

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Yayuan Min

ETTEVÕTTESPETSIIFILINE RISKIPREEMIA OMAKAPITALI KULUKUSE MÄÄRA
HINDAMISEL EESTI VÄÄRTUSE HINDAMISE PRAKTIKAS

Magistritöö

Juhendaja: kaasprofessor Priit Sander

Tartu 2026

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

Sisukord

Sissejuhatus.....	4
1. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia käsitus ettevõtte väärtuse hindamisel.....	6
1.1. Aktsiainvesteeringuga seotud riskid ja nende seos diskonteerimismääraga.....	6
1.2. Võimalused ettevõttespetsiifilise riskiga arvestamiseks ettevõtte väärtuse hindamisel.....	12
1.3. Erinevad lähenemised diskonteerimismäära suurendamiseks arvestamiseks ettevõttespetsiifilise riski olemasolu.....	18
1.4. Ülevaade varasematest empiirilistest uurimustest ja kohtulahenditest seoses ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamisega diskonteerimismäära koosseisus.....	28
2. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutus Eesti väärtushindamise praktikas.....	32
2.1. Andmed ja meetodika.....	32
2.2. Küsitluste tulemuste analüüs.....	35
2.2.1. Vastajate kogemus ja ettevõttespetsiifiline riskipreemia kasutamine vastajate hulgas.....	35
2.2.2. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamise meetodika vastajate hulgas.....	37
2.2.3. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia käsitlemine kaasuspõhises analüüsis.....	44
2.3. Järeldused ja ettepanekud.....	53
Kokkuvõte.....	56
Viidatud allikad.....	58
Lisad.....	65
LISA A. Küsimustik.....	65
LISA B. Küsitluse kaasuste (6.1-6.7) vastuste analüüs.....	70
Summary.....	71

Sissejuhatus

Ettevõttespetsiifiline risk ehk mittesüsteemiline risk on konkreetse ettevõtte või investeringu eripärast tulenev risk, mis ei ole seotud üldise turuolukorraga (Hitchner, 2024, ptk 6). Tegemist on ühe kõige vastuolulisema teemaga ettevõtte väärtuse hindamisel. Kaasaegse portfelliteooria kohaselt saab investor ettevõttespetsiifilise riski mõju portfelli hajutamise abil oluliselt vähendada. Sellest lähtub ka klassikaline finantsvarade hindamise mudel (CAPM), mis on üks enim kasutatavaid teoreetilisi raamistikke omakapitali hinna määramisel. Mudeli eelduste kohaselt hoiavad investorid hajutatud portfelle ning omakapitali nõutav tootlus peaks seetõttu peegeldama üksnes süsteematilist ehk tururiski.

Praktikas ei ole ettevõttespetsiifilise riski käsitlemine üheselt määratletud. Mitmed empiirilised uuringud ning väärtushindamise praktika on näidanud, et ettevõttespetsiifilise riskiga arvestamine omakapitali hinna arvutamisel võib teatud olukordades olla põhjendatud, eriti juhul kui hinnatav ettevõtte erineb oluliselt turuportfelist või võrreldavatest börsiettevõtetest (P. Butler & Pinkerton, 2006; Pratt et al., 2014, ptk 16; Janos, 2017; Hitchner, 2024, ptk 6; Tran, 2025). Eriti eraomandis olevate ja väiksemate ettevõtete hindamisel kasutatakse sageli täiendavat ettevõttespetsiifilist riskipreemiat omakapitali diskonteerimismääras, et kajastada riske, mida turupõhised riskimõõdikud täielikult ei hõlma. Samas muudab selline lähenemine diskontomäära kujunemise paratamatult subjektiivsemaks ning tõstatab küsimusi riskide põhjendatuse, topeltarvestuse ja hindamise läbipaistvuse kohta.

Teema aktuaalsus tuleneb seega vastuolust finantsteooria ja väärtushindamise praktika vahel. Kuigi teoreetiliselt eeldatakse ettevõttespetsiifilise riski hajutatavust ja selle mittehinnastamist, on ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamine väärtushindamise praktikas laialt levinud ning sageli peetakse seda vajalikuks. Eriti selgelt avaldub see mitte-börsiettevõtete hindamisel, kus võrreldavate turuandmete kättesaadavus on piiratud ning hindajad peavad suuremal määral tuginema professionaalsele hinnangule.

Eesti kontekstis on ettevõttespetsiifilise riskipreemia käsitlemine asjakohane, kuna kapitaliturg on suhteliselt väike ning märkimisväärne osa väärtushindamise praktikast puudutab eraomandis olevaid ettevõtteid. Sellistes olukordades võivad hinnatavate ettevõtete riskiprofiilid erineda oluliselt avalikest võrreldavatest ettevõtetest ning standardsete mudelite rakendamine ei pruugi anda adekvaatset tulemust. Samas puuduvad Eestis senini süsteemilised empiirilised uuringud, mis annaksid ülevaate sellest, kuidas ettevõttespetsiifilist riskipreemiat omakapitali kulukuse määra hindamisel praktikas kasutatakse ning milliste kaalutluste alusel vastavaid otsuseid tehakse.

Käesoleva magistritöö uurimisprobleem seisneb selles, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia vajalikkuse ja rakendamise osas puudub üksmeel nii finantsteoorias kui ka väärtushindamise praktikas ning Eesti kontekstis ei ole selle kasutamist senini süstemaatiliselt uuritud.

Magistritöö eesmärk on selgitada, kuidas ettevõttespetsiifilist riskipreemiat käsitletakse ja rakendatakse omakapitali kulukuse määra hindamisel Eesti väärtushindamise praktikas. Eesmärgi saavutamiseks on püstitatud järgmised uurimisülesanded:

- selgitada mittesüstemaatilise riski olemust ja rolli ettevõtte väärtuse hindamisel ning analüüsida CAPM-i teoreetilisi piiranguid;
- anda ülevaade ettevõttespetsiifilise riskiga arvestamise võimalustest ettevõtte väärtuse hindamisel ning käsitleda diskontomäära kohandamiseks kasutatavaid meetodeid;
- kaardistada varasemad empiirilised uuringud ja kohtupraktika ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamise kohta;
- analüüsida Eesti väärtuse hindamise praktikute üldiseid hoiakuid ja kasutatavaid meetodeid ettevõttespetsiifilise riski arvestamisel;
- analüüsida, kuidas praktikud lähenevad ettevõttespetsiifilise riski arvestamisele konkreetsetes hindamisolukordades, selgitada nende hindamise loogikat ning tuvastada erinevused ja sarnasused lähenemistes;
- hinnata praktikute lähenemiste kooskõla finantsteooriaga ning esitada järeldused ja soovitused ettevõttespetsiifilise riski arvestamiseks väärtushindamises.

Magistritöö teoreetiline osa koosneb neljast alapeatükist. Esimeses alapeatükis antakse ülevaade aktsiainvesteeringutega seotud riskidest ning nende mõjust omakapitali kulukuse määrale. Keskendutakse finantsvarade hindamise mudeli (CAPM) teoreetilistele lähtekohtadele ning mudeli peamistele piirangutele ettevõtte väärtuse hindamise kontekstis. See loob teoreetilise aluse ettevõttespetsiifilise riski käsitlemiseks töö järgnevatel osades. Teises alapeatükis käsitletakse ettevõttespetsiifilise riski arvestamise võimalusi ettevõtte väärtuse hindamisel, sealhulgas selle kajastamist rahavoogudes, diskontomääras ja väärtust korrigeerivate diskontode kaudu. Kolmandas alapeatükis keskendutakse levinumatele meetoditele, mille abil määratakse ettevõttespetsiifilist riski täiendava riskipreemiana diskontomääras. Teoreetilise osa viimases alapeatükis antakse ülevaade varasematest empiirilistest uurimustest ja kohtupraktikast ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamise kohta.

Empiiriline osa koosneb kolmest alapeatükist. Esimeses alapeatükis kirjeldatakse uurimismeetodit, andmete kogumise viisi ning valimi kujunemist. Antakse ülevaade küsitluse ülesehitusest, kasutatud küsimuste temaatikast ning selgitatakse valimi piiranguid ja uuringu metodoloogilisi lähtekohti. Teises alapeatükis analüüsitakse küsitluse tulemusi, keskendudes ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamise ulatusele, rakendusviisidele ja meetodikatele Eesti väärtushindamise praktikas. Alapeatükk jaguneb kolmeks alajaotuseks, mille ülesehitus lähtub uurimisküsimustest ning võimaldab tulemusi esitada loogilise ja temaatilise tervikuna.

Kolmandas alapeatükis esitatakse järeldused ja ettepanekud, mis põhinevad empiirilise analüüsi tulemustel. Selles osas seotakse küsitluse tulemused teoreetiliste käsitlustega ning tehakse kokkuvõtteid ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamise praktikast ja võimalikest arengusuundadest Eesti väärtushindamises.

Märksõnad: ettevõttespetsiifiline riskipreemia, ettevõtte väärtuse hindamine, mittedüstemaatiline risk.

Teaduseriala kood: S181 Rahandus

1. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia käsitlus ettevõtte väärtuse hindamisel

1.1. Aktsiainvesteeringuga seotud riskid ja nende seos diskonteerimismääraga

Aktsiainvesteeringu hindamisel on risk üks kesksemaid tegureid, mis mõjutab investorite nõutavat tulumäära ja seeläbi investeeringute väärtust. Kapitalikulu ehk diskontomäär, mida kasutatakse tulevaste rahavoogude nüüdisväärtuse leidmiseks, koosneb kahest põhikomponendist: riskivabast tulumäärast ja riskipreemiast. Aktsiainvesteeringuga seotud riske liigitatakse tururiskiks ehk süstemaatiliseks riskiks ja ettevõttespetsiifiliseks riskiks ehk mittedüstemaatiliseks riskiks. (Pratt et al., 2014, ptk 10)

Risk mõjutab kõiki kapitali struktuuri komponente ning avaldab mõju kaalutud keskmise kapitali kulukuse määrale (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*), mis koosneb laenu- ja omakapitali kulukuse määrast. WACC väljendab minimaalset tootlust, mida ettevõtte investeeringud peavad teenima, et investor oleks nõus investeerima. Riski suurenedes kasvab kapitali kulukuse määr ning selle tulemusel väheneb tulevaste rahavoogude nüüdisväärtus (Pratt et al., 2014, ptk 10). Diskonteeritud rahavoogude (*Discounted Cash Flow, DCF*) meetodi kontekstis täidab WACC diskonteerimismäära rolli. DCF on tulupõhine lähenemine, mida peetakse üheks enim kasutatavaks meetodiks (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010).

Omakapitali kulukuse määra hindamisel on kõige laialdasemalt kasutatav teoreetiline raamistik finantsvarade hindamise mudel (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*), mille

töötasid välja Treynor (1962), Sharpe (1964), Lintner (1965) ja Mossin (1966). Tegemist oli esimese eduka mudeliga, mis võimaldas hinnata potentsiaalse investeerimisprojekti rahavoogudega seotud riski ja määrata projekti omakapitali kulukuse määra (Jagannathan & McGrattan, 1995). Mudel tugineb Harry Markowitzi (1952; 1959) kaasaegsele portfelliteooriale, mille kohaselt lähtub investor portfelli kujundamisel oodatava tootluse ja riski suhtest. Seejuures eelistatakse efektiivseid portfelle, mis kas maksimeerivad oodatavat tootlust antud riskitaseme juures või minimeerivad riski oodatava tootluse taseme juures. Sharpe (1964) ja Lintner (1965) lisasid CAPM-ile eeldused: 1) investoritel on homogeenised ootused varade tootluse ja selle jaotuse suhtes; 2) riskivaba tulumääraga saab laenata piiramatult. CAPM-i ja Markowitzi portfelli mudeli eelduste erinevustest tulenevalt käsitletakse riski erinevalt. Markowitz käsitles riski koguriskina, mis hõlmab nii süstemaatilist kui ka mittesüstemaatilist riski. CAPM hinnastab ainult süstemaatilist riski, kuna mudel eeldab, et kõik investorid hoiavad oma portfelle hajutatuna. Mudeli kohaselt mittesüstemaatiline risk ehk ettevõttespetsiifiline risk on hajutav, mistõttu investorid ei nõua selle eest kõrgemat tootlust. Alles jääb süstemaatiline risk ehk tururisk, mida ei saa mudeli kohaselt hajutada. Seetõttu on see CAPM-is ainus riskimõõdik ning seda mõõdetakse beetakordaja (β) kaudu. (Fama & French, 2004; Pratt et al., 2014, ptk 13)

Klassikaline CAPM on ühefaktoriline varahindamismudel, mis näeb välja järgnevalt (Pratt et al., 2014, ptk 10):

$$E(R_i) = R_f + \beta \times (RP_m) \quad (1)$$

kus $E(R_i)$ - omakapitali kulukuse määr

R_f - riskivaba tulumäär

β - beetakordaja

RP_m - tururiskipreemia

Beetakordaja näitab üksiku väärtpaberi või väärtpaberi portfelli tootluse tundlikkust turuportfelli tootluse muutuste suhtes (Pratt et al., 2014, ptk 10). Praktikaks kasutatakse turu tootluse ligikaudse mõõdikuna turuindeksid, näiteks S&P 500, mille suhtes hinnatakse üksikaktsiate tootluse tundlikkust. (P. Black & Masten, 2026, ptk 7)

Beetakordaja on tulevikku suunatud riskinäitaja, näidates oodatava kovariatsiooni ja oodatava dispersiooni suhet. Praktikaks hinnatakse beetakordajat enamasti ajalooliste andmete

põhjal läbi regressioonanalüüsi. Oluline on rõhutada, et regressioonanalüüsist saadud beetakordaja on vaid hinnang oodatavale seosele, mitte täpne tulevikku ennustav väärtus. Beetakordaja hindamiseks kasutatakse põhiliselt kahte meetodit: otsene ja kaudne meetod. Otsest meetodit rakendatakse börsiettevõtete puhul, kui ajaloolised tootlusandmed on kättesaadavad. Kaudset meetodit kasutatakse, kui vaadeldav ettevõtte pole börsil noteeritud või otsese meetodiga saadud beetakordaja osutub ebausaldusväärseks. Kaudsel meetodil leitakse esmalt vaadeldava ettevõtte tegevusvaldkonnale vastavad avalikud ettevõtted võrdluseks. Seejärel eemaldatakse nende ettevõtete beetakordajast finantsvõimendus, kuna see peegeldab võrreldavate ettevõtete kapitali struktuuri, ning saadakse finantsvõimenduseeta beetakordaja (*unlevered beta*). Saadud finantsvõimenduseeta beetakordajate põhjal leitakse mediaan, keskmine või kaalutud keskmine beetakordaja. Viimases etapis korrigeeritakse saadud finantsvõimenduseeta beetakordaja vaadeldava ettevõtte kapitali struktuuri alusel tuletades vaadeldava ettevõtte omakapitali beetakordajat (*levered beta*). (Damodaran, 2012, ptk 8; Pratt et al., 2014, ptk 11)

Vaatamata sellele, et praktikas on CAPM laialdaselt kasutusel olev omakapitali hinna määramise mudel, ei ole empiirilised uuringud leidnud üheselt veenvat tõendusmaterjali mudeli kehtivuse kohta (Jagannathan & McGrattan, 1995; Fama & French, 2004; Dayala, 2012). Mudeli empiirilised probleemid tulenevad mudeli teoreetilistest puudujääkidest, eelkõige nii lihtsustavatest eeldustest kui ka mudeli empiirilise testimise keerukusest (Fama & French, 2004). CAPM-i eeldused on järgmised (Pratt et al., 2014, ptk 13):

1. investorid on riskikartlikud;
2. ratsionaalsed investorid püüavad hoida efektiivseid portfelle ehk täielikult hajutatuna;
3. kõigil investoritel on identsed investeerimishorisonid;
4. kõigil investoritel on identsed ootused oodatava tootluse ja diskontomäärade kujunemise suhtes;
5. tehingukulud puuduvad;
6. investeringuga seotud makse pole, kuid ettevõtte tulumaks võib eksisteerida;
7. investorid saavad laenu anda ja laenata sama riskivaba intressimääraga olenemata tehingu mahust;
8. investorid saavad vabalt osta ja müüa mistahes koguses aktsiad või osa oma portfelist.

Reaalses turukeskkonnas jäävad CAPM-i eeldused üldjuhul täitmata, mis tekitab mudeli rakendamisel praktikas mitmeid kitsaskohti.

Esialgsed CAPM-i empiirilised uuringud osaliselt toetasid mudelit. Jensen, Black ja Scholes (1972) testisid klassikalise CAPM-i kehtivust, kasutades NYSE aktsiate kuiseid tootlusandmeid ajavahemikus 1931-1965. Nad täheldasid lineaarset seost oodatava tootluse ja beetakordaja vahel, mis vastab klassikalise CAPM teooriale, kuid selle seose vabaliige ja tõus ei olnud mudeliga kooskõlas. Vabaliige (α) väljendab seda osa tootlusest, mida beetakordaja ei ole võimeline selgitama. Klassikalise CAPM-i kohaselt peaks vabaliige olema võrdne nulliga, kuna oodatav ülemäärane tootlus on täielikult seletatav beetakordajaga. Autorite tulemused aga näitasid, et kõrge beetakordajaga portfellid teenisid oodatust madalamat ülemäärast tootlust ($\alpha < 0$) ning madala beetakordajaga portfellid teenisid vastupidi kõrgemat ülemäärast tootlust ($\alpha > 0$). Tulemused ei olnud täielikult kooskõlas CAPM-i eeldustega ning autorite hinnangul tuleks CAPM ümber lükata. Lisaks toetasid saadud tulemused Black (1972) CAPM-i versiooni, mis ei eelda riskivaba laenamist ja investeerimist.

Järgnevad uuringud kinnitasid osaliselt CAPM-i kehtivust, kuid tõid esile ka uusi vastuolusid. Sarnased tulemused said ka Fama ja MacBeth (1973) kasutades NYSE aktsiate andmeid ajavahemikus 1935-1968. Nende tulemused näitasid samuti positiivset lineaarset seost keskmise tootluse ja beetakordaja vahel, mis on kooskõlas klassikalise CAPM-iga. Lisaks uurisid nad, kas beetakordaja ruut ja aktsia tootluse volatiilsus suudavad selgitada keskmiste tootluste variatsiooni. Tulemused näitasid, et statistiliselt oluliseks osutus ainult beetakordaja. Hiljem jõudsid aga Fama ja French (1992) sama metoodikat kasutades teistsuguse tulemuseni. Nad täheldasid keskmise tootluse ja beetakordaja vahelise seose kadumist ajaperioodil 1963-1990. Samas, testides 1941-1965 perioodi andmeid, leidsid autorid positiivse seose keskmise tootluse ja beetakordaja vahel. Kuid see seos kadus, kui võeti arvesse suurusefekti. Fama ja French (1992) analüüsisid oodatava tootluse seost ka teiste ettevõtte tunnustega: suurus (*market equity*, ME), finantsvõimendus, aktsia raamatupidamisliku- ja turuväärtuse suhe (*book-to-market equity*, BE/ME) ning kasumi ja hinna suhe (*earnings-price ratio*, E/P). Nad leidsid lisaks, et beetakordaja ei ole statistiliselt oluline aktsiate oodatava tootluse selgitamisel ning et ettevõtte suurusefekt püsis statistiliselt olulisena beetakordajast sõltumata. Suurusefektist tugevamat seost näitas BE/ME, mis osutus uuringus üheks kõige tugevamaks keskmise tootluse varieeruvuse seletajaks. Täheldati, et väiksematel ettevõtetel ning kõrgema BE/ME suhtarvuga ettevõtete aktsiad andsid keskmiselt kõrgemat tootlust kui suurematel ja madalama BE/ME suhtarvuga ettevõtted. Kombineerides

ettevõtte suurust ja BE/ME suutsid need tunnused selgitada ka E/P suhte ja finantsvõimenduse mõju, vähendades nende eraldiseisvat tähtsust. Fama ja French (1992) tulemused viitasid sellele, et CAPM-i mudeli keskne riskimõõdik turubeeta ei suuda täielikult selgitada aktsiate oodatavate tootluste erinevusi. Lisaks tururiskile mõjutavad tootlusi ka muud ettevõtteomasel tegurid, mida CAPM-i kohaselt peetakse hajutatavaks.

Mitmed empiirilised tööd on avaldanud kriitikat Fama ja Frenchi (1992) tulemuste suhtes. Kothari, Shanken ja Sloan (1995) väitsid, et Fama ja Frenchi (1992) andmed võivad sisaldada moonutavaid tegureid ning et beetakordaja hindamisel esinevad suured standardvead, mis viivad ebatäpsete järeldusteni. Nad leidsid, et kui hinnata beetakordaja ja oodatava tootluse seost aastaste, mitte kuiste andmete põhjal, muutub beetakordaja mõju statistiliselt oluliseks. Lisaks väidavad autorid, et Fama & Frenchi (1992) saadud BE/ME mõju on ülehinnatud. Põhjenduseks töid Kothari, Shanken ja Sloan (1995) Compustat andmebaasi ülesehituse, milles esineb *survivorship-bias*, mis võib kunstlikult tõsta BE/ME suhtega ettevõtete tootlusi ning seeläbi moonutada BE/ME suhte tegelikku mõju oodatavale tootlusele. Amihud, Christensen ja Mendelson (1992) hoiavad sama seisukohta. Nad väitsid, et Fama & Frenchi (1992) järeldus aktsiate keskmise tootluse ja beetakordaja vahelise statistiliselt olulise seose puudumise kohta on liialdus. Kasutades nende hinnangul statistiliselt võimekamat meetodit, leidsid autorid positiivse ja statistiliselt väga olulise seose beetakordaja ja keskmise oodatava tootluse vahel. Amihud, Christensen ja Mendelson (1992) järeldasid, et beetakordaja on endiselt oluline ja toimiv riskimõõdik oodatava tootluse selgitamisel.

Lisaks CAPM-i empiirilistele vastuoludele on kritiseeritud ka mudeli testitavust. Roll (1977) väitis, et varasemad CAPM-i empiirilised testid on meetoodiliselt valed ning mudelit ei ole praktiliselt võimalik testida, kuni tegeliku turuportfelli koosseis pole teada. Tõeline turuportfell peaks sisaldama kõiki investeeritavaid varasid, näiteks kinnisvara. Asendades turuportfelli turuindeksitega, näiteks S&P 500, võivad tekkida fundamentaalsed probleemid. S&P 500 võib olla keskmise keskväärtuse-dispersiooni mõttes efektiivne, kuid tegelik turuportfell ei pruugi seda olla. Teisalt võib S&P 500 olla ka ebaefektiivne, ilma et see annaks otsest hinnangut tegeliku turuportfelli efektiivsuse kohta. Seega võib ilmned oodatava tootluse ja beetakordaja vaheline lineaarne seos ka juhul, kui tegelik turuportfell ei ole efektiivne. Sellest tulenevalt ei võimalda turuindeksitele tuginevad empiirilised testid CAPM-i kehtivust üheselt kinnitada ega ümber lükata.

CAPM-i kohaselt saab mittesüstemaatilist riski eemaldada, kui portfell on täielikult hajutatud. Seejuures tekib küsimus, kui hajutatud peaks portfell sel juhul olema. Näiteks, portfell, mis sisaldab 100 aktsiat peetakse tavaliselt hästi hajutatuks, kuid tegelikult sisaldab see üllatavalt suurt mittesüstemaatilist riski (Bennett & Sias, 2010). Bennett ja Sias (2010) on seisukohal, et mittesüstemaatilist riski ei ole kaugeltki nii kergesti hajutatav, kui teoorias väidetakse. Nad võrdlesid portfellis olevate väärtpaberite arvu ja allesjäänud riski, mida ei saa beetakordajaga selgitada, ning leidsid, et isegi suured portfellid, näiteks 200 aktsiaga, mille kogurisk on turuindeksitele lähedal, sisaldavad märkimisväärset mittesüstemaatilist riski. Tulemustest järeldati, et ettevõttespetsiifilist riski ei ole lihtne hajutada, mistõttu võiks see olla hoopis hinnastatud. Sarnast seisukohta on väljendanud ka Levy (1978), Merton (1987), Malkiel ja Xu (2002) ning Goyal ja Santa-Clara (2003).

Brockman, Guo, Vivero ja Yu (2009, 2022) uurisid mittesüstemaatilist riskipreemia olemasolu, kasutades 57 riigi üksikaktsiate andmeid ajavahemikus 1995-2016. Nad täheldasid 44 riigis, et oodatava tootluse ja mittesüstemaatilise riski vahel esineb positiivne ja statistiliselt oluline seos. Uurimisperiood on autorite hinnangul piisavalt pikk, et välistada tulemuste seotus üksikute majandustsüklitega. Mittesüstemaatilise riski mõju oli täheldatud nii enne 2008-2010 aasta ülemaailmset finantskriisi, selle ajal kui ka pärast kriisi. Kooskõlas finantsvara hindamise teooriaga täheldasid autorid väiksemat mittesüstemaatilist riskipreemiat riikides, kus oli suurem kodumaine aktsiaturg, institutsionaalsete investorite osakaal või madalamad tehingukulud, mis annavad investoritele soodsama võimaluse portfelli hajutamiseks. Positiivset ja statistiliselt olulist seost leiti ka riigi tasandi mittesüstemaatilise riskipreemia ja tähelepanuta jäetud aktsiate (*neglected stock*) esinemise vahel (Brockman et al., 2009, 2022). Selline seos on kooskõlas varasemate uuringutega, kus on täheldatud, et institutsionaalsed investorid soodustavad aktsiaturu hajutamist läbi klientidele tõhusamate turuportfellide koostamise, mis samaaegselt vähendab tähelepanuta jäetud aktsiate arvu (Carvell & Strebel, 1987; Merton, 1987).

Kuigi CAPM pakub olulise teoreetilise raamistiku aktsiainvesteeringuga seotud riski ja tootluse seose mõistmiseks, kitsendavad mudeli põhieeldused selle rakendatavust praktikas. Mitmed empiirilised uuringud on näidanud, et CAPM-i keskne riskimõõdik beetakordaja ei ole võimeline ainuüksi täielikult selgitama aktsiate oodatavate tootluste erinevusi. Lisaks esineb ka teisi riskitegureid, mis mõjutavad investorite nõutavat tootlust, mis peaks CAPM-i kohaselt olema hajutatavad või beetakordajas kajastatavad. Samuti viitavad uuringud sellele, et mittesüstemaatiline risk ei pruugi olla täielikult hajutatav. Võib

teha selge järelduse, et beetakordaja üksi ei mõõda enamiku aktsiate riski piisavalt täpselt, eriti väiksemate ettevõtete puhul. Seetõttu ei piisa sageli praktikas omakapitali hinna määramisel üksnes klassikalisest CAPM-ist. Sellest tulenevalt on kujunenud mitmeid täiendavaid riskikorrigeerimise meetodeid, millega saab hinnatava ettevõtte riski paremini arvestada. Üheks selliseks on ettevõttespetsiifilise riski arvestamine ettevõtte väärtuse hindamises, mille võimalusi käsitletakse lähemalt järgnevas alapeatükis.

1.2. Võimalused ettevõttespetsiifilise riskiga arvestamiseks ettevõtte väärtuse hindamisel

Ettevõttespetsiifilise riski määramine on üks keerukamaid ja vastuolulisemaid teemasid ettevõtte väärtuse hindamisel (Hitchner, 2024, ptk 6). Peamiseks probleemiks on ühtsete ja üldtunnustatud juhiste puudumine ning enamasti sõltub riski määramine tugevalt eksperdi professionaalsest, aga samas suuresti subjektiivsest hinnangust. Vaatamata nendele piirangutele viitavad praktikute poolt avaldatud materjalid sellele, et ettevõttespetsiifilist riski arvestatakse ettevõtte väärtuse hindamisel, eriti eraomandis olevate ettevõtete hindamisel, kus turupõhiste riskinäitajate kasutamine on sageli piiratud. (Pratt et al., 2014, ptk 16; R. Grabowski et al., 2023; Tran, 2025; P. Black & Masten, 2026, ptk 7)

Ettevõttespetsiifilist riski käsitletakse peamiselt rahavoogude prognooside korrigeerimise, diskontomäära täiendava riskipreemiaga kohandamise või omakapitali väärtust vähendavate diskontode kaudu. Millist meetodit rakendada sõltub hindaja valikust. Seetõttu on ettevõttespetsiifilise riski määramisel äärmiselt oluline, et hindaja on võimeline oma valikut põhjendama, näidates, milliseid riskitegureid on juba rahavoogudes või diskontomääras arvesse võetud, et vältida sama riski topeltarvestamist. (Pratt et al., 2014, ptk 16)

Ettevõttespetsiifilise riski arvestamine diskonteeritud rahavoogudes (DCF) on rahavoogude otsene kohandamise meetod. Riskitegurite varieeruvuse põhjal koostatakse stsenaariume, millele määratakse vastavad tõenäosused, võimaldades hinnata riske ning nendest tulenevaid võimalikke alternatiivseid tulemusi. Sellisel meetodil, peaksid riskiga korrigeeritud prognoositud rahavood juba sisaldama ettevõttespetsiifilist riski, mida diskonteeritakse diskontomääraga, mis kajastab üksnes süstemaatilist riski. (Fliegler & D'almeida, 2011)

Üldjoontes kuuluvad mitme stsenaariumi meetodite hulka reaaloptsiooni meetod, otsustuspuu analüüs, Monte Carlo simulatsiooni ja mitme stsenaariumi prognoosil põhinevad DCF-mudelid (Zyla, 2012, ptk 8). Viimast meetodit võib pidada neist kõige lihtsamaks ja praktikas levinumaks meetodiks. Oodatava rahavoo stsenaariumanalüüsis esimeseks etapiks

on stsenaariumite määratlemine. Lihtsamal viisil hõlmab see parima ja halvima stsenaariumi koostamist, kuid keerukamate analüüsides kujundatakse stsenaariumid makromajanduslike või ettevõttespetsiifiliste riskitegurite alusel. Järgmises etapis hinnatakse iga stsenaariumi jaoks oodatavad rahavood, milleks peab analüütikul olema piisavalt palju informatsiooni. Seejärel määratakse erinevate stsenaariumitele esinemise tõenäosused ning nende alusel arvutatakse tõenäosusega kaalutud oodatav rahavoog. (Damodaran, 2006, ptk 4)

Stsenaariumanalüüsi oodatava rahavoo valem näeb välja järgnevalt, kus π_{jt} tähistab stsenaarium j esinemise tõenäosust perioodil t ning CF_{jt} on selles stsenaariumi korral vastavas perioodis tekkiv rahavoog (Damodaran, 2006, ptk 17):

$$\text{Oodatav rahavoog} = \sum_{j=1}^{j=n} \pi_{jt}(CF_{jt}) \quad (2)$$

kus π_{jt} - tõenäosus stsenaarium j perioodil t

CF - rahavoog stsenaarium j perioodil t

Iga perioodi kohta tuleks määrata eraldi tõenäosused ja rahavood, kuna suurus võivad ajas varieeruda. Stsenaariumanalüüsi käsitletakse vahepeal ka tundlikkusanalüüsina, kuid neil on selged eristused (Larrabee & Voss, 2012, ptk 22). Tundlikkusanalüüs keskendub üksikute sisendparameetrite muutmisele ning sellele, kui tundlikud on rahavoogude eeldused nende muutuste suhtes (*ibid*). Tegemist on teineteise täiendavate meetoditega.

Klassikalise CAPM-i kohaselt ei tohiks ettevõtte omakapitali hinna määramisel arvesse võtta ettenägematuid sündmusi, mis on seotud konkreetse ettevõtte eeldatavate rahavoogudega. Praktikas esineb sageli segadust selles osas, millal on asjakohane kajastada riski diskonteerimismäära kohandamise kaudu ja millal tuleks vastava riski korrigeerimised teha rahavoogudes. Ettevõttespetsiifilise riski käsitlemisel on oluline, et hindajad lähtuksid võimalikest kättesaadavast informatsioonist ja väldiks põhjendamatu väiteid. Analüüs peaks olema läbimõeldud ja selgelt põhjendatud. Paljudel juhtudel annab rahavoogude otsene riskiga korrigeerimine kõige usaldusväärsema ja paremini põhjendatava tulemuse ettespetsiifilise riski kajastamisel. (Pratt et al., 2014, ptk 16)

Pratt et al., (2014, ptk 16) soovivad enne ettevõttespetsiifilise riski arvestamist omakapitali diskonteerimismääras viia läbi rahavoogude stsenaariumanalüüsi, et paremini mõista ettevõtte null-rahavoo tõenäosuse mõju ning hinnata, kas ja millisel kujul on

põhjendatud selle riski kajastamine diskontomääras. Null-rahavoo tõenäosus viitab olukorrale, kus ettevõtte tulevased rahavood on teatud stsenaariumis null ehk ettevõtte ei suuda enam genereerida rahavooge omanikele või investoritele (Saha & Malkiel, 2012). See võib tuleneda, näiteks tegevuse katkemisest, maksejõuetusest, projekti ebaõnnestumisest või ettevõtte lõpetamisest.

Ettevõttespetsiifiline riskipreemia (*company specific risk premium*, CSRP) on omakapitali diskontomäära täiendav korrigeerimine, mille eesmärk on kajastada konkreetse investeeringuga seotud unikaalseid riske (Janos, 2017). Erialakirjandustes viidatakse selle ka alfana (α) (Hitchner, 2024, ptk 1; Tran, 2025). Ettevõttespetsiifilise riskipreemia lisamisel omakapitali hinda, vähendab see hinnatava ettevõtte väärtust püsivalt, kuna diskontomäära suurenemine alandab oodatavate rahavoogude nüüdisväärtust. Seetõttu, kui riski on võimalik leevendada või eemaldada, on eelistatud kasutada rahavoogudes riski kõrvaldamise kulu (*cost of cure*) hindamise meetodit. Näiteks kui ettevõtte riskiks on keskkonnareostus, saab hinnata riski kõrvaldamise tõenäosuse kaalutud kulu ning kajastada see rahavoogudes. Samas esineb riske, mis on ettevõtte pikaajaliste oodatavate rahavoogude lahutamatuks osaks ning pole võimalik täielikult kõrvaldada. Selliste riskide puhul on põhjendatud nende arvestamine riskipreemiana diskontomääras. (Pratt et al., 2014, ptk 16)

Ettevõttespetsiifiline riskipreemia ei ole CAPM-i standardne riskikomponent, kuid praktikas kasutatakse seda sageli eraomandis olevate ettevõtete hindamisel, mille puhul ei ole ettevõtte riskiprofiil võimalik turuandmetel otseselt hinnata ning riskid võivad oluliselt erineda võrreldavate avalikult kaubeldavate ettevõtete omadest (Pratt et al., 2014, ptk 16; Janos, 2017). Ettevõttespetsiifilise riskipreemia arvestamisel diskonteerimismääras on oluline tähelepanu pöörata ka teistele riskipreemiadele, näiteks väikefirma riskipreemiale, kuna enamikul juhtudel võivad ettevõttespetsiifilisi riskitegureid olla juba selles kajastatud (Pratt et al., 2014, ptk 16; Hitchner, 2024, ptk 6). Seetõttu ületab ettevõttespetsiifiline riskipreemia harva 5% taset (*ibid*). Praktikas aetakse väikefirma ja ettevõttespetsiifiline riskipreemia sageli segamini, mistõttu on oluline neid eristada. Ettevõttespetsiifiline riskipreemia käsitleb mittesüsteematilist riski, samas kui väikefirma riskipreemia käsitleb süsteematilist riski (Hitchner, 2024, ptk 1). Väikefirma riskipreemia on lisatootlus, mida investorid nõuavad investeerimisel ettevõtetesse, mis on väiksemad kui turu keskmine (P. Black & Masten, 2026, ptk 7). Põhjus, miks ettevõttespetsiifilist ja väikefirma riskipreemiat on raske eristada, on see, et mõlemad kajastavad väiksemate ettevõtetega seotud riske. Seetõttu võivad nende hinnatavad riskid kattuda, mistõttu nende rakendamisel on oluline vältida samade

riskitegurite topeltarvestamist. Selle teemaga seotud konkreetne kohtukaasus on välja toodud alapeatükis 1.4.

Kaks levinumat meetodit eraomandis olevate ettevõtete omakapitali hinna määramiseks on modifitseeritud finantsvarade hindamise mudel (MCAPM) ja *build-up* meetod (BUM). Banz (1981) leidis, et väiksemate ettevõtete aktsiate tootlused ületasid süstemaatiliselt suuremate ettevõtete aktsiate tootlust ka pärast beetakordajaga korrigeerimist. Seda nähtust hakati nimetama suurusefektiks, mida kaasatakse CAPM-i raamistikku modifitseeritud finantsvarade hindamise mudeli (MCAPM) kujul. Modifitseeritud CAPM-is lisatakse väikefirma riskipreemiat, mis arvestab hinnatava ettevõtte ja võrreldavate börsiettevõtete suuruse erinevust ning lisatakse ka ettevõttespetsiifilist riskipreemiat. MCAPM esineb järgneval kujul (P. Black & Masten, 2026, ptk 7):

$$E(R_i) = R_f + \beta \times (RP_m) + RP_s \pm RP_u \quad (3)$$

kus $E(R_i)$ - omakapitali kulukuse määr

R_f - riskivaba tulumäär

β - beetakordaja

RP_m - tururiskipreemia

RP_s - väikefirma riskipreemia

RP_u - ettevõttespetsiifiline riskipreemia

MCAPM-it saab kasutada tingimustel, kui on olemas võrreldav ja usaldusväärne beetakordaja. Ettevõtete puhul, millele ei ole võimalik leida usaldusväärset beetakordajat, on sobivam kasutada hoopis *build-up* meetodit (BUM). Arvestades raskusi, mis sageli kaasnevad võrreldavate börsiettevõtete beetakordajate leidmisega väikeste ja eraomandis olevate ettevõtete puhul, on välja kujunenud *build-up* meetod. Tegemist on alternatiivse CAPM-il põhineva lähenemisega, mis võimaldab hinnata omakapitali hinda ilma beetakordajat kasutamata. (P. Black & Masten, 2026, ptk 7)

Praktikas peetakse *build-up* meetodit üheks levinumaks eraomanduses olevate ettevõtete omakapitali hinna määramise meetodiks. Dukes ja Bowlin (1993) viisid läbi uuringu eraomanduses olevate ettevõtete hindamise kohta, mille vastajad koosnesid ASA

(*American Society of Appraisers*) sertifitseeritud hindajatest. Tulemus näitas, et 80,83% vastajatest kasutab omakapitali hinna määramiseks build-up meetodit.

Build-up meetod koosneb kahest põhikomponendist: riskivaba tulumäär ja riskipreemiad. Riskipreemiaid jaotatakse: tururiskipreemia (RP_m), väikefirma riskipreemia (RP_s) ja ettevõttespetsiifiline riskipreemia (RP_c). Rahvusvaheliste investeringute puhul on soovituslik lisada ka riigispetsiifiline riskipreemia. (Pratt et al., 2014, ptk 9)

Build-up meetod on valemiga väljendatuna järgnevalt (Hitchner, 2024, ptk 6):

$$E(R_i) = R_f + RP_m + RP_s \pm RP_u \quad (4)$$

kus $E(R_i)$ - omakapitali kulukuse määr

R_f - riskivaba tulumäär

RP_m - tururiskipreemia

RP_s - väikefirma riskipreemia

RP_u - ettevõttespetsiifiline riskipreemia

Ettevõtte väärtuse hindamisel on lisaks riskipreemiatele kasutusel ka diskontod (*discounts*), mis on ettevõtte väärtust vähendavad korrigeerimised, mille eesmärk on kajastada hinnatava omakapitali või osaluse spetsiifilisi omadusi ning nendest tulenevaid riske (P. Black & Masten, 2026, ptk 7; Pratt, 2012, ptk 1). Eesmärgi poolest on diskontod ja riskipreemiad sarnased.

Diskontosid jaotatakse kahte põhigruppi: Ettevõtte tasandi diskontod (*entity level*) ja aktsionäri tasandi (*shareholder level*) diskontod. Aktsionäri tasandi diskontod on seotud teguritega, mis mõjutavad konkreetse aktsionäri või aktsionäride gruppi. Kõige tuntumad aktsionäri tasandi diskontod on kontrolli puudumise diskonto (DLOC) ja mittelikviidsusdiskonto (DLOM). (Pratt, 2012, ptk 1)

Käesolevas alapeatükis keskendutakse ettevõtte tasandi diskontodele. Ettevõtte tasandi diskontod rakenduvad ettevõttele tervikuna ning mõjutavad kõiki aktsionäre võrdväärselt, sõltumata üksikute aktsionäride omadustest või õigustest. Üldjuhul rakendatakse ettevõtte tasandi diskontosid enne aktsionäri tasandi diskontosid. Esmalt arvestatakse ettevõtet tervikuna mõjutavaid korrigeerimisi ning seejärel konkreetse omandiosast tulenevaid diskontosid. (Pratt, 2012, ptk 1; Pratt & Niculita, 2008, ptk 18)

Kõige sagedamini esinevad ettevõtte tasandi diskontod jagunevad kuute põhikategooriasse:

1. võtmeisiku diskonto (*key person discount*);
2. maksustamata kapitalikasumi diskonto (*discount for trapped-in capital gains*);
3. keskkonna kohustuste diskonto (*discount for known or potential environmental liability*);
4. käimasoleva kohtuvaidluse diskonto (*discount for pending litigation*);
5. portfelli-, konglomeraadi- või mittehomogeensete varade diskonto (*“portfolio,” “conglomerate,” or “nonhomogeneous assets” discount*);
6. kliendi- või tarnijabaasi kontsentratsiooni diskonto (*concentration of customer or supplier base*).

Ettevõtte tasandi diskontod on oma olemuselt väga sarnased ettevõttespetsiifilise riskipreemiaga. Nende peamine erinevus seisneb selles, kuidas risk hindamismudelil kajastatakse. Näiteks üheks oluliseks ettevõttespetsiifiliseks riskiks on võtmeisiku risk, mida saab kajastada nii rahavoogudes, diskontomäära kaudu kui ka võtmeisiku diskontona (Nielsen, 2024). See, millist meetodit riski arvestamisel kasutada, sõltub eelkõige riski olemusest ja hindamisolukorra eripäradest. Kuigi diskontod kujutavad endast üht võimalikku viisi ettevõttespetsiifilise riski kajastamiseks, käsitletakse neid väärtuse hindamise kirjanduses selle teema kontekstis vähem kui riskipreemia ja rahavoogudel põhinevaid lähenemisviise. Seetõttu keskendub käesolev töö eelkõige neile kahele käsitusviisile.

Rahvusvaheline hindamisstandardid (*International Valuation Standards, IVS*) pakuvad üldise raamistiku teoreetilise ja meetodilise aluse, mille kaudu ettevõtteid tuleks hinnata. Standardite põhjal jääb siiski ebaselgeks, millisel viisil tuleks kajastada ettevõttespetsiifilist riski, kas diskontomääras, rahavoos või diskontona. Samas IVS 103 punktis A20.31 on sätestatud, et hindaja võib sobiva diskontomäära leidmiseks kasutada mis tahes mõistlikku meetodit, sealhulgas build-up meetodit (International Valuation Standards, 2024). IVS 103 punkt A20.39 kohaselt peaks diskontomäära määramisel arvestama, kas turuosalised hindaksid vara eraldi üksusena või osana laiemast portfelist. Kui vara vaadeldakse portfelli kontekstis, eeldatakse, et mittesüsteematilised riskid on hajutatavad ega kajastu diskontomääras (*ibid*).

Ettevõttespetsiifiliste tegurite kohta on standardis eraldi toodud IVS 102 punktid 30.01-30.03, milles selgitatakse, et sellised tegurid ei ole üldjuhul turuosalistele kättesaadavad ning seetõttu jäetakse need turupõhises hindamises kasutatavatest sisenditest välja. Kui aga hindamise eesmärk on määrata väärtus konkreetsele omanikule, näiteks

investeeringu väärtus, tuleb ettevõttespetsiifilisi tegureid kajastada ettevõtte hinnas. IVS standardites ei peegeldu selgelt, kas ettevõttespetsiifilist riski tuleks kindlalt kajastada diskontomääras või rahavoos. Üldine põhimõte on siiski see, et riskid peavad olema arvestatud järjepidevalt ning hindaja peab vältima sama riski kajastamist nii rahavoogudes kui ka diskontomääras. Seega jääb ettevõttespetsiifilise riski käsitlemine IVS-i kontekstis tõlgendamise küsimuseks, mis sõltub hindamise eesmärgist, vara liigist ja turuosaliste eeldustest.

Ettevõttespetsiifilise riski arvestamiseks on välja kujunenud mitmeid lähenemisviise, mille rakendamine sõltub nii hindamise eesmärgist kui ka hinnatava ettevõtte eripärast. Suurel määral sõltub sobiva meetodi valik siiski hindaja professionaalsest hinnangust ning kasutatava meetodika põhjendatusest. Seda kinnitavad nii erialakirjandus kui ka hindamisstandardid, mille kohaselt puudub ühtne ja universaalne lähenemisviis ettevõttespetsiifilise riski käsitlemiseks. Sõltuvalt hinnatava ettevõtte eripärast on võimalik selgelt hinnata ettevõttespetsiifilise riski arvestamist rahavoos, diskontomääras või diskontos. Järgnevas peatükis käsitletakse lähemalt erinevaid lähenemisviise ettevõttespetsiifilise riski arvestamist diskonteerimismääras.

1.3. Erinevad lähenemised diskonteerimismäära suurendamiseks arvestamaks ettevõttespetsiifilise riski olemasolu

Ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramiseks ei ole välja kujunenud ühtset universaalset mudelit. Praktikas kasutatakse nii kvalitatiivseid kui kvantitatiivseid meetodeid, kuid kokkuvõtvalt toetub ettevõttespetsiifilise riskipreemia suuruse määramine hindaja professionaalse hinnangule (Reilly & Thurman, 2020). Enamlevinumad kvalitatiivsed lähenemised on eksperthinnang ja riskifaktoripõhine hindamine (PwC, 2024). Eksperthinnang ja riskifaktori põhinev meetod on omavahel tihedalt seotud. Erinevalt eksperthinnangust, kus ekspert määrab ettevõttespetsiifilise riskipreemiat tuginedes oma professionaalsete teadmistele ja kogemustele, loob riskifaktoritel põhinev meetod struktureeritud raamistiku eksperthinnangule. Laialdaselt tunnustatud riskifaktorite raamistikud on järgmised (Janos, 2017; Schweihs et al., 2020; Tran, 2025):

1. Black/Green faktorid (NACVA faktorid)
2. Warren Miller faktorid
3. Gary Trugman faktorid
4. Shannon Pratt faktorid

Black/Green faktorid tuntakse ka kui NACVA (*National Association of Certified Valuators and Analysts*) faktorid, mis koosnevad kuuest riskifaktoritest: konkurents,

finantsiline tugevus, juhtkonna võimekus, kasumlikkus ja tulu stabiilsus, riigi majanduse mõjud ja kohalikud majanduslikud mõjud. Hindamisraamistiku kohaselt esimesed neli riskitegurit on seotud otseselt ettevõttesiseste riskidega, mida hinnatakse kümnepallisel skaalal, kus 1 tähistab madalaimat riski ja 10 kõrgeimat riski. Ülejäänud kaks riskifaktorit, mis kajastavad majanduskeskkonna mõjusid hinnatakse järgnevalt: -1 (tugev majandus), +1 (nõrk majandus) või 0 (neutraalne). Selleks, et saada lõplik ettevõttespetsiifiline riskipreemia, tuleb liita esimese nelja riskifaktori punktisummad (kaalutuna vastavate tegurite arvuga) ning liita juurde kahe viimase riskifaktorite punktiväärtused. Sellist lähenemist nimetatakse numbriliseks meetodiks. (Schweihs et al., 2020; P. Black & Masten, 2026, ptk 7)

Warren Miller jagab ettevõttespetsiifilise riskipreemia kolmeks põhikategooriaks: makrokeskkonna tasand, tööstusharu tasand ja ettevõtte tasand. Iga kategooria alla on jaotatud vastavad riskitegurid. Warren Milleri faktoreid nimetatakse konkurentsianalüüsi faktoriteks, mis tugineb SWOT-analüüsi raamistikule ja põhineb Michael Porteri strateegilise juhtimise teooria Porter viie konkurentsi jõu mudelil. (Miller, 1999; Schweihs et al., 2020; Tran, 2025).

Gary Trugman toob välja kaheksateist riskifaktorit, jaotades need finantsilisteks ja mittefinantsilisteks. Finantsilised riskitegurid on järgmised: majanduslik risk, tegevusrisk, varaline risk, tururisk, regulatiivne risk, äririsk, finantsrisk, toote risk, tehnoloogia risk ja juriidiline risk. Mittefinantsilised riskitegurid on järgmised: majanduslikud tingimused, tööstusharu tingimused, ettevõtte asukoht, konkurents, juhtimiskvaliteet, juhtimise järjepidevus, sisenemisbarjäär ja topeltarvestuse vältimine.

Trugman toob välja topeltarvestuse riski, juhtides tähelepanu sellele, et mõni riskitegur võib-olla juba kaetud teiste riskikomponentide kaudu. Näiteks, kui hindaja lisab diskontomäära arvutusse eraldi tööstusharu riskipreemia, ei tohiks lisada tööstusharu riski ettevõttespetsiifilise riskipreemia riskifaktorite koosseisu. Sama kehtib väikeste ettevõtete puhul, kus esinevad väikeettevõtetele omased riskid, mis võivad olla juba kajastatud väikefirma riskipreemias. Trugmani faktorite lähenemist nimetatakse ka funktsionaalseks analüüsiks. (Tran, 2025; Schweihs et al., 2020; Trugman, 2017)

Shannon Pratti hinnangul mõjutavad ettevõttespetsiifilise riskipreemia suurust järgmised põhiriskitegurid:

1. finantsvõimendus (sellises ulatuses, et seda ei ole juba rahavoogudes arvestatud)
2. ettevõtte suurus

3. kasumi või rahavoo volatiilsus
4. tööstusharu risk
5. muud ettevõttespetsiifilised tegurid.

Muude ettevõttespetsiifiliste riskitegurite alla toob Pratt välja 29 täiendavat riskifaktorit, mille hulka kuuluvad: juhtkonna kvaliteet ja järjepidevus, juhtkonna pädevus, ligipääs kapitalile, kliendi kontsentratsioon ja hinnasurve, klientide lojaalsus ja stabiilsus, konkurents, uute turule tulijate potentsiaal, tarnijate kontsentratsioon, tarnijate hinnasurve, toodete ja teenuste mitmekesisus, toodete või teenuste elutsüklid, geograafiline hajutatus, demograafilised tegurid, tööjõu kättesaadavus, tööjõu stabiilsus, ettevõtte sisemine ja väliline kultuuri, majandustingimused, tööstuslikud ja valitsuse regulatsioonid, poliitilised tegurid, põhivara eluiga ja seisukord, immateriaalse vara tugevus, turustus- ja jaotussüsteemi efektiivsus, IT-süsteemid, tehnoloogia elutsüklid, ettevõtte asukoht, juriidilised ja kohtuvaidlusega seotud riskid, sisekontrollid ja valuutarisk.

Riskifaktori põhineval meetodil saadud ettevõttespetsiifilise riskipreemia väärtuse kujunemist dokumenteeritakse üldiselt järgneva kolmel viisil (Schweihs et al., 2020):

1. numbriline meetod
2. pluss-/miinus meetod
3. loetlemise meetod

Numbrilisel meetodil hinnatakse riskitegureid punktiskaalal, tavaliselt nullist viieni ning liidetakse saadud punktid (Janos, 2017). Näiteks, kui hindaja määrab ühele riskitegurile 2,0, see tähendab, et hindaja lisab kaks protsendipunkti kogu ettevõttespetsiifilise riskipreemiale, kui teisel riskitegurile määratakse (-1,0) siis lahutatakse kogu ettevõttespetsiifilise riskipreemiast üks protsendipunkt, 0 näitab, et vastaval teguril ei ole mõju. Numbrilist meetodit nimetatakse mõnikord ka komponent-detailseks meetodiks, kuna iga riskiteguri hinnatakse eraldi. Erinevalt pluss-/miinus meetodist, kus hindaja teeb hinnangu sümbolisel skaalal. Numbriline meetod põhineb kvantitatiivselt arvatud summast. (Janos, 2017; Schweihs et al., 2020; Hitchner, 2024, ptk 6)

Pluss-/miinus meetodil märgitakse riskitegurid vastavalt nende mõjule, kas “+” (suurendab ettevõttespetsiifilist riskipreemiat) või “-” (vähendab ettevõttespetsiifilist riskipreemiat). Kui riskiteguri juurde ei märgita midagi, tähendab see, et selle mõju riskipreemiale on neutraalne. Mõned analüütikud nimetavad seda lähenemist ka komponendi vaatluse meetodiks. Kahekordsed või kolmekordsed märgid, näiteks “++” või “---”, viitavad sellele, et vastav teguri mõju on eriti tugev, kas positiivselt või negatiivselt. Erinevalt

numbrilisest meetodist ei kujuta pluss- ja miinusmärgid endast konkreetseid protsendipunkte. Lõplik ettevõttespetsiifiline riskipreemia määratakse siiski hindaja professionaalse hinnangu põhjal, tuginedes kõigi tegurite koosmõjule ja nende kaalutletud analüüsile. (Schweihns et al., 2020; Hitchner, 2024, ptk 6)

Loetlemise meetod on ettevõttespetsiifilise riskipreemia dokumenteerimise kõige üldisem vorm. Hindaja toob välja kõik ettevõttespetsiifilised riskitegurid, mis tema hinnangul mõjutavad ettevõtte riskitaset, kuid ei määra konkreetseid arvulisi väärtusi ega hinda nende suhtelist olulisust. Meetodi eesmärk on anda kvalitatiivne ja struktureeritud ülevaade teguritest, mille põhjal hindaja kujundas oma professionaalse hinnangu. Mõned analüütikud nimetavad seda lähenemist ka komponent summa meetodiks. (Schweihns et al., 2020; Hitchner, 2024, ptk 6)

Tabelis 1 on esitatud hüpoteetilise ettevõtte ettevõttespetsiifilise riskipreemia dokumenteerimise näide, mis illustreerib kolme eelnevalt välja toodud lähenemist: numbriline, pluss/miinus ja loetlemise meetodit. Näites on hindaja tuvastanud ettevõttele spetsiifilised riskitegurid ja hinnanud nende mõju ettevõtte riskitasemele ning dokumenteerinud tulemused vastavalt iga meetodi põhimõttele. Kõigi kolme meetodi rakendamisel jõutakse sama tulemuseni, kus hinnanguline ettevõttespetsiifiline riskipreemia on 5%. Tabel näitab, et meetodite erinevus seisneb eelkõige esitlusviisis, mitte selle sisulises tulemuses.

Tabel 1

Näide ettevõttespetsiifilise riskipreemia dokumenteerimise meetoditest

Ettevõttespetsiifiline riskifaktor	Numbriline meetod	Pluss/miinus meetod	Loetlemise meetod
Kliendi kontsentratsioon	2,0%	++	x
Juhtimiskvaliteet	1,0%	+	x
Võtmetarnijate sõltumus	2,0%	++	x
Toodete vähene mitmekesisus	1,0%	+	x
Finantsvõimendus	-1,0%	-	x
Vananev tehnoloogia	-		
Müügi ja kasumi langus	-		
Hinnanguline ettevõttespetsiifiline riskipreemia	5%	5%	5%

Allikas: autori koostatud Tran, 2025 põhjal

Ettevõttespetsiifilist riskipreemia määramist on püütud objektiivsemaks muuta läbi kvantitatiivsete meetodite. Ettevõtte väärtuse hindamise õpikutes ja praktikute avaldatud materjalidest on enim mainitud järgmised meetodid: Krolli riskiuuringu raport, Butler-Pinkertoni mudel, oodataval tootlusel põhinev regressioonanalüüs, võlakirjade tulusus meetod, Monte Carlo simulatsioon (Pratt et al., 2014, ptk 16; PwC, 2024; Tran, 2025; P. Black & Masten, 2026, ptk 7). Käesolevas alapeatükis piirduakse esimese kahe meetodi lähema käsitlemisele, kuna need on erialakirjanduses enim esile toodud ning uuritud. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia tuletamist regressioonanalüüsi abil käsitletakse järgmises alapeatükis varasemalt tehtud empiirilise uuringu näitel. Kvantitatiivsed meetodid on enamasti rohkem aega nõudvad ning eeldavad suuremat usaldusväärsete andmete kättesaadavust, mistõttu praktikas kaldutakse kvalitatiivsete meetodite poole (PwC, 2024; Tran, 2025). Selleks, et kvalitatiivsel meetodil saadud ettevõttespetsiifilise riskipreemia objektiivsust tõsta, soovitavad mõned praktikud teha täiendavalt tundlikkuse testi (*sensitivity test*) või mõistlikkuse testi (*reasonableness test*) juurde (Goodman, 2023; Tran, 2025).

Kroll (endise nimega Duff & Phelps) riskipreemia raport jaotab ettevõtted 25 portfelli lähtudes raamatupidamisandmetel põhinevatest fundamentaalsetest riskinäitajatest. Peamised riskinäitajad on järgmised (Pratt et al., 2014, ptk 16; Hitchner, 2024, ptk 6):

1. viie aasta keskmine ärikasumi marginaal
2. ärikasumi marginaali variatsioonikoeffitsient
3. omakapitali tootluse variatsioonikoeffitsient

Riskiuuring aitab hindajal hinnata, kui suur peaks olema diskontomäär korrigeering vastavalt hinnatava ettevõtte spetsiifilise riski tasemele. (Hitchner, 2024, ptk 6) toob oma raamatust näite ettevõttest, mille müügitulu on 500 miljonit dollarit ja ärikasumi marginaali variatsioonikoeffitsient on 105%. Krolli suurusuuringu kohaselt kuulub antud ettevõtte oma müügitulu alusel portfell 24. Selle portfelli ettevõtetele vastav aritmeetiline keskmine tootlus on 17,29%, mis annab indikatsiooni turu poolt nõutavast tootlusest vastava suuruse ja riskitasemega ettevõtete puhul. Kuigi portfell 24 on müügitulu (524 miljonit dollarit) poolest sarnane hinnatava ettevõttega, on hinnatava ettevõtte ärikasumi marginaali variatsioonikoeffitsient (105%) oluliselt erinev portfell 24-st (27,65%). Seetõttu võib portfell 25 sobida hoopis rohkem, mille ärikasumi marginaali variatsioonikoeffitsient on 40,91%, mis on küll väiksem kui hinnatava ettevõttel, kuid siiski lähedasem kui portfell 24. Portfell 25 aritmeetiline keskmine tootlus on 20,10%, mis on 2,81 protsendipunkti võrra kõrgem kui portfell 24 (17,29%). Sellest tulenevalt võib hindaja kaaluda 2-3 protsendipunkti lisamist

diskontomääradele, et kajastada ettevõttespetsiifilist riski, mis tuleneb ärikasumi marginaali variatsioonikoefitsendist. Lisaks saab hindaja veel arvestada teiste portfelliga, mille ärikasumi marginaali variatsioonikoefitsient on hinnatavale ettevõttele veel lähedasem. Näiteks portfelli 1, kuhu kuuluvad ettevõtted, mille ärikasumi marginaali keskmine variatsioonikoefitsient on 127,41%, mis on sarnasem hinnatava ettevõttega (105%). Portfelli 1 ettevõtete aritmeetiline keskmine tootlus on 20,20%, mis on ligikaudu sama nagu portfelli 25 (20,10%). Selle analüüsi põhjal võib hindaja järeldada, et hinnatava ettevõtte diskontomäär korrigeering ei tohiks olla enam kui 2-3 protsendipunkti ettevõttespetsiifilise riski kajastamisel. (Hitchner, 2024, ptk 6)

Viimase 20 aasta jooksul on ettevõttespetsiifilise riskipreemia käsitlevate kirjandustest lahutamatuks osaks Butler-Pinkertoni mudel ja koguriski beetakordaja (Pratt & Niculita, 2008, ptk 9; Fliegler & D'almeida, 2011; Pratt et al., 2014, ptk 16; Janos, 2017; P. Black & Masten, 2026, ptk 7).

Aswath Damodaran (2001) pakkus välja koguriski beetakordaja (*total beta*, β_T) kontseptsiooni, mis on kohandatud beetakordaja. Erinevalt tavapärasest beetakordajast, mis peegeldab ainult tururiski, hindab kohandatud beetakordaja ettevõtte koguriski ehk nii tururiski kui ka ettevõttespetsiifilist riski. Koguriski beetakordaja eesmärk on aidata paremini kajastada hinnatava ettevõtte riski olukorras, kus investor ei ole täiesti hajutatud (P. Black & Masten, 2026, ptk 7). Koguriski beetakordaja valem näeb välja järgnevalt (Damodaran, 2003):

$$Total\ Beta = \frac{Market\ beta}{\rho_{im}} \quad (5)$$

kus *Total Beta* - koguriski beetakordaja

Market beta - beetakordaja

ρ_{im} - korrelatsioon vara *i* ja turu tootluse vahel

Koguriski beetakordaja tuletatakse tururiski mõõdetavast beetakordaja valemist, kus beetakordajat saadakse läbi vara ja turutootluste korrelatsioonikordaja (ρ_{im}) korrutatuna vara ja turutootluse standardhälvete suhtega $\left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m}\right)$. Investorit, kes omab mittehajutatud portfelli mõjutab kogu risk, mitte ainult tururisk ning seetõttu jagatakse beetakordajat (β_i) läbi

korrelatsioonikordajaga (ρ_{im}), mille tulemusel saadakse koguriski beetakordajat.

(Damodaran, 2003)

Koguriski beetakordaja on alati suurem kui tavaline beetakordaja, kuna see sisaldab lisaks tururiskile ka ettevõttespetsiifilist riski. Selle suurus sõltub ettevõtte ja turu vahelisest korrelatsioonist, mida madalam on korrelatsioon turuga, seda kõrgem on koguriski beetakordaja. Koguriski beetakordaja arvutamine on eraettevõtte puhul sarnane tavalise beetakordaja arvutamisega, kasutades samas tegevusvaldkonnas olevate börsiettevõtete andmeid. Koguriski beetakordaja rakendamine sõltub hindamise eesmärgist. Ettevõtte müügi korral määrab beetakordaja korrigeerimise vajaduse potentsiaalse ostja portfelli hajutatus: mida hajutatum on ostja portfell, seda väiksem on koguriski beetakordaja korrigeerimise vajadus. (Damodaran, 2003)

Peter Butler ja Keith Pinkerton (2006) püüdsid ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramise subjektiivsuse probleemi vähendada, tuletades selle koguriski beetakordaja põhjal. Seda lähenemist nimetatakse Butler-Pinkertoni mudeliks (BPM). Nende lähenemine põhineb eeldusel, et kõigil börsil noteeritud ettevõtetel esineb teatud määral ettevõttespetsiifiline risk, mis on suurem kui 0%. Samas näitavad autorite analüüsid, et praktikas alustavad hindajad eraomandis olevate ja börsil noteeritud ettevõtete võrdlusanalüüsis ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramist samuti 0% lähtepunktist. Autorid leiavad, et selline lähenemine ei ole põhjendatud, kuna eraomandis olevates ettevõtete riskitase on üldjuhul kõrgem kui börsil noteeritud ettevõtetel. Sellest tulenevalt ei tohiks ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramisel alustada 0% lähtepunktist.

Butler-Pinkertoni mudelis hinnatakse esmalt koguriski beetakordaja abil omakapitali kogukulu (*Total Cost of Equity*, TCOE), mille põhjal tuletatakse ettevõttespetsiifiline riskipreemia (RP_u). Selle mudeli vastav tuletus on esitatud alljärgnevalt (Butler & Pinkerton, 2006, 2008):

$$TCOE = R_f + (\beta_T \times RP_m) + RP_s + RP_u \Rightarrow RP_u = (\beta_T - \beta) \times RP_m - RP_s \quad (6)$$

kus TCOE - kogu omaniku nõutav tulunorm

R_f - riskivaba tulumäär

RP_m - tururiskipreemia

RP_s - ettevõtte suuruse riskipreemia

RP_u - ettevõttespetsiifiline riskipreemia

β_T - koguriski beetakordaja

β - turubeeta

Selline tulemus võimaldab hinnata ettevõttespetsiifilist riskipreemiat avalike võrreldavate ettevõtete andmetel, kasutades nende turubeetat ja korrelatsiooni turu tootlustega. Nii tekib andmepõhine võrdluspunkt (*benchmark*), mille alusel saab hinnata, kui suur võiks olla eraettevõtte täiendav riskipreemia võrreldes turul noteeritud ettevõtetega. Autorid rõhutavad, et mudeli rakendatavus sõltub tugevalt andmete kvaliteedist. Eriti on oluline, et võrreldavate ettevõtete regressioonide korrelatsioonikordaja (R^2) ei oleks liiga madal, kuna vastasel juhul võib koguriski beetakordaja ja seeläbi ka ettevõttespetsiifiline riskipreemia osutuda ebareaalselt suureks. Mudel töötab kõige paremini stabiilsetes tööstusharudes, kus beetakordaja ja turuga korrelatsioon on usaldusväärsed ning hinnavolatiilsus madal. (Butler & Pinkerton, 2006)

Aastatel 2007-2009 keskendusid Peter Butler ja Keith Pinkerton BPM-i empiirilisele tõestamisele. Butler ja Pinkerton (2007) analüüsisid kolme avalikku ettevõtet mikroõlletehaste sektorist, mida iseloomustavad väiksem tegevusmaht ja kõrgem ettevõttespetsiifiline risk. Mikroõlletehaste tulud ja kulud sõltuvad suurel määral juhtimiskvaliteedist, brändipositsioonist ning turuolukorrast, mistõttu sobis see hästi BPM-i rakendatavuse illustreerimiseks. Analüüsi käigus hindasid autorid ettevõtete kvantitatiivseid näitajaid, sealhulgas turubeetat, koguriski beetakordajat ja korrelatsioonikordajat, ning kvalitatiivseid ettevõttespetsiifilisi riskitegureid, nagu sõltuvus juhtkonnast ja tarnijatest ning spetsiifilised regulatiivsed piirangud. Tulemused näitasid, et kõigil kolmel ettevõttel esines positiivne ettevõttespetsiifiline riskipreemia, mis jäi vahemikku 4,9%-13,7%. Autorite eesmärk ei olnud teha laiaulatuslikku kvantitatiivset uuringut, vaid näidata mudeli rakenduse loogikat ja demonstreerida, et ettevõttespetsiifilist riskipreemiat on võimalik kvantifitseerida avalike ettevõtete andmete põhjal.

Samal aastal rakendasid autorid PBM-t suuremal valimil, analüüsisid 30 *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) indeksi ettevõtteid (Pinkerton & Butler, 2007). Uuringu eesmärk oli empiiriliselt kinnitada, et ettevõttespetsiifiline risk esineb ka suurtes börsiettevõtetes. Analüüs hõlmas perioodi 2002-2007 ning iga ettevõtte kohta arvutati ettevõttespetsiifiline riskipreemia. Tulemused näitasid, et kõigil 30 ettevõttel esines positiivne ettevõttespetsiifiline

riskipreemia, jäädes vahemikku 2,2% - 8,2%. Autorid märkisid, et tulemused olid kooskõlas ettevõtete riskiprofiiliga, näiteks oli American Expressi madal ettevõttespetsiifiline riskipreemia (2,2%) põhjendatav selle mitmekesise tegevus struktuuriga. (Pinkerton & Butler, 2007)

Järgneval aastal keskendusid Butler ja Pinkerton (2008) mudeli statistiliselt tõestamisele, rakendades mudelit suurettevõtte ExxonMobil andmetel. Analüüsis saadi ettevõtte omakapitali kogukuluks 12,79%, millest tuletati ettevõttespetsiifiline riskipreemia väärtuses 3,59%. Autorid tõid välja, et mudel rahuldab Daubert-i testi kriteeriume, kuna tulemused on kontrollitavad ja korratavad (*ibid*). Butler ja Pinkerton (2009) rõhutavad, et koguriski beetakordaja ei asenda CAPM-i, vaid laiendab seda eraettevõtete hindamise kontekstis, kus ettevõttespetsiifiline risk on investori seisukohalt oluline ega ole hajutatav.

Koguriski beetakordaja kasutamisele ja Butler-Pinkertoni mudelile leidub siiski märkimisväärsed kriitikat (Kasper, 2008; 2013; Von Helfenstein, 2009; 2011; Lee, 2010; Pratt et al., 2014, ptk 16). Näiteks rõhutavad Grabowski ja Aboulamer (2020), et koguriski beetakordaja lähenemine eeldab, et ettevõttespetsiifilist riski on võimalik hinnastada samades ühikutes nagu tururiski. See on aga vastuolus ettevõttespetsiifilise riski kontseptsiooniga, mis peaks olema tururiskist sõltumatu ega ole turul hinnastav.

Damodaran on koguriski beetakordaja teemal kommenteerinud: “Kogu-beeta idee on midagi, mida ma mainisin möödaminnes aastaid tagasi, kuid sellest on kujunemas omaette nähtus ning seda kasutatakse viisil, mida ma kunagi ei ole silmas pidanud.”(BVWire News, 2012)

Kasper (2008) rõhutas samuti, et Butler-Pinkertoni mudel ei ole teoreetiliselt kooskõlas CAPM-i raamistikuga, kuna see ei erista süstemaatilist ja mitesüstemaatilist riski ning eeldab ekslikult, et investor peaks saama riskikompensatsiooni ka hajutava riski eest. Kasper hinnangul tugines Butler ja Pinkertoni empiiriline tõendus liiga piiratud valimile (nt ExxonMobili näide), mistõttu ei ole nende järeldused üldistatavad laiemale ettevõtete populatsioonile. Kasper kritiseeris väidet, et BPM vastab Dauberti teadusliku testitavuse kriteeriumile, kuna mudel ei olnud sõltumatult valideeritud ega empiirilisel kinnitatud.

Veelgi süstemaatilisemat kriitikat esitas Von Helfenstein (2009). Tema hinnangul jääb traditsiooniline tururiski peegeldav beetakordaja küll ebatäiuslikuks, kuid on siiski ainus teoreetiliselt põhjendatud ja statistiliselt korrektne mõõdik, mis kirjeldab vara ja turu tootluste vahelist seost CAPM-i ja portfelliteooria kohaselt. Von Helfensteini arvates on nn „parema beeta“ otsing viinud koguriski beetakordaja pooldajaid eemale turubeeta algsest teoreetilisest

käsitlusest, mitte aga lähemale probleemi lahendamisele. Koguriski beetakordaja käsitlus ühendab tema hinnangul samuti ekslikult süstemaatilise ja mittesüstemaatilise riski üheks mõõdikuks, rikkudes seeläbi CAPM-i ja portfelliteooria põhialuseid. Autor rõhutab, et tururiski beetakordaja ei ole iseseisev riskinäitaja ega absoluutse volatiilsuse mõõdik, vaid statistiline regressioonikordaja, mis väljendab vara tootluse tundlikkust turu tootluse suhtes. Selliselt käsitletuna korrigeerib beetakordaja tururiskipreemiat vastavalt vara süsteemsele riskile. Koguriski beetakordaja seevastu asendab kovariatsioonil põhineva mõõdiku lihtsa standardhälvete suhtega, muutes beetakordaja absoluutse volatiilsuse suhtarvuks, mis ei peegelda enam vara ja turu vahelist kovariatsiooni (Von Helfenstein, 2009).

Hiljem laiendas Von Helfenstein (2011) oma kriitikat, keskendudes koguriski beetakordaja matemaatilisele tuletusele. Ta leidis, et Butler ja Schurman (2011) on koguriski beetakordaja tuletamisel ekslikult rakendanud kapitalituru joone (CML) võrrandeid väärtpaberi tasandil, kus kehtivad väärtpaberituru joone (SML) ja väärtpaberite karakteristliku joone (SCL) põhimõtted. Selline lähenemine eeldab tururiski beetakordaja käsitlemist deterministliku algebralise suurusena, kuigi tegemist on statistilise regressioonikordajaga. Von Helfensteini hinnangul moonutab see beeta teoreetilist ja statistilist tähendust ning muudab kogu-beeta sobimatuks süsteemse riski mõõdikuks.

Kriitikale vastasid Butler, Schurman ja Malec (2011), väites, et koguriski beetakordaja ei ole vastuolus CAPM-ga ega kaasaegse portfelliteooriaga, vaid kujutab endast nende rakenduslikku laiendust olukordades, kus hinnastav investor ei ole täielikult hajutanud. Autorite hinnangul on selline olukord tüüpiline eraettevõtete omanikele ja mitteavalikele tehingutele, mille puhul investor kannab nii süstemaatilist kui ka mittesüstemaatilist riski. Sellises kontekstis võimaldab tururiski beetakordaja nende hinnangul mõõta ettevõtte riski realistlikumalt.

Ettevõttespetsiifilise riski arvestamine diskontomääras hõlmab nii kvantitatiivseid kui ka kvalitatiivseid meetodeid. Kuigi kvantitatiivsed meetodid võimaldavad ettevõttespetsiifilist riskipreemiat hinnata objektiivsemalt, nõuavad need üldjuhul suuremat ajakulu ning ulatuslikumat ja usaldusväärsemat andmete kättesaadavust võrreldes kvalitatiivsete meetoditega. Kvalitatiivsed meetodid tuginevad küll levinud ja üldtunnustatud riski raamistikule, kuid nende rakendamine jääb paratamatult hinnanguliseks ning sõltub hindaja professionaalsest otsustusest. Millist lähenemist praktikas kasutatakse enam oleneb suuresti hindamise olukorrast. Järgnevas alapeatükis tuuakse välja ettevõtte hindamisega seotud kohtukaasused ning antakse ülevaade varasematest empiirilistest uuringutest.

1.4. Ülevaade varasematest empiirilistest uurimustest ja kohtulahenditest seoses ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamisega diskonteerimismäära koosseisus

Ettevõttespetsiifilist riskipreemiat käsitletakse ettevõtte väärtuse hindamise erialakirjanduses ja praktikute materjalides, kuid selle teemal tehtud teaduslike empiirilisi uuringuid on võrdlemisi vähe. Erialakirjanduses esitatakse empiiriliste näidetena sageli akadeemiliste uuringute asemel Ameerika Ühendriikide kohtulahendeid, milles ettevõttespetsiifilise riskipreemia rakendamist on põhjalikult analüüsitud ja hinnatud (Pratt et al., 2014, ptk 16; P. Black & Masten, 2026, ptk 7). Viimastel aastatel on siiski ilmunud üksikuid empiirilisi uuringuid ettevõttespetsiifilise riskipreemia kohta.

Stan Feldman ja Todd Feldman (2023) oli eesmärk kindlaks teha ettevõttespetsiifiline riskipreemia olemasolu ja suurust eraomandis olevate ettevõtetel. Uuringu andmed pärinesid Private Capital Market Project-i (PCMP) andmestikust, mis on Pepperdine Graziadio ärikooli algatatud küsitlus Ameerika Ühendriikide erakapitali finantseerimise kohta. Autorid kasutasid oma uuringus küsitluse andmeid 2010-2021 perioodi kohta ning tuletasid ettevõttespetsiifilist riskipreemiat erakapitali investorite oodatavast tootlusest (IRR). Üldine mudel näeb välja järgnevalt:

$$R_{irr} = R_f + ERP + SRP + \Delta SRP + LP + FSRP \quad (7)$$

kus R_f - riskivaba tulumäär

ERP - tururiskipreemia

SRP - väikefirma riskipreemia

ΔSRP - täiendav väikefirma riskipreemia ettevõtetele, mille suurus on väiksem võrdlusbaasist

LP - likviidsuspreemia

$FSRP$ - ettevõttespetsiifiline riskipreemia

Uuringus kasutati kahe-etapilist meetodikat. Esmalt määrasid autorid valimi põhjal ettevõtete täiendavad väikefirma- ja likviidsus riskipreemiad. Väikefirma riskipreemia määramisel kasutati Duff ja Phelps-i andmeid vastavalt ettevõtte turukapitalisatsioonile. Likviidsusriskipreemia tuletati oodatava tootluse ja hinnangulise mittelikviidsusdiskonto seose põhjal. Järgnevalt liideti need preemiad avalike ettevõtete andmetel põhinevate riskipreemiatele (tururiskipreemia, väikefirma riskipreemia, likviidsusriskipreemia), saadud riskipreemiate summa lahutati investorite oodatavast tootlusest. Alles jäänud riskipreemiat

peavad autorid ettevõttespetsiifiliseks riskipreemiaks. Nende tulemustes on keskmine ettevõttespetsiifiline riskipreemia erakapitali investeeringute puhul 2%. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia suurus sõltus omandatud omakapitali osakaalust ja selle osakaalust kapitalistruktuuris. Juhtudel, kus omandatakse 100% omakapitalist ja ettevõtte kapitalistruktuur koosneb 30% omakapitalist ja 70% laenukapitalist, ületab ettevõttespetsiifiline riskipreemia 5%. Keskmiselt varieerus ettevõttespetsiifiline riskipreemia vahemikus 0-6%. Tulemuste põhjal jäeldavad Stan Feldman ja Todd Feldman (2023), et ettevõttespetsiifiline riskipreemia eksisteerib ning tuleks lisada eraettevõtete kapitalikulu hindamise build-up meetodi. Välja arvatud juhtudel, kus on konkreetsed faktid ja asjaolud viitavad vastupidist. Kui ettevõttespetsiifiline riskipreemia eksisteerib, kuid seda ei arvestata kapitalikulusse, võib see viia tulemuseni, kus diskontomäär on liiga madal ja eraettevõtte väärtus hinnatakse liiga kõrgeks.

Ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramise subjektiivsusest tulenevalt on mitmeid kohtupraktikaid, kus on selle kasutamist põhjalikult analüüsitud. Olulist rolli on sel teemal mänginud *Delaware*'i *Chancery Court*, mida peetakse Ameerika Ühendriikide mõjukamaks äriõiguse kohtuks, kus lahendatakse suur osa ettevõtte väärtuse hindamise ja aktsionäride õiglase hüvitise seotud vaidlusi. *Delaware*'i *Chancery Court*'i kohtunik Strine on oma otsustes korduvalt väljendanud skeptilist seisukohta ettevõttespetsiifilise riskipreemia suhtes ning peab antud riskipreemia rakendamist ebausaldusväärseks. Tema hinnangul ei ole ettevõttespetsiifiline riskipreemia teaduslikult aktsepteeritud CAPM-i lisakomponent, vaid praktikas kujunenud subjektiivne täiendus. Kapitalikulu seisukohalt on asjakohane vaid süstemaatiline risk ning ettevõttespetsiifilised riskid tuleb kajastada rahavoogude prognooside asjakohaste korrigeerimiste kaudu. Isegi kui hindajal tekib kahtlus juhtkonna prognooside usaldusväärsuses, oleks õigem seda korrigeerida siiski rahavoogude prognoosides, mitte täiendava riskipreemiana. Ei saa eitada, et selline lähenemine oleks vähem subjektiivne, kuid see nõuab eksperdilt suuremat põhjendamist. See võimaldab riske analüütiliselt ja läbipaistvalt hinnata ning välistab olukorda, kus diskontomäära kasutatakse väärtuse tahtlikuks vähendamiseks. Strine on rõhutanud, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia lisamine muutub praktikas sageli nn. "tagaukse meetodiks", mille kaudu eksperdid manipuleerivad diskontomääraga, et saavutada kliendi huvidega kooskõlas olev ettevõtte väärtuse hinnang olukordades, kus ülejäänud hindamismudeli sisendid ei anna soovitud tulemust. (Fliegler & D'almeida, 2011; Pratt et al., 2014, ptk 16)

Leidub siiski juhtumeid, kus *Delaware*'i *Chancery Court* on ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamisele nõustunud. *Onti, Inc. v. Integra Bank* (1999) kohtuvaidluses väitsid vähemusaktsionärid, et neile makstud 6,04 miljoni dollari suurune hüvitis alahindas nende 40% osaluse tegeliku väärtust. Kontrolliv aktsionär väitis omakorda, et sõltumatu hindaja *Hempstead & Co.* koostatud väärtuse hindamine oli korrektne. Kohus leidis aga, et diskonteerimismäär, mida *Hempstead & Co.* kasutas, ei olnud täielikult põhjendatud. *Hempstead & Co.* tõi ettevõttespetsiifilise riskipreemia valiku põhjendamiseks välja mitu tegurit, määramata neile täpseid protsendilisi väärtusi, sealhulgas: täielik sõltuvus partnerarstide grupi poolt saadavatest patsientidest, konkurents, tervishoiusüsteem liigub hallatava tervishoiu (*managed care*) poole, mis tekitab survet raviteenuste hüvitamise määradele, suurenev tervishoiualane regulatsioon, sõltuvus ühest asukohast, aegumisrisk, mis tuleneb tehnoloogia või ravipraktika muutustest.

Kohtu hinnangul ei olnud määratud 3,4% ettevõttespetsiifiline riskipreemia korrektne, kuna tugineti riskiteguritele, mis polnud ettevõttele unikaalsed, vaid iseloomustasid laiemat sektoripõhist riski, nagu konkurents, sõltuvus ühest asukohast ja aegumisrisk, mis tuleneb tehnoloogia või ravipraktika muutustest. Kohus pidas neid riske universaalseks, mis mõjutavad peaaegu kõiki ettevõtteid Ameerika Ühendriikide majanduses. Seetõttu peegelduvad need juba tururiskipreemias. Ülejäänud riskitegureid lubas kohus alles jätta. Tulenevalt sellest, et *Hempstead & Co.* ei näidanud, kui suur on iga riskiteguri mõju, pidas kohus mõistlikuks käsitleda nende mõju võrdse kaaluga. See tähendas seda, et pool riskiteguritest ei olnud ettevõttespetsiifilised, mida arvestati välja ning uueks ettevõttespetsiifilise riskipreemia väärtuseks sai 1,7%. Kohus nõudis ka muid korrigeerimisi, mille koosmõjul kasvas oluliselt ettevõtte diskonteeritud väärtus ning kohus määras vähemusaktsionäride 40% osaluse õiglaseks väärtuseks ligikaudu 16,2 miljonit dollarit.

Leidub ka kohtupraktikat, kus kohus nõuab ettevõttespetsiifilise riskipreemia lisamist diskontomääradele. *CNB International v. Kelleher* (2008) kohtuasjas hindas USA New Yorgi lääneringkonna pankrotikohus, kas *CNB Internationali* moodustamisel toimunud varade omandamine kujutas endast petturlikku vara võõrandamist. *CNB* loodi kolme metallipresside tööstuse ettevõtte varade ostmise teel, mida rahastati peamiselt laenukapitaliga. Pankrotimenetluses väideti, et varade eest maksti üle turuväärtuse, mis muutis ettevõtte maksejõuetuks ja alakapitaliseerituks.

Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutasid mõlemad pooled diskonteeritud rahavoogude meetodit, kuid vaidlesid diskontomäära üle, eelkõige ettevõttespetsiifilise riskipreemia osas.

Kostja ekspert jättis selle arvestamata, väites, et väikefirma riskipreemia katab kõik asjakohased riskid. Kohus ei nõustunud nimetatud seisukohaga ning tõi välja viis ettevõttespetsiifilist riski: ühinemise sünergia ebakindlus, kliendisõltuvus, kasvav konkurents Aasia turgudelt, ebaküps ärimudel ning juhtkonna huvide konflikt.

Kohus määras ettevõttespetsiifilise riskipreemia vahemikku 3-4 protsendipunkti, mille tulemusel kostjal tõusis diskontomäär 14,67%-lt 18,67%-le, mis põhjustas ettevõtte väärtus vähenemist 72,8 miljonilt 60,9 miljoni dollari. Hagejal alanes diskontomäär 18,7%-lt 16,7%-le, suurendades ettevõtte väärtust 49,7 miljonilt 58,3 miljoni dollarini. Mõlema korrigeeritud hinnangu keskmisena määras kohus CNB väärtuseks 59,5 miljonit dollarit, mis jäi tegelikult makstud hinnast 11,3 miljoni dollari võrra madalamaks. See kinnitas, et CNB-lt Clearing-Niagarale tehtud makse kujutas endast petturlikku vara võõrandamist.

Eestis on ettevõttespetsiifilise riskipreemia käsitlemisel ainsaks avalikult kättesaadavaks kirjanduseks Rahandusministeeriumi poolt tellitud riigi äriühingu omakapitali hinna meetodika hindamise ja edasiarendamise uuringud. Esmalt viis uuringut läbi 2014. aastal KPMG, seejärel 2024. aastal PwC. Mõlemas uuringus on toodud välja soovitatavaks ettevõttespetsiifilise riski määramiseks riskifaktori põhist meetodikat (KPMG, 2014; PwC, 2024). Kuigi uuringud on riigi äriühingute põhinevad, omavad need siiski laiemat rakenduspõhimõtet, pakkudes struktureeritud ja läbipaistvat raamistikku teiste ettevõtete riski hindamisel. PwC (2024) tõi oma uuringus välja ettevõttespetsiifilise riski hindamisel 6-faktorilise meetodika, mis kujutab endast ettevõtte riskantsuse hindamist kuue põhilise kriteeriumi alusel. Need kriteeriumid olid järgmised: suurus ja turupositsioon, konkurentsi kontsentratsioon, sisenemisbarjäärid, tulusus ja tulude stabiilsus, finantsiline jätkusuutlikkus ning erakordsed sündmused ja muud asjaolud. Esimesed viis faktorit hinnatakse viiepallisel skaalal (kõrge, pigem kõrge, keskmine, pigem madal, madal), mille alusel leitakse igale faktorile vastav riskipreemia ning seejärel arvutatakse 5 faktori põhjal aritmeetiline keskmine. Erakordsete sündmuste mõju hinnatakse eraldi protsentuaalsel skaalal (0-100%), et arvesse võtta riske, mida ülejäänud tegurid ei kata (*ibid*).

Empiirilised uuringud kinnitavad, et ettevõttespetsiifilist riskipreemiat kasutatakse väärtushindamise praktikas, kuid ühtse meetodilise raamistiku puudumise tõttu on selle rakendamine ebaühtlane ja tugevalt kontekstipõhine. Seetõttu on ettevõttespetsiifilise riskipreemia praktiline rakendamine keeruline ning eeldab kriitilist ja läbimõeldud professionaalset hinnangut, et vältida põhjendamata subjektiivsust ja topeltarvestust. Sellest tulenevalt on oluline uurida, kuidas ettevõttespetsiifilist riskipreemiat praktikas hinnatakse,

milliseid lähenemisviise kasutatakse ning milliste tegurite alusel jõutakse konkreetsete hindamistulemusteni. Ühtlasi on asjakohane hinnata, mil määral on praktikute lähenemisviisid kooskõlas teoreetiliste käsitlustega ning kas ettevõttespetsiifilise riski arvestamisel esineb metoodilist järjepidevust. Järgnevas peatükis kirjeldatakse kasutatud uurimismetoodikat ja andmestikku, millele tuginedes analüüsitakse ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutust Eesti väärtushindamise praktikas.

2. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutus Eesti väärtushindamise praktikas

2.1. Andmed ja metoodika

Magistritöö eesmärk on selgitada, kuidas ettevõttespetsiifilist riskipreemiat käsitletakse ja rakendatakse omakapitali kulukuse määra hindamisel Eesti väärtushindamise praktikas. Uurimisprobleem seisneb selles, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia vajalikkuse ja rakendamise osas puudub üksmeel nii finantsteoorias kui ka väärtushindamise praktikas ning Eesti kontekstis ei ole selle kasutamist senini süstemaatiliselt uuritud.

Uurimisprobleemi lahendamiseks viis autor läbi poolstruktureeritud küsitluse Eesti väärtushindamise praktikute seas. Küsitlus koosnes suletud küsimustest, avatud küsimustest ning kaasuspõhistest avatud küsimustest, mis võimaldasid koguda nii kvantitatiivseid kui ka kvalitatiivseid andmeid. Küsitluse koostamisel lähtuti teoreetilistes alapeatükkides käsitletud seisukohtades ja varasematel aastatel läbi viidud sarnasel teemal magistritööst (Rahnu & Rein, 2021). Magistritöö koostamise käigus ei leitud avalikult kättesaadavates allikates samal teemal tehtud küsitlusuuringuid. Seetõttu on käesolevas magistritöös rakendatud eksploratiivset uurimisviisi, mille eesmärk on kaardistada ja analüüsida ettevõttespetsiifilise riski käsitlus- ja rakendusviise Eesti väärtushindamise praktikute seas.

Küsitluse vastajate valim on koostatud Eesti väärtushindamise professionaalidest, kes tegutsevad peamiselt finants- ja ärinõustamise ning investeringu- ja varahalduse tegevusaladega ettevõtetes. Arvestades Eesti väärtushindamise turu piiratud suurust ning varasemates sarnastel teemadel koostatud magistritöödes saadud vastuste arvu, on antud küsitluse oodatav vastajate arv väike. Seetõttu on uuring oma olemuselt eksploratiivne ega võimalda statistiliselt üldistatavaid järeldusi, vaid püüab kaardistada Eesti hindamispraktikute hoiakuid ja kogemusi ettevõttespetsiifilise riskipreemia rakendamise suhtes. Enne küsitluse väljasaatmist viidi läbi pilootküsitlus uuritava valdkonna praktikuga. Pilootküsitluse eesmärk oli testida küsimuste sõnastuse ja ülesehituse loogikat ning saada tagasisidet vastusvariantide sobivuse ja küsitluse mahu kohta. Küsitlust korrigeeriti vastaja tagasiside põhjal. Küsimustik koosneb seitsmest teemablokist, mille vastavate küsimuste sisu on välja toodud tabelis 2.

Tabel 2

Küsimustiku teemablokid

Teemablokk	Küsimuste sisu
Nõusolek	Nõusolek, kasutada vastaja vastuseid uuringu eesmärgil
Vastaja üldandmed	Selgitada välja vastaja seotus ettevõtte väärtushindamisega
Ettevõttespetsiifilise riski vajalikkus	Uurida vastaja seisukohta ettevõttespetsiifilise riski kohta
Ettevõttespetsiifilise riski arvestamise viisid	Uurida, milliste meetodite või lähenemiste kaudu ettevõttespetsiifilist riski praktikas rakendatakse
Ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramine	Käsitleda kasutatavaid meetodikaid, mudeleid ja riskitegureid ettevõttespetsiifilise riskipreemia suuruse hindamisel
Täiendavad korrigeerimised	Uuritakse, milliseid muid riskipreemiaid või korrigeerivaid komponente ettevõtte väärtuse hindamisel rakendatakse
Kaasused	Uurida vastajate hinnanguid ettevõttespetsiifilise riski arvestamisel praktilistes situatsioonides

Allikas: autori koostatud

Küsitluse esimeses teemablokis küsiti vastajate nõusolekut uuringus osalemiseks. Enne küsitluse jätkamist paluti vastajatel kinnitada oma teadlik ja vabatahtlik nõusolek uuringus osalemiseks ning lubada oma vastuste kasutamist Tartu Ülikooli teadustöö eesmärgil. Vastajatele anti ülevaade andmete konfidentsiaalsusest ning selgitati, et küsitlus on anonüümne ning üksikvastajaid ei ole võimalik tuvastada. Nõusoleku andmine oli küsitluses osalemise eelduseks, osalejatel oli võimalus valida nõusolekust keeldumisest, mille korral lõppes küsitlus vastaja jaoks automaatselt.

Teises teemablokis käsitleti vastaja üldandmeid eesmärgiga luua ülevaade vastajate seotusest ettevõtte väärtuse hindamise valdkonnaga. Vastajatelt küsiti organisatsiooni nime ja ametinimetust, väärtushindamise valdkonnas tegutsenud aastate arvu ning ligikaudset väärtushindamiste arvu aastas. Lisaks paluti vastajatel märkida, millistel eesmärkidel nad on ettevõtte väärtuse hindamisi läbi viinud. Vastusevariantidena olid esitatud näiteks ettevõtete ostu- ja müügitehingud, kohtuvaidlused, strateegilised ja juhtimisotsused, maksustamine, finantsaruandlus, finantsinvesteeringud väärtipaberiturul ning akadeemilised uuringud. Vastajatele anti võimalus soovi korral saada uuringu tulemuste kokkuvõte.

Kolmandas teemablokis uuriti vastajate seisukohta ettevõttespetsiifilise riski arvestamise kohta. Esmalt küsiti, kas vastaja hinnangul tuleks ettevõttespetsiifilist riski omakapitali hinna arvutamisel üldse arvesse võtta. Eitava vastuse korral paluti vastajal oma seisukohta täiendavalt põhjendada, seejärel oli küsitlus vastaja jaoks lõppenud. Jaatava

vastuse korral jätkus küsitlus täpsustavate küsimustega, et selgitada, milliseid lähenemisi ettevõttespetsiifilise riski arvestamisel praktikud kasutavad. Eesmärk oli selgitada, mil määral teoreetilises osas alapeatükis 1.2 käsitletud ettevõttespetsiifilise riski arvestamise lähenemised kajastuvad Eesti hindamise praktikas. Lisaks uuriti, milliseid mudeleid omakapitali hinna leidmiseks kasutatakse ning kui sageli ettevõttespetsiifilist riskipreemiat praktikas rakendatakse.

Järgnevas teemablokis keskenduti ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramise meetodite kaardistamisele. Autor soovis kinnitust saada, kas teoreetilistes kirjandustes välja toodud meetodeid rakendatakse ka praktikas. Täiendavalt uuriti vastajatelt, milliseid ettevõttespetsiifilisi riskitegureid on nende hinnangul määraval tähtsusega, et oleks õigustatud rakendada ettevõttespetsiifilist riskipreemiat. Lisaks paluti vastajatel määrata vahemik, kuhu jääb ettevõttespetsiifilise riskipreemia suurus nende hindamispraktikas. Ettevõttespetsiifilise riskipreemiale lisaks uuriti vastajatelt, milliseid täiendavaid riskipreemiaid või korrigeerivaid komponente nad oma hindamispraktikas veel kasutavad.

Viimane teemablokk koosnes seitsmest kaasusest, mille eesmärk oli saada ülevaadet praktikute lähenemistest ettevõttespetsiifilise riski arvestamisel konkreetsetes väärtushindamise olukordades. Kaasused põhinesid teoreetilises osas käsitletud ettevõttespetsiifilistel riskifaktoritel ning iga kaasus kirjeldas konkreetset ettevõttespetsiifilise riskiga seotud hindamisolukorda. Kaasustes käsitleti järgmisi riskifaktoreid: võtmeisiku risk, kliendi kontsentratsioon, käimasolev kohtuvaidlus, tehnoloogia risk, start-up risk, sisenemisbarjäär, regulatiivne risk, juhtimiskvaliteet, sisekontrolli risk ning tööjõu- ja demograafiline risk.

Kaasused on autori koostatud eesmärgiga jäljendada realistlikke hindamisolukordi, mille koostamisel lähtus autor aktuaalsetest teemadest ja oma isiklikust kogemusest. Kaasustes käsitletavat ettevõtet on hüpoteetilised ega viita ühelegi tegelikul turul tegutsevale ettevõttele. Vastajatel paluti iga kaasuse puhul hinnata, kas ettevõttespetsiifilist riski tuleks arvestada ning millisel viisil seda ettevõtte väärtuse hindamisel kajastada. Selleks, et suunata vastajaid tegema kaalutletud valikuid ja vähendada vastuste hajuvust, paluti valida kõige sobivam variant. Vastajate hindamisloogika paremaks mõistmiseks oli neil võimalik esitada täiendavaid selgitusi tekstikasti. Kuna iga kaasus käsitles eraldiseisvat riskifaktorit, ei ole kaasused omavahel võrreldavad.

Küsimustik koosnes 26 küsimusest. Olenevalt vastaja vastustest võis küsimuste arv varieeruda vastaja kohta. Detailne väljavõte küsimustikust on esitatud lisa A. Küsitluses on

nii avatud kui ka suletud küsimusi, vastajatel oli võimalus lisada täiendavaid kommentaare. Andmete kogumiseks koostati veebipõhine küsimustik Tartu Ülikooli toetatud keskkonnas LimeSurvey. Platvorm võimaldas struktureeritud küsimuste rühmitamist, osalejate haldamist ning kutsete ja meeldetuletuste edastamist e-posti teel. Küsimustiku koostamine eeldas LimeSurvey baastadmisi, eelkõige tingimusloogika seadistamisel, mis võimaldas küsimuste hargnemist vastaja eelnevate vastuste alusel ning tagas, et iga vastaja kuvati ainult temale asjakohased küsimused. Küsitluse vastamisaktiivsust jälgiti reaajas. Küsitlust viidi läbi ajavahemikus 17.03-13.04.2026. Küsimustik saadeti osalejatele laiali läbi LimeSurvey platvormi, kus oli eelnevalt koostatud e-kirja kutse mallid. Ettevõtete puhul, kelle kodulehel ei olnud töötajate kontaktandmeid avaldatud, võttis autor telefoni teel ühendust ettevõtte administraatoriga, paludes edastada küsimustiku vastavale osakonnale.

Küsitlus saadeti 50 organisatsioonile, hõlmates kokku 80 kontaktisikut, kellest 18 ehk 23% vastas küsitlusele. Vastanud kuulusid kokku 17 erinevasse organisatsiooni, sealhulgas ühes organisatsioonis vastasid kaks isikut. Vastajate arv oli ootuspärane arvestades, et Eestis on väärtuse hindamisega tegelevaid ettevõtteid ja professionaalseid hindajaid suhteliselt vähe. Lisaks varasemalt ei ole ettevõttespetsiifilist riskipreemia kasutamist Eesti praktikas sarnasel kujul uuritud, võimaldab 18 vastajalt kogutud andmestik analüüsida selle kasutamise üldisi suundumusi. Samas tuleb järelduste tegemisel arvestada valimi piiratud mahuga. Enamik vastajatest väljendas huvi uuringu tulemuste kokkuvõtte vastu, mis viitab käsitletava teema praktilisele asjakohasusele ning selle olulisusele väärtushindamise praktikute seas.

2.2. Küsitluste tulemuste analüüs

2.2.1. Vastajate kogemus ja ettevõttespetsiifiline riskipreemia kasutamine vastajate hulgas

Vastajate hulgas olid esindatud erinevate valdkondade ettevõtted, sealhulgas rahvusvahelised audiitorbürood, kohalikud nõustamisettevõtted ning investeerimis- ja varahaldusettevõtted. Vastajate ametipositsioonid varieerusid tippjuhtidest keskastmejuhtideni, mis tagab valimis erinevate otsustustasandite esindatuse. Analüüsiti vastajate ametinimetust, organisatsiooni kuuluvust, väärtushindamise valdkonnas tegutsetud aastate arvu ning ligikaudset väärtushindamiste arvu aastas.

Tulemused näitasid, et organisatsioonide lõikes kuulus suurim osa vastajaid nõustamise ja auditi valdkonda (13 vastajat). Investeerimise ja varahalduse valdkonnast oli 4 vastajat ning muust valdkonnast üks vastaja. Vastajate jaotus viitab sellele, et uuringu tulemused peegeldavad peamiselt nõustamis- ja audititeenuste praktikast ning vastavate

organisatsioonide metoodikat. Vastajate jaotus organisatsioonide ja ametipositsiooni taseme lõikes on esitatud tabelis 3.

Tabel 3

Vastajate arv organisatsiooni tüüpide ja ameti taseme lõikes

Organisatsiooni tüüp	Tippjuht	Keskastmejuht	Vastanute arv kokku
Nõustamine ja audit	8	5	13
Investeerimine ja varahaldus	4	0	4
Muu	1	0	1

Allikas: autori koostatud

Järgnevalt uuriti vastajate töökogemust väärtushindamise valdkonnas. Vastajate kogemust peegeldavad nii valdkonnas tegutsetud aastate arv kui ka aastas läbiviidavate väärtushindamiste maht. Vastajate valim koosnes valdavalt kogenud praktikutest, kus valdkonna tegutsetud aastate mediaan oli 15 aastat ja aastas läbiviidavate hindamiste mediaan oli ligikaudu 6 hindamis juhtumit, samas kui arvestada aritmeetilise keskmisega oli juhtumite arv 14. Keskmise ja mediaani oluline erinevus tulenes sellest, et enamik vastajaid viib aastas läbi 2-10 hindamist, kuid üksikud vastajad teostavad aastas 30-60 hindamist, mis tõstab oluliselt aritmeetilist keskmist. Näiteks, valimis kõige lühema tegevusajaga (2 aastat) vastaja viis aastas läbi 40-60 väärtushindamise juhtumit, samas pikima tegevusajaga (28 aastat) vastaja viis läbi ligikaudu 4 väärtushindamist aastas.

Seetõttu on oluline vastaja kogemuse hindamiseks analüüsida nii valdkonnas tegutsevat aega kui ka aastas tehtavate hindamise arvu. Vastajate jaotus aastas läbiviidud juhtumite arvu alusel on esitatud tabelis 4.

Tabel 4

Vastajate arv läbiviidud juhtumite arvu lõikes keskmiselt aastas

Juhtumite arv	Vastajate arv
0-5 juhtumit	9
6-20 juhtumit	4
21+ juhtumit	5
Kokku	18

Allikas: autori koostatud

Tabelis 4 esitatud andmete põhjal ilmneb, et vastajate aastas läbiviidud hindamiste arv varieerub oluliselt. Ligikaudu pooled vastanutest tegelevad aastas kuni viie hindamisega, samas kui ligi kolmandik vastajatest osaleb enam kui 21 juhtumi läbiviimises aastas. See viitab kõrgele spetsialiseerumisele ning ulatuslikule praktilisele kokkupuutele

väärtushindamise valdkonnas. Selline jaotus tagab valimis nii väiksema kui ka suurema praktilise töömahuga spetsialistide vaatenurkade esindatuse.

Järgnevalt uuriti, millistel eesmärkidel on vastajad teinud ettevõtte väärtuse hindamisi. Vastajatel oli võimalik valida mitme etteantud kasutusvaldkonna vahel ning soovi korral täiendada vastuseid kommentaaridega juhul, kui sobiv valik puudus.

Tulemused näitasid, et kõige levinumalt rakendatakse ettevõtte väärtuse hindamist ostu- ja müügitehingute raames (M&A), mida märkis 16 vastajat 18-st. Võrdselt levinud olid kohtuvaidlused, strateegilised ja juhtimisotsused ning finantsaruandlus, mida märkis igauht 9 vastajat. Nende tulemuste põhjal võib järeldada, et lisaks tehingutele kasutatakse väärtuse hindamist laialdaselt ka organisatsioonisiseste otsuste toetamisel ning regulatiivsete ja aruandluslike nõuete täitmisel. Mõnevõrra väiksem osa vastajatest on kasutanud väärtuse hindamisi maksustamise eesmärgil (8 vastajat) ning finantsinvesteeringute kontekstis väärtapaberiturul (7 vastajat). Akadeemiliste uuringute eesmärgil tõi ettevõtte väärtuse hindamise kasutamise esile vaid üks vastaja.

Küsitluse vastajate kogemuste põhjal võib järeldada, et valim hõlmab valdavalt kõrge kvalifikatsiooniga ning praktilise kogemusega spetsialiste, kellel on regulaarne kokkupuude ettevõtte väärtuse hindamisega. Selline kogemuslik profiil suurendab uuringu tulemuste usaldusväärsust, kuna vastajate hinnangud ja praktikad põhinevad reaalsel ning korduvatel hindamisülesannetel kujunenud professionaalsel kogemusel, mitte üksikutel või teoreetilistel kokkupuudetel.

2.2.2. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamise metoodika vastajate hulgas

Antud osas uuriti esimesena vastajate seisukohti ettevõttespetsiifilise riski arvestamisel omakapitali hinna arvutamisel. Vastustes selgus, et 17 vastajat 18-st pidasid ettevõttespetsiifilise riski arvestamist põhjendatuks kas alati või sõltuvalt konkreetsest olukorrast. Neist valdav enamus leidis, et ettevõttespetsiifilise riski käsitlemine on olukorrapõhine. Selle vastusevariandi valimisel järgnes vastajatele täpsustav küsimus, kus paluti selgitada, millistes olukordades peetakse riski arvestamist kõige asjakohasemaks.

Vastajate seas peeti ettevõttespetsiifilise riski arvestamist kõige põhjendatumaks olukordades, kus hinnatav ettevõtte erineb oluliselt võrreldavatest ettevõtetest, näiteks oma ärimudeli, suuruse või muude spetsiifiliste tunnuste poolest. Eriti toodi esile mittenoteeritud ja väiksemate ettevõtete hindamisel ning juhul, kui võrreldavateks ettevõteteks kasutatakse suuremaid välismaiseid börsiettevõtteid. Samuti rõhutati, et ettevõttespetsiifilise riski arvestamine on vajalik juhtudel, kui rahavoogude prognoosimisega kaasneb keskmisest

suurem ebakindlus või kui ettevõttespetsiifiline risk mõjutab otseselt tulevaste rahavoogude suurust või nende riskitaset. Mõnes vastuses rõhutati, et praktikas ei ole mittesüstemaatilist riski täielik hajutamine realistlik ning investorid ootavad sellistes olukordades kõrgemat tulunormi. Lisaks rõhutati, et ettevõttespetsiifilise riski arvestamisel tuleb vältida topeltarvestust ehk olukorda, kus vastavad riskid on juba rahavoogude prognoosidesse sisse viidud. Erandina toodi välja, et ettevõttespetsiifilise riski kasutamine võib-olla vähem põhjendatud väga pikaajaliste lepingutega, stabiilsete rahavoogude ja marginaalidega ettevõtete puhul. Vastajate pakutud põhjused on kooskõlas teoreetilises osas käsitletud CAPM-i piirangutega, mille kohaselt beetakordaja ei ole võimeline arvestama ettevõttega seotud kõiki riske, eriti olukordades, kus hinnatav ettevõtte ei ole hästi võrreldav turuandmetel põhinevate ettevõtetega. Samuti viitavad vastajate seisukohad empiirilistele uuringutele, mille kohaselt mittesüstemaatiline risk ei pruugi praktikas olla täielikult hajutatav ja võib mõjutada investorite nõutavat tootlust (Pinkerton & Butler, 2007; Brockman et al., 2009; Bennett & Sias, 2010; Brockman et al., 2022).

Ainus vastaja, kelle hinnangul ei ole ettevõttespetsiifilise riski arvestamine vajalik, põhjendas oma seisukohta asjaoluga, et tema hindamispraktika piirdub noteeritud ettevõtete väärtuse hindamisega ja tugineb klassikalisele CAPM-le. Tulenevalt klassikalise CAPM-i eeldustest on ettevõttespetsiifiline risk hajutatav, mistõttu on selle arvestamine ebavajalik. Samas väikese kapitalisatsiooniga ettevõttega oli vastaja arvamusel, et siis võiks ettevõttespetsiifilise riski arvestamine olla põhjendatud, kuid sellisel juhul lähtutakse pigem aktsia likviidsusest ning rakendatakse pärast väärtuse hindamist eraldi diskontot. Antud vastaja jaoks lõppes küsitlus selle küsimusega, kuna järgnevalt uuritakse täpsemalt ettevõttespetsiifilise riski rakendamise kohta.

Järgnevalt uuriti vastajatelt, millisel viisil tuleks nende hinnangul ettevõttespetsiifilist riski ettevõtte omakapitali hinna arvutamisel arvesse võtma. Vastajatel oli võimalik valida mitu lähenemist, kellest enamik (16 vastajat) pidas ettevõttespetsiifilise riski arvestamist diskontomääras kõige asjakohasemaks. Nendest omakorda alla pooled (8 vastajat) leidsid lisaks nimetatud lähenemisele sobivaks veel teisi viise, täpsem ülevaade esitatud tabelis 5. Üks vastaja piirdus seejuures ainult omakapitali lõppväärtust vähendava diskonto rakendamisega. Vastajatelt, kes valisid mitu lähenemist, uuriti täiendavalt, millist valitud lähenemistest kasutatakse nende praktikas kõige sagedamini. Vastustest selgus, et kõige sagedamini kasutatakse ettevõttespetsiifilist riskipreemiat. Vastajate tulemused kinnitavad

teoorias esitatud seisukohta, et ettevõttespetsiifilise riski arvestamisel ei rakendata ühtset universaalset meetodit.

Tabel 5

Vastajate ettevõttespetsiifilise riski arvestamise lähenemised

Vastaja	Diskontomääras ettevõttespetsiifilise riskipreemiana	Diskontomääras koguriski beetakordajana	Rahavoogude prognoosis	Omakapitali lõppväärtuse vähendava diskontona
Vastaja 1	x		x	
Vastaja 2	x	x	x	x
Vastaja 3	x	x		x
Vastaja 4	x	x		x
Vastaja 5	x			x
Vastaja 6	x		x	x
Vastaja 7	x	x		
Vastaja 8	x			x
Kokku	8	4	3	6

Allikas: autori koostatud

Vastajatest, kes pidasid ettevõttespetsiifilise riski arvestamist kõrgema diskontomäärana (16 vastajat), küsiti täiendavalt, millist omakapitali hinna mudelit nad selleks kasutavad. Kõik vastajad valisid modifitseeritud CAPM-it, sealhulgas üks vastanutest valis ka build-up meetodi kasutamist. Saadud tulemus on kooskõlas teoreetiliste käsitlustega, mille kohaselt on nii MCAPM kui ka *build-up* meetod levinud lähenemisviisid, kuid praktikas eelistasid vastajad selgelt MCAPM-i. Kaks vastanut täpsustasid oma lähenemist täiendavate kommentaaridega. Ühes kommentaaris kirjeldati CAPM-i versiooni, kus beetakordajana kasutatakse koguriski beetakordajat. Teises selgitati, et ettevõttespetsiifilist riskipreemiat ei hinnata alati eraldiseisva komponendina ning diskontomäär võib mõningatel juhtudel määrata ka *top-down* lähenemise kaudu, eelkõige varajases arengufaasis ettevõtete ning teatud tüüpi varade, näiteks fikseeritud tulumääraga instrumentide ja immateriaalsete varade (sh lepingud, kaubamärgid ja tehnoloogiad) hindamisel. Ükski vastanutest ei valinud Butler-Pinkertoni mudelit, mis on kooskõlas selle mudeli suhtes kirjanduses esitatud kriitikaga. Tulemused viitavad ühtlasi sellele, et praktikas eelistatakse lähenemisi, mis on oma ülesehituselt ja loogikalt lähedasemad klassikalisele CAPM-ile.

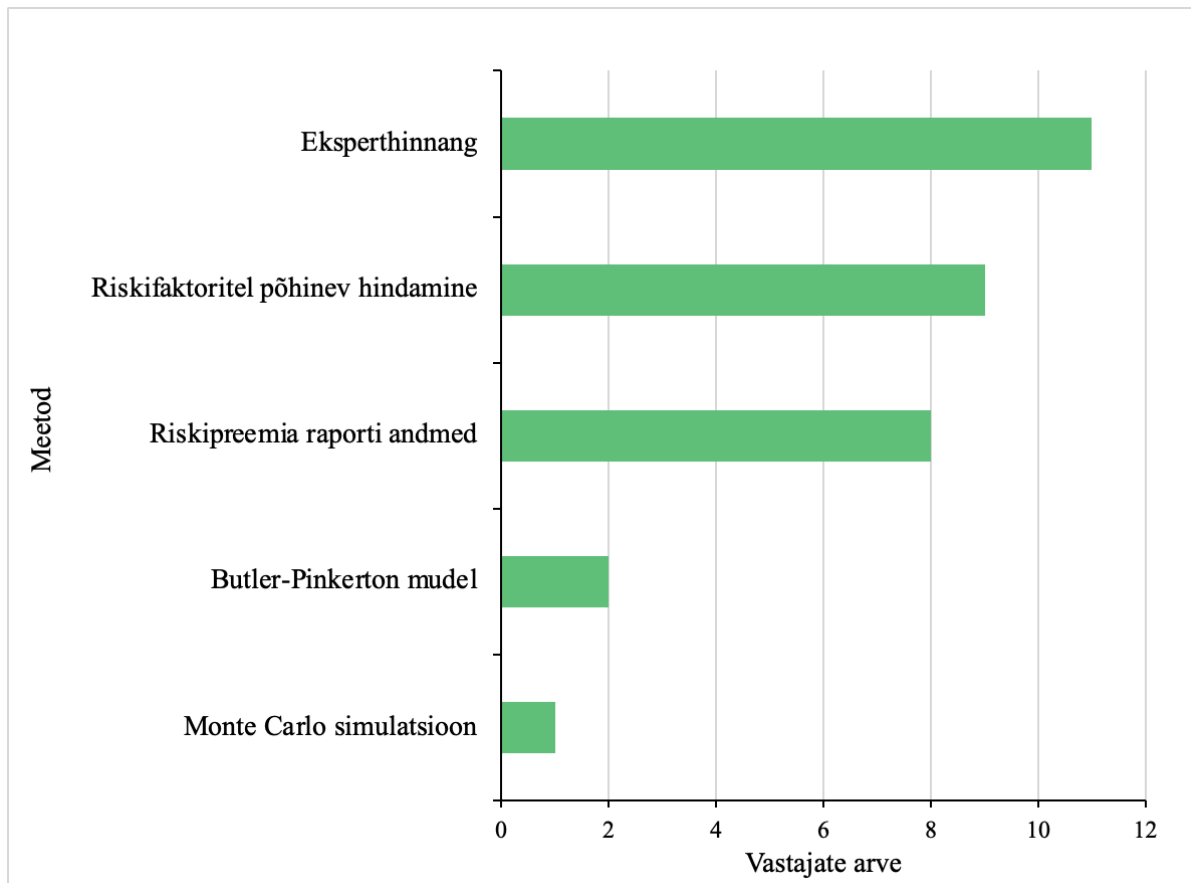
Järgnevalt küsiti vastajatelt, kui tihti nad oma praktikas lisavad ettevõttespetsiifilist riskipreemiat omakapitali hinna määramisel. Vastuste põhjal ilmnes, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia lisamine on vastajate hindamispraktikas levinud. Enamik vastajatest märkis, et lisab ettevõttespetsiifilist riskipreemiat kas tihti või alati. Nende hulgast täpsustasid mitmed

vastajad oma seisukohta tuues välja, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamine on eriti levinud mittenoteeritud ja väiksemate ettevõtete hindamisel, mis moodustab suure osa vastajate hindamispraktikast. Ühes kommentaaris rõhutati, et Eesti ettevõtete puhul ei ole võrdlusgrupi ettevõtted sageli piisavalt sarnased, et kõiki riske standardsete mudelite abil adekvaatselt arvesse võtta, mistõttu on täiendava ettevõttespetsiifilise riskipreemia lisamine vajalik. Samas toodi esile, et kuigi ettevõttespetsiifilist riskipreemiat peetakse põhimõtteliselt enamasti asjakohaseks, võib selle kvantitatiivne väärtus teatud juhtudel olla nullilähedane või isegi negatiivne, mistõttu seda diskontomäärade täiendavalt ei lisata. Samuti viidati sellele, et ettevõttespetsiifiline risk ei pruugi alati kajastuda eraldiseisva riskipreemiana, vaid võib-olla hõlmatud muudes korrigeerivates komponentides, näiteks mittelikviidsuse diskontos. Lisaks rõhutati, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamine sõltub hindamiskontekstist, sealhulgas ettevõtte ärimudeli erinevusest potentsiaalse ostja ärimudelidest, mis võib mõjutada ettevõtte müüdavust. Ühes kommentaaris toodi välja, et ettevõttespetsiifilist riski kasutatakse hinnanguliselt enamikus hindamise juhtumites, erandiks jäävad üksnes ettevõtted, millel on väga stabiilsed ja pikaajalised rahavood ning kindlad marginaalid. Ülejäänud vastajatest (4 vastajat) kasutavad ettevõttespetsiifilist riskipreemiat mõnikord või harva. Vastajaid, kes ei lisa ettevõttespetsiifilist riskipreemiat kunagi, küsitluses ei olnud. Saadud tulemused kinnitavad, et Eesti hindamispraktikas kasutatakse ettevõttespetsiifilist riskipreemiat laialdaselt.

Järgmisena selgitati, milliseid meetodeid kasutatakse ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramisel. Vastuste põhjal ilmnes, et valdav enamus vastajatest kasutab selleks kvalitatiivseid meetodeid, näiteks riskifaktori analüüs ja eksperthinnang. Väiksem osa vastajatest märkis, et kasutab kirjanduses käsitletud meetodeid, üksikud valisid kvantitatiivset meetodit, näiteks regressioonanalüüs või statistilised mudelid. Mitmes vastuses toodi esile, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramisel ei lähtuta ühest kindlast meetodist, vaid erinevaid lähenemisi kasutatakse sõltuvalt konkreetse hindamisülesande kontekstist. Muu meetodina toodi välja *top-down* lähenemist, kus diskontomäärade kalibreeritakse oodatava ja realiseeritud tootluse alusel, samuti riskipreemia kohandamist tehingu sisemise tasuvusmäära (IRR) või teiste varade tootluse (nt. fikseeritud tulumääraga instrumendid) põhjal. Lisaks viidati sensitiivsusanalüüsi kasutamisele rahavoogude prognoosides tuvastatud riskiallike hindamiseks ning kogemuspõhisele lähenemisele. Tulemused kinnitavad teoorias käsitletud seisukohta, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramine on praktikas meetodiliselt

mitmekesine ja kontekstipõhine ning vastajate poolt nimetatud lähenemised langevad suures osas kokku teoreetilises kirjanduses käsitletud meetoditega.

Selleks, et selgitada, kas teorias käsitletud ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramise meetodeid kasutatakse ka praktikas, uuriti vastajatelt, milliseid konkreetseid meetodeid nad on oma hindamispraktikas rakendanud. Vastajate vastused on esitatud järgnevas joonisel 1.



Joonis 1. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramise meetodid vastajate hindamispraktikas. Allikas: autori koostatud

Tulemused näitasid selget kallutatust kvalitatiivsete meetodite suunas. Kõige sagedamini esines eksperthinnangu kasutamist (11 vastajat) ning riskifaktoritel põhinevat hindamist (9 hindajat). Vastused on kooskõlas eelneva küsimuse vastustega, kus vastajate hinnangud kaldusid valdavalt kvalitatiivsete meetodite poole. Eesti kontekstis on saadud tulemused põhjendatav, kuna kvalitatiivsed meetodid on paindlikumad ega eelda ulatuslikku andme kättesaadavust, mis on eraomandis olevate ettevõtete hindamisel sageli piiratud.

Suhteliselt sageli kasutati ka riskipreemia raportite andmeid (8 vastajat). Kõige harvemini mainiti Butler-Pinkertoni mudeli ning Monte Carlo simulatsiooni kasutamist.

Võttes arvesse varasema küsimuse (3.2.2.) vastust, kus ükski vastanutest ei valinud Butler-Pinkertoni mudelit, viitab käesoleva küsimuse tulemus sellele, et mudelit on küll kasutatud praktikas, kuid seda ei peeta üldkasutatavaks meetodiks.

Muu meetodite alla töid vastajad esile mitmeid täiendavaid lähenemisi ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramisel. Mitmes vastuses viidati akadeemilistele ja teaduslikele uuringutele kui olulisele lähteallikale riskipreemia hindamisel. Samuti rõhutati, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramisel tuleb lähtuda konkreetsetest rahavoogude prognoosidest, mis on koostatud kindlatel eesmärkidel ja eeldustel. Selle lähenemise puhul peeti oluliseks hinnata ettevõttespetsiifilist riski prognooside keskselt ning kasutada sensitiivsusanalüüsi, et kvantifitseerida erinevate riskiallikate mõju ettevõtte väärtusele. See lähenemine on kooskõlas teooriaga, mille kohaselt tuleks ettevõttespetsiifilise riski hindamisel analüüsida selle mõju rahavoogudele ning kasutada täiendavaid meetodeid Goodman (2023). Ühes vastuses mainiti eraldi ka Rahandusministeeriumi tellitud uuringut „Riigi äriühingute omakapitali hinna määramise metoodika hindamine ja täiendamine“ kui ühte kasutatavat allikat. Tegemist on PwC (2024) teostatud uuringuga, mida on kasutatud ka käesoleva magistritöö teoreetilises osas.

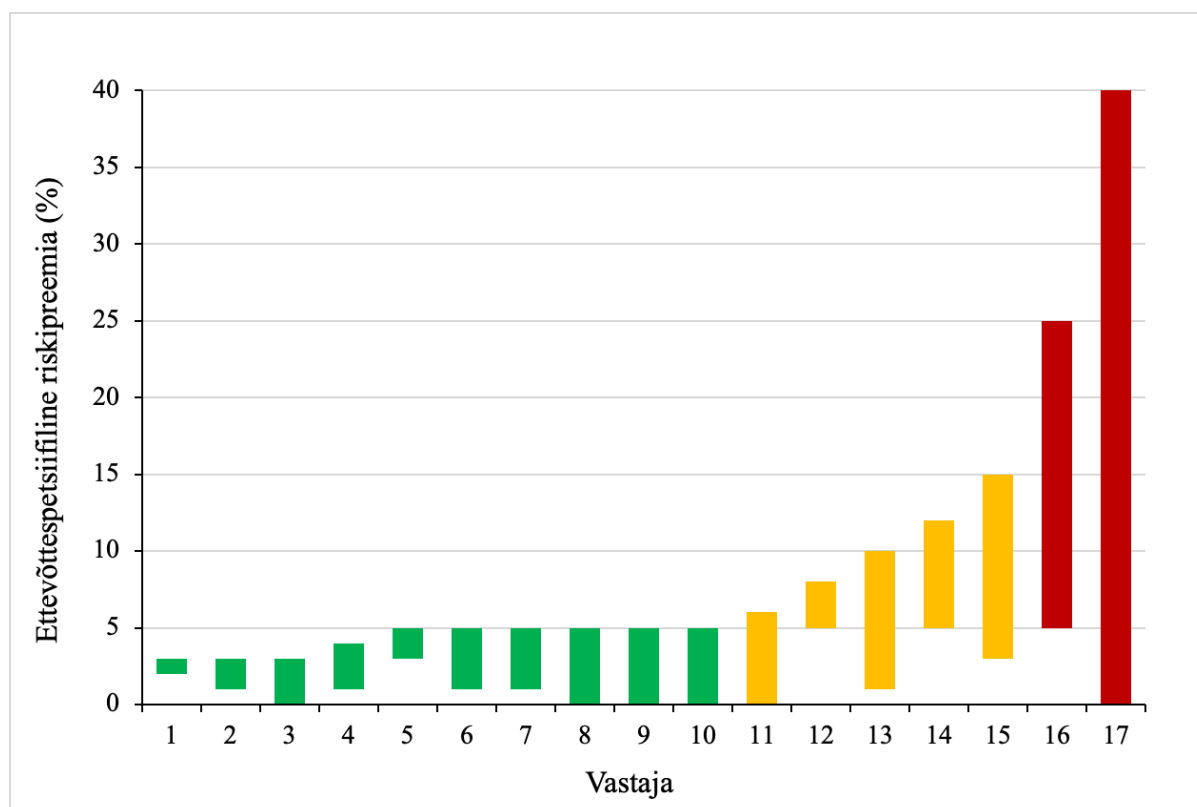
Järgnevalt paluti vastajatel hinnata, millised alljärgnevatest riskiteguritest on nende hinnangul kõige olulisemad, et õigustada ettevõttespetsiifilise riskipreemia lisamist diskontomäärale. Vastusevariantidena esitati riskitegurid, mida kasutatakse riskifaktoritel põhinevas hindamismeetodis, mis on ettevõttespetsiifilised riskid. Vastuste põhjal ilmnis, et kõige sagedamini peeti oluliseks kliendi kontsentratsiooni ja tarnijate sõltuvust, mille valisid mõlemal juhul 14 vastajat. Samuti pidas suur osa vastajatest määravaks võtmeisiku sõltuvust ja tehnoloogia riski, mida märkisid 13 vastajat. Oluliste riskiteguritena toodi sageli esile ka juhtkonna kvaliteet (11 vastajat), samuti tulude ja kasumi volatiilsus ning käimasolevad kohtuvaidlused, mille valisid vastavalt 10 vastajat. Vähem rõhutati finantsvõimendust, mida pidas määravaks vaid 3 vastajat.

Lisaks etteantud riskiteguritele nimetasid vastajad mitmeid täiendavaid tegureid, mida peeti oluliseks ettevõttespetsiifilise riskipreemia lisamise põhjendamisel. Mitmes vastuses toodi eraldi esile ettevõtte suurus, mida käsitleti nii müügitulu, töötajate arvu kui ka varade mahu kaudu, samuti ettevõtte positsiooni võrdluses teiste samal turul ja tegevusalal tegutsevate ettevõtetega. Ettevõtte suurusega seoses mainiti ka võimalikku likviidsusriski. Täiendavate riskiteguritena nimetati ka saneerimismenetlust ning ärikontseptsiooni eripära, mis võib mõjutada ettevõtte riskiprofiili.

Ühes vastuses rõhutati, et kuigi kõik nimetatud riskitegurid võivad ettevõtte riski mõjutada, ei ole praktikas alati võimalik kõiki neid ühtviisi detailselt arvesse võtta. Sama

vastaja tõi esile tema praktikas kolm peamist jälgitavat tegurit: tulude ja kasumi volatiilsuse, võimalike konkurentide lisandumise (sh turule sisenemise barjäärid) ning võimalike tulevaste ühekordsete kulude esinemise, sealhulgas käimasolevate kohtuvaidluste mõju.

Teemabloki viimases küsimuses paluti vastajatel täpsustada, millisesse vahemikku jääb ettevõttespetsiifilise riskipreemia suurus nende hindamispraktikas. Kuna tegemist oli avatud küsimusega, esitasid vastajad riskipreemia suurused erinevate vahemikena. Vastuste põhjal ilmnes, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia suurus varieerub vastajate praktikas märkimisväärselt. Vastused on esitatud joonisel 2.



Joonis 2. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia vahemikud protsentides vastajate seas.

Allikas: autori koostatud

Kõige sagedamini nimetati vahemikke ligikaudu 1-5%, mis on kooskõlas Pratt et al., (2014, ptk 16) seisukohaga, et ettevõttespetsiifiline riskipreemia jääb väärtushindamise praktikas tavaliselt alla 5% piiri. Mitmes vastuses märgiti, et tavapärase ettevõttespetsiifiline riskipreemia jääb madalamasse vahemikku, kuid sõltuvalt olukorrast võib see suurened. Kõrgemaid vahemikke, ulatudes kuni 40%-ni, seostati erandjuhtumitega, mis võivad olla seotud spetsiifiliste riskide, näiteks ettevõtte arenguastme või eripärase riskiprofiiliga. Samuti mainiti, et riskipreemia määramisel lähtutakse sageli algtasemest (nt 5%), mida seejärel kohandatakse vastavalt konkreetsele juhtumile. Lisaks märgiti mitmes vastustes, et

ettevõttespetsiifilise riskipreemia suurus ei ole fikseeritud, vaid sõltub olukorrast ning võib teatud juhtudel olla nullilähedane või jääda madalamasse vahemikku, samas kui erandjuhtudel võib see ületada tavapäraseid piire. Vastuste lai varieeruvus kinnitab, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramine on praktikas tugevalt hinnanguline ning ühtse meetodilise raamistiku puudumine kajastub otseselt riskipreemia suuruse ebahütluses.

2.2.3. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia käsitlemine kaasuspõhises analüüsis

Küsimustiku viimane teemablokk koosnes seitsmest kaasusest, milles käsitleti erinevaid ettevõtte väärtuse hindamise olukordi. Kaasustes kirjeldati ettevõtete tegevusvaldkondi ning konkreetseid juhtumeid, kus võis esineda ettevõttespetsiifiline risk. Iga kaasus hõlmas erinevat ettevõttespetsiifilist riskitegurit. Vastajatel paluti hinnata, kas ja kuidas tuleks nende hinnangul vastava kaasuse puhul ettevõttespetsiifilist riski arvesse võtta ettevõtte väärtuse hindamisel. Vastusevariantidena pakuti ette neli omavahel välistavat valikut, millest vastajatel oli võimalik valida ainult üks. Ettevõttespetsiifilise riski arvestavad vastusevariandid jaotati kolme arvestamise viisi järgi: riski kajastamine diskontomääras, rahavoogude prognoosis või omakapitali lõppväärtuse korrigeerimise kaudu (diskonto). Neljas vastusevariant väljendas eitavat seisukohta, mille kohaselt ettevõttespetsiifilist riski vastava kaasuse puhul ei arvestata. Lisaks vastajatel oli võimalus iga kaasuse kohta tekstikasti kirjutada täiendavaid kommentaare.

Kaasustele vastas 17 osalejat 18-st, kuna ühe vastaja hinnangul ei ole vaja omakapitali hinna arvutamisel võtta arvesse ettevõttespetsiifilist riski, mistõttu talle ei kuvatud järgmised küsimused ning tema jaoks oli küsitlus lõppenud. Antud vastaja oli oma ametipositsiooni poolest fondijuht ning põhjendas enda seisukohta sellega, et nende hindamispraktika keskendub noteeritud ettevõtetele ning juhindub klassikalisest CAPM-ist. Samas mainis vastaja, kui tegemist oleks *small-cap* ettevõttega siis on õigustatud arvestada ettevõttespetsiifilist riski, sellisel juhul lähtutakse aktsia likviidsusest ning rakendatakse pärast väärtuse hindamist eraldi diskontot. Kaasuste tulemuste koondtabel on esitatud lisas B.

Esimene kaasus hõlmas järgmist ettevõtte kirjeldust: Kernix Technologies AS on üle 20 aasta tegutsenud tarkvaraarendusettevõtte, mille põhivaldkonnaks on laialdaselt kasutatavate serveriplatvormide loomine. Ettevõtte algne tuumlähtekood töötati välja pikaajalise arendaja poolt, kes täidab tänaseni süsteemi peaarhitekti rolli ning omab lõplikku otsustusõigust tehnilistes küsimustes. Kuigi ettevõttes töötab nüüd juba suur arendusmeeskond ja toode on muutunud küpseks, tugineb süsteemi arhitektuur endiselt tema algsetele disaini valikutele.

Vastajate seas ei pidanud ligikaudu kolmandik ettevõttespetsiifilise riski arvestamist vajalikuks. Ülejäänud vastajatest eelistati enam riski kajastamist omakapitali nõutavas tulunormis (7 vastajat), samas kui väiksem osa vastajatest pidas sobivamaks riski kajastamist omakapitali lõppväärtuse korrigeerimise kaudu ning üksik vastaja eelistas riski kajastamist rahavoogude prognoosis. Vastajate seas, kes ei pidanud ettevõttespetsiifilist riski arvestamist vajalikuks, mõni neist tõid põhjendustena välja, et kaasuse kirjelduses esitatud info ei ole piisav lõpliku hinnangu andmiseks. Märgitigi, et ettevõtte on tegutsenud üle 20 aasta ning kirjeldatud toode näib olevat küps ja välja arenenud. Samuti leiti, et peaarhitekti roll on pädevuspõhine ega ole otseselt asendamatu, mistõttu ei ole kogu kompetents koondatud ühe isiku kätte. Lisaks toodi välja, et ettevõttespetsiifilise riski arvutamise vajadus sõltub sellest, millistel alustel on rahavoogude prognoosid koostatud. Toetuti seisukohale, et tehnoloogiaga seotud riskid võivad olla juba kajastatud diskontomääras läbi beetakordaja ja väikefirma riskipreemia, seetõttu ei pruugi eraldi ettevõttespetsiifilise riskipreemia lisamine olla põhjendatud. Samuti märgitigi, et sellise riski arvestamine ettevõttespetsiifilise riskipreemiana juhul, kui võtmeisikul oleks võimalik ettevõtte lähtekoodi blokeerida või kustutada. Üks vastajatest, kes pidas ettevõttespetsiifilist riski arvestamist põhjendatuks täiendava riskipreemia lisamise kaudu omakapitali nõutavas tulunormile, märkis, et tegemist võiks olla pigem väikefirma riskipreemiaga, eeldusel et järelkasvu, võimaliku tehnoloogia asendus või muude negatiivsete stsenaariumite riski on keeruline täpselt hinnata või modelleerida. Vastajatest, kes pidasid ettevõttespetsiifilise riski arvestamist põhjendatuks omakapitali lõppväärtuse vähendava diskonto kaudu, kommenteeris üks vastaja, et kirjeldatud ettevõtte näib olevat pigem väiksem ning seetõttu oleks asjakohane rakendada ettevõtte suurust arvestavat diskontot.

Teine kaasus oli esitatud järgmiselt: Nordic Components AS on üle 15 aasta tegutsenud Eesti tööstusettevõtte, mis on spetsialiseerunud metallkomponentide tootmisele Euroopa autotööstuse tarneahelatele. Ettevõttel on kogenud juhtkond, stabiilne tootmisvõimekus ning pikaajalise tegevusperioodi jooksul kujunenud tugevad finantsnäitajad. Ligikaudu 70% ettevõtte käibest pärineb ühest suurest Euroopa autotootjast, mistõttu sõltub tellimuste maht otseselt selle kliendi mudelite müügi edust ja strateegilistest suundadest. Olemasolev raamleping selle kliendiga vaadatakse uuesti üle 12 kuu pärast.

Teises kaasuses pidasid kõik vastajad ettevõttespetsiifilise riski arvestamist vajalikuks. Tulemus on kooskõlas ka küsitluse varasemate tulemustega (küsimus 4.3), mille kohaselt pidasid enamik praktikuid kliendi kontsentratsioonist tulenevat riski piisavalt

oluliseks, et seda arvesse võtta nõutavas tulunormis. Kaasuse vastajate hinnangud erinesid siiski ettevõttespetsiifilise riski arvestamise viisi osas. Üle poole vastanutest (9 vastajat) pidas sobivaimaks ettevõttespetsiifilise riski kajastamist täiendava riskipreemia lisamise kaudu nõutavale tulunormile. Vastanute seas toodi välja, et teoreetiliselt oleks võimalik kaaluda ka lepingute uuendamise stsenaariumite modelleerimist rahavoogudes, kuid samas peeti kliendi kontsentratsiooni väga kõrgeks, eriti arvestades ettevõtte pikaajalist tegutsemisaega. Vastajate hinnangul viitab ligikaudu 70-protsendiline sõltuvus ühest kliendist märkimisväärsele kontsentratsiooniriskile, isegi kui sisendhindade ja kasumlikkuse kõikumine on metallitööstuses tavapärane. Samuti toodi välja, et vaatamata ettevõtte pikaajalisele tegutsemisele ei ole kliendiportfelli suudetud laiendada, mistõttu tuleks hindajal aru saada, mis põhjustel on selline olukord tekkinud. Märgitakse ka, et sellise kontsentratsiooniga ettevõtte puhul eeldatakse investori kõrgemat nõutavat tootlust, isegi kui investoril oleks teoreetiline võimalus riski oma portfellis hajutada. Üks vastaja tõi välja, et tegemist on väga klassikalise riskiteguriga, miks täiendava ettevõttespetsiifilist riskipreemiat kasutamine oleks põhjendatud. Ülejäänutest vastajate seas valis suur osa (7 vastajat) riski kajastamist rahavoogude prognoosis, millest kaks vastajat märkisid, et eelistaksid kasutada antud kaasuse puhul reaaloptsioonide meetodit. Nende hinnangul võimaldaks selline lähenemine kahte stsenaariumit modelleerida. Ainuke vastaja, kes pidas riski arvestamist omakapitali lõppväärtust vähendava diskonto kaudu. Antud vastaja kommenteeris, et kirjeldatud ettevõtte näib olevat pigem väiksem ning vähem diversifitseeritud, mida illustreerib ühe kliendi oluline osakaal. Vastaja hinnangul oleks sellisel juhul asjakohane rakendada ettevõtte suurust arvestavat diskontot. Samas ei pidanud vastaja vajalikuks rahavoogude prognoosi muutmist, tuues välja, et praktikas suudavad väiksemad ettevõtted sageli leida alternatiivseid tuluallikaid ka juhul, kui üks klient kaob. Viimaseks märkis vastaja, et sellise ettevõtte eest ei oleks põhjendatud maksta kõrget väärtuse kordajat.

Kolmas kaasuse kirjeldus: Pau Pharma Ltd on ravimitootja, mille aastakäive on 120 miljonit eurot ja EBITDA 24 miljonit eurot, kuid mille vastu on algatatud patendivaidlus, kus konkurent nõuab 35 miljoni euro suurust kahjutasu ning negatiivse kohtuotsuse korral võib kaasneda müügipiirang tootele, mis annab 30% ettevõtte tuludest. Kuigi juhtkond peab kaotust vähetõenäoliseks, kestab kohtumenetlus eeldatavalt 2-3 aastat, tekitades pikaajalise ebakindluse rahavoogude osas.

Kolmandas kaasuses pidas enamik vastanutest ettevõttespetsiifilise riski arvestamist vajalikuks, välja arvatud ühe vastaja. Suurem osa vastanutest leidsid, et ettevõttespetsiifilist

riski oleks kõige sobivam kajastada rahavoogude prognoosis. Nende vastanute seast toodi välja, et rahavoogude prognoosid võiks koostada erinevat stsenaariumite alusel, mis sõltuvad võimaliku kohtuotsuste tulemustest, ning kaaluda nendele stsenaariumitele vastavad hinnangulised tõenäosused. Lisaks võiks võimaliku kahjutasu olla rahavoogudes arvesse võetud tõenäosuskordaja kaudu. Üks vastanutest märkis, et võimalikku müügipiirangut ei peaks rahavoogude prognoosis eraldi arvesse võtma, kuna müügi areng on tema hinnangul osa üldisest ettevõtteriskist ning kohtuvaidlusest sõltumatu. Ülejäänud vastanutes jaotusid nõutava tulunormi ja diskonto vahel. Vastajatest, kes pidasid ettevõttespetsiifilise riski arvestamist omakapitali lõppväärtust vähendava diskonto kaudu, märkisid, et asjakohane oleks kasutada stsenaariumi: baasstsenaarium ja negatiivne stsenaarium, ning määrata viimasele hinnanguline tõenäosus. Üheks võimaluseks toodi, et võiks potentsiaalse kohustuse kajastada netovõla koosseisus, mille tulemusel väheneks omakapitali väärtus. Vastaja, kes leidis, et ettevõttespetsiifilise riskiga ei ole antud kaasuse puhul vaja arvestada, märkis, et ta ei pea põhjendatuks täiendava riskipreemia lisamist omakapitali nõutavale tulunormile. Samas tõi vastaja välja, et teatud juhtudel võiks kaaluda omakapitali lõppväärtust vähendava diskonto rakendamist seoses ettevõtte väärtuse teisendamisega omakapitali väärtuseks, eelkõige netovõla korrigeerimise kaudu, arvestades bilansiväliste tingimuslike kohustuste võimalikku mõju. Sellise korrigeerimise ulatus sõltuks vastaja hinnangul suurel määral võimaliku kaotuse tõenäosusest, kuid üldiselt ei peaks ta seda kohandust vajalikuks. Lisaks märkis vastaja, et farmaatsiatööstuses ei ole sarnased kohtumenetlused ebatavalised ning need võivad olla mingil määral juba süsteemselt kajastunud ettevõtte portfellis ja äristrateegias. Vastaja hinnangul ei oleks ettevõtte suurust ja madalaks hinnatud kaotuse tõenäosust arvestades võimalik kohandus tõenäoliselt piisavalt materiaalne võrreldes muude hindamissisenditega, kuid hindaja seisukohast tuleks vastav teema siiski läbi mõtestada.

Neljas kaasus: Q-Light Photonics on maailma tipptasemel ülikoolist välja kasvanud *spin-off*-ettevõtte, mis arendab uue põlvkonna footonkiipi kvantarvutite andmeside jaoks. Ettevõtte on kaasanud 5 miljonit eurot seemnefaasi investeringuid ning laborikatsetes on suudetud tõendada footonite stabiilset käitumist. Samas ei ole tehnoloogia veel jõudnud etappi, kus seda saaks kasutada masstootmises või integreerida olemasolevatesse serveri- ja andmekeskuse infrastruktuuridesse. Arvestades, et toote turule jõudmise eeldatav ajahorisont on vähemalt viis aastat ning ettevõtte rahavoog püsib selle perioodi jooksul negatiivsena, sõltub ettevõtte väärtus täiel määral tehnoloogilise läbimurde saavutamisest. Ekspertide hinnangul on selle õnnestumise tõenäosus ligikaudu 50/50.

Neljanda kaasuse vastustes ilmnes, et valdava osa vastajatest pidas ettevõttespetsiifilise riski arvestamist põhjendatuks. Kellest enamik (12 vastajat) eelistasid riski kajastamist täiendava riskipreemia kaudu omakapitali nõutavale tulunormile. Nende vastajate seast toodi välja, et ettevõtte arengufaasi arvestades on suurem osa riskist ettevõttespetsiifiline ning süstemaatiliste riskide roll on sellisel juhul väiksem. Märgitigi, et investor eeldaks selliste riskide eest täiendavat riski kompensatsiooni. Samas toodi välja, et diskontomäära tuletamisel ei kasutataks antud juhul klassikalist CAPM-i, mistõttu ettevõttespetsiifiline riskipreemia ei oleks eraldi kvantitatiivselt eristatud, vaid kajastuks investori nõutavas tulunormis laiemalt. Lisaks märgitigi, et sarnaste ettevõtete puhul lisatakse praktikas sageli kõrge ettevõttespetsiifiline riskipreemia. Alternatiivina toodi välja võimalus modelleerida erinevaid stsenaariumeid või kasutada muid lähenemisviise, näiteks iduettevõtete hindamisel rakendatavat *scorecard*-meetodit. Samuti rõhutati, et lisaks riskipreemia rakendamisele tuleks rahavoogusid kohandada vastavalt ootustele. Väiksem osa vastajatest pidas sobivaks riski kajastamist, kas rahavoogude prognoosis stsenaariumi põhiselt või omakapitali lõppväärtuse vähendava diskonto kaudu. Samas üksikud vastajad (2 vastajat) leidsid, et ettevõttespetsiifilist riskiga ei ole antud kaasuse puhul vajalik arvestada. Tõid välja, et kirjeldatud ettevõtet ei ole nende hinnangul asjakohane hinnata diskonteeritud rahavoogude meetodi abil. Märgitigi, et sellisel juhul oleks sobivam käsitleda ettevõtet reaaloptsioonina, kuna rahavoogude puudumisel ei ole võimalik rahavooge ei kohandada ega diskonteerida. Samuti rõhutati, et riskikapitaliprojektide hindamisel tuleks tõenäosusi arvesse võtta teistsugusel viisil kui täiendava riskipreemia lisamise kaudu.

Viies kaasus: Eesti iduettevõtte Nordic Digital Assets OÜ on esitanud Finantsinspektsioonile taotluse krüptovarateenuse osutaja (CASP) tegevusloa saamiseks vastavalt MiCA määruse nõuetele. Ettevõtte on investeerinud ligikaudu 3 miljonit eurot tehnoloogilise infrastruktuuri arendusse ning Euroopa Liidu DORA-määrusest tulenevate nõuete täitmisse. Siiski sõltub äritegevuse käivitamine ja tulude teenimise võimalikkus täielikult tegevusloa väljastamisest. Tegevusloa menetlusprotsess võib kesta kuni ühe aasta ning puudub kindlus, et taotlus lõpeb positiivse otsusega. Lisaks võivad järelevalvemenetluse käigus ilmnedavad kapitali-, riskijuhtimis- või vastavusnõuded, mille täitmine suurendaks ettevõtte kulubaasi ja pikendaks turule sisenemise ajahorisonti.

Viienda kaasuse vastustes ilmnes, et valdav osa vastajatest pidas ettevõttespetsiifilise riski arvestamist põhjendatuks. Üle poolte vastajatest hindas, et riski tuleks arvestada täiendava riskipreemia kaudu, millest mõned lisasid, et antud kaasuse puhul oleks

põhjendatud riski arvesse võtta nii diskontomääras kui ka rahavoogudes. Diskontomääras seostati riski eelkõige turule sisenemise ajahorisondi pikenemise ebakindlusega, mille mõju võiks hinnata tundlikkusanalüüsi abil. Rahavoogude tasandil seostati riski eeskätt positiivse otsuse realiseerumisega. Lisaks toodi välja, et sarnaste ettevõtete hindamisel lisatakse praktikas sageli väga kõrge ettevõttespetsiifiline riskipreemia ning selline risk kajastub investori nõutavas tulunormis. Ülejäänud vastajatest eelistas suur osa (6 vastajat) ettevõttespetsiifilise riski kajastamist rahavoogude prognoosis, tuues esile stsenaariumipõhise lähenemise sobivuse. Märgitakse, et binaarse iseloomuga projekti hindamisel oleks asjakohane lähtuda rahavoogude analüüsist või kasutada turukordajaid, koostades mitu võimalikku stsenaariumi, millest ühe puhul projekt realiseerub ning teise puhul piirdub tegevus kuludega. Sellisel juhul peeti põhjendatuks konkreetsete stsenaariumite modelleerimist ning nende põhjal kaalutud keskmise väärtuse leidmist. Samuti viidati võimalusele käsitleda sellist olukorda reaaloptsioonide raamistikus, modelleerides vähemalt kahte alternatiivset arengustsenaariumi. Samas kui üks vastaja hindas antud kaasuse puhul ettevõttespetsiifilise riski arvestamist ebavajalikuks ning tõi samasuguse põhjenduse välja ka neljanda kaasuse puhul. Antud vastaja hinnangul ei ole kirjeldatud ettevõtet võimalik hinnata diskonteeritud rahavoogude meetodil ning sobivam oleks käsitleda seda reaaloptsioonina. Märgitakse, et rahavoogude puudumisel ei ole võimalik rahavooge ei kohandada ega diskonteerida.

Kuues kaasus: Rootsi tootmisettevõttes Rånevik Industri AB toimus küberpettus, mille käigus said petturid sotsiaalse manipulatsiooni teel kätte finantsjuhi Mobile BankID autentimisandmed ja PIN-koodi. Nende andmete abil kinnitasid petturid tema nime all mitmeid makseid, mille tulemusel kanti ettevõtte pangakontolt välja kokku 420 000 eurot. Tänu kiirele reageerimisele õnnestus suurem osa vahenditest tagasi saada ning ettevõtte lõplik netokahju jäi ligikaudu 90 000 euro juurde. Juhtumi tagajärjel lõpetati pikaajalise finantsjuhi töösuhe ning tema vastu algatati kohtuvaidlus seoses väidetava hooletusega tekitatud kahjuga. Intsidendil on olnud oluline mõju ettevõtte riskijuhtimisele, tuues esile puudused maksete kinnitamise protseduurides, töökorralduses ja sisekontrollisüsteemis.

Kuuenda kaasuse vastused viitasid selgele arvamuste lahknevusele ettevõttespetsiifilise riski arvestamise vajalikkuse osas, kusjuures võrreldes teiste kaasustega oli antud kaasuses kõige suurem eitavate vastuste osakaal (7 vastajat). Vastajad, kes leidsid, et ettevõttespetsiifilise riskiga ei ole antud kaasuse puhul vaja arvestada, märkisid, et võimalik rahaline kahju oleks tehingu hetkeks kajastatud nn closing account mehhanismi kaudu ega mõjutaks seetõttu ettevõtte väärtust. Samuti toodi välja, et kuigi juhtumist saadud kogemus

võib olla kasulik turvalisuse parandamise seisukohalt, ei suurenda see iseenesest ettevõtte väärtust. Lisaks rõhutati, et hindaja peaks sellises olukorras rakendama professionaalset hinnangut ning hindama, kas sarnase intsidendi kordumise risk on olemas. Märgitakse, et täiendava riski kvantifitseerimine on keeruline ning ei pruugi olla põhjendatud. Samuti leiti, et finantsjuhti ei käsitletud antud kaasuse kontekstis kriitilise tähtsusega võtmeisikuna.

Ülejäänud vastused jaotusid rahavoogude prognoosi ja täiendava riskipreemia vahel. Vastajad, kes läheneksid rahavoogude prognoosis, mainisid, et konkreetseid kahjusid on võimalik rahavoogudes otseselt arvesse võtta. Samas toodi välja, et juhul kui tegemist oleks püsiva ja süsteemse juhtimis- või kontrolli probleemiga (*governance*), võiks olla põhjendatud ka täiendava riskipreemia rakendamine. Teisalt rõhutati, et kui kontrollisüsteemi on võimalik parandada, ei peeta diskontomäära muutmist vajalikuks. Vastajad, kes eelistasid ettevõttespetsiifilise riski kajastamist täiendava riskipreemia kaudu, tõid kommentaarides esile maksete kinnitamise protseduuride, töökorralduse ja sisekontrollisüsteemidega seotud riskid kui asjaolud, mida on võimalik riskipreemiana arvesse võtta. Samas märkitakse, et selliste puuduste mõju võib olla ajutise iseloomuga ning eeldatava väärtuse mõttes piiratud, mistõttu ei avalduks nende mõju ettevõtte väärtusele täies ulatuses. Lisaks rõhutati, et võimalusel võiks puuduste kõrvaldamiseks vajalikud investeeringud kajastada rahavoogudes. Seniks, kuni vastavaid puudusi ei ole kõrvaldatud, peeti põhjendatuks rakendada mõnevõrra kõrgemat riskipreemiat omakapitali nõutavas tulunormis. Samas märkitakse, et juhul kui vastavad puudused on kõrvaldatud, ei oleks täiendava riskipreemia rakendamine enam põhjendatud.

Seitsmes kaasus: MetallTech NRW GmbH on Nordrhein-Westfaleni väikelinnas tegutsev Saksamaa kõrgtehnoloogiline metallitööstusettevõtte, mille aastakäive ulatub ligikaudu 150 miljoni euroni. Ettevõtte on spetsialiseerunud lennundussektoris kasutatavate kõrgjõudlusega sulamite tootmisele. Tootmisvarad on tugevalt asukohapõhised, mistõttu nende ümberpaigutamine ei ole majanduslikult teostatav. Kuigi ülemaailmne nõudlus ettevõtte toodangu järele on kasvutrendis, seisab MetallTech NRW GmbH silmitsi märkimisväärse demograafilise väljakutsega. Piirkonda iseloomustab kvalifitseeritud tööjõu väljavool suurematesse linnadesse ning prognooside kohaselt suundub ligikaudu 35% kogenud töötajatest lähiaastatel pensionile. Uute spetsialistide värbamine eeldab kuni 25% kõrgemate palgakulude kandmist võrreldes suuremate Saksamaa tööstuskeskustega.

Viimases kaasuse vastustes ilmnes, et valdav osa vastajatest pidas ettevõttespetsiifilise riski kajastamist põhjendatuks rahavoogude prognoosis (12 vastajat). Nende vastajate seast

toodi esile, et tulevikus prognoositav kulude kasv, sealhulgas kõrgemad tööjõukulud, on asjakohane rahavoogude prognoosides otseselt arvesse võtta. Märgiti, et tegemist on selge juhtumiga, kus kulude kasv on prognoositav ning seetõttu sobiv kajastamiseks rahavoogude tasandil. Samuti rõhutati, et kirjeldatud olukorras ei käsitletud suurenevaid tööjõukulusid ettevõttespetsiifilise riskina kitsamas tähenduses, vaid prognooside koostamise lähtealusena. Toodi välja, et prognooside esitamine ilma kasvavate tööjõukulude arvestamiseta ei oleks põhjendatud ning selline lähenemine võiks viia olukorrani, kus kõiki prognoosides sisalduvaid ebakindlusi käsitletaks ettevõttespetsiifiliste riskidena diskontomäära kaudu, mis ei oleks mõistlik ega selgust loov käsitlus. Lisaks märgiti, et pikaajalised trendid on asjakohane kajastada rahavoogude prognoosides. Väiksem osa vastajatest pidas sobivaks täiendava riskipreemia lisamist omakapitali nõutavale tulunormile (3 vastajat), üks vastajast märkis, et ideaaltingimustes oleks ettevõttespetsiifilise riski kajastamine täiendava riskipreemia kaudu põhjendatud. Samas rõhutas vastaja, et praktikas on tegemist teabega, mis üldjuhul hindajani ei jõua ning seetõttu ei pruugi sellise riskipreemia rakendamine olla teostatav. Üks vastaja eelistas ettevõttespetsiifilise riski kajastamist omakapitali lõppväärtust vähendava diskonto kaudu ning üks vastaja leidis, et antud kaasuse puhul ei ole ettevõttespetsiifilise riskiga vajalik arvestada.

Kaasuste tulemused võimaldasid saada ülevaate sellest, kuidas Eesti praktikud hindavad ettevõttespetsiifilist riski sarnastes hindamisolukordades ning millisel määral nende hinnangud erinevad. Tulenvalt kaasuste omadustest ei ole need omavahel võrreldavad. Küll aga on võimalik tuvastada üldisi mustreid praktikute lähenemisviisides. Tulemustest ilmnes, et üldiselt eelistati ettevõttespetsiifilise riski arvestamist täiendava riskipreemia kaudu diskonteerimismääras ja rahavoogude prognoosides. Lisaks toodi mitmetes kaasustes esile ka muid lähenemisviise, nagu reaaloopsioonide meetod, netovõla korrigeerimine ja turukordajaid. Ühel juhul toodi välja ka võimalus arvestada ettevõttespetsiifilist riski nii rahavoogudes kui ka diskonteerimismääras, kuid sellisel juhul peeti vajalikuks läbi viia täiendav sensitiivsusanalüüs. Kuigi topeltarvestuse küsimust ei käsitletud küsitluses eraldi, kajastus vastajate kommentaaridest teadlikkus ettevõttespetsiifilise riski võimaliku topeltarvestuse probleemist. Praktikute ettevõttespetsiifilise riski käsitlusviiside põhjal saab kinnitada, et antud uuringu valimi kontekstis on praktika ja teoreetiline käsitlus üldjoontes kooskõlas. Kaasuste tulemuste analüüsiv tabel on esitatud tabelis 6.

Kõikidest kaasustest ilmnes, et esimese ja kuuenda kaasuse puhul oli enim vastajaid seisukohal, et ettevõttespetsiifilise riski ei ole vajalik arvesse võtta. Mõlemad kaasused käsitlesid olukordi, kus risk ei olnud selgelt määratletav või selle mõju ettevõtte väärtusele

hinnati pigem piiratud ja ajutise iseloomuga. Esimesel puhul oli tegemist võtmeisiku riskiga ja teisel juhtimiskvaliteediga. Kolmanda ja seitsmenda kaasuse puhul esines selge kalduvus riski arvestamisel rahavoogude prognoosis, mis viitab sellele, et vastavaid riske peeti piisavalt konkreetseteks ja kvantifitseeritavateks, et neid oleks võimalik modelleerida ettevõtte tulevaste rahavoogude kaudu. Neljanda ja viienda kaasuse puhul oli enamus praktikutest seisukohal, et riski tuleks kajastada täiendava riskipreemiana diskonteerimismääras. Teise kaasuse vastustes esines samuti kalduvus riskipreemia kasutamise suunas, kuid see ei olnud nii üheselt väljendunud. Põhjuseks võib pidada seda, et nendes kaasustes käsitletud riskide mõju tulevastele rahavoogudele on raskesti kvantifitseeritav, mistõttu eelistatakse nende arvestamist diskonteerimismääras täiendava riskipreemia kaudu.

Tabel 6

Küsitluse kaasuste 6.1-6.7 vastuste analüüs riskitegurite lõikes

Kaasus	Riskitegur	Täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis	Rahavoogude prognoosis	Ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona	Ei arvesta
1	võtmeisiku risk	7	1	3	6
2	kliendi kontsentratsioon	9	7	1	0
3	käimasolev kohtuvaidlus	2	11	3	1
4	tehnoloogia ja start-up risk	12	2	1	2
5	regulatiivne ja sisenemisbarjääri risk	10	6	0	1
6	juhtimis kvaliteet ja sisekontrolli risk	6	4	0	7
7	tööjõu - ja demograafiline risk	3	12	1	1

Märkus: Tabelis on kasutatud värviskaalat vastuste suhtelise sageduse visuaalseks esile toomiseks, kus tumedam toon viitab suuremale vastajate arvule.

Allikas: autori koostatud

Vastajate tegevusvaldkonna ja nende vastuste vahel ei ilmnenud selget seost. Kuigi mõningaid erinevusi oli võimalik täheldada, ei ilmnenud ühtegi süsteemset mustrit, mis viitaks sellele, et tegevusvaldkond määraks üheselt ettevõttespetsiifilise riski arvestamise viisi. Arvestades valimi piiratud suurusest ning nõustamis- ja auditivaldkonna esindajate ülekaalukust, ei ole võimalik teha usaldusväärseid ja üldistatavaid järeldusi tegevusvaldkondade vaheliste erinevuste kohta. Ühtlasi võib see viidata asjaolule, et ettevõttespetsiifilise riski hindamisotsused sõltuvad eelkõige konkreetse hindamisolukorra eripärast, mitte hindaja tegevusvaldkonnast. Seda toetab ka valdkonnasiseste vastuste märkimisväärne varieeruvus.

2.3. Järeldused ja ettepanekud

Magistritöö küsitluse tulemuste põhjal saab järeldada, et ettevõttespetsiifilise riskiga arvestamine omakapitali hinna määramisel on Eesti praktikas laialdaselt levinud. Valdav enamus küsitlusele vastanud praktikutest pidas ettevõttespetsiifilise riski arvestamist põhjendatuks. Eriti olukordades, kus hinnatav ettevõtte erineb oluliselt võrreldavatest ettevõtetest või kui tegemist on väiksema ja mittenoteeritud ettevõttega. Lisaks rõhutati, et praktikas ei ole mittesüsteemaatilise riski täielik hajutavus realistlik. Saadud tulemus on kooskõlas teoreetiliste käsitlustega, mille kohaselt leidub eraomandis olevate ettevõtetes alati mittesüsteemaatilist riski, mistõttu tuleks selle riskiga arvestada omakapitali hinna arvutamisel (Pratt et al., 2014, ptk 16; Janos, 2017; Feldman & Feldman, 2023; P. Black & Masten, 2026, ptk 7).

Tulemustes ilmnes, et Eesti väärtushindamise praktikas kasutatakse ettevõttespetsiifilise riski arvestamiseks kõige sagedamini täiendava ettevõttespetsiifilise riskipreemia lisamist omakapitali diskonteerimismäärale. Kuigi vastajate seas mainiti ka teisi lähenemisviise, nagu rahavoogude prognooside korrigeerimine või omakapitali lõppväärtust vähendavate diskontode rakendamine, kaldub praktika siiski eelistama riskipreemia kasutamist diskontomääras. Siinkohal tuleb rõhutada, et ettevõttespetsiifilise riski käsitlemine on olukorrapõhine, mistõttu ei saa luua kindlalt järeldust, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutus oleks “kõige õigem” viis riski arvestamisel. Seda kinnitab kaasuste analüüs, millest ilmnes, et sõltuvalt konkreetse hindamise kontekstist rakendavad praktikud erinevaid ettevõttespetsiifilise riski arvestamise lähenemisviise.

Eesti hindamispraktikute seas on valdavalt kujunenud ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramine kvalitatiivsetel meetoditel, eelkõige eksperthinnangu ja riskifaktoritel põhineva analüüsi kaudu. Saadud tulemus on ootuspärane, kuna kvalitatiivsed meetodid on praktikas üldiselt levinumad ning tuginevad laialdaselt aktsepteeritud

hindamisraamistikele (Janos, 2017; Schweihns et al., 2020; Tran, 2025). Kvantitatiivseid meetodeid rakendatakse pigem täiendavate kontrollmehhanismidena, mis on kooskõlas Ameerika Ühendriikide väärtushindamise praktikute seisukohtadega (Reilly & Thurman, 2020; Goodman, 2023; Tran, 2025). Sellest järeldub, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramine on Eestis suurel määral professionaalne hinnanguline protsess.

Praktikas peetakse ettevõttespetsiifilise riskipreemia rakendamist õigustatuks eelkõige juhul, kui hinnatav ettevõtte erineb oluliselt võrreldavatest börsiettevõtetest. Sellised erinevused võivad tuleneda, näiteks ärimudeli, suuruse, juhtimisstruktuuri või tegevusriski poolest. Samuti peetakse ettevõttespetsiifilise riski arvestamist põhjendatuks olukordades, kus rahavoogude prognoosidega kaasneb suur ebakindlus või kui riskitegurite otsene kvantifitseerimine rahavoogudes osutub keeruliseks. Kaasuspõhise analüüsi tulemused viitasid sellele, et vastajate ettevõttespetsiifilise riski käsitlemise viis sõltub oluliselt hinnatava riski olemusest. Riskid, mille mõju on prognoositav ja rahaliselt hinnatav, näiteks tulevased kulude kasvud või kindlad kohustused, eelistasid praktikud kajastada rahavoogude prognoosides. Seevastu ebakindlad, kaugemale tulevikku ulatuvad või struktuursed riskid, mida on keeruline rahavoogudes modelleerida, kajastati sagedamini diskontomääras täiendava riskipreemia kaudu. Tulemused kinnitavad, et praktikas eristavad hindajad teatud ulatuses riskide sobivust erinevate hindamismeetodi jaoks, kuid puudub üheselt väljakujunenud ja järjepidev hindamispraktika.

Lisaks uuriti praktikute hinnanguid riskipreemia suuruse kohta. Tulemused viitasid sellele, et Eesti praktikas varieerub ettevõttespetsiifilise riskipreemia suurus märkimisväärselt, jäädes enamasti vahemikku 0-5%, kuid erandjuhtudel ulatudes oluliselt kõrgemale, kuni 40%-ni. Vahemikud on osaliselt kooskõlas erialakirjandusega ja empiirilise uuringuga, kus on välja toodud, et ettevõttespetsiifiline riskipreemia piirdub üldiselt 5%-st (Pratt et al., 2014, ptk 16; Feldman & Feldman, 2023). Samas on ka empiirilisi uuringuid, kus on saadud ettevõttespetsiifilist riskipreemiat suuruses üle 10% (P. Butler & Pinkerton, 2007, 2008). Selline varieeruvus peegeldab nii hindamisülesannete erinevust kui ka meetodilise ühtse raamistiku puudumisest tulenevat subjektiivsust, mis kinnitab, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramine põhineb suurel osal hindaja professionaalsel hinnangul.

Üldiselt võib järeldada, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamine on Eestis levinud ja praktikas vajalik, kuid selle rakendamine on meetodiliselt ebaühtlane ja sõltub tugevalt hindaja professionaalsest hinnangust. See kinnitab, et Eesti praktikas ei ole ettevõttespetsiifilise riski arvestamisel välja kujunenud ühtset lähenemisviisi. Magistritöö

valimi kontekstis on Eesti praktikute lähenemisviisid üldjoontes kooskõlas teoreetiliste käsitlustega. Saadud tulemused tõstavad küsimuse, kas ettevõttespetsiifilise riski ühtse hindamise meetodi puudumine on käsitletav pigem probleemina või tuleneb see riski olemusest. Käesoleva töö põhjal võib järeldada, et ettevõttespetsiifilise riski heterogeensusest ja kontekstipõhisusest tulenevalt on ühtse lähenemisviisi puudumine põhjendatud ning ei viita tingimata meetoodilisele nõrkusele, vaid peegeldab hinnatavate olukordade eripära. Kuid samas võib liigne sõltuvus hindaja subjektiivsest hinnangust vähendada hindamistulemuste võrreldavust ja läbipaistvust ning suurendada olukordade riski, kus sarnaste eelduste korral jõutakse erinevate tulemusteni.

Magistritöö tulemuste põhjal saab teha mitmeid ettepanekuid ettevõttespetsiifilise riski käsitlemise edasiseks arendamiseks Eesti väärtushindamise praktikas.

Esiteks oleks otstarbekas suurendada ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramise läbipaistvust. Praktikutele võiks soovitada riskipreemia määramise süstemaatilist dokumenteerimist, näiteks riskifaktoritel põhinevate raamistikute järjepidevat kasutamist ning selget põhjendamist selle kohta, millised riskid ei ole juba rahavoogude prognoosides või muudes diskontomäära komponentides arvesse võetud.

Teiseks võiks ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramisel subjektiivsuse vähendamiseks kasutada täiendavaid kontrollmehhanisme, sealhulgas kvantitatiivseid analüüsimeetodeid. Näiteks võimaldab sensitiivsusanalüüs hinnata, kuidas erinevate riskieelduste muutused mõjutavad ettevõtte väärtust, aidates seeläbi hinnata riskipreemia mõistlikkust ning tuvastada olukordi, kus subjektiivne hinnang võib mõjutada hindamistulemusi ebaproportsionaalselt.

Kolmandaks võiks kaaluda praktikutele ühiste suuniste või soovitude väljatöötamist Eesti kontekstis, mis pakuksid raamistikku ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramise piiride ja tüüpiliste riskitegurite käsitlemiseks. Sellise lähenemise vajadust toetavad ka käesoleva töö tulemused, mille kohaselt kasutab enamik praktikutest ettevõttespetsiifilist riski hindamisel. Ühtsete suuniste olemasolu aitaks ühtlustada praktikaid.

Tulevastes uurimistöodes oleks põhjendatud valimi laiendamine, näiteks Balti riikide tasandile. Suurem ja mitmekesisem valim looks parema eelduse laiemate üldistuste tegemiseks ning võimaldaks tugevamat võrdlevat analüüsi. Lisaks võiks tulevikus uurida ettevõttespetsiifilise riskipreemia mõju ettevõtte väärtusele erinevates sektorites. Samuti oleks väärtuslik keskenduda põhjalikumalt kvantitatiivsete meetodite rakendatavuse ning hinnata nende praktilist sobivust väärtushindamise kontekstis.

Kokkuvõte

Käesoleva magistritöö eesmärk oli selgitada, kuidas ettevõttespetsiifilist riskipreemiat käsitletakse ja rakendatakse omakapitali kulukuse määra hindamisel Eesti väärtushindamise praktikas. Eesmärgi saavutamiseks analüüsiti teoreetilisi lähtekohti, varasemaid empiirilisi uurimusi ja kohtupraktikat ning viidi läbi küsitlus Eesti professionaalsete väärtushindajate seas.

Töö lähtus probleemist, et kui klassikalise finantsvara teoorias käsitletakse ettevõttespetsiifilist riski üldjuhul hajutatava ja seetõttu hinnastamata riskina, on selle arvestamine väärtushindamise praktikas siiski laialdaselt levinud, eriti eraomandis olevate ettevõtete hindamisel. Sellest tulenevalt keskendus töö sellele, kuidas ja milliste kaalutluste alusel praktikud võtavad arvesse ettevõttespetsiifilist riski Eesti kontekstis.

Teoreetilises osas anti ülevaade aktsiainvesteeringutega seotud riskidest ja nende seosest omakapitali kulukuse määraga, keskendudes ettevõttespetsiifilise riski rollile CAPM-i kontekstis. Samuti käsitleti erinevaid lähenemisi ettevõttespetsiifilise riski arvestamiseks ettevõtte väärtuse hindamisel, sealhulgas riski kajastamist rahavoogudes, diskontomääras täiendava riskipreemia kaudu ning omakapitali lõppväärtust vähendavate diskontodena. Lisaks anti ülevaade varasematest empiirilistest uurimustest ja kohtupraktikast, mis näitasid, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamine on rahvusvaheliselt vaieldav ning sageli tugevalt sõltuv hindaja professionaalsest hinnangust.

Empiiriline osa põhines poolstruktureeritud küsitlusel Eesti professionaalsete väärtushindajate seas. Küsitluse tulemused näitasid, et ettevõttespetsiifilise riskiga arvestamist peetakse valdavalt põhjendatuks kas alati või sõltuvalt konkreetsest olukorrast. Praktikas kasutatakse ettevõttespetsiifilise riski arvestamiseks enim täiendavat riskipreemiat diskontomääras, kuigi teatud olukordades peetakse sobivamaks riski kajastamist rahavoogude prognoosides või omakapitali lõppväärtuse korrigeerimise kaudu.

Töö tulemused näitasid, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramine Eesti praktikas põhineb peamiselt kvalitatiivsetel meetoditel, eelkõige eksperthinnangul ja riskifaktoritel põhineval analüüsil. Kvantitatiivseid meetodeid kasutatakse märksa harvem ning pigem täiendava kontrolli või mõistlikkuse testi eesmärgil. Samuti ilmnas, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia suurus jäi enamasti vahemikku 0%-5%, kuid üksikjuhtudel rakendati oluliselt kõrgemaid määrasid, peegeldades nii hindamisülesannete eripära kui ka standardiseeritud metoodika puudumist.

Kaasuspõhine analüüs kinnitas, et ettevõttespetsiifilise riski käsitlemise viis sõltub olulisel määral riski olemusest. Prognoositava ja rahaliselt hinnatava mõjuga riskid eelistati kajastada rahavoogudes, samas kui ebamäärasemad, struktuursed või pikaajalised riskid kajastusid sagedamini diskontomääras ettevõttespetsiifilise riskipreemiana. See viitab sellele, et Eesti väärtushindamise praktikas eristatakse vähemalt osaliselt riske nende sobivuse alusel erinevate hindamisvahendite jaoks. Kuid siiski on märgata, et sarnastes olukordades kasutatakse ettevõttespetsiifilise riski arvestamiseks erinevaid lähenemisi, mis viitab sellele, et selles valdkonnas puudub üheselt väljakujunenud ja järjepidev hindamispraktika.

Töö tulemused näitavad, et ettevõttespetsiifilise riskipreemia kasutamine on Eesti väärtushindamise praktikas levinud ja aktuaalne, kuid selle rakendamine on metoodiliselt ebaühtlane ja tugevalt sõltuv hindaja professionaalsest hinnangust. Käesolev töö panustab valdkonda, pakkudes süstemaatilist ülevaadet Eesti praktikast ning luues aluse edasisteks aruteludeks ja uurimusteks ettevõttespetsiifilise riski rolli ja käsitlemise ühtlustamise suunas.

Viidatud allikad

1. Amihud, Y., Christensen, B. J., & Mendelson, H. (1992). *Further Evidence on the Risk-Return Relationship* (Nr 1248).
<https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/further-evidence-risk-return-relationship>
2. Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3–18.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90018-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90018-0)
3. Bennett, J. A., & Sias, R. W. (2010, jaanuar 15). *Portfolio Diversification* [SSRN Scholarly Paper]. Rochester, NY: Social Science Research Network.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.728585>
4. Black, F. (1972). Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. *The Journal of Business*, 45(3), 444–455.
5. Black, P., & Masten, L. B. (2026). *Business Valuation: Fundamentals, Techniques, and Theory* Publisher: Wiley. Salvestatud 1. aprill 2026,
<https://learning.oreilly.com/library/view/business-valuation/9781394204731/>
6. Brockman, P., Guo, T., Vivero, M. G., & Yu, W. (2009, juuli 11). *Is Idiosyncratic Risk Priced? The International Evidence* [SSRN Scholarly Paper]. Rochester, NY: Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1364530>
7. Brockman, P., Guo, T., Vivero, M. G., & Yu, W. (2022). Is idiosyncratic risk priced? The international evidence. *Journal of Empirical Finance*, 66, 121–136.
<https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2022.01.004>
8. Butler, P. J., & Pinkerton, K. A. (2007). Company-Specific Risk: The Dow 30 v. Private Company USA. *The Value Examiner*, (September/October), 12–15.
9. Butler, P., & Pinkerton, K. (2006). Company-Specific Risk—A Different Paradigm: A New Benchmark. *Business Valuation Review*, 25(1), 22–28.
<https://doi.org/10.5791/0882-2875-25.1.22>
10. Butler, P., & Pinkerton, K. (2007). *Quantifying Company-Specific Risk: A New, Empirical Framework With Practical Applications*.
11. Butler, P., & Pinkerton, K. (2009). *There is a 'New' Beta in Town and it's Not Called Total Beta for Nothing!* Salvestatud 19. oktoober 2025,
<https://valtrend.com/downloads/income/Total%20Beta.pdf>

12. Butler, P., & Pinkerton, K. A. (2008). *The Butler Pinkerton Model: Empirical Support for Company-specific Risk*.
13. Butler, P., & Schurman, G. (2011). A Tale of Two Betas. *The Value Examiner*. Salvestatud 26. oktoober 2025,
<http://www.appliedbusinesseconomics.com/files/2011-JanFeb-TaleTwoBetas.pdf>
14. BVWire News. (2012, aprill 26). Damodaran: 'Total beta' has taken on a life of its own. Salvestatud 29. märts 2026,
<https://www.bvresources.com/blogs/bvwire-news/2012/04/26/damodaran-total-beta-has-taken-on-a-life-of-its-own>
15. Campbell, J. Y., Lettau, M., Malkiel, B. G., & Xu, Y. (2002). Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk. *The Journal of Finance*, 56(1), 1–43. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00318>
16. Carvell, S. A., & Strelbel, P. J. (1987). Is There A Neglected Firm Effect? *Journal of Business Finance & Accounting*, 14(2), 279–290.
<https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1987.tb00544.x>
17. Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance*. Salvestatud 17. oktoober 2025,
<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/country/CF2-day.pdf>
18. Damodaran, A. (2003). Estimating the cost of equity for a private company. Salvestatud 28. september 2025,
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/totalbeta.htm?utm_source=chatgpt.com
19. Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation* (2. tr). Wiley. Salvestatud 5. mai 2026,
<https://learning.oreilly.com/library/view/damodaran-on-valuation/9780471751212/>
20. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. tr). Wiley. Salvestatud 8. aprill 2026,
https://learning.oreilly.com/library/view/investment-valuation-tools/9781118011522/14_chap08.html
21. Dayala, R. (2012). The Capital Asset Pricing Model: A Fundamental Critique. *Business Valuation Review*, 31(1), 23–34. <https://doi.org/10.5791/BVR-D-12-00001.1>
22. Dukes, W. P., & Bowlin, O. D. (1993). Valuation of Closely-Held Firms: Another Look. *Journal of Small Business Finance*, 2(3), 189–202.
<https://doi.org/10.57229/2373-1761.1135>

23. Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/10.2307/2329112>
24. Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25–46. <https://doi.org/10.1257/0895330042162430>
25. Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. *Journal of Political Economy*, 81(3), 607–636.
26. Feldman, S., & Feldman, T. (2023). Understanding the Firm Specific Risk Premium. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 18(1), 1–22. <https://doi.org/10.1515/jbvela-2023-0004>
27. Fliegler, S., & D'almeida, J. (2011). From the Parlor to the Courtroom: The Use of Company-Specific Risk Premium in Valuations. Salvestatud 15. oktoober 2025, Kroll website: <https://www.kroll.com/en/publications/expert-services/from-the-parlor-to-the-courtroom-the-use-of-company-specific-risk-premium-in-valuations>
28. Goodman, D. H. (2023). A Hybrid Approach to Determining Company-Specific Risk. Salvestatud 10. aprill 2026, QuickRead | News for the Financial Consulting Professional website: <https://quickreadbuzz.com/2023/01/11/business-valuation-david-goodman-a-hybrid-a-approach-to-determining-company-specific-risk/>
29. Goyal, A., & Santa-Clara, P. (2003). Idiosyncratic Risk Matters! *The Journal of Finance*, 58(3), 975–1007.
30. Grabowski, R. J., & Aboulamer, A. (2020). Total Beta—Where Does It Fit in Valuation Theory. *Business Valuation Review*, 39(1), 14–25. <https://doi.org/10.5791/20-00005.1>
31. Grabowski, R., Pumphrey, A. J., Masten, L., Aboulamer, A., Goedert, D., Armstrong, C., ... Woodward, S. (2023). *Valuations in Financial Reporting: Company-Specific Risk Premium* (Nr 2023–2). Washington, DC: The Appraisal Foundation. Salvestatud 8. aprill 2026, The Appraisal Foundation website: <https://appraisalfoundation.sharefile.com/share/view/s421afcd0c34748e69b67f85889ab7027>
32. Hitchner, J. R. (2024). *Financial Valuation: Applications and Models* (5. tr). Wiley. <https://learning.oreilly.com/library/view/financial-valuation-5th/9781119880936/>
33. *International valuation standards*. (2024). LONDON: INTL VALUATION STANDARDS.

34. Jagannathan, R., & McGrattan, E. R. (1995). *The CAPM Debate*. 19(4), 2–17.
35. Janos, J. A. (2017). *The Valuation Community's Holy Grail: The Company Specific Risk Premium*.
https://s3.amazonaws.com/web.nacva.com/TL-Website/Value_Examiner/2017/17-JA/17-JA-C.pdf
36. Jensen, M. C., Black, F., & Scholes, M. (1972). *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*. 79–121.
37. Kasper, L. J. (2008). The Butler Pinkerton Model for Company-Specific Risk Premium—A Critique. *Business Valuation Review*, 27(4), 233–243.
<https://doi.org/10.5791/0882-2875-27.4.233>
38. Kasper, L. J. (2013). Total Beta—A Capital Market Analysis with Empirical Evidence. *Business Valuation Review*, 32(4), 212–226.
<https://doi.org/10.5791/BVR-D-13-00004.1>
39. Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (4. tr). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
40. Kothari, S. P., Shanken, J., & Sloan, R. G. (1995). Another Look at the Cross-section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 50(1), 185–224.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05171.x>
41. Larrabee, D. T., & Voss, J. A. (2012). *Valuation Techniques*. Wiley. Salvestatud 5 mai 2026,
<https://learning.oreilly.com/library/view/valuation-techniques-discounted/9781118417607/xhtml/cover.xml>
42. Lee, M. M. (2010). Using Total Beta and the Butler Pinkerton Calculator to Solve the CAPM Credibility Problem. *Business Valuation Review*, 29(3), 75–82.
<https://doi.org/10.5791/0897-1781-29.3.75>
43. Levy, H. (1978). Equilibrium in an Imperfect Market: A Constraint on the Number of Securities in the Portfolio. *The American Economic Review*, 68(4), 643–658.
44. Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. <https://doi.org/10.2307/1924119>
45. Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
<https://doi.org/10.2307/2975974>

46. Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New Haven, CT: Yale University Press. Salvestatud 12. oktoober 2025, <https://cowles.yale.edu/sites/default/files/2022-09/m16-all.pdf>
47. Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483–510. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1987.tb04565.x>
48. Miller, W. D. (1999). Assessing Unsystematic Risk. *CPA Expert*, (Summer). Salvestatud 9 aprill 2026, https://egrove.olemiss.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1028&context=aicpa_news
49. Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), 768–783. <https://doi.org/10.2307/1910098>
50. Nielsen, J. M. (2024). *Key Person Considerations When Valuing Private Companies in a Gift and Estate Tax Context*. Salvestatud 14. mai 2026, https://www.willametteinsights.com/assets/files/Key_Consid_Valuing_Priv_Comp.pdf
51. Onti, Inc. v. Integra Bank. (1999). Salvestatud 16. oktoober 2025, Justia Law website: <https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/1999/14514-3.html>
52. Pinkerton, K., & Butler, P. (2007). *Company-Specific Risk: The Dow 30 v. Private Company USA*.
53. Pratt, S. P. (Toim). (2012). *Business Valuation Discounts and Premiums* (1. tr). John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.1002/9781119197539>
54. Pratt, S. P., Grabowski, R. J., & Brealey, R. A. (2014). *Cost of Capital: Applications and Examples* (5. tr). Salvestatud 15. oktoober 2025, <https://learning.oreilly.com/library/view/cost-of-capital/9781118555804/>
55. Pratt, S. P., & Niculita, A. V. (2008). *Valuing a business: The analysis and appraisal of closely held companies* (5. ed). New York, NY [u,a,]: McGraw Hill.
56. PwC. (2024). Omakapitali hinna meetoodika edasiarendus riigi äriühingutele. Salvestatud 2. oktoober 2025, https://www.fin.ee/sites/default/files/documents/2024-02/Omakapitali%20hinna%20meetoodika%20edasiarendus%20riigi%20%C3%A4ri%C3%BChingutele_l%C3%B5pparuanne_09.02.2024.pdf
57. Rahnu, L., & Rein, S. (2021). *ETTEVÕTTE VÄIKSUSEST TINGITUD RISKIPREEMIA KASUTAMINE ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISEL EESTI PRAKTIKAS*.

58. Reilly, R., & Thurman, C. (2020). Best Practices for Estimating the Company-Specific Risk Premium. Salvestatud 9. aprill 2026, QuickRead | News for the Financial Consulting Professional website:
<https://quickreadbuzz.com/2020/12/16/business-valuation-reilly-thurman-best-practices-for-estimating-the-company-specific-risk-premium-2/>
59. Roll, R. (1977). A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. *Journal of Financial Economics*, 4(2), 129–176.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90009-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90009-5)
60. Saha, A., & Malkiel, B. G. (2012). Valuation of Cash Flows with Time-Varying Cessation Risk. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 7(1).
<https://doi.org/10.1515/1932-9156.1126>
61. Schweih, R., Abbey, M., Blalock, C., Quinlivan, D., McCallister, M., & Amoroso, M. (2020). *Thought Leadership in Property Tax Planning, Compliance, and Appeals* (Nr 125). Willamette Management Associates. Salvestatud 9. november 2025, Willamette Management Associates website:
<https://www.willamette.com/assets/files/2020%20Summer%20-%20Property%20Tax%20Planning,%20Compliance,%20and%20Appeals.pdf>
62. Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
<https://doi.org/10.2307/2977928>
63. Zyla, M. L. (2012). *Fair Value Measurement: Practical Guidance and Implementation* (2. tr). Salvestatud 5. mai 2026,
<https://learning.oreilly.com/library/view/fair-value-measurement/9781118282793/>
64. Tran, L. H. (2025). *PROVIDING SUPPORT AND RATIONALE FOR THE ESTIMATION OF A COMPANY-SPECIFIC RISK PREMIUM*.
65. Treynor, J. L. (1962). *Toward a Theory of Market Value of Risky Assets*.
66. Trugman, G. R. (2017). *Understanding Business Valuation: A Practical Guide to Valuing Small to Medium Sized Businesses* (5. tr). Wiley.
<https://doi.org/10.1002/9781119448662>
67. Von Helfenstein, S. (2009). Revisiting Total Beta. *Business Valuation Review*, 28(4), 201–223. <https://doi.org/10.5791/0882-2875-28.4.201>
68. Von Helfenstein, S. (2011). Resolving Total Beta. *The Value Examiner*. Salvestatud 25. oktoober 2025,

https://www.researchgate.net/profile/Sarah-Von-Helfenstein/publication/228315832_Revisiting_Total_Beta_Round_Two/links/5c76cab6299bf1268d2af7c7/Revisiting-Total-Beta-Round-Two.pdf

Lisad

LISA A

Küsimustik

1. Uuringus osalemise nõusolek

1.1. "Annan nõusoleku osaleda uuringus ja luban kasutada oma vastuseid Tartu Ülikooli teadustöö tarbeks."

- a) Jah
- b) Ei

2. Vastaja üldandmed

2.1. Teie organisatsiooni nimi

2.2. Teie ametinimetus

2.3. Mitu aastat olete väärtuse hindamise valdkonnas tegev olnud?

2.4. Mitu väärtuse hindamise juhtumit on Teil keskeltläbi ühes aastas?

2.5. Mis eesmärgil olete ettevõtte väärtuse hindamisi läbi viinud?

- a) Ostu- ja müügitehingud (M&A)
- b) Kohtuvaidlused
- c) Strateegilised ja juhtimisotsused
- d) Maksustamine
- e) Finantsaruandlus
- f) Finantsinvesteeringud väärtpaberiturul
- g) Akadeemilised uuringud
- h) Muu

2.6. Kas Te soovite saada uuringu tulemustest kokkuvõtet?

- a) Jah, soovin saada. Palun kirjutage kommentaari kasti Teie e-maili aadress, kuhu kokkuvõtte uuringu tulemustest saadetakse.
- b) Ei, soovi saada uuringu tulemustest kokkuvõtet.

3. Ettevõttespetsiifiline risk

3.1. Kas Teie hinnangul tuleks arvesse võtta omakapitali hinna arvutamisel ettevõttespetsiifilist riski?

- a) Jah, alati
- b) Jah, sõltuvalt olukorrast
- c) Ei

3.1.1. Kui vastasite eelmisele küsimusele „Ei“, siis palun selgitage, miks Teie hinnangul ei ole ettevõttespetsiifilise riski arvesse võtmine omakapitali hinna arvutamisel vajalik.

Avatud vastus

3.1.2. Millistes olukordades peate ettevõttespetsiifilist riski arvestamist kõige põhjendatumaks?

Avatud vastus

3.2. Kuidas Teie hinnangul peaks ettevõttespetsiifilist riski arvesse võtma? Kas kõrgema diskontomäärana, rahavoo prognoosis või omakapitali lõppväärtuse vähendava diskontona?

- a) Diskontomäärana täiendava ettevõttespetsiifilise riskipreemiana
- b) Diskontomäärana kõrgema koguriski arvestava beetana (*total beta*)
- c) Rahavoogude prognoosis

- d) Omakapitali lõppväärtuse vähendava diskontona (nt. võtmeisiku diskonto)
- e) Muu

3.2.1. Kui valisite mitu viisi ettevõttespetsiifilise riski arvesse võtmiseks, siis milline neist on Teie praktikas kõige sagedamini kasutatav?

Avatud vastus

3.2.2. Kui Te valisite ettevõttespetsiifilise riski arvestamise kõrgema diskontomäärana, siis milliseid mudeleid kasutate omakapitali hinna (cost of equity) leidmiseks?

Modifitseeritud finantsvarade hindamise mudel (MCAPM)	$E(R_i) = R_f + \beta \times (RP_m) + RP_s \pm RP_u$
Build-up meetod	$E(R_i) = R_f + RP_m + RP_s + RP_u$
Butler-Pinkerton mudel (<i>total beta</i>)	$E(R_i) = R_f + T\beta \times (RP_m) + RP_s \pm RP_u$ $RP_u = (T\beta - \beta) \times RP_m - RP_s$
$E(R_i)$ - omakapitali hind, R_f - riskivaba tulumäär, β - beetakordaja, $T\beta$ - <i>total</i> beeta, RP_m - tururiskipreemia, RP_s - suurus preemia, RP_u - ettevõttespetsiifiline riskipreemia	

- a) MCAPM
- b) Build-up meetod
- c) Butler-Pinkertoni mudel
- d) Muu meetod

3.3. Kui tihti Teie praktikas lisate ettevõttespetsiifilist riskipreemiat omakapitali hinna määramisel?

- a) Alati
- b) Tihti
- c) Mõnikord
- d) Harva
- e) Mitte kunagi

4. Ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramise meetodid

4.1. Millist meetodit kasutate ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramisel?

- a) Kvalitatiivset meetodit (nt. riskifaktorid, eksperthinnang)
- b) Kvantitatiivset meetodit (nt. regressioonanalüüs, statistilised mudelid)
- c) Akadeemilises kirjanduses väljatoodud meetodit
- d) Muu

4.2. Kas olete oma hindamispraktikas kasutanud mõnda alljärgnevat meetodit ettevõttespetsiifilise riskipreemia määramisel?

- a) Riskifaktoritel põhinev hindamine
- b) Butler–Pinkertoni mudel (Total Beta lähenemine)
- c) Eksperthinnang
- d) Riskipreemia raporti andmed
- e) Monte Carlo simulatsioon
- f) Muu meetod

4.3. Millised alljärgnevatest riskiteguritest on Teie hinnangul määraval tähtsusel, et õigustada ettevõttespetsiifilise riskipreemia lisamist diskontomäärale?

- a) Juhtkonna kvaliteet
- b) Kliendi kontsentratsioon
- c) Tarnijate sõltuvus
- d) Võtmeisiku sõltuvus
- e) Finantsvõimendus
- f) Tulude ja kasumi volatiilsus
- g) Käimasolev kohtuvaidlus
- h) Tehnoloogia risk
- i) Muud riskitegurid

4.4. Millisesse vahemikku jääb tavaliselt ettevõttespetsiifilise riskipreemia suurus Teie praktikas?

Avatud vastus

5. Muu meetod

5.1. Milliseid täiendavaid riskipreemiaid või korrigeerivaid komponente Te ettevõtte väärtuse hindamisel kasutate?

Avatud vastus

6. Kaasused

6.1. Kernix Technologies AS on üle 20 aasta tegutsenud tarkvaraarendusettevõtte, mille põhivaldkonnaks on laialdaselt kasutatavate serveriplatvormide loomine. Ettevõtte algne tuumlähtekood töötati välja pikaajalise arendaja poolt, kes täidab tänaseni süsteemi peaarhitekti rolli ning omab lõplikku otsustusõigust tehnilistes küsimustes. Kuigi ettevõttes töötab nüüd juba suur arendusmeeskond ja toode on muutunud küpseks, tugineb süsteemi arhitektuur endiselt tema algsetele disaini valikutele.

Kas antud kaasuse puhul tuleks ettevõtte väärtuse hindamisel arvestada ettevõttespetsiifilise riskiga? Kui jah, siis kas riskipreemiana, rahavoogudes või lõppväärtust vähendava diskontona? (Soovi korral lisage täpsustav kommentaar.)

- a) Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis
- b) Jah, rahavoogude prognoosis
- c) Jah, ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona
- d) Ei

6.2. Nordic Components AS on üle 15 aasta tegutsenud Eesti tööstusettevõtte, mis on spetsialiseerunud metallkomponentide tootmisele Euroopa autotööstuse tarneahelatele. Ettevõttel on kogunud juhtkond, stabiilne tootmisvõimekus ning pikaajalise tegevusperioodi jooksul kujunenud tugevad finantsnäitajad. Ligikaudu 70% ettevõtte käibest pärineb ühest suurest Euroopa autotootjast, mistõttu sõltub tellimuste maht otseselt selle kliendi mudelite müügi edust ja strateegilistest suundadest. Olemasolev raamleping selle kliendiga vaadatakse uuesti üle 12 kuu pärast.

Kas antud kaasuse puhul tuleks ettevõtte väärtuse hindamisel arvestada ettevõttespetsiifilise riskiga? Kui jah, siis kas riskipreemiana, rahavoogudes või lõppväärtust vähendava diskontona? (Soovi korral lisage täpsustav kommentaar.)

- a) Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis
- b) Jah, rahavoogude prognoosis

- c) Jah, ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona
- d) Ei

6.3. Pau Pharma Ltd on ravimitootja, mille aastakäive on 120 miljonit eurot ja EBITDA 24 miljonit eurot, kuid mille vastu on algatatud patendivaidlus, kus konkurent nõuab 35 miljoni euro suurust kahjutasu ning negatiivse kohtuotsuse korral võib kaasneda müügipiirang tootele, mis annab 30% ettevõtte tuludest. Kuigi juhtkond peab kaotust vähetõenäoliseks, kestab kohtumenetlus eeldatavalt 2–3 aastat, tekitades pikaajalise ebakindluse rahavoogude osas.

Kas antud kaasuse puhul tuleks ettevõtte väärtuse hindamisel arvestada ettevõttespetsiifilise riskiga? Kui jah, siis kas riskipreemiana, rahavoogudes või lõppväärtust vähendava diskontona? (Soovi korral lisage täpsustav kommentaar.)

- a) Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis
- b) Jah, rahavoogude prognoosis
- c) Jah, ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona
- d) Ei

6.4. Q-Light Photonics on maailma tipptasemel ülikoolist välja kasvanud *spin-off*-ettevõtte, mis arendab uue põlvkonna footonikiipi kvantarvutite andmeside jaoks. Ettevõtte on kaasanud 5 miljonit eurot seemnefaasi investeringuid ning laborikatsetes on suudetud tõendada footonite stabiilset käitumist. Samas ei ole tehnoloogia veel jõudnud etappi, kus seda saaks kasutada masstootmises või integreerida olemasolevatesse serveri- ja andmekeskuse infrastruktuuridesse.

Arvestades, et toote turule jõudmise eeldatav ajahorisont on vähemalt viis aastat ning ettevõtte rahavoog püsib selle perioodi jooksul negatiivsena, sõltub ettevõtte väärtus täiel määral tehnoloogilise läbimurde saavutamisest. Ekspertide hinnangul on selle õnnestumise tõenäosus ligikaudu 50/50

Kas antud kaasuse puhul tuleks ettevõtte väärtuse hindamisel arvestada ettevõttespetsiifilise riskiga? Kui jah, siis kas riskipreemiana, rahavoogudes või lõppväärtust vähendava diskontona? (Soovi korral lisage täpsustav kommentaar.)

- a) Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis
- b) Jah, rahavoogude prognoosis
- c) Jah, ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona
- d) Ei

6.5. Eesti iduettevõtte Nordic Digital Assets OÜ on esitanud Finantsinspeksioonile taotluse krüptovarateenuse osutaja (CASP) tegevusloa saamiseks vastavalt MiCA määruse nõuetele. Ettevõtte on investeerinud ligikaudu 3 miljonit eurot tehnoloogilise infrastruktuuri arendusse ning Euroopa Liidu DORA-määrusest tulenevate nõuete täitmisse. Siiski sõltub äritegevuse käivitamine ja tulude teenimise võimalikkus täielikult tegevusloa väljastamisest.

Tegevusloa menetlusprotsess võib kesta kuni ühe aasta ning puudub kindlus, et taotlus lõpeb positiivse otsusega. Lisaks võivad järelevalvemenetluse käigus ilmnedavad täiendavad kapitali-, riskijuhtimis- või vastavusnõuded, mille täitmine suurendaks ettevõtte kulubaasi ja pikendaks turule sisenemise ajahorisonti.

Kas antud kaasuse puhul tuleks ettevõtte väärtuse hindamisel arvestada ettevõttespetsiifilise riskiga? Kui jah, siis kas riskipreemiana, rahavoogudes või lõppväärtust vähendava diskontona? (Soovi korral lisage täpsustav kommentaar.)

- a) Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis
- b) Jah, rahavoogude prognoosis
- c) Jah, ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona

d) Ei

6.6. Rootsi tootmisettevõttes Rånevik Industri AB toimus küberpettus, mille käigus said petturid sotsiaalse manipulatsiooni teel kätte finantsjuhi Mobile BankID autentimisandmed ja PIN-koodi. Nende andmete abil kinnitasid petturid tema nime all mitmeid makseid, mille tulemusel kanti ettevõtte pangakontolt välja kokku 420 000 eurot. Tänu kiirele reageerimisele õnnestus suurem osa vahenditest tagasi saada ning ettevõtte lõplik netokahju jäi ligikaudu 90 000 euro juurde.

Juhtumi tagajärjel lõpetati pikaajalise finantsjuhi töösuhe ning tema vastu algatati kohtuvaidlus seoses väidetava hooletusega tekitatud kahjuga. Intsidendil on olnud oluline mõju ettevõtte riskijuhtimisele, tuues esile puudused maksete kinnitamise protseduurides, töökorralduses ja sisekontrollisüsteemis.

Kas antud kaasuse puhul tuleks ettevõtte väärtuse hindamisel arvestada ettevõttespetsiifilise riskiga? Kui jah, siis kas riskipreemiana, rahavoogudes või lõppväärtust vähendava diskontona? (Soovi korral lisage täpsustav kommentaar.)

- a) Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis
- b) Jah, rahavoogude prognoosis
- c) Jah, ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona
- d) Ei

6.7. MetallTech NRW GmbH on Nordrhein-Westfaleni väikelinnas tegutsev Saksamaa kõrgtehnoloogiline metallitööstusettevõtte, mille aastakäive ulatub ligikaudu 150 miljoni euroni. Ettevõtte on spetsialiseerunud lennundussektoris kasutatavate kõrgjõudlusega sulamite tootmisele. Tootmisvarad on tugevalt asukohapõhised, mistõttu nende ümberpaigutamine ei ole majanduslikult teostatav.

Kuigi ülemaailmne nõudlus ettevõtte toodangu järele on kasvutrendis, seisab MetallTech NRW GmbH silmitsi märkimisväärse demograafilise väljakutsega. Piirkonda iseloomustab kvalifitseeritud tööjõu väljavool suurematesse linnadesse ning prognooside kohaselt suundub ligikaudu 35% kogenud töötajatest lähiaastatel pensionile. Uute spetsialistide värbamine eeldab kuni 25% kõrgemate palgakulude kandmist võrreldes suuremate Saksamaa tööstuskeskustega.

Kas antud kaasuse puhul tuleks ettevõtte väärtuse hindamisel arvestada ettevõttespetsiifilise riskiga? Kui jah, siis kas riskipreemiana, rahavoogudes või lõppväärtust vähendava diskontona? (Soovi korral lisage täpsustav kommentaar.)

- e) Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis
- f) Jah, rahavoogude prognoosis
- g) Jah, ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona
- h) Ei

LISA B

Küsitluse kaasuste (6.1-6.7) vastuste analüüs

Kaasus	Vastusevariandid	Vastajate arv	Osakaal
1	Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis	7	41%
	Jah, rahavoogude prognoosis	1	6%
	Jah, ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona	3	18%
	Ei	6	35%
2	Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis	9	53%
	Jah, rahavoogude prognoosis	7	41%
	Jah, ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona	1	6%
3	Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis	2	12%
	Jah, rahavoogude prognoosis	11	65%
	Jah, ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona	3	18%
	Ei	1	6%
4	Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis	12	71%
	Jah, rahavoogude prognoosis	2	12%
	Jah, ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona	1	6%
	Ei	2	12%
5	Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis	10	59%
	Jah, rahavoogude prognoosis	6	35%
	Ei	1	6%
6	Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis	6	35%
	Jah, rahavoogude prognoosis	4	24%
	Ei	7	41%
7	Jah, täiendava riskipreemiana nõutavas tulunormis	3	18%
	Jah, rahavoogude prognoosis	12	71%
	Jah, ettevõtte (omakapitali) lõppväärtust vähendava diskontona	1	6%
	Ei	1	6%

Allikas: autori koostatud

Summary

COMPANY-SPECIFIC RISK PREMIUM IN COST OF EQUITY ESTIMATION: EVIDENCE FROM ESTONIAN VALUATION PRACTICE

Yayuan Min

The valuation of a company plays a crucial role in a wide range of financial and economic decisions, including mergers and acquisitions, investment analysis, litigation, financial reporting, and strategic management. A key input in company valuation is the cost of equity, which reflects investors' required rate of return and is directly influenced by the treatment of risk. While modern financial theory, particularly the Capital Asset Pricing Model (CAPM), assumes that company-specific risk is unsystematic and therefore diversifiable, valuation practice frequently deviates from this assumption. Company-specific risk refers to risks arising from factors unique to an individual firm. Although CAPM assumes that such risks should not be priced, valuation practitioners, especially when valuing private and non-listed companies, often incorporate an additional company-specific risk premium (CSRP) into the discount rate. This practice has been widely debated in academic literature due to concerns related to subjectivity, double counting of risk, and lack of theoretical consistency.

The purpose of this master's thesis is to examine how company-specific risk premium is treated and applied in the estimation of the cost of equity in Estonian valuation practice. The research addresses the gap between financial theory and practical valuation by focusing on professional valuation practitioners operating in a small and relatively illiquid capital market, where private company valuations dominate and comparable market data are often limited. The study is based on a semi-structured survey conducted among Estonian professional valuers. The questionnaire combined closed-ended questions, open-ended responses, and seven case-based valuation scenarios in order to capture both general attitudes and practical decision-making logic. The analysis focuses on the perceived necessity of company-specific risk, the preferred methods for incorporating it, commonly used valuation models, key risk factors, and the typical magnitude of the risk premium.

The results indicate that company-specific risk is widely considered relevant in Estonian valuation practice. Most respondents view its treatment as situation-dependent and most frequently incorporate it as an additional risk premium in the discount rate. Qualitative methods, such as expert judgment and risk-factor analysis, are predominantly used, while quantitative approaches play a more limited role. The estimated size of the company-specific

risk premium varies significantly, most commonly ranging between 0% and 5%, but occasionally reaching higher levels in exceptional cases.

Overall, the findings demonstrate that while the use of company-specific risk premium is prevalent and often perceived as necessary in practice, its application remains methodologically inconsistent and highly dependent on professional judgment. The study highlights the need for greater transparency, clearer justification of risk adjustments, and improved differentiation between risks addressed in cash flow forecasts and those reflected in the discount rate.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Yayuan Min,

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

“Ettevõttespetsiifiline riskipreemia omakapitali kulukuse määra hindamisel Eesti väärtuse hindamise praktikas”,

mille juhendaja on Priit Sander,

reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada Tartu Ülikooli digitaalarhiivi kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni;

2. annan Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 4.0, mis lubab autorile viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, alates **19.05.2026** 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.

Yayuan Min

19.05.2026