuliselt saab kapitali paigutamisel eristada kahte eesmärgist johtuvat suunda – äri kasvatamine ja olemasoleva säilitamine (sõltuvalt intervjuueeritavast ka näiteks arendusinvesteeringud ja asendusinvesteeringud või põhitegevuse arendus ja toetav tegevus), kuigi kohati mõeldi olemasoleva säilitamise all erinevaid tegevusi (põhitegevust toetava infrastruktuuri ülalpidamine ja parendamine vs riskide hajutamine ning tagala loomine).

Ühise joonena oli näha, et just olemasoleva ülalpidamist puudutavaid investeeringuid tehakse üldiselt olukorra- ja objektipõhiselt – nii väikeettevõtetes kui suurettevõttes allokeeritakse näiteks infrastruktuuri haldamisse või esinduste parendamisele vahendeid vastavalt konkreetsetele vajadustele, kuigi kahe suurettevõtte juhtimise kogemusega intervjuueeritav kirjeldas olukordi, kus grupi poolt valemite põhjal jaotatud vahendid erinevate üksuste ülalpidamiseks ei ole piisavad, mille tõttu tuleb antud piirkonna juhil teha ise jaotusotsuseid. Ebapiisavate vahendite jaotuse põhjusena toodi välja, et kuna suurkorporatsioonides langetatakse tihti otsuseid lähtudes vaid monetaarsetest eesmärkidest ja „Excelist“, üritatakse seal optimeerida kulusid, mida on keerulisem rahalises kasus määratlada, mille peale soovib juht suunata pilgud potentsiaalse kasu vaatamisest hoopis potentsiaalse kadu hindamisele. Ka 1. ettevõtte juht tõi välja nn tunnetuslike tasuvuse hindamise ja lähenemise olulisuse, kus ostukeskuse parendamisel on näiteks arendamisega võrreldes teine, mitterahaline tasuvuse mõõde, et ettevõtte näeks „piisavalt viisakas“ välja ja oleks konkurentidega võrreldes esinduslik. Parendamist puudutavate kulude hindamisel mainiti ka perspektiivipõhisust, kus mõne aasta jooksul potentsiaalselt sulgetav esindus saab vähem ressursse.

Tabel 8

Kapitali paigutamise koodid

Kapitali paigutamine	Strateegiad ja lähenemine	Olukorrapõhisus vs kindel tegutsemisviis	
		Äri kasvatamine vs olemasoleva ülalpidamine	
		Põhitegevus vs hajutamine	Fookuse hoidmine
	Strateegiate korrigeerimine	Kogemuste relevantsus uutes oludes	
		Kõhutunne vs analüüs	
		Põhjused	Kapitali ebasobivus Valed investeeringud Mastaabi saavutamine
	Tasuvuse hindamine	Kvantitatiivne	Tootlus- ja tasuvusperiood Isiklik matemaatika Levinud suhtarvud (IRR, ROIC, ROE, NAV)
		Tunnetuslik	Objekti väljanägemine, ülalpidamine
	Konsulteerimine	Koostööpartnerid, kliendid	
		Töötajad	
		Usaldusisikud	
		Suuremad ettevõtted	Piirkonna, regiooni- ja grupipõhised otsused Nõukogu Investeeringute komitee
		Ühinemised ja omandamised	Konsultandid Juristid

Allikas: Autori koostatud

Olemasoleva säilitamise kui hajutamise ja tagala loomise eesmärgi puhul toodi mitme juhi poolt välja, et kõrvaltegevuse tulususe osas ei ole nii rangeid ootuseid kui põhitegevuses, kuna selle eesmärk on põhitegevust pigem toetada. See-eest ollakse üldiselt kriitilised põhitegevusest kalduvate talitustega kaasnevale tähelepanu hajumisele ja kinnitati soovi hoida fookust – „Me oleme väga ettevaatlikud ja kriitilised, et mingi väga hea põhjus peab olema, miks me tegeleme millegi muuga, mis ei ole meie põhitegevus.“

Põhiäri kasvatamise näiteks toodi investeeringuid seadmetesse, tootearendusse, kinnisvarasse ja laoseisu suurendamisse.

Küsidest juhtidelt olukordade kohta, kus tuli oma kapitali paigutamise meetodit ümber mõelda, toodi tingivateks asjaoludeks vastuseid väga erinevate nurkade alt. Kui kohati tunti, et varasematest kogemustest pole uutele palju edasi kanda ja seeläbi on igasuguste järelduste tegemine keeruline, tõid mitmed välja kogemustepagasi suurenemisega kaasnevat positiivset mõju. Näiteks tunti, et edaspidi ollakse negatiivsete kogemuste tõttu ettevaatlik seltskonna osas, kellega koos investeringuid tehakse, kuna nad võivad avalduda ebausaldusväärseteks ja tööalaselt ebapädevateks. Tootmisettevõtete puhul mainiti niinimetatud lõputu investeerimise lõksu, kuna alati eksisteerib võimalusi laiendada tootmist uute seadmete, hoonete, inimeste ja muu läbi, kuid enne tuleb hoida kainet meelt ja pidurit tõmmata, et veenduda tegevuse eesmärgipõhisuses. Lisaks toodi välja ohtu investeerida uutesse seadmetesse ilma suure varasema süvenemiseta nende sisusse, millest räägib autor täpsemalt konkreetsete heuristikute all.

Ettevõtte 2 juht kirjeldas olukordi, kus ettevõtte on pidanud andmepõhisest otsustamisest minema üle intuiitiivsele, kõhutundel ja pikaajalistel teadmistel põhinevale mõtlemisele, kuna alati ei pruugi kõik numbrid konkreetse projekti puhul ühtida või olla saadaval - siis põhinevad teatud otsused kokkuvõttes mitme inimese subjektiivsete hinnangute kogumil. Näiteks osaledes hankes, millel on lühike pakkumiste esitamise faas, ei pruugi tihti olla võimalik palju kvantifitseeritavaid andmeid üldse leida. Juht räägib, et suuremates ettevõtetes toimub väga palju „mõttetuid arvutusi“, mis protsesse aeglustavad ja kogenud inimese vaist suudab tihti öelda koheselt, kes tegemist on mõistliku kohaga, kuhu ressursse suunata. Ta toob näite uue poe ehitamisest olulisele Tallinna tuiksoonele, mille puhul näitasid igapäevaselt esindusest mööduvate klientide arvud ja muu statistika, et tegemist on hea investeringuga. Kui otsus sai tehtud ja pood valmis, siis selguski, et kuigi esindus asus sisuliselt hea koha peal, ei kuulunud seal liikuv kontingent eriti antud äri klientide segmenti, mida juht oli ka varasemalt kartnud. Olukorras, kus ollakse 50-50 valiku vahel, eelistatakse aga üldiselt oma vaistu. Siin saab paralleele tuua Gigerenzeri vaadetega, kus intuitsiooni nähakse ku ialateadlikku intelligentsuse vormi, mis vajalikel hetkedel end ilmutab (Farrell, 2023). Lisaks tuuakse välja, et ettevõtjad peaksid suuremate investeringute puhul rohkem arvestama esimesel aastal tekkivate kuludega, mida soovitakse raamatupidamuslikus mõttes tihti määrata amortisatsiooni alla, kuid tegelikult tuleks need määratlada ikka kuludena, mis võivad seetõttu esimese aasta tootlust näidata oodatust negatiivsemana.

Hinnates ettevõtete meetodeid ja kasutatavaid suhtarve tasuvuse hindamiseks, oli selge erinevus väiksemate ja suuremate ettevõtete vahel kasutatavate lähenemiste vahel – kui

suuremates on levinud selge tendents sisemiste tasuvusmäärade (IRR), investeeritud kapitali tootlikuse (ROIC) ja omakapitali tootluse (ROE) suhtarvudest lähtuda, toimetavad väiksemad ettevõtted pigem tasuvusperioodide, isikliku matemaatika ja lihtsate tootluse arvutamise valemite (tulud-kulud / investeeringu maksumus) tingimustes. Antud info on väga loogiline – suuremates korporatsioonides läbivad investeerimisotsused rohkem inimesi, mille tõttu on vaja investeeringu sobivust rohkem „maha müüa“ või „tõestada“ – asjaolu, mida mainisid ka mitmed juhid. Kui juhil on ettevõttega lisaks ka omandisuhe ja toimetatakse peamiselt omavahenditest, mitte laenukapitalist, ei ole kohati kergeid protsesse vaja liigselt komplitseerida. Liigne komplitseeritus, nõusolekute saamine erinevatel tasemetel ja pikk suhtlusahel tagavad kokkuvõttes väga pikad kapitali paigutamise otsuste viiteajad, kus juht võib olla milleski kindel ja valmis juba tehingut tegema, kui nõusoleku saamiseks grupid tasemel võib kuluda kuid. Pika sisemise kommunikatsiooni protsessi lühendamist nähakse organisatsioonide sisesuhtluse tõhustamisel olulise Töötajatevahelise pika sisekommunikatsiooni protsessi parendamist peetakse organisatiooni tervises väga oluliseks (Sharbaji & Wahl, 2021). Ka väiksemad ettevõtted näevad pikki protsesse kui ohtu ja soovivad olla otsuste langetamises või kursimuutuses kiired ning vältida vajadust kuude viisi kellegagi protsesse või otsuseid kooskõlastada.

Ettevõtte 7: *„Kui Titanic näeb, et pool kilomeetrit eemal on jäämägi, siis põhimõtteliselt on häire, et hakkame laeva maha jätma, et siin ei ole midagi teha.“*

Suurkorporatsioonide juht kirjeldab räägitu illustreerimaks olukorda, kus isegi kaupluseruumi üürides võib olla protsessi kiirusega väga suuri probleeme ja kui juht võib isegi arvutamata olla valmis hea pakkumise puhul objekti üürima, peab ta lähtuma peakorteri hinnangust ja nõusolekust.

Kolmel juhul mainisid juhid, et analüüsides esialgseid tasuvusarvutusi lõplike tulemustega, on nad üldiselt oma hinnangutes ja eeldustes olnud konservatiivsemad ja projektid, seadmed või muud objektid on osutunud oodatust palju tootlikumaks. See-eest mainitakse, et viimaste aastate lõikes on esinenud nii palju kriise ja šokke, mida on ka võimatu oma mudelitesse kaasata, mille tõttu ollakse veelgi kindlamad pikema tasuvusperioodi ootustes. Autor tunneb, et siin võib kohati ka eksisteerida ankurdamise heuristikut – tasuvusperiood suunatakse meelega marginaalselt pikema aja peale ja kui investeering end paratamatult varem ära tasub, jääb protsessist meeldivam mulje. Oodatust kiirema tootlusega kapitali paigutamiseks peetakse näiteks rohe- ja päikesenergiasse investeerimist, mida nähti varem ka kohati imagoloogilise investeeringuna, kuid mis energiakriisi oludes õigustas end viisil, mida ei osatud kaugeltki ette näha.

Järgmisena küsiti juhtidelt, kellega nad üldiselt kapitali paigutamise otsuseid tehes konsulteerivad. Kümnest juhist langetab üksinda otsuseid vaid üks, teiste puhul on levinud arutelude pidamine vastavate lõikude eest vastutavatega – näiteks töömeestega räägitakse uute seadmete soetamisest, potentsiaalsete ärisuundade osas juhtkonna ja usaldusisikutega, uute toodete puhul klientide ja koostööpartneritega ja nii edasi. Otsuste langetamise ringkonnast on oluline teada saada, kuna teised osapooled võivad tihti otsuseid teatud suunades mõjutada. Siin on jällegi suurettevõtetes palju selgemad protsessid, kus otsuseid tehakse piirkonna-, regiooni- ja grupipõhiselt ja kiht-kihilt, investeringuteks on komiteed, lisaks kasutatakse süsteemi, mille käigus esitatakse osakondade kaupa juhtkonnale investeerimissoovitusi, kes antud vihjeid enda soovitustega nõukoguga arutab ja lõpliku otsuse teeb. Tuuakse välja ka ettevõtete ühenemisi ja omandamisi, kus kaasatakse selgelt laiem ring partnereid, näiteks konsultante ja juriste, kes on peamiselt seal, et tagada hoolsuskohustuste täitmine. Kahel juhul toovad intervjuueeritavad välja, et igasuguste uute toodete arendamisel või teenuste pakkumisel tehakse väga tihedat koostööd nende klientidega, kellele antud toodet või teenust arendatakse ning toimub väga otsene turunõudluse ja kvantitatiivsete vajaduste kaardistamine.

Rääkides intervjuueeritavatega nende hinnangust, kas nad langetavad otsuseid pigem konkreetsetest andmetest või kõhutundest ja pikaajalistest teadmistest lähtuvalt, jooksevad vastused sisuliselt pooleks. Paljud nendivad, et väga suur osa nende igapäevastest otsustest tehakse piiratud ressursside ja informatsiooni tõttu tihti „kõhutunde“, „intuitsiooni“, „sisetunde“, „emotsioonide“, „rusikareeglite“ ja „heuristikute“ põhjal, kuid teatud otsuste puhul, nagu näiteks ettevõtete ühinemised-omandamised, on otsused väga ratsionaalsetel ja analüütilistel alustel langetatud. Selgelt joonistuvad jälle välja erinevused suur- ja väikeettevõtete vahel, kus esimese puhul tahetakse peakontori poolt näha rohkem selgeid arvutusi, mida omakorda võrreldakse varasemate analoogsete paigutustega ja suuremate investeringute tegemisel, näiteks ehitused või ümberehitused, tuleb täita „pööraseid Exceleid“, et tõestada ettevõtmise mõttekust. Kontserni kuuluvate ettevõtete otsuseid ei saa üldiselt langetada kõhutunde pealt, kuna see pole kvantifitseeritav, kuigi ka suurettevõtetes saavad mitmed projektid kõhutunde pealt alguse (Davenport, 2013). Väikeettevõtetes, kus juhtidel on suurem vahetu side igapäevase toimisega, tõenäolisemalt ka omandisuhe ja võimekus rohejuuretasandil olukordi hinnata, on seeläbi tihti väiksem vajadus otsuseid kindlate andmetega põhjendada (tihti puudub aruandluskohustus täielikult). See-eest leitakse, et kõhutunne ja pikaajaline ekspertiis on kohane just siis, kui tehakse midagi täiesti uut, kus kõike ei saa puuduva info tõttu arvudes või statistikas mõõta.

Veel viidatakse niinimetatud „pehmetele faktidele“ ehk kõhutundel ja andmetel põhinevate otsuste segule. Ettevõtte 5 näitel kirjeldati olukorda, kus tehakse teatud infokildude põhjal järeldusi ja otsuseid tulevase turunõudluse hindamiseks - näiteks situatsioonis, kus Soome riik ostab iga aasta miljon ühikut üht toodet, kuid kuna nad ei ole selle kvaliteediga hetkel rahul, siis kõige tõenäolisema prognoosi kohaselt eeldatakse, et kui ettevõtte suudab pakkuda paremat kvaliteeti sama raha eest, võiks tootel turgu olla. Kuigi faktid ei ole otseselt kvantitatiivselt määratletavad ja riik võib ootamatult tarnimise peatada, võib antud olukord luua eelduse teatud monopolse konkurentsieelise loomiseks teatud piirkonnas. Sarnastel alustel lähenemist kirjeldas Ettevõtte 6, kus tegeleti kindla tootegrupi buumi ajal hoopis teist tüüpi toote arendamisega eelduses, et trendid muutuvad ja kui teine toode on uuesti moes, ollakse valmis sellega turule tulema. Samamoodi on olnud põhitegevust toetavate kinnisvarainvesteeringute tasuvusaspekt teisejärguline, pigem mõjutab otsust taju ja püüd ette näha, mis piirkonnad rahvastiku liikumise tulemusena tulevikus atraktiivsed olla võiksid. Kõhutundega on kirjeldatud ka vajadust varem läbikukkunud investeeringute juurde naasta, kuna tulevases arengus ei nähta ilma teatud seadmete või objektideta perspektiivi.

Tabel 9

Heuristiliste võtete koodid

Heuristilised võtted kapitali paigutamisel	Kõhutunne vs analüüs	Kõhutunde eelisseisund	Uut luues, innoveerides Proгноosimatut hinnates Pikaajalise kogemuse puhul Kiirelt otsustades Aja kokkuhoid
		Suuremad ettevõtted	Rangem põhinemine kvantifitseeritaval
	Heuristikud, kognitiivsed nihked	Ankurdamine	Kriisiaastate mõju Esmase negatiivne investeeringiskogemus
		Esindatavus	Eelarvamused kaubagruppide, valdkonna, regiooni osas
		Kättesaadavus	Infovoost lähtumine Kõrvutamine sarnastega
		Pöördumatute kulude pete	Lõpetamine vs jätkamine Info jõudmine üles
	Tuttavatest ja uudistest lähtumine	Üksinda vs teistega	
		Positiivsed vs negatiivsed kogemused	
		Infokildudest lähtumine	

Allikas: Autori koostatud

Sõprade, tuttavate ja uudistest tulenevate kapitali paigutamise otsuste puhul on näha nii positiiveid kui negatiivseid kogemusi. Näiteks kirjeldab Ettevõtte 6 olukorda, kus meediast loetud info päikesepaneelide osas jättis mulje millestki neile ebasobivast, kuid usaldusväärse koostööpartneri entusiasmi ja esialgse informatsiooni tõttu tehti kiire otsus paneelid paigaldada, millega ollakse täna väga rahul. Juht toonitab, et hoides kõrvald lahti, kuid säilitades kriitiline meel, võib tulla häid otsuseid ja pakkumisi väga erinevatest kanalitest. Teisel poolel on Ettevõtte 4 ja Ettevõtte 7 negatiivsed kogemused, kus esimesel juhul investeeriti sõpradega koos puhkekeskusesse, mis kukkus läbi ja mida tabas pankrot ning

teisel juhul kirjeldab juht, et tema jaoks on selge indikatsioon teatud varaklasside hinnatipust, kui üldsus nendest rääkima hakkab.

Juhtidelt küsiti ka ebapiisava või -selge informatsiooni oludes kapitali paigutamise otsuste langetamisest. Ettevõtte 1 näitel toodi välja selged erisused 2008. aasta majanduskriisile eelnevas ja järgnevas perioodis – kui buumi ajal oldi liiga enesekindlad ja osteti maad, mis hiljem mõistlikuks ei osutunud, siis kriisijärgselt nähti tonti ka olukordades, kus seda tegelikult polnud. Antud olukord on huvitav näide sellest, kuidas mingi suur sündmus võib taju täielikult muuta, siin saab paralleele tuua töö teoreetilises pooles mainitud Franklin Templetoni küsitlusega, mille raames uuriti aktsiaindeksite tootlust finantskriisi järgsetel aastatel. Tõsiasi, et peamised aktsiaindeksid olid näidanud tugevaid taastumismärke, ei olnud oluline, sest investorite taju oli tolle hetkeni finantskriisist tugevasti mõjutatud. (Franklin Templeton Investments, 2012) Kaks tootmisettevõtet kirjeldasid situatsioone, kus klientide esmaste, suuresti emotsioonipõhiste soovide osas on mindud tootearendusega piisava analüüsita kaasa, panustatud sellesse tohutult nii rahalisi kui ajalisi ressursse, kuid tegelikult polnud teisel osapoolel tegemist väga kindla plaaniga ja paigutus ei õigustanud end. Siin võib tuua paralleele *affect* ehk mõju heuristikuga, kus otsuseid tehakse emotsioonidest lähtuvalt.

Ühel juhul kirjeldavad juhid sarnast olukorda, kuid erinevatest vaatenurkadest. Ettevõttes 2 jäi kord peakontorile edastava uue esinduse investeringuplaani tasuvusarvutusse lisamata töökulu komponent, mida aga enne esinduse valmimist üldse ei tuvastatud, See tähendas, et esimesed pool aastat, kui uue esinduse müük veel hoogu sisse võttis, pidi juht omanikele iga kvartal selgitama reaalse ja planeeritava tulu erinevust, mis oli väga suur löök omavahelisele usaldusele ja tekitas omanikel küsimusi üksuse kompetentsi osas ja kahtluseid, kas tegemist oli teadliku blufiga kapitali saamise eesmärgil. Teisel juhul tõi Ettevõtte 4 nõukogu esimees, kes on ka ettevõtte omanik, välja, kuidas temale esitatud infost on välja jäetud teatud sisu, mille tulemusena on langetatud investeerimisotsuseid.

Ebaselge informatsiooni kontekstis on asjakohane ka ettevõtte 9 näide, kus telliti materjalipuuduse kartuses laenu toel ladu varusid täis, kuid mis kokkuvõttes positiivse tulemiga tehing polnud.

Juhtidele kirjeldati ka kindlate heuristikute olemust ja kui kirjeldus mingi olukorraga ühtis, paluti tuua näited. Ankurdamise kontekstis saab jällegi välja tuua majanduskriisile järgneva perioodi, kus lähtuti varasematest oludest olgugi, et seis oli muutunud. Samuti väärrib mainimist Ettevõtte 3 kogemus, kus planeeriti töövoogu kaasata roboteid ja tehti esmased vastavad investeringud, kuid kallid robotid ei olnud tõsiseks tööriistaks sobilik –

tehnoloogia ei olnud veel sealmaal. Palgasurve jätkus ja kuigi tehnoloogia oli aastate jooksul kiirelt arenenud, oli ettevõtte juht esmase kogemuse tõttu pigem äraootaval seisukohal ja hoidus uuesti investeerimast, mis tagantjärele vaadates ettevõtte arengut pärssis. Antud nihkest saadi aga üle, prooviti uuesti ja täna on robotite kasutamine tootmises väga olulisel kohal.

Intervjuudes esines mitmeid näiteid esindatavuse ja kättesaadavuse heuristikute kohta. Näiteks tunnistas ostukeskuse juht, et teatud kaubagruppide ja valdkondade osas on tal selged eelarvamused, peamiselt mööblipoodide ja taaskasutatud riiete poodide osas. Teise näite puhul tõi ta välja, et kui tal oli algselt arvamus, et sellise poe kaasamine keskuse üürike sekka mõjub teistele halvasti, siis täna on kasutatud riiete pood aga keskusest esindatud. Sarnast omaduste ja stereotüüpide omandamist kuuleb mitme käest – näiteks Ettevõtte 3 ja 7 juhid kirjeldasid eelarvamusi ja tõrget teatud Eesti asulatesse poodide asutamisest või investeeringute tegemisest ning kindlates riikides äritegevusega alustamist, kuigi hiljem on selgunud, et tegemist on väga viljaka pinnasega. Rääkides seadmetesse investeerimisest, kirjeldas Ettevõtte 5 juht, et „*ostes masina Aasiast, ostetakse rauda ja ostes masina Euroopast, ostetakse tehnoloogiat*“. Kuigi antud vaatel on selge kogemustel põhinev tagataust, mida jagab kohati ka autor, võib sellega kaasneda potentsiaalselt kasulike investeerimisvõimaluste eiramine.

Kolm pikaajalise kogemusega juhti – Ettevõtte 2, 3 ja 4 esindajad tõid välja, kuidas pikk valdkonnas oldud aeg on aidanud luua kiire taju projektide ja pakkumiste osas, mis ei vääri pikemat arutlust, kuid üks juht tunnistab, et sellistes olukordades võib juhtuda, et arutelu lõpetatakse vahepeal liiga ennatlikult. See tähendab, et siin on juhtidel oht toetuda teatud stereotüüpidele või märksõnadele ja pakkumise tagasi lükata, kuigi ettepanek võib olla mingi sisulise väärtusega. Põnev on ka Ettevõtte 6 kogemus, kui üritati üht oma põhitegevuse tootmisprotsessi lõiku vertikaalse integratsiooni korras peale allhankija tegevuse lõpetamist hakata ise korraldama. Selle raames investeeriti uude ja võõrasse valdkonda kohati vajadusest kaitse oma põhitegevuse ärihuvisid, kuid samas soovist laiendada tegevust ja lõigata kasu ärimudelist, mis teiste valdkonna ettevõtete tasuvuse suhtarvude põhjal tundus olevat väga kasumlik. Reaalsus oli, et tegevus nõudis palju rohkem oskusteavet, panustamist ja suuremaid mastaape kui eeldati, mille tagajärjel paari aasta järel positsioonid likvideeriti. Antud situatsioon kirjeldab hästi esindatavuse heuristikut, kus otsust mõjutab positiivne kuvand või stereotüüp, kuid sisusse süvenedes võib seis olla hoopis teine. Kuvandi mõju tõi sisse ka Ettevõtte 9 esindaja, kes on isiklikus investeerimistegevuses tuvastanud stereotüüpidest

lähjumisi, investeerides populaarsetesse kasvuaktsiatesse, mille olemust pole aga täielikult teadvustatud.

Viimasena tutvustas autor intervjuueeritavatele äritegevuses levinud pöördumatute kulude petet, mis seisneb nähtuses, kus eraisik või ettevõtte hoidub investeeringu või tegevuse peatamisest ka siis, kui on selge, et ettevõtmisest loobumine oleks kasulik, kuna ta on sinna juba arvestatavas koguses vahendeid panustanud. Kuigi mitmed uuritavad olid üsna kindla nägemusega, et sellistes oludes tehakse rasked otsused ja lõpetatakse tegevus, sest kui asi on perspektiivitu, ei ole oluline, palju on sinna varem kulutatud ja lõpetatakse „surnud looma nuumamine“ või „surnud kassi äratamine“. Olenemata värvikatest sõnakasutustest võib siin autori nägemusel esineda nihe selle osas, kuidas inimesed arvavad, et nad käituvad ja kuidas nad päriselt käituvad, sest erinevate uuringute alusel omab pöördumatute kulude pete üsna tugevat mõju inimeste otsustele ja seda ei pruugita tihti isegi tähele panna. (Ducharme, 2018)

Ettevõtte 2 juht tõi suurettevõtte kogemusena kontsernisisesest Microsoft 365 tarkvara juurutamise, kus on kõigile asjapooltele selge, et antud süsteem ei tööta, aga kuna sinna on investeeritud miljoneid eurosid, siis „hambad ristis, pisar silmas“ kasutatakse ja arendatakse seda edasi, kuigi oleks pidanud ammu kogu projekti maha kandma. Hetkese dilemma tõi välja ka Ettevõtte 6 esindaja, kes vaagib ettevõttesse lisainvesteeringute tegemise perspektiivikuse üle, kuna ettevõtte geograafiline asukoht on selline, kus võib tulevikus piisavas koguses kvaliteetse tööjõu leidmine osutuda liiga keerukaks. Seega ollakse dilemma ees, kas panustada edasi asukohta, kus on aastakümneid tegutsetud.

Interjuu lõpus viidi juhtidega läbi kolm katset. Esimeses katses oli ülesanneteks valida nii kasumliku kui kahjumliku projekti puhul kas kindel summa või riskida.

Tabel 10

Katse 1 tulemused

	Katse 1.1.	Katse 1.2.
Ettevõtte 1	A	A
Ettevõtte 2	A	B
Ettevõtte 3	B	B
Ettevõtte 4	A	A
Ettevõtte 5	B	B
Ettevõtte 6	A	A
Ettevõtte 7	A	A
Ettevõtte 8	A	A
Ettevõtte 9	A	B
Ettevõtte 10	B	B

Allikas: Autori koostatud

Käesoleva töö empiirilise poole metoodikat kirjeldades oli katse aluseks võetud Tversky ja Kahnemani eksperimendid, kus esimese küsimuse puhul võiks eeldada, et 84% vastajatest valib variandi A ehk kindla summaga vastuse. Teisel juhul aga lausa 87% vastanutest variandi B ehk 75% tõenäosuse, et tulemuseks on 1000 dollari kaotus.

Katse 1 tulemusel valis esimesest valikust variandi A 70% küsitletavatest, kuid teisest variandist vaid 40% variandi B. See-eest oli A ja B vastuse kooslus kõikidest võimalustest kõige levinum ehk 50%. Antud erisus võib sõltuda mitmest põhjusest, näiteks valimi väiksusest, küsimuste teatud ümbersõnastamisest ja ka asjaolust, et küsimusi esitati üksteisest eraldi, mitte korraga.

Teise katse puhul oli tegemist naiivse diversifitseerimise ja ühikutest sõltumise ülesandega, mille raames oli juhtidele esitatud kaks portfelli erineva aktsiajaotusega, mõlema aktsia hinnad ning korraldus valida meelepärasem.

Tabel 11

Katse 2 tulemused

	Katse 2.1.	Katse 2.2.
Ettevõtte 1	A	B
Ettevõtte 2	B	A
Ettevõtte 3	B	A
Ettevõtte 4	A	B
Ettevõtte 5	-	-
Ettevõtte 6	A	A
Ettevõtte 7	A	A
Ettevõtte 8	A	B
Ettevõtte 9	A	A
Ettevõtte 10	A	B

Allikas: Autori koostatud

Katse loodi ja modifitseeriti varasema uuringu põhjal, kus tuvastati, et ligikaudu 60% inimestest valib esimese puhul portfelli A ja teise puhul portfelli B ning langeb naiivse hajutamise lõksu, kuigi portfelli sisud on rahalises vääringus samad. Antud katses valis aga esimese portfelli puhul variandi A 7 juhti 9-st ehk 78% ja teise portfelli puhul variandi B 4 juhti 9-st ehk 44%. See-eest oli erinevate portfelli valijate osakaal kõige suurem - 6 juhti 9-st ehk 67% muutis küsitluse käigus hajutatuse osas oma eelistust. Sarnaselt eelmisele katsele võivad siin esinevad erinevused tuleneda väiksest valimist kui ka teatud modifikatsioonide tegemisest.

Kolmandas katses loodi esindatavuse heuristikule toetuv ülesanne, mille raames kirjeldatakse uuritavale väga positiivses võtmes ettevõtet (prestiižne valdkond, töötajad, asukoht jne) ja palutakse hinnata, kas ettevõtte tõenäolisemalt A) on väga edukas ja kasumlik või B) kogeb konkureerival turul raskusi ja ebaõnnestumisi.

Tabel 12

Katse 3 tulemused

	Katse 3
Ettevõtte 1	B
Ettevõtte 2	B
Ettevõtte 3	B
Ettevõtte 4	B
Ettevõtte 5	-
Ettevõtte 6	A
Ettevõtte 7	A
Ettevõtte 8	A
Ettevõtte 9	B
Ettevõtte 10	B

Allikas: Autori koostatud

Kirjelduse põhjal ei ole näha, et uuritavad teeksid positiivse kirjelduse tagajärjel suuri järeldusi ettevõtte kasumlikkuse osas, kuna 6 osalejat 9-st ehk 67% valis vastuseks variandi B. See-eest oli huvitav kuulata teatud juhtide arutluskäiku, miks selliseid vastuseid valiti. Näiteks lähtuti kirjelduses tugevalt sõnast „iduettevõtte“, mis võis luua omamoodi vastupidise olukorra, kus osalejad lähtusid esindatavuse heuristikust ja tunnetasid iduettevõtteid kui riskantseid. Sarnaselt esimesele kahele katsele tuleks antud eksperiment läbi viia suurema valimi seas, et teha tulemustest fundamentaalseid järeldusi.

Intervjuu tulemusi analüüsides järeldab autor, et ettevõtete kapitali paigutamisel esineb erinevaid heuristikuid, sealhulgas ankurdamist, esindatavuse ja kättesaadavust. Heuristikud võimaldavad juhtidel teha kiireid ja parimast teadmisesest lähtuvaid otsuseid, kuid võivad seeläbi esile tuua erinevate kognitiivsete nihete esinemist, mis protsessi negatiivselt mõjutavad. See-eest täidavad heuristikud põhjapaneva analüüsi kõrval olulist rolli ja aitavad hinnata prognoosimatut, kiirelt välja praakida ebaolulist ja hoida kokku aega ning liigseid pingutusi.

Kokkuvõte

Käesolevas bakalaureusetöös uuriti Eesti ettevõtete ja juhtide kapitali paigutamise otsuseid ja neis esinevaid heuristilisi võtteid. Töö koosnes kahest peatükist: esimeses tutvustati kapitali paigutamise ja heuristiliste võtete teoreetilist tausta ja anti ülevaade varasemast asjakohasest kirjandusest. Teises peatükis tutvustati bakalaureusetöös kasutatavat metoodikat ja empiirilise uurimuse tulemusi.

Kapitali paigutamise käigus määratakse ettevõtte ressursside optimaalne jaotus, et saavutada lühi- ja pikaajalisi strateegilisi, finantsilisi ja muid väärtusloomet puudutavaid eesmärgi. Antud protsess on ettevõtte jätkusuutlikus arengus eluliselt olulisel kohal, kuna sisuliselt võib kehvade kapitali paigutamise otsuste tagajärjel raisata kogu põhitegevusega loodud lisandväärtuse. Heuristikud esindavad kiireid otsuseid või rusikareegleid, mida kasutatakse piiratud aja või puuduliku info tingimustes, sealhulgas kapitali paigutamisel.

Heuristikute ja käitumuslike tegurite mõju uurimine ettevõtete ja eraisikute investeerimisotsustes ei ole esmakordne, kuid kapitali paigutamise ja heuristiliste võtete osas ülemäära palju samateemalist kirjandust ei eksisteeri. Teema on huvitav, kuna maailm ja inimeste otsused muutuvad ühe andmepõhisemaks, kuid sellest hoolimata ei pääse me kognitiivsetest nihetest ja iseärasustest, mis kaasnevad kiirete otsuste tegemisel piiratud informatsiooni oludes. Kapitali paigutamise kui harjumuspäraselt väga analüütilistel alustel põhineva tegevuse uurimine käitumuslikus võtmes lisab protsessidele teise tahu ja jälgib protsesside lihtsustamist ja standardiseerimist, mis tahes-tahmata otsuste langetamisel esinevad. Autor väidab, et kapitali paigutamise otsustel tuleb lisaks andmetele ja statistikale tähelepanu pöörata esinevatele käitumuslikele eripäradele ja heuristikutele ning vaadata protsessi tervikuna.

Töö teoreetilises osas andis autor ülevaate kapitali paigutamise olemusest, selle liigitustest ja käsitlusest, samuti tutvustas autor heuristiliste võtete olemust ja levinumaid liike, nagu näiteks ankurdamise heuristikut, mis hõlmab otsuste tegemisel liiga tugevat toetumist esialgsele teabele ja esindatavuse heuristikut, mis hõlmab otsuste tegemist selle põhjal, kui palju midagi prototüübi või stereotüübiga sarnaneb. Esimese peatüki viimases alapeatükis ühendas autor kaks poolt, tutvustades kapitali paigutamist ja heuristikat käsitletavat kirjandust ning valdkonnas läbiviidud empiirilisi uuringuid. Käsitleti näiteks 1/n, naiivse diversifitseerimise heuristikut ja ettevõttesisese poliitika, kliima ja suhete mõju juhtide kapitali eraldamise otsustes. Eelnevate uuringute läbitöötamine oli vajalik, et viia läbi iseseisev empiiriline uurimus.

Bakalaureusetöö autor otsustas kasutada kvalitatiivset uurimismeetodit ja läbi viia intervjuu ettevõtete juhtidega, et uurida nende kapitali paigutamise otsuseid ja potentsiaalselt esinevaid heuristilisi võtteid. Intervjuu viidi läbi kümne ettevõtte juhiga erinevatest valdkondadest ja nii väikeettevõtetest, keskmise suurusega ettevõtetest kui ka suurettevõttest. Intervjuu raames küsitleti juhte esmalt nende kapitali paigutamise otsuste, lähenemiste, strateegiate ja muude omaduste põhjal. Teises osas toodi sisse heuristiliste võtete, kognitiivsete nihete, eelarvamuste ja intuitsiooni seos kapitali paigutamisega. Kolmandas osas viidi juhtidega läbi lühikesed katsed, mille eesmärgiks oli kognitiivsetest nihetest ja heuristikutest lähtumist testida.

Uuringu tulemusena leidis kinnitust, et ettevõtete juhtide otsustusmallides ja kapitali paigutamises esineb mitmeid kognitiivseid nihkeid ja heuristikuid nii teadvustatult kui mitteteadlikult – näiteks omavad ettevõtjad kapitali paigutamisel eelarvamusi erinevate valdkondade ja regioonide osas, lähtuvad otsuste langetamisel informatsioonist, mis on oma asjakohasuse minetanud ja langevad pöördumatute kulude pette ohvriks. See-eest võimaldavad heuristikud ja kõhutundel põhinemine tegutseda kiirelt, ajenduda otsustamisel samadest alustest ja hinnata olukordi seal, kus puudub kvantifitseeritav informatsioon. Kõhutunne või intuitsioon on juhtide jaoks oluline kaaslane otsuste langetamisel ja kahevahel saab tihti just kõhutunne määravaks. Uuringus joonistusid selgelt välja ka väikeettevõtete ja suurettevõtete erinevused kapitali paigutamisel – kui esimese puhul on rohkem võimalusi teha otsuseid kiiresti, muuta kurssi ja langetada otsuseid kõhutundel, on suuremate ettevõtete protsessid palju selgemad ja töötajad tegutsevad kindlamates raamides. Katsetes selgub, et ettevõtete juhid ei ole liigselt heuristikutest ja nihetest mõjutatud.

Kvalitatiivset uuringut läbi viies kaasnevad ka teatud piirangud – kuna töö eesmärgiks oli saada võimalikult laia ampluaaga juhte erinevate suurustega ettevõtetest, oleks igasuguste fundamentaalsete järelduste tegemine ja valimil esinevate omaduste omistamine tervele populatsioonile küsitava väärtusega. See-eest annab uuringu läbiviimine parema arusaama juhtide poolt kasutatavatele heuristikutele ja kapitali paigutamise põhimõtetele ja illustreerib teoreetilist käsitlust konkreetsete näidetega Eesti ettevõtete seast. Autor tunneb, et käsitletud ettevõtted olid väga hea kvaliteediga ja juhid üldiselt pikaajaliste kogemustega, mis tähendas, et arutletud teemad olid laiahaardelised ja põhinesid empiirikal.

Autor tunneb, et käesolevat bakalaureusetööd saab edasi arendada, viies läbi rohkemate juhtidega kontrollitud keskkonnas eksperimente, kaasates veelgi laiemalt erinevate või kitsamalt sama valdkonna juhte või lähenedes tööle hoopis läbi dokumendianalüüsi ja

intervjuude koosluse kaudu, et samaaegselt saaks uurida nii juhtide vaadet teatud olukordadele kui nende tegelikku käitumist.

Viidatud allikad

1. Arrfelt, M., Wiseman, R. M., Mcnamara, G., & Hult, G. T. M. (2015). Examining a Key Corporate Role: The Influence of Capital Allocation Competency on Business Unit Performance. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1017–1034.
2. Bardolet, D., Fox, C. R., & Lovallo, D. (2011). Corporate capital allocation: A behavioral perspective. *Strategic Management Journal*, 32(13), 1465–1483.
<https://doi.org/10.1002/smj.966>
3. Benartzi, S., & Thaler, R. H. (2001). Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans. *American Economic Review*, 91(1), 79–98.
<https://doi.org/10.1257/aer.91.1.79>
4. Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39–65. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00798-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00798-6)
5. Buchuk, D., Larrain, B., Prem, M., & Urzúa Infante, F. (2020). How Do Internal Capital Markets Work? Evidence from the Great Recession*. *Review of Finance*, 24(4), 847–889. <https://doi.org/10.1093/rof/rfz022>
6. Busenbark, J. R., Wiseman, R. M., Arrfelt, M., & Woo, H.-S. (2017). A Review of the Internal Capital Allocation Literature: Piecing Together the Capital Allocation Puzzle. *Journal of Management*, 43(8), 2430–2455.
<https://doi.org/10.1177/0149206316671584>
7. *Capital Allocation: Recognize Bias in Your Decision-Making* | Deloitte US. (2018, February). Deloitte United States.
<https://www2.deloitte.com/us/en/pages/finance/articles/capital-allocation-recognize-bias.html>

8. CFO hub. (2022, November 15). *5 Capital Allocation Strategies*. CFO Hub.
<https://cfohub.com/5-capital-allocation-strategies/>
9. Charles Alsdorf & Jonathan Schuldenfrei. (2018, April). Capital allocation: Seeing the value in a value architecture. *Deloitte CFO Insights*, 5.
10. Collins, J. (2019, April 1). *Gigerenzer versus Kahneman and Tversky: The 1996 face-off*. <https://www.jasoncollins.blog/posts/gigerenzer-versus-kahneman-and-tversky-the-1996-face-off>
11. Dave Ahern. (2021, August 9). The 7 Types of Capital Allocation and What They Mean for Shareholders. *Investing for Beginners 101*.
<https://einvestingforbeginners.com/capital-allocation-daah/>
12. Davenport, T. H. (2013, December 24). Big Data and the Role of Intuition. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2013/12/big-data-and-the-role-of-intuition>
13. Deborah Smith. (2022, September). *Psychologist wins Nobel Prize*.
<https://www.apa.org>. <https://www.apa.org/monitor/dec02/nobel>
14. DeMiguel, V., Garlappi, L., & Uppal, R. (2009). Optimal Versus Naive Diversification: How Inefficient is the 1/N Portfolio Strategy? *The Review of Financial Studies*, 22(5), 1915–1953. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm075>
15. Dhaene, J., Tsanakas, A., Valdez, E. A., & Vanduffel, S. (2012). Optimal Capital Allocation Principles. *The Journal of Risk and Insurance*, 79(1), 1–28.
16. Dror, I. E. (2020). Cognitive and Human Factors in Expert Decision Making: Six Fallacies and the Eight Sources of Bias. *Analytical Chemistry*, 92(12), 7998–8004. <https://doi.org/10.1021/acs.analchem.0c00704>
17. Fox, C. R., & Langer, T. (2005). *Biases in Allocation Under Risk and Uncertainty: Partition Dependence, Unit Dependence, and Procedure Dependence* (SSRN Scholarly Paper No. 757787). <https://doi.org/10.2139/ssrn.757787>

18. *Framing effect*. (2023). The Decision Lab. <https://thedecisionlab.com/biases/framing-effect>
19. Franklin Templeton Investments. (2012, August 6). *Investors Should Beware The Role Of 'Availability Bias'*. Business Insider. <https://www.businessinsider.com/the-availability-bias-is-driving-investor-decisions-2012-10>
20. Gál, P., Mrva, M., & Meško, M. (2013). Heuristics, biases and traps in managerial decision making. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 61, 2117–2122. <https://doi.org/10.11118/actaun201361072117>
21. Gatzert, S., Hoang, D., & Ruckes, M. (2014). *Internal capital markets and diversified firms: Theory and practice* (Working Paper No. 64). KIT Working Paper Series in Economics. <https://doi.org/10.5445/IR/1000044663>
22. Grabner, I., & Moers, F. (2021). Determinants and Consequences of Budget Reallocations*. *Contemporary Accounting Research*, 38(3), 1782–1808. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12681>
23. Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2015). Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 449–470. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.011>
24. Iskandar Aminov, Aaron De Smet, Gregor Jost, & David Mendelsohn. (2019, April 30). *Effective decision making in the age of urgency* | McKinsey. <https://www.mckinsey.com/capabilities/people-and-organizational-performance/our-insights/decision-making-in-the-age-of-urgency>
25. Jake Frankenfield & Caitlin Clarke. (2022, September 30). *Who Was Herbert A. Simon? Bounded Rationality and AI Theorist*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/h/herbert-a-simon.asp>

26. James Chen, Eric Estevez, & Kirsten Rohrs Schmitt. (2022, July 22). *Prospect Theory: What It Is and How It Works, With Examples*. Investopedia.
<https://www.investopedia.com/terms/p/prospecttheory.asp>
27. Jamie Ducharme. (2018, July 26). *The Sunk Cost Fallacy Is Ruining Your Decisions. Here's How*. Time. <https://time.com/5347133/sunk-cost-fallacy-decisions/>
28. Justiitsministeerium. (2023, February 1). *Ettevõtlusvormide võrdlus | Eesti.ee*.
<https://www.eesti.ee/et/ettevotlus/ettevotte-loomine/ettevotlusvormide-vordlus>
29. Kahneman, D. (2003). Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. *The American Economic Review*, 93(5), 1449–1475.
30. Karilaid, L. (2021). *Heuristikute roll personali valikul ettevõtte X näitel* [Thesis, Tartu Ülikool]. <https://dspace.ut.ee/handle/10062/72166>
31. Kristjan Pulk & Maaja Vadi. (2020, May 15). Kui suure eine sina tellid? *Sirp*.
<https://www.sirp.ee/s1-artiklid/c21-teadus/kui-suure-eine-sina-tellid/>
32. Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248–1280.
33. Lauren Saalmuller. (2022, June 14). *The Importance of Proper Capital Allocation*. Harvard Business School Business Insights Blog.
<https://online.hbs.edu/blog/post/importance-of-proper-capital-allocation>
34. Loren Garruto, Evan Sussholz, Andre Toh, Adrian Nicholls, & Sebastian Schmidt. (2021). *Is your capital allocation strategy a long-term plan or short-term fix?* (p. 14). EY. https://www.ey.com/en_us/capital-allocation/is-your-capital-allocation-strategy-a-long-term-plan-or-short-term-fix
35. Mauboussin, M. J., & Callahan, D. (2022). Capital Allocation Results, Analysis, and Assessment. *Consilient Observer*, 85.

36. Mauboussin, M. J., Callahan, D., & Darius Majd. (2016). Capital Allocation: Evidence, Analytical Methods, and Assessment Guidance. *Credit Suisse*, 75.
<https://doi.org/10.1111/jacf.12090>
37. McCullum, N. & Ben Reynolds. (2022, August 29). *Capital Allocation Explained | The 5 Methods Framework*. Sure Dividend. <https://www.suredividend.com/capital-allocation/>
38. Morozov, A. (2020). *Käitumuslike tegurite mõju Eesti aktsiainvestorite investeerimisotsustele*. <https://digikogu.taltech.ee/et/item/f99e34de-dcaf-4da8-921a-f2c127da5687>
39. Olev, A., & Alumäe, T. (2022). Estonian Speech Recognition and Transcription Editing Service. *Baltic Journal of Modern Computing*, 10.
<https://doi.org/10.22364/bjmc.2022.10.3.14>
40. Post-Tammela, E., & Siirde, V. (2018). *Heuristikute mõju otsuste tegemisel organisatsioonis (Sirowa Group kontserni keskastme ja esmatasandi juhtide näitel)*.
<https://digikogu.taltech.ee/et/Item/5e864512-56b1-4793-8a89-5e3fef3b8ddc>
41. Rick Faery, Eric Rattner, Austin Rutherford, Rhys McDonald, Rahul Ahuja, & Irek Akberov. (2021). Capital allocation: Paths to value. *Credit Suisse*, 36.
42. Röglinger, M., Plattfaut, R., Borghoff, V., Kerpedzhiev, G., Becker, J., Beverungen, D., vom Brocke, J., Van Looy, A., del-Río-Ortega, A., Rinderle-Ma, S., Rosemann, M., Santoro, F. M., & Trkman, P. (2022). Exogenous Shocks and Business Process Management. *Business & Information Systems Engineering*, 64(5), 669–687.
<https://doi.org/10.1007/s12599-021-00740-w>
43. Ryan Barnes, Eric Estevez, & Kirsten Rohrs Schmitt. (2021, July 28). *Looking Deeper Into Capital Allocation*. Investopedia.
<https://www.investopedia.com/articles/basics/07/capitalallocation.asp>

44. Shah, A. K., & Oppenheimer, D. M. (2008). Heuristics made easy: An effort-reduction framework. *Psychological Bulletin*, 134, 207–222.
<https://doi.org/10.1037/0033-2909.134.2.207>
45. Sharbaji, Y. I. M., & Wahl, M. F. (2021). *Töötajate vahelise sisekommunikatsiooni roll ja mõju digitaalajastul*. <https://digikogu.taltech.ee/et/item/28924617-8336-45a5-a4f6-22715e127eed>
46. Sharot, T. (2011). The optimism bias. *Current Biology*, 21(23), R941–R945.
<https://doi.org/10.1016/j.cub.2011.10.030>
47. Shonk, K. (2022, December 19). *What is Anchoring in Negotiation?* PON - Program on Negotiation at Harvard Law School.
<https://www.pon.harvard.edu/daily/negotiation-skills-daily/what-is-anchoring-in-negotiation/>
48. Smet, A. D., Lackey, G., & Weiss, L. M. (2017). Untangling your organization's decision making. *McKinsey Quarterly*, 12.
49. Soluk, J. (2022). Organisations' Resources and External Shocks: Exploring Digital Innovation in Family Firms. *Industry and Innovation*, 29(6), 792–824.
<https://doi.org/10.1080/13662716.2022.2065971>
50. Stein, J. C. (1997). Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources. *The Journal of Finance*, 52(1), 111–133. <https://doi.org/10.2307/2329558>
51. Tversky, A., & Kahneman, D. (1973). Availability: A heuristic for judging frequency and probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), 207–232. [https://doi.org/10.1016/0010-0285\(73\)90033-9](https://doi.org/10.1016/0010-0285(73)90033-9)
52. Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.

53. Tversky, A., & Kahneman, D. (1981, January 30). *The Framing of Decisions and the Psychology of Choice* | *Science*.
<https://www.science.org/doi/10.1126/science.7455683>
54. Tversky, A., & Kahneman, D. (1991). Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(4), 1039–1061. <https://doi.org/10.2307/2937956>
55. Veronika Kalmus, Anu Masso, & Merle Linno. (2015). *Kvalitatiivne sisuanalüüs*.
<https://samm.ut.ee/kvalitatiivne-sisuanalyys>
56. Vranas, P. B. M. (2000). Gigerenzer's normative critique of Kahneman and Tversky. *Cognition*, 76(3), 179–193. [https://doi.org/10.1016/S0010-0277\(99\)00084-0](https://doi.org/10.1016/S0010-0277(99)00084-0)
57. Warren E. Buffett. (1988, February 29). *Chairman's Letter—1987*.
<https://www.berkshirehathaway.com/letters/1987.html>

Lisad

Lisa A. Intervjuude üldine kava

Sissejuhatus

Suur tänu, et nõustusite intervjuus osalema! Teen esmalt lühikese sissejuhatuse ja kui sobib, siis ei kuluta aega ja liigun küsimuste juurde.

Töö eesmärgiks on uurida ettevõtete juhtide kapitali paigutamise otsuseid ja seda, mis neid otsuseid mõjutab. Osad küsimused võivad olla sellised, millel Teie situatsioonis vastust ei leidu. See on täiesti okei ja võite rääkida endajaks ligilähedastest kogemustest, teemat laiemaks tõmmata, võtta vastamiseks aega ja jätta vastamata - igasugune info on põnev ja konkreetsed näited veel paremad. Intervjuud salvestatakse ja see on anonüümne.

Enne küsimuste juurde liikumist ma kordan alati üle kapitali paigutamise ja heuristikute olemuse, et intervjuueeritavaga samas paadis olla.

Kapitali paigutamise all peame me silmas ettevõtte tegevusega akumulunud ressursside jaotust erinevate äriüksuste, projektide või investeeringute vahel ja seda, kas eraldada vahendeid näiteks laenude tasumiseks, dividendide maksmiseks, äriühingute ühinemisteks ja omandamiseks ja muuks selliseks, seda selleks, et saavutada ettevõtte lühi- ja pikaajalisi strateegilisi ja finantsilisi eesmärke.

Heuristikud - inimeste otsused ei põhine tihti mitte põhjalikult analüüsitud järeldustel, vaid hoopis heuristikutel ehk rusikareeglitel ja kiiretel otsustel, mida saab kasutada siis, kui aeg on piiratud või info on puudulik. Heuristikud põhinevad kogemustel ja varasemalt õpitud informatsioonil. See tähendab aga, et heuristikuid kasutades võivad inimesed enesele teadmata olla kallutatud või kasutada eelarvamusi, mis põhjaliku analüüsi puhul ei esineks.

Näiteks üldtuntud lihtsustatud fraasidest või käibetõdedest lähtumine: „Kinnisvara on alati kindel investeering“ või mingite stereotüüpide põhjal investeerimisotsuste langetamine: „See ettevõtte tegutseb samas valdkonnas kui teine edukas ettevõtte, seega peab sellel olema sarnane kasvupotentsiaal.“ Tegelikult sõltub juhtkonnast ja paljudest muudest asoludest. Või näiteks eraisik investeerib iga aasta kindla summa mingisse kindlasse ettevõttesse ilma, et ta seda otsust järgnevatel aastatel kalibreerinud või üle vaadanud oleks. Näiteks „Mina panen alati Tallinna Sadama aktsiasse iga aasta 500 eurot, see on hea ja kindel“ ja isik teeb seda aastaid, aga tegelikult on aastate jooksul turuolud muutunud ja on kohti, kus investeering oleks mõistlikum.

Kui Teil mulle küsimusi pole, siis ma liiguks küsimuste juurde.

Kapitali paigutamist puudutavad küsimused

Kui kindlad olete oma kapitali paigutamise oskustes skaalal 1-5?

Kas tunnete, et Teie ettevõtte kapitali paigutamise strateegiad:

- 1) on piisavad
- 2) vajavad veidi kohendamist
- 3) tuleb täielikult ümber mõelda?

Mis tüüpi kapitali paigutamise otsuseid Te peamiselt teete? *

Orgaaniline kasv? Dividendid? Laenude tasumine? Investeeringud kuhu?

Palun kirjeldage Teie ettevõtte lähenemist kapitali paigutamisele:

Mille alusel otsustate, kuhu ressursse paigutada?

Mis on prioriteedid?

Kas olete pidanud oma varasemast lähenemist või meetodeid kapitali paigutamise ümber mõtlema?

Mis selleni viis? Kas meetodid on aastate jooksul muutunud?

Kas tunnete, et Teie kapitali paigutamise protsess maksimeerib osanike tootlust/kasumit?*

Milliseid meetodeid või mudeleid Te kasutate kapitali paigutamise tasuvuse mõõtmiseks?

ROIC? IRR? CAPM? NPV?

Kas teete kapitali paigutamise otsuseid üksinda või konsulteerite ka teistega? Kellega?

Töötajad

Teised osanikud

Analüütikud/professionaalid

Koostööpartnerid

Kliendid

Muu?

Kapitali paigutamist ja heuristikuid puudutavad küsimused

Kas teete kapitali paigutamise otsuseid peamiselt statistika ja andmete või kõhutunde (pikaajaliste teadmiste) põhjal?

Olete teinud kõhutunde pealt? Olukord?

Kuidas otsustate ettevõtte projektide/kapitali paigutamise jaotuse ja sobiva diversifitseerimise taseme osas? *

Kas mitme projekti või investeeringu puhul jaotate pigem kapitali mitme peale laiali või keskendute ühele?

Kas olete teinud kapitali paigutamise otsuseid ebapiisava või ebaselge informatsiooni oludes ja hiljem tuvastanud protsessis vigu? Näiteks?

Kuidas Te end oma valdkonna trendide ja arengutega kursis hoiate?*

Kuidas see teave Teie otsuseid mõjutab

Kas arvestate potentsiaalsete valikute hindamisel teadlikult võimalikke eelarvamusi või heuristikuid, mis võivad otsustusprotsessi mõjutada?

Kas olete tuvastanud hetki, kus kapitali paigutamise otsus sai tehtud:

Esmase info põhjal (hiljem otsust piisavalt korrigeerimata)?

Juurde kirjeldus: Selle heuristiku nimi on ankurdamine, see hõlmab otsuste tegemisel liiga tugevat toetumist esialgsele teabele (ankrule). Näiteks võib ettevõtte oma aastaeelarve ankurdada oma eelmise aasta tulemustele tuginedes, arvestamata turumuutusi või võimalikke uusi võimalusi.

Mingite stereotüüpide, määratud omaduste põhjal?

Juurde kirjeldus: Selle heuristiku nimi on esindatavus, see hõlmab otsuste tegemist selle põhjal, kui palju midagi prototüübi või stereotüübiga sarnaneb. Näiteks võib investor otsustada investeerida idufirmasse, kuna see sarnaneb eduka ettevõttega samas valdkonnas, arvestamata muid tegureid, mis võivad selle edu mõjutada.

Endale kättesaadava info, arusaama või teadmiste põhjal, mitte analüüsi tulemusena?*

Juurde kirjeldus: Selle heuristiku nimi on kättesaadavus, see hõlmab otsuste tegemist selle põhjal, kui kergesti teave meelde tuleb. Näiteks oletame, et portfellihaldur kaalub investeerimist teatud tehnoloogiaektorisse. Juht võib tõenäolisemalt investeerida tehnoloogiaaktsiatesse, kui hiljutised uudiste pealkirjad on olnud sektori suhtes positiivsed, näiteks teated tehnoloogiaettevõtte tugevast tulust või uuest läbimurdest tehnoloogia vallas. Kui sektori kohta on olnud negatiivseid pealkirju, näiteks teateid andmerikkumiste või regulatiivsete väljakutsete kohta, võib juht tehnoloogiaaktsiatesse investeerida väiksema tõenäosusega.

Kas olete langetanud kapitali paigutamise otsuseid uudiste või sõprade/kollegide arvamustest lähtudes, mitte reaalsest seisust või andmetest? Näiteks?

Oskate ise välja tuua heuristikut või kognitiivset nihet, mida olete kasutanud?

Kui ei oska, viidata levinud pöördumatute kulude pettele (*sunk cost fallacy*).

Juurde kirjeldus: Pete seisneb selles, et ettevõtte on teinud investeeringu mingisse objekti, seadmesse või millesse iganes. Kui on aga aja jooksul välja tulnud, et investeering ennast ei õigusta, siis selle asemel, et projektile kriips peale tõmmata ja asi ära lõpetada,

panustatakse sinna ikka aega, raha ja ressursse, kuna sinna on see esmane investeering juba minevikus tehtud.

**Tärniga küsimuste esitamine lähtus intervjuueeritava ettevõtte tüübist, asjakohasusest, ajapiirangutest ja/või asjaolust, kas varasemalt oli antud teemat juba käsitletud.*

Kapitali paigutamise ja heurstikute katse

Ülesanne 1

Olete ettevõtte juht ja peate langetama otsuse.

Kumba Te eelistate, kas:

- Kindel 225€ kasumiga projekt või
- 25% võimalus, et projekt lõpetab 1,000€ kasumis ja 75% võimalus, et 0€ kasumis?

Peale otsuse langetamist esitatakse uus olukord.

Nüüd, langetage veel üks otsus.

Kumba Te eelistate, kas:

- Kindel 750€ kahjumiga projekt või
- 75% võimalus, et projekt lõpetab 1,000€ kahjumis ja 25% võimalus, et 0€ kahjumis?

Ülesanne 2

Teie ettevõttel on 20 000€ vaba raha ja otsustate selle suunata finantsturgudele.

Teie valikuteks on Apple (15.21€) ja Coca-Cola (91.72€) aktsia ja saate valida kas portfelli A või portfelli B:

Portfell A

9992.97€ väärtuses Apple aktsiaid
9997.48€ väärtuses Coca Cola aktsiaid
9.55€ raha
20000€ kokku

Portfell B

2844.27€ väärtuses Apple aktsiaid
17151.64€ väärtuses Coca Cola aktsia
4.09€ raha
20000€ kokku

Peale otsuse langetamist esitatakse uus olukord.

Paraku ei ole esimesed portfellid enam saadaval. Nüüd pakutakse Teile kahte järgnevat portfelli:

Portfell A

657 Apple aktsiat
109 Coca Cola aktsiat
9.55€ raha

20000€ kokku

Portfell B

187 Apple aktsiat
187 Coca Cola aktsiat
4.09€ raha

20000€ kokku

Ülesanne 3

Oletame, et Teile esitatakse uue idufirma kohta järgnev kirjeldus:

"Antud ettevõtte on keskendunud tipptasemel tehnoloogia arendamisele tervishoiutööstuses.

Ettevõtte juhatusse kuuluvad tippinsenerid ja meditsiinieksperdid ning ettevõtte on hankinud märkimisväärsed rahalisi vahendeid riskikapitalifondidelt. Firma asub Silicon Valleys."

Kas Te arvate selle kirjelduse põhjal, et antud ettevõtte on tõenäolisemalt:

- A) väga edukas ja kasumlik või
- B) tõenäoliselt kogeb konkureerival tehnoloogiaturul raskusi ja ebaõnnestumisi?

Lisa B. Uuringute ülevaade

Uuring	Autor	Uuritavad tegurid	Metoodika
Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Saving Plans	(Benartzi & Thaler, 2001)	1/n naiivse diversifitseerimise heuristik pensionifondide valimises	Küsitlused, katse, dispersioonanalüüs
Heuristikute roll personali valikul ettevõtte x näitel	(Karilaid, 2021)	Heuristikute esinemine, roll personali valikul Vanuselised stereotüübid	Intervjuu, katse
Heuristikute mõju otsuste tegemisel Organisatsioonis (Sirowa group kontserni Keskastme ja esmatasandi juhtide näitel)	(Post-Tammela, 2018)	Kuivõrd kontserni juhid mõjutatud otsuste tegemisel heuristikutest	Ankeetküsimustik
Käitumuslike tegurite mõju eesti aktsiainvestorite investeerimisotsustele	(Morozov, 2020)	Heuristika, perspektiiviteooria, karjakäitumine	Ankeetküsimustik
Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms	(Graham et al., 2015)	Ettevõtte finantsotsuste delegeerimine, kõhutunne, pikajaline tööstaaž	Küsitlus
Corporate capital allocation: a behavioral Perspective	(Bardolet et al., 2011)	Ristsubsideerimine, naiivne diversifitseerimine, 1/n	Andmeanalüüs, katsed

Allikas: Autori koostatud Benartzi & Thaler (2001), Karilaid (2021), Post-Tammela (2018), Morozov (2020), Graham et al. (2015), Bardolet et al., (2011) põhjal

Summary

Heuristics in Business's Capital Allocation Decisions

Erik Vipre

Capital allocation is an integral part of every company, as during through the process, the optimal distribution of the company's resources is determined in order to achieve short- and long-term strategic and financial goals. This process is vitally important in the development of the company, because in essence, all the added value created by the company's core business can be wasted as a result of bad capital placement decisions.

In the bachelor thesis at hand, the heuristics in the capital allocation decisions of Estonian companies and managers was studied. The thesis consists of two chapters: the first one introduces the theoretical background of capital allocation and heuristics with the relevant literature. The second chapter introduces the methodology used in the bachelor thesis and the results of the empirical research.

The author of the bachelor's thesis decided to use a qualitative research method and conduct an interview with managers to study their capital allocation decisions and find potential heuristics at use. Interviews were conducted with ten company managers from various fields and from small, medium-sized, and large companies. As part of the interview, managers were questioned on their capital deployment decisions, approaches, strategies and heuristics, cognitive biases and rules of thumb to capital allocation. Finally, short experiments were conducted to test managers on heuristic and cognitive bias exercises.

As a result of the study, it was confirmed that there are a number of cognitive biases and use of heuristics in the decision-making patterns and capital allocation of company managers - for example, when investing capital, entrepreneurs have prejudices regarding different fields and regions, their perception is affected by outdated information and they fall victim to sunk-costs fallacies. On the other hand, heuristics and gut feeling make it possible to act quickly and evaluate situations where there is no quantifiable information. The study also clearly outlined the differences between small and large companies in the placement of capital - while in the case of the former there are more opportunities to make decisions quickly, change the course of action and make decisions by gut feeling, the processes of larger companies are much clearer and employees operate within a more certain framework.

The bachelor thesis can be further developed by conducting experiments with more managers in a controlled environment, involving more managers from different or even the same fields or conducting the empirical research through the combination of document analysis and interviews.

Conducting a qualitative study also comes with certain limitations - since the goal of the work was to obtain the widest possible range of managers from companies of different sizes, making any fundamental conclusions and attributing characteristics present in the sample to the entire population would be of questionable value. Instead, conducting a survey provides a better understanding of what is used by managers.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Erik Vipre,

1. Annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) minu loodud teose „Heuristilised võtted ettevõtte kapitali paigutamise otsustes“, mille juhendaja on Kristjan Pulk, reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada digitaalarhiivi Dspace kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.
2. Annan Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace kaudu Creative Commons litsentsiga CC BY NC ND 3.0, mis lubab autorile viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.
3. Olen teadlik, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
4. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei riku ma teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Erik Vipre

09.05.2023