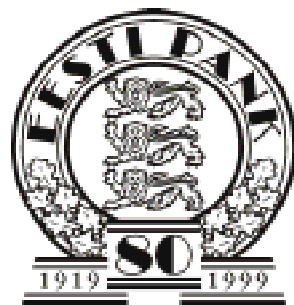


# **Kapitali liikumine ja ettevõtluse rahastamine**

**Alar Kangur  
Teet Rajasalu  
Martti Randveer**



---

---

---

**Eesti Panga Toimetised  
nr 4, 1999**

## **Kapitali liikumine ja ettevõtluse rahastamine**

**Alar Kangur  
Teet Rajasalu  
Martti Randveer**

**Tallinn  
1999**

---

Käesolevas artiklis kirjeldame Eesti ettevõtlussektori rahastamist. Alguses tutvustame olemasolevaid andmeid ning seda, kuidas on nende alusel määratud ettevõtluse rahastamise maht. Analüüsime sektori rahastamise dünaamikat, tuues välja nii põhilised sisendvood ettevõtlusse kui ka sektori enda vahendite paigutuse. Edasi kirjeldame ettevõtluse rahastamist peamiste instrumentide kaupa ja vaatleme põgusalt erinevate rahastamisinstrumentide hinna küsimusi. Kasutada oleva informatsiooni piires tutvustame ettevõtlussektori nõuete ja kohustuste struktuuri tähtaegade järgi. Vaatleme ka ettevõtete välise rahastamise ja investeerimistegevuse seoseid. Eraldi käsitleme väliskapitalivoogude ebastabiilsust. Artikli lõpuosas toome välja mõned rahandussuhtarvud, mis iseloomustavad täiendava kapitali kaasamise efektiivsust ning finantsvõimenduse taset ettevõtlussektoris, samuti sektori maksevõimet.

---

Autorite e-posti aadressid: [akangur@epbe.ee](mailto:akangur@epbe.ee); [rajasalu@epbe.ee](mailto:rajasalu@epbe.ee); [randveer@epbe.ee](mailto:randveer@epbe.ee)

**Toimetise autorite arvamused ei pruugi ühtida Eesti Panga seisukohtadega.**

## Sisukord

Sissejuhatus .....	3
1. Eesti ettevõtluse rahastamine .....	3
1.1. Rahastamise dünaamika .....	3
1.1.1. Rahastamist käsitlevad andmed ja ettevõtete sisemise rahastamise ulatuse määramine .....	4
1.1.2. Rahastamise dünaamika .....	6
1.1.3. Ressursside paigutus .....	7
1.1.4. Investeeringu positsioon .....	8
2. Ettevõtluse rahastamise instrumendid .....	10
2.1. Sisemised vahendid .....	10
2.2. Laenukapital ja selle kaasamine .....	10
2.3. Omandiväärtuspaberite emiteerimine ja müük .....	14
3. Kaasatud vahendite hind .....	15
4. Kohustuste ja nõuete tähtsused .....	17
5. Investeeringud ja väline rahastamine .....	20
6. Väliskapitali voogude muutlikkus .....	22
7. Rahastamise seos väljundnäitajatega .....	23
8. Kokkuvõtte ja järeldused .....	25
Kasutatud kirjandus .....	28

## Sissejuhatus

Käesolev töö tugineb Eesti Panga keskpangapoliitika osakonna tellimusel valminud uurimuse “Kapitali liikumine ja ettevõtlussektori rahastamine” esimesele osale, mis valmis EP majandusuuringute osakonnas 1999. aasta juunis. Uurimuse peamine eesmärk oli Eesti ettevõtlussektori rahastamise üldmahu ja selle dünaamika selgitamine. Ühtlasi püüdsime välja tuua ettevõtlussektori rahastamise peamised instrumendid, nõuete ja kohustuste tähtajad ning selgitada ettevõtteväliste vahendite osa ettevõtete investeringute mahu kujunemisel. Uurimus pidi andma üldpildi Eesti ettevõtlussektori rahastamisest, mis oleks aluseks edasisele uurimusele ettevõtete võlakooormuse kohta.

Seatud eesmärgid erinevad mõnevõrra ettevõtete rahastamise uurimise traditsioonilistest eesmärkidest, mis on enamasti suunatud ettevõtlusse kaasatud kapitali struktuuri efektiivsuse selgitamisele. Viimasel ajal on mitmed Maailmapanga uurimused käsitletud ka ettevõtete kapitali struktuuri ja rahastamise seoseid Aasia riike 1997. aastal tabanud majanduskriisiga ning siirdemajandusriikide majandusraskutega. Tavaliselt on neis uurimustes kasutatud uuritavate ettevõtete andmeid sisaldavaid andmebaase.

Tulenevalt püstitatud eesmärkide eripärast ning asjaolust, et Eestis puuduvad kasutamiskõlblikud andmebaasid ettevõtete kohta, kasutasime käesolevas töös olemasolevaid statistilisi andmeid, mille alusel püüdsime anda üldpilti ettevõtluse rahastamisest ja analüüsida seda üldise majandusinfo taustal. Eriti oluliseks pidasime finants- ning välissektori osa väljatoomist Eesti ettevõtluse rahastamisel. Töös kasutasime Eesti Statistikaameti ning Eesti Pangas koostatud maksebilansside ja pangandusstatistika andmeid. Autorid on tänulikud kolleegidele Eesti Panga statistikaosakonnast (eriti Piret Antonile) kaasabi eest käesolevaks uurimuseks vajalike andmete ettevalmistamisel.

Suureks abiks olid ka kolleegid Eesti Panga majandusuuringute ja keskpangapoliitika osakonnast, kes oma rohkete märkuste ja soovitusatega käesoleva artikli trükiks ettevalmistamisele kaasa aitasid.

## 1. Eesti ettevõtluse rahastamine

### 1.1. Rahastamise dünaamika

Ettevõtlussektori rahastamine sõltub ühelt poolt ettevõtete soovidest ja teiselt poolt tegelikest rahastamise võimalustest ning hinnast, mida selle eest tuleb maksta. Sõltuvalt majanduskeskkonnast võivad Eesti ettevõtete rahastamiseelistused erineda arenenud riikides välja kujunenutest. Siirdemajanduse eripära ning finantssektori kiire arengu tõttu on ettevõtete rahastamise võimalused aja jooksul märkimisväärselt muutunud. Erinevused ettevõtete ligipääsus erinevatele rahastamisviisidele ning välise rahastamise võimaluste kiire muutumine koos Eesti finantssektori arenguga on ilmselt ka vaadeldava lühikese perioodi jooksul mõneti muutnud ettevõtete rahastamiseelistusi.

Käesolevas peatükis püüame vastata kolmele küsimusele: millised olid aastail 1994–1998 olulisemad muutused Eesti ettevõtlussektori rahastamises; mis oli nende muutuste põhjuseks ning kuidas Eesti ettevõtlus kasutas kaasatud ressursse.

### 1.1.1. Rahastamist käsitlevad andmed ja ettevõtete sisemise rahastamise ulatuse määramine

Informatsioon Eesti ettevõtluse rahastamise kohta on äärmiselt napp, ebausaldatav ja kohati ka vastuoluline. Raskused tekivad juba terminoloogias ning ettevõtlussektori defineerimisel ja eristamisel majanduses.

**Siin ja edaspidi käsitleme ettevõtlusena (ettevõtlussektorina) rahvamajanduse arvepidamise süsteemis eristatavat kaupu ja mittefinantsteenuseid tootvate ettevõtete institutsionaalset sektorit. Rahastamisena käsitleme ettevõtete rahaliste vahendite paigutamist nii põhi- kui käibevarasse.**

Kuna otsesed andmed Eesti ettevõtete rahastamise mahu ja struktuuri kohta puuduvad, kasutame selle kaudset hinnangut. Kui ettevõtete välise rahastamise kohta läbi finantssektori ja ka välissektorist kaasatud vahendite kohta on mingi usaldatavusega andmed olemas, siis informatsioon ettevõtluse sisemise rahastamise mahu kohta praktiliselt puudub.

**Ettevõtte sisemise rahastamise** all mõistetakse tavaliselt rahalisi vahendeid, mida ettevõtte on suutnud vaadeldava perioodi jooksul oma tegevusest teenida ning millega see ettevõtte on oma tegevust selsamal ajavahemikul rahastanud (st mis ei ole dividendidena ettevõtte omanikele välja makstud). [Reekie, Allen, Crook 1991, lk.216-218].

Ettevõtte sisemist rahastamist määratakse järgnevalt:

*Ettevõtte sisemine rahastamine =*  
*kasum enne makse*  
*– maksud ja väljamakstavad dividendid*  
*+ amortisatsioon*  
*+ kohustusliku reservkapitali ning teiste reservide muut majandusaasta jooksul.*

Amortisatsioon kuulub ettevõttesisese rahastamise allikate hulka, kuna arvutatud amortisatsioonisummad jäävad investeeringute (enamasti väljalangeva põhivara asendamise) rahastamiseks ettevõtete kasutusse.

Kohustusliku reservkapitali ning teiste kasumi arvel moodustatud reservide muudu lisamine sisemise rahastamise allikatele tuleneb Eesti raamatupidamise seadusest, mille järgi need fondid moodustatakse kasumieraldistest (vastavalt äriseadustikule ei või aktsiaseltsi või osühingu puhul reservkapital olla väiksem kui 1/10 aktsia(või osa)kapitalist ning igal majandusaastal tuleb reservkapitali kanda vähemalt 1/20 puhaskasumist kuni reservkapital saavutab põhikirjas ettenähtud suuruse).

Kahjuks ei anna olemasolev statistika ettevõtluse sisemise rahastamise kohta objektiivset infot. Kuna seda ei ole võimalik tuletada ka otsestest andmetest, kasutame kaudset hindamismeetodit.

Käesolevas töös kasutasime ettevõtluse sisemise rahastamise leidmiseks statistikaameti andmeid kapitali kogumahutuse kohta. Eesti rahvamajanduse arvepidamise süsteemi (*SNA - system of national accounts*) kontodelt saab võtta kaupu ja mittefinantsteenuseid tootvate ettevõtete kapitali kogumahutuse, mis koosneb “brutokapitalimahutustest põhivarasse” ja “laoiibest arvestusperioodi jooksul”.

Eeldades, et:

*kapitali kogumahutus ettevõtlussektoris (1 a jooksul) =*  
*sektoris endast loodud ressurss ( e sisemine rahastamine 1 a jooksul)*  
*+ rahaliste vahendite netovoog ettevõtlussektorisse (1 a jooksul),*

on sisemise rahastamise mahtu lihtne avaldada kapitali kogumahutuse ning sektorisse suunatud rahaliste vahendite netovoo vahena.

Samas:

*rahaliste vahendite netovoog ühe aasta jooksul =*  
*ettevõtlussektori kohustuste muut ühe aasta jooksul*  
*– ettevõtlussektori nõuete muut ühe aasta jooksul.*

**Ettevõtluse kohustuste muut** näitab muutusi ettevõtlussektori koondbilansi passivas ja osas omakapitalis. Selle kirjetebloki andmed pärinevad pangandus-, maksebilansi-, liisingufirmade ja Väärtpaberite Kesksedepositooriumi statistikast.

**Ettevõtluse nõuete muut** näitab muutusi sektori koondbilansi varades. Käesolevas töös kasutasime pangandus- ja maksebilansi statistikat.

Arvutustes lähtusime eeldusest, et Eesti ettevõtluse debitoorne võlgnevus koos teiste lühiajaliste nõuete ja viitlaekumistega ning kreditoorne võlgnevus koos vastavate viitvõlgnevustega tasakaalustavad teineteist.

Andmete usaldatavuse hindamisel ja järelduste tegemisel pidasime silmas, et:

- 1) Kirjel “kapitali kogumahutus” on 1994. a näitaja hinnanguline ja tugineb ettevõtlussektori osatähtsusel kapitali kogumahutusest 1995., 1996. ja 1997. aastal, kuna 1994. aasta tegelikud statistikaandmed ei ole kättesaadavad;
- 2) Kirjeteblokk “Ettevõtete nõuded välismaal” sisaldab peale ettevõtluse ka mõnede finantsinstitutsioonide nõudeid (*maksebilansi muud sektorid = ettevõtlussektor + liisingufirmad + kindlustusseltsid + muud finantsvahendajad*);
- 3) Ettevõtete kasutusrendiga soetatud varad on kirjel “liisingufirmade tooted kokku”. Kahjuks ei võimalda kasutada olev liisingustatistika täpselt välja tuua, kui suured on ettevõtluse kohustused kasutusrendina<sup>1</sup>;
- 4) Maksebilansi statistikast saame teada Eestisse tulnud otse- ja portfelliinvesteeringute suuruse, kuid mitte seda, kui suur osa sellest rahavoost läks ainult omandiõiguse väljaostmiseks residentidest omanikelt<sup>2</sup> ja kui suure osa eest on suurendatud ettevõtete põhivara või laovarusid. Ettevõtluse sisemise rahastamise määramisel huvitab meid ainult ettevõtte arendamiseks läinud osa;

<sup>1</sup> Praegu kasutada olev liisingustatistika ei võimalda erinevaid liisingutooteid selgelt eristada ja kuna töö peamine eesmärk on vaadelda ettevõtlusse kaasatud rahalisi vahendeid, siis käsitleme siinkohal kõiki liisingutooteid kohustustena.

<sup>2</sup> Näiteks Rakvere Lihakombinaadi aktsiate müük või Eesti Telekomis erastamine aktsiate müügi teel.

- 5) Samuti ei ole meil andmeid ettevõtluse poolt sisemaiselt turult (residentidelt) omandiväärtpaberite ja võlakirjadena kogutud rahaliste vahendite kohta<sup>3</sup>;
- 6) Meil puudub ka statistiline ülevaade riigipoolsetest rahavoogudest ettevõtlusse sihtotstarbeliste sooduslaenude, riiklike garantiide, riiklikult tagatud kohustuste täitmiseks pööratud garantiide või ka tagastamatu abina. Samuti on arvestamata ettevõtete maksuvõlad ja sellest tulenevad kohustused avaliku sektori ees.

### 1.1.2. Rahastamise dünaamika

Ettevõtluse rahastamisel eristame kolme liiki kapitalivooge: summaarset kapitalivoogu sektorisse; Eesti ettevõtete sektorist väljapoole paigutatud kapitali (peamiselt finantssektorisse paigutatud hoiuseid ning välissektorisse omakapitali ning võlaväärtpaberitena mahutatud vahendid) ning kahe eelmise voo vahena kujunevat netovoogu.

Siinkohal mõistame ettevõtluse rahastamisena just kapitali netovoogu, mis peaks võrduma kapitali kogumahutusega (põhivarasse ja varude juurdekasvu) sektoris. Ettevõtete välisinvesteeringuid (omakapitali või võlaväärtpaberitena), nende pangahoiuste kasvu ning vahendite paigutamist teiste kodumaiste institutsionaalsete sektorite võla- ja omandiväärtpaberitesse käsitleme ressursside väljavooluna sektorist.

Eesti ettevõtlusse kaasatud (nii sektori siseselt kui ka teistest sektoritest) vahendite kogumaht kasvas aastail 1994-1997 enam kui kaks korda. Esiolguksel hinnangutel toimus 1998. aastal teatav langus. Eriti kiiresti kasvas laenukapitali kaasamine Eesti finantssektorist kuni 1997. aastani - enam kui neljakordse kasvu järel 1994. aasta 1,5 miljardilt kroonilt 1997. aasta 7,1 miljardi kroonini, järgnes 1998. aastal selle rahastamise mooduse kasutamise enam kui kahekordne langus 3,3 miljardi kroonini (vt tabel 1 ja joonis 1).

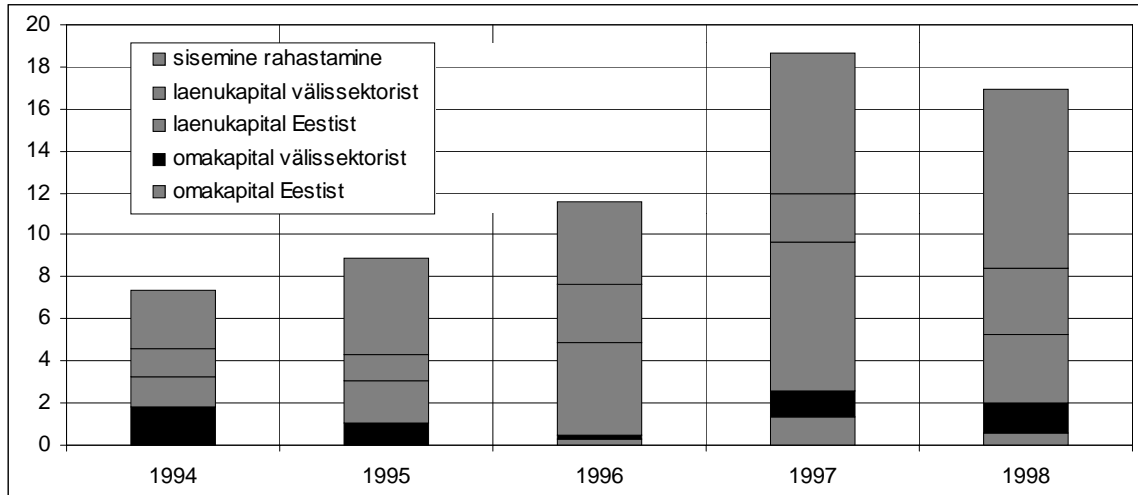
**Tabel 1. Eesti ettevõtlussektori rahastamine ja ressursside paigutus (kapitali voog aastas, mln kr)**

	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Rahastamine</b>					
Omakapital Eestist			295	1 326	540
Omakapital välissektorist	1 798	1 033	171	1 291	1 423
Laenukapital Eestist	1 456	2 020	4 424	7 089	3 267
Laenukapital välissektorist	1 311	1 250	2 760	2 270	3 220
Sisemine rahastamine	2 815	4 573	3 933	6 706	8 512
<b>Kokku</b>	<b>7 379</b>	<b>8 876</b>	<b>11 583</b>	<b>18 682</b>	<b>16 961</b>
<b>Ressursside paigutus</b>					
Kapitali kogumahutus põhivarasse <sup>1</sup>	5 943	7 244	9 520	12 716	15 330
Varude muutus <sup>2</sup>		305	564	2 423	170
Hoiused pankades	582	943	696	2 300	309
Nõuded välissektorile omakapitali vormis	118	7	37	-8	312
Nõuded välissektorile laenukapitali vormis	736	378	768	1 250	840
<b>Kokku</b>	<b>7 379</b>	<b>8 876</b>	<b>11 583</b>	<b>18 682</b>	<b>16 961</b>

<sup>1</sup> 1994. ja 1998. a hinnangulised suurused

<sup>2</sup> 1994. a kohta varude muutuse andmed puuduvad

<sup>3</sup> Siin peame silmas aktsiate ja võlakirjade emissioone, mis ei ole registreeritud Tallinna Väärtpaberite Keskepositooriumis ja mis ei kajastu pankade väärtpaberiportfellis.



**Joonis 1. Ettevõtlussektori rahastamise vood peamiste liikide järgi (mld kr)**

Eesti finantssektorist pärit laenukapitali kaasamise vähenemine oligi 1998. aastal ettevõtluse rahastamise kahanemise peamine põhjus. Kuigi enam kui kaks korda kahanes ka Eestist pärit kapitali kaasamine omakapitalina (1,3 miljardilt kroonilt 1997. aastal 0,5 miljardile kroonile 1998. aastal), oli selle mõju ettevõtlusse mahutatud vahendite kogusumma kahanemise seisukohalt vähemtähtis. Samal ajal väärrib tähelepanu sektori sisemiste vahendite kasutamise enamvähem ühtlane kasv – 1994. aasta 2,8 miljardilt kroonilt 1998. aasta 8,5 miljardi kroonini. Ilmselt on ettevõtluse sisemise rahastamise võime tänu rahaliste vahendite sissevoolule ja investeeringutele järjest suurenenud just teenitud kasumi arvel. Samas ei saa märkimata jätta ka mitmeid põhivara ümberhindlusi ning koos sellega kulumina tootmiskuludesse kantud amortisatsioonisummade, kui investeeringute sisemise rahastamise võimaliku allika, suurenemist.

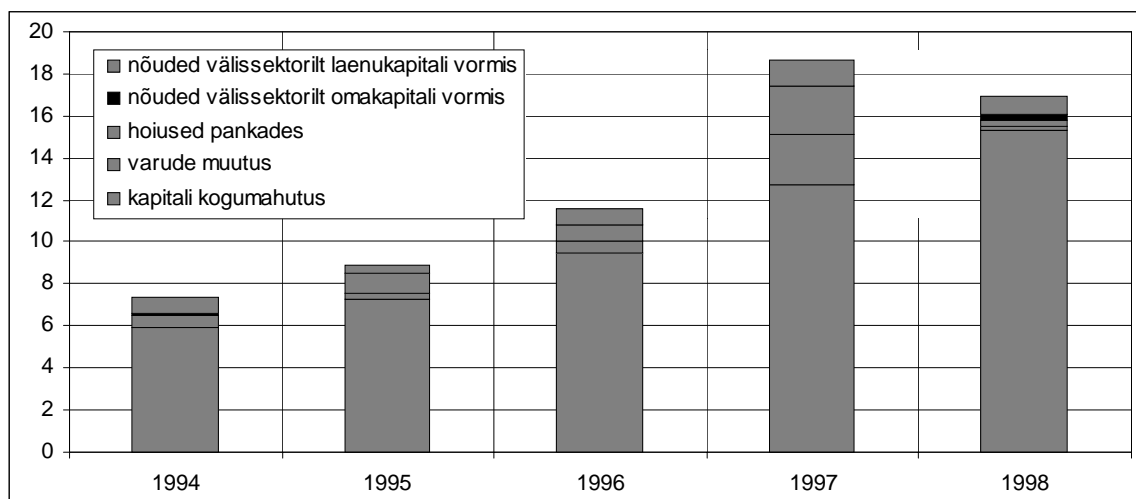
Tuginedes üldistele teoreetilistele kaalutlustele võime ettevõtete sisemiste vahendite kasutamise kasvu ratsionaalseks pidada. Sisemine rahastamine moodustas 1998. aastal ligikaudu poole kogu sektorisse kaasatud täiendavast ressursist. Kodumaisest finantssektorist ja välissektorist kaasatud laenukapital osatähtsus oli üle kolmandiku ja teoreetiliselt kalleima rahastamise vormi – võõrvahendite kaasamine omakapitalina – osatähtsus 10-14% (1996. aastal isegi alla 5%) kogu sektorisse kaasatud ressursist.

### 1.1.3. Ressursside paigutus

Ettevõtlus paigutas 80-90% kogu kaasatud täiendavast ressursist põhivarasse (vt tabel 1, lk 6 ja joonis 2, lk 8). Erandlikuna torkab silma 1997. aasta, mil suur osa kaasatud vahendeist mahutati varude juurdekasvu finantseerimiseks (13% tavalise 1-5% asemel). Hüppeliselt kasvasid ka ettevõtete hoiused Eesti kommertsbankades (1996. aasta 0,7 miljardilt 1997. aasta 2,3 miljardi kroonini). Ligikaudu 7% kaasatud ressursist läks peamiselt laenukapitalina Eestist välja (suurendades nõudeid välissektori suhtes).

1998. aastal muutus ettevõtluse vahendite paigutus oluliselt. Erandlikult suur osa kaasatud vahenditest – üle 91% ehk kokku 15,5 miljardit krooni, mahutati Eesti ettevõtlusse, suhteliselt vähe varude juurdekasvuks. Ettevõtete hoiuste jäägi suurendamiseks Eesti kommertsbankades läks alla 2% kaasatud ressursist ja ligikaudu samapalju nõuete kasvu rahastamiseks omakapitalina välissektori suhtes. Ettevõtluse nõuded välissektorile laenukapitalina suurenesid 0,8 miljardi krooni võrra - samuti vähem kui 1997. aastal.





**Joonis 2. Ettevõtlussektori ressursside paigutus (mld kr)**

Ilmselt seondub muutus ressursside paigutuses muutustega väliskeskkonnas ja finantsturgudel. Ühelt poolt läks 1998. aastal raskemaks võõrvahendite kaasamine, millele viitab laenuintresside tõus ja kaasatud laenukapitali kahanemine. Teiselt poolt vähenes ettevõtluse vabade vahendite paigutamine pangahoiustele ja võlaväärtpaberitesse nii kodukui välismaal. Kapitali kogumahutus põhivarasse suurenes aga jätkuvalt ja pidurdus alles 1998. aasta IV kvartalis pärast Venemaa finantskriisi.

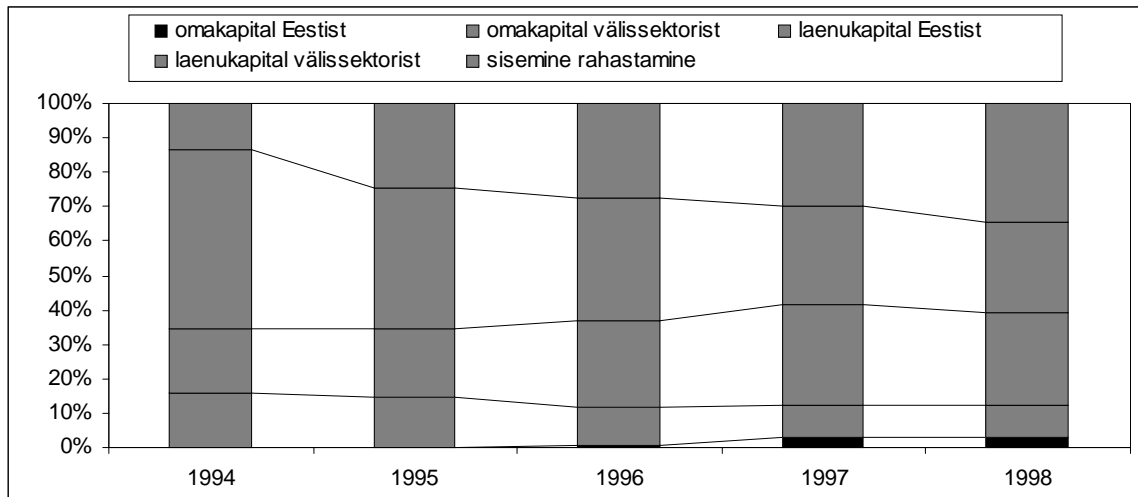
#### 1.1.4. Investeerimispositsioon

Võrreldes rahastamise voogudega on andmed aastate jooksul kogunenud kohustuste ja nõuete kohta tinglikumad. Need ei anna terviklikku ülevaadet Eesti ettevõtete kohustustest ja nõuetest peamiselt sellepärast, et meie käsutuses ei ole usaldusväärseid andmeid ettevõtete rahastamise kohta enne 1994. aastat. Eeskätt puudutab see ettevõtete rahastamist sisemiste ning erastamise eelselt ka riigi vahendite arvel. Rahvusvahelise investeerimispositsiooni ning Eesti kommertsbankade andmete alusel on siiski võimalik kirjeldada Eesti ettevõtluse kohustusi ja nõudeid finants- ja välissektori suhtes (vt joonis 3 ning tabelid 2 ja 3<sup>4</sup>).

1994.–1998. aastal on ettevõtluse rahastamises jälgitavad kolm suundumust: sisemise rahastamise osatähtsuse suurenemine, välissektorist tuleva laenukapitali osatähtsuse vähenemine ning Eesti päritolu laenukapitali osatähtsuse suurenemine kuni 1997. aastani koos langusega 1998. aastal (vt joonis 3).

Eesti päritoluga omakapitali osatähtsus ettevõtluse rahastamisel oli praeguste arvestuste kohaselt tühine ja see on statistika mittekättesaadavuse tõttu ka kõige raskemini määratav. Selle rahastamise liigi kohta usutava informatsiooni saamine (eriti sektori positsiooni määramine kodumajapidamiste suhtes) osutus kõige keerulisemaks. Põhimõtteliselt peaks aga enamik majapidamiste nõudeid ettevõtluse suhtes olema finantssektori vahendatud ja kajastuma ettevõtluse nõuetes finantssektori ees.

<sup>4</sup> Ettevõtluse nõuete ja kohustuste juures tuleb silmas pidada, et lisaks kapitalivoogude aastamuudule sisaldavad need ka varade ümberhindamisest ning välissektori puhul ka valuutakursside muutumisest tulenevaid nõuete muutusi. Ettevõtlussektori välisnõuete suuruse hindamisel kasutasime maksebilansis sisalduvate kapitalivoogude asemel rahvusvahelise investeerimispositsiooni andmeid.



Joonis 3. Eesti ettevõtlussektori rahastamise struktuur (kohustused aasta lõpuks)

Tabel 2. Eesti ettevõtlussektori rahastamine, ettevõtlussektori kohustused aasta lõpuks (mln kr)

	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Sisemine rahastamine</b>	<b>2 815</b>	<b>7 388</b>	<b>11 321</b>	<b>18 027</b>	<b>26 539</b>
<b>Väline rahastamine omakapitali vormis</b>	<b>3 286</b>	<b>4 319</b>	<b>4 786</b>	<b>7 402</b>	<b>9 365</b>
Aktsiaemissioonid Tallinna Väärtpaberibörsil			281	1 576	2 116
Hüvitusfond – aktsiainvesteeringud			14	44	44
Omakapital Eestist	0	0	295	1 621	2 160
Omandiväärtpaberid otseinvesteeringuna	1 873	2 904	3 088	4 283	5 793
Omandiväärtpaberid portfelliinvesteeringuna	1 413	1 416	1 403	1 498	1 412
Omakapital välissektorist	3 286	4 319	4 491	5 782	7 205
<b>Väline rahastamine laenukapitali vormis</b>	<b>14 912</b>	<b>18 183</b>	<b>25 366</b>	<b>34 725</b>	<b>41 211</b>
Pangalaenud	3 838	5 394	8 507	12 162	14 770
Liisingfirmade tooted kokku	163	627	1 593	4 564	5 364
Hüvitusfond – laenud			4	145	145
Laenud kodumaisest finantssektorist	4 001	6 021	10 105	16 871	20 279
Võlakirjad – residentsete juriidiliste isikute omanduses olevad			341	663	518
Võlakirjad – residentsete eraisikute omanduses olevad			0	0	4
Võlakirjad Eestist	0	0	341	663	522
Laenukapital Eestist	4 001	6 021	10 445	17 534	20 801
Võlaväärtpaberid välissektorist	37	40	27	37	78
Kaubakrediit välissektorist	4 730	5 109	5 841	6 511	6 398
Lühiajalised laenud välissektorist	849	1 083	1 404	1 846	2 992
Pikaajalised laenud välissektorist	4 136	4 623	5 473	6 222	7 952
Muud kohustused välissektorist	1 158	1 306	2 176	2 575	2 990
Laenukapital välissektorist	10 911	12 161	14 921	17 191	20 410
<b>Kogu rahastamine</b>	<b>21 014</b>	<b>29 890</b>	<b>41 473</b>	<b>60 154</b>	<b>77 115</b>

Siinsete arvutuste järgi on rahastamine “laenukapitalina välissektorist” 1995. ja eriti 1994. aastal suurema statistilise veaga ning selle rahastamismooduse tegelik osatähtsus võis olla väiksem. Ettevõtluse nõuetes torkab silma hoiuste kasvu pidurdumine 1998. aastal ning kaubakrediidi mahu kiire kasv, mis võis olla seotud Venemaa kriisiga.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Vene turule töötanud ettevõtetes tekkisid majandusraskused ning kasutati ära kontodel olev raha, osa Venemaale suunatud ekspordi eest jäi raha saamata ja ettevõtete nõuetes jäi see arvele kaubanduskrediidina.

**Tabel 3. Eesti ettevõtlussektori nõuded aasta lõpuks (mln kr)**

	1994	1995	1996	1997	1998
Hoiused residentsetes kommertsbankades kokku	3 262	3 824	4 832	6 905	7 118
Sularaha ja deposiidid välisbankades	1 533	1 913	1 601	1 828	1 924
Ettevõtlussektori hoiused kokku	4 795	5 738	6 433	8 733	9 042
Omandiväärtpaberid otseinvesteeringuna	361	364	394	380	525
Nõuded portfelliinvesteeringult omandiväärtpaberite vormis	-176	-172	-166	-159	7
Nõuded omakapitali vormis kokku	185	192	228	221	532
Portfelliinvesteeringud võlaväärtpaberite vormis	-11	4	4	53	58
Kaubakrediit välissektorile	2 111	2 243	2 974	3 938	4 839
Lühiajalised laenud välissektorile	275	282	299	467	259
Pikaajalised laenud välissektorile	87	309	344	405	530
Muud nõuded välissektorile	38	39	25	32	49
Nõuded laenukapitali vormis	2 499	2 877	3 645	4 895	5 735
Ettevõtlussektori nõuded välissektorile oma- ja laenukapitali vormis kokku	2 684	3 069	3 873	5 116	6 267
<b>Ettevõtlussektori nõuded kokku</b>	<b>7 479</b>	<b>8 807</b>	<b>10 306</b>	<b>13 849</b>	<b>15 310</b>

## 2. Ettevõtluse rahastamise instrumendid

### 2.1. Sisemised vahendid

Üldiste tõekspidamiste ja ka Eesti kohta olemasolevate andmete kohaselt on ettevõtete endi (eriti amortisatsioonina tootmiskuludesse kantud) vahendite kasutamine ettevõtluse rahastamise kõige odavam võimalus<sup>6</sup>. 1994.-1998. aastal reinvesteeris ettevõtlus oma vahendeid kokku ca 26 mld krooni, mis moodustab 49% kapitali kogumahutusest sektorisse (vt tabel 4).

Kuigi ettevõtluse sisemised vahendid moodustavad umbes poole kapitali kogumahutusest, pole meil täpselt teada, milliste rahastamisinstrumentide abil need tehti. Suure osa neist moodustas kulunud ja väljalangevate põhivarade asendamine neilt arvestatud amortisatsiooni arvel. Mingis ulatuses kasutati rahastamiseks ettevõtete kasumit (millelt eelnevalt maksti ära kohustuslikud kasumimaksud). Tõenäoliselt on sektori ettevõtted üksteisele ka laenu andnud, kuid selle kohta puuduvad andmed.

### 2.2. Laenukapital ja selle kaasamine

Eesti oludes oli laenamine käsitletaval perioodil üsna kulukas kapitali kaasamise võimalus. Kodumaisest finantssektorist ja välissektorist laenamisel tuli arvestada erineva intressitasemega, kusjuures kodumaised laenud olid välismaistest kallimad. Suurel osal ettevõtetest ei olnud otsest juurdepääsu väliskrediidile ja see sundis neid kasutama kodumaist (nominaalselt) kallist laenuressurssi. Vaatamata kõrgetele nominaalintressidele olid Eesti krediituru reaalinressid siiski mitme aasta jooksul isegi negatiivsed, mistõttu leidis küllalt palju laenajaid, keda kõrged nominaalintressid ei heidutanud. Laenukapitali kaasamise üheks spetsiifiliseks vormiks oli liisingutoodete kiire kasutuselevõtt. Olulisi erinevusi oli lühi- ja pikaajaliste laenude tingimustes, erineva aktiivsusega laenati võlaväärtpaberite emiteerimise

<sup>6</sup> Vt tabel 6, lk 17

abil. Seega võib laenukapitali instrumentide käsitlemisel eristada 3 momenti: kellelt, mis vormis ja kui pikaks ajaks laenata.

**Tabel 4. Eesti ettevõtlussektori rahastamine (netovoog ettevõtlussektorisse)**

	Miljardites kroonides					Struktuur protsentides				
	1994	1995	1996	1997	1998	1994	1995	1996	1997	1998
Kapitali kogumahutus	5,9	7,5	10,1	15,0	15,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1. Ettevõtlussektori sisemine rahastamine	2,8	4,6	3,9	6,6	8,5	47,4	60,6	39,0	43,8	54,9
2. Laenukapital Eesti										
finantssektorist (neto)	0,8	1,5	3,4	5,0	3,1	13,6	19,3	33,9	33,4	19,7
pangalaenude jäägi muut	1,3	1,6	3,1	3,7	2,6	21,7	20,6	30,9	24,4	16,8
hoiuste jäägi muut (-)	0,6	0,6	1,0	2,1	0,2	10,9	7,5	10,0	13,8	1,4
võlaväärtpaberid Eesti residentide valduses	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,0	3,4	2,1	-0,9
liisingufirmade tooted	0,2	0,5	1,0	3,0	0,8	2,7	6,1	9,6	19,8	5,2
laenud Hüvitusfondilt	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0
3. Laenukapital välissektorist (neto)	0,6	0,5	2,3	0,8	2,3	10,7	6,5	22,9	5,3	14,7
mitteresidentidele müüdüd võlakirjad	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,3
kaubakrediit välissektorist	1,1	0,4	0,7	0,7	-0,1	17,8	5,0	7,3	4,5	-0,7
lühiajalised laenud välissektorist	0,2	0,2	0,3	0,4	1,1	3,9	3,1	3,2	2,9	7,4
pikaajalised laenud välissektorist	0,0	0,5	0,9	0,7	1,7	-0,2	6,4	8,4	5,0	11,2
muud kohustused välissektorist	0,0	0,1	0,9	0,4	0,4	0,4	2,0	8,6	2,7	2,7
nõuete muut välismaalt (-)	0,7	0,8	0,5	1,5	0,9	11,3	10,0	4,5	9,8	6,0
sh võlaväärtpaberid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	0,3	0,0
kaubakrediit välissektorile	0,6	0,1	0,7	1,0	0,9	10,9	1,7	7,2	6,4	5,8
lühiajalised laenud	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,5	0,1	0,2	1,1	-1,3
pikaajalised laenud	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,7	2,9	0,3	0,4	0,8
sularaha ja deposiidid	-0,1	0,4	-0,3	0,2	0,1	-1,1	5,0	-3,1	1,5	0,6
muud nõuded	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1
4. Omakapitali kaasamine Eesti finantssektorist (neto)	0,0	0,0	0,3	1,3	0,5	0,0	0,0	2,9	8,8	3,5
aktsiaemissioonid Tallinna väärtpaberibörsil	0,0	0,0	0,3	1,3	0,5	0,0	0,0	2,8	8,6	3,5
5. Omakapitali kaasamine välissektorist (neto)	1,7	1,0	0,1	1,3	1,1	28,3	13,6	1,3	8,7	7,2
Otseinvesteeringud	1,8	1,0	0,2	1,2	1,5	30,2	13,7	1,8	8,0	9,7
Portfelliinvesteeringud	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,6	-0,6
nõuded välismaal (-)	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	2,0	0,1	0,4	-0,1	2,0
otseinvesteeringud	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	0,0	0,3	-0,1	0,9
portfelliinvesteeringud	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	1,6	0,1	0,1	0,0	1,1

Aastatel 1994–1998 mahutati laenukapitalina ettevõtlusse kokku üle 20 mld krooni (38% selle perioodi kapitali kogumahutusest). 1996. aastal moodustas laenukapital üle poole Eesti ettevõtluse kapitali kogumahutusest.

Kui kuni 1996. aastani oli kodumaisest finantssektorist ja välissektorist kaasatud laenukapitali maht aastati ligikaudu võrdne, siis 1997. aastal osutusid valdavaiks kodumaisest finantssektorist kaasatud vahendid (5 mld krooni ehk 34% selle aasta kapitali kogumahutusest ettevõtluses). Samal ajal oli laenukapitali sissevool välissektorist otse ettevõtlusse väike, domineeris voog finantssektorisse, kust see vahendatuna jõudis ettevõtlusse. 1998. aastal laenukapitali päritolu proportsioonid ühtlustusid mõnevõrra.

Kodumaise finantssektori vahendusel kaasatud laenukapitali netovoog ettevõtlusse jäi siiski suuremaks kui välissektorist sisenenu.

Muutused laenukapitali päritolu struktuuris seonduvad järgmiste asjaoludega:

1. Kuni 1995. aastani oli Eesti pankade krediidiressurss napp, peamised laenud ja kohustused tulenesid välismaisest kaubakrediidist;
2. 1997. aastat iseloomustab Eesti pankade aktiivne välislaenamine, mille tulemusena suurenes nende krediidiressurss ning kasvas ettevõtlusele antud laenude maht. Ainuüksi pangalaenude jäägi kasvu arvel rahastati ligi kolmandikku ettevõtluse kapitali kogumahutusest;
3. Märkimisväärne osa pankade kasvanud krediidiressursist jõudis ettevõtlusse liisingufirmade vahendusel liisingutoodetena. Liising moodustas 1997. aastal üle viiendiku ettevõtluse kapitali kogumahutusest. Liisimistegevuse kiire kasv võimaldas krediiditurgu laiendada ning liisingu abil tootmisvahendeid hankida ka ettevõtetel, kellel vajalikud tagatised laenu saamiseks puudusid.

Valdav osa laenudest võeti kodumaisest finantssektorist. Pangandusstatistika näitab lühemate laenude osatähtsuse mõningat kahanemist ja rohkem kui 3 aastase tähtajaga laenude jäägi osatähtsuse kasvu 1998. aasta kodumaiste ettevõtete laenujääkide struktuuris (vt tabel 5).

**Tabel 5. Residentsete ettevõtete laenujääk tähtaegade järgi**

	1996	1997	1998
Laenujääk kokku aasta lõpuks (mld kr)	8,06	11,35	14,19
Struktuur (%)			
tähtajaga: alla aasta	22,9	28,2	18,2
1-2 aastat	16,3	15,0	13,9
2-3 aastat	12,3	10,9	12,2
3-5 aastat	20,7	22,6	21,6
5-10 aastat	27,7	22,3	33,1
üle 10 aasta	0,2	1,0	1,2

Üldiselt peetakse pikaajaliste laenude osatähtsuse suurenemist soodsaks suundumuseks, mis peaks kaasa tooma investeringute efektiivsuse tõusu. Ja kuigi pikaajalise krediidi vähesus on probleemiks paljudes vähearenenud riikides ning siirdemajandustes, pole nende puhul siiski üheselt selge, kas pikaajalise krediidi ulatuslikum kasutamine oleks siirdemajandustele kasuks tulnud või mitte. On väidetud (Caprio, Demirgüç-Kunt 1997, lk. 17), et pikaajalised laenud võivad põhjustada moonutusi omanike ja juhtide riskieelistustes, konflikte võlakirjaomanike ja aktsiaomanike huvide vahel (moraalirisk<sup>7</sup>), täiendavaid riske seoses muutuvate majandamistingimustega jne. Pikaajalised laenud pidavat konserveerima ettevõtete struktuuri siirdemajandustes ega filtreerivat piisavalt kiiresti välja ebaefektiivseid projekte ja ettevõtteid. Eriti halvaks loetakse subsideeritud ning seega turumoonutustel põhinevate pikaajaliste laenude mõju. Seevastu on leidnud kinnitust väide lühiajaliste laenude distsiplineerivast mõjust ja efektiivsemate projektide valiku soosimisest.

Samas tõdetakse (Caprio, Demirgüç-Kunt 1997), et tööstusriikides on pikaajaliste laenude osatähtsus ettevõtete rahastamisel suurem ning reeglina tagavad pikaajalised laenud ka suurema efektiivsuse. Kuid pikaajalist krediiti antakse valdavalt suurematele ja laitmatu krediidiajaloo ettevõtetele. Vähearenenud riikides ei pruugi palju selliseid suuretegevõtteid

<sup>7</sup> Ingl k *moral hazard*

olla. Ilmselt seondub see probleem kompromissiga efektiivsuse ja riski vahel, kusjuures olulist rolli mängib riigi ettevõtluskeskkond ja institutsionaalne areng (seadusandlik raamistik, ettevõtete majandustegevuse läbipaistvus ja monitooringu tase, panganduse arengu tase, korrupsioonioht jne). Laenude kasutamise efektiivsust mõjutab ka finantssektori areng – reeglina on arenenuma finantssektori korral tagatud võrdsem ligipääs kapitalile, turuväliste tehingute osatähtsus on väiksem, laenuandmise protseduurid ja tingimused on läbipaistvamad ning sellest tulenevalt on ka laenude kasutamise efektiivsus suurem (Levine, Loayza, Beck No 2059, lk 24-28).

Võlaväärtpaberite vahendusel Eesti finantssektorist ettevõtlusse kaasatud vahendite maht ei ole märkimisväärne (pole siiani ulatunud ühe miljardi kroonini aastas). Eesti Väärtpaberite Keskdepositooriumis registreeritud ligi 200 Eesti ettevõtete võlakirjaemissiooni lunastamistähtjad muutusid vastupidiselt hoiustele: kui 1994-1996 oli suhteliselt suur pikema kui aastase lunastustähtjaga võlakirjade osatähtsus, siis 1997. ja 1998. aastal domineerisid aastase ja lühema tähtjaga võlakirjad.

Torkab silma, et võlaväärtpabereid emiteerinud ettevõtete arv ei ole suur, küll aga kasutasid mitmed (suur)ettevõtted<sup>8</sup> korduvaid võlakirjaemissioone ilmselt eelmiste emissioonide lunastamiseks. Korduvalt emissioone korraldanud suurettevõtete võlaväärtpaberid on tavaliselt madalama intressiga, kui samal ajal emissioone registreerinud väikeettevõtetel. Olulist rolli mängib võlaväärtpaberite intressi kujunemisel ettevõtete tuntus ja krediidi ajalugu. Kuigi keskmisena oli võlaväärtpaberite vahendusel kaasatud kapital suhteliselt odav (eriti võrreldes lühiajaliste laenudega, vt tabel 6), ei olnud see rahastamise kanal suurettevõtetega võrreldavalt efektiivne väikeste ning vähetuntud ettevõtete jaoks. See oli üks põhjuseid, mis sundis vähetuntud väikeettevõtteid emiteerima oma võlakohustusi 5-10 protsendipunkti võrra kõrgema intressiga või siis kasutama kallimaid lühiajalisi pangalaene.

Võlakirjadest märksa olulisem, eriti vaadeldava perioodi viimastel aastatel, oli liisingutoodete kasutamine. Eesti liisingufirmade vahendusel ettevõtlusse kaasatud vahendite maht kahekordistus nii 1995. kui ka 1996. aastal ning kolmekordistus 1997. aastal. Pärast 1997. aasta börsimulli lõhkemist ja pankade likviidsusprobleemidega kaasnenud intressimäärade tõusu pidurdus liisinguturu kasv ning 1998. aastal kaasasid ettevõtted täiendavalt liisingutooteid vaid 0,8 mld krooni mahus<sup>9</sup>.

Kokku kaasasid ettevõtted vaadeldaval perioodil liisingutoodetena 5,4 mld krooni ulatuses lisavahendeid, mis ületab pisut selle aja jooksul välissektorist omakapitalina kaasatud vahendite mahtu. Kokku moodustasid liisingutooted aastail 1994-1998 10% ettevõtluse kapitali kogumahutusest.

Välissektorist kaasati aastail 1994-1998 laenukapitali peamiselt mitteresidentidele müüdüd võlakirjadena, mitteresidentidelt saadud kaubanduskrediidina, lühi- ja pikaajaliste laenudena ning muude vahendite netovoona kokku 6,5 mld krooni eest, mis moodustas 12% selle perioodi kapitali kogumahutusest ettevõtluses. Kui 1994. aastal oli ettevõtluse rahastamise olulisemaks instrumendiks kaubanduskrediidina kaasatud väliskapital, siis 1995. aastast alates said selleks pikaajaline laenukapital, mitteresidentidele müüdüd võlaväärtpaberid kaotasid oma arvestatava tähtsuse.

---

<sup>8</sup> Eesti Energia, Tallinna Sadam, Kalev, Eesti Telefon ja teised.

<sup>9</sup> Vt tabel 2

Märkimisväärne oli vaadeldava viie aasta jooksul ettevõtlusest välissektorile antud kaubanduskrediidi maht, mis ulatus kokku 3,4 mld kroonini, sealhulgas 1997. aastal 1 mld kroonini. Seega kulus oluline osa kaasatud kapitalist väliskaubandusoperatsioonidega seotud kaubanduskrediidiks kaubanduspartneritele.

### 2.3. Omandiväärtpaberite emiteerimine ja müük

Valdava arusaama kohaselt on omandiväärtpaberite emiteerimine ja müük üks kallimaid ettevõtete rahastamise kanaleid. Eestis ei pruugi aga võõrkapitali kaasamine omakapitalina ettevõtete kasumite ja aktsiahindade heitlikkuse tõttu alati kõige kallim olla. Börsi kõrgperioodil oli võimalik aktsiaid küllalt kallilt emiteerida, kusjuures tegelik kasum aktsia kohta ning seega ka kaasatud kapitali hind (kasum aktsia kohta jagatud aktsia hinnaga) jäid madalaks.

Ettevõtlus emiteeris 1995.–1998. aastal aktsiad kokku ca 2,1 miljardi krooni eest, kõige enam 1997. aastal. Börsikriisi järel aktsiakapitali laiendamise aktiivsus langes.

Samas tuleb arvestada, et mitte kogu aktsiaemissioonidega (nagu ka teiste instrumentidega) kaasatud raha ei jäänud Eesti ettevõtlusse. Paljud ettevõtted omandasid suuremaid või väiksemaid osalusi välismaal<sup>10</sup>, seega läks aktsiaemissioonide abil kaasatud kapitali Eesti ettevõtlusest välja – välismaiste ettevõtete rajamiseks või nendes osaluse omandamiseks.

Mitmed emissioonid olid seotud riigile kuulunud ettevõtete või neis riigile kuulunud osaluse võõrandamisega. Riigivara võõrandamisest saadud tulud ei lähe reeglina ettevõtte omakapitali täiendamiseks, seega ei saa nende emissioonidega kaasatud kapitali arvata ettevõtlusse mahutatud kapitali hulka. Ning ka siis, kui ettevõtte tõesti laiendab oma aktsiakapitali, läheb aktsiate märkimisel saadud tulust maha emissiooni korraldamise kulu ja ettevõttesse tegelikult kaastava kapitali kogus jääb emissiooni brutosissetulekust väiksemaks.

Arvestades finantssektori küllalt suurt osatähtsust ettevõtluse omandiväärtpaberite abil rahastamisel, tuleb silmas pidada neid probleeme, mis siirdemajandustes on üles kerkinud seoses finantsinstitutsioonide osalusega ettevõtluses. Maailmapanga uurimused on näidanud, et näiteks Tšehhis on investeerimisfondid osutunud ettevõtluse dekapitaliseerijaiks (Ellerman, lk 10-13). Eriti erastamisväärtpaberite baasil loodud investeerimisfondidel ei ole tihtipeale reaalselt kapitali ja huvi ettevõtete restruktureerimiseks. Ettevõtte arendamise asemel kasutavad sellised fondid oma positsiooni ettevõtete nõukogudes ja juhatustes selleks, et teha hallatava ettevõtte suhtes ebasoodsaid tehinguid neile endile (või nendega seotud isikutele) kuuluvate äriettevõtetega. Niisuguste tehingute tulemusel haihtuvad investeerimisfondide kontrolli all olevate ettevõtete varad ning pärast ettevõtetest varade “väljakantimist” hääbuvad nii ettevõtted kui ka neist varasid väljakantinud investeerimisfondid (Ellerman No 1924; Claessens, Djankov, Pohl No 1737). Teatava tinglikkusega võib seda käsitleda äriühingute haldamise probleemidest tuntud juhtumina, kus tulusaamise õigustest suuremad otsustusõigused viivad huvide konfliktile ja võivad põhjustada hallatava äriühingu suhtes ebaefektiivseid otsuseid. Mitmed uurimused näitavad, et äriühingute haldamise ebaefektiivsusel, omandi ja otsustusõiguse kontsentreerumisel, finantssektori ja ettevõtlussektori läbipõimumisel ning nendevahelistel turuvälistel rahavoogudel oli oluline osa Aasia majanduskriisi puhkemisel 1997. aastal (Claessens, Djankov, Lang No 2054; Claessens, Djankov, Fan, Lang No 2088; Alba, Claessens, Djankov, 1998).

---

<sup>10</sup> Peamiselt Lätis, Leedus ja Venemaal, aga Tallinna Kaubamaja ka näiteks Soomes.

Viited äriühingute haldamise temaatikale näitavad, et probleem pole mitte ainult selles, kui palju täiendavat omakapitali ettevõtluks oma arengusse kaasab, vaid ka selles, kellele ja millises ulatuses ettevõtjad oma otsustamisõigusi loovutavad ning kuidas ettevõtlusse kapitali paigutanud institutsioonid saadud otsustusõigust kasutavad. Kuigi Eestis on hääbunud enamasti investeerimisfondid ning nendega seotud ettevõtted on kandnud suuri kahjumeid, pole siiani otsesed fakte fondide poolt hallatud ettevõtete tahtlikust dekapitaliseerimisest. Küsitava efektiivsusega tehinguid on aga nii Hüvitusfondil kui ka Maapangal, tähelepanuväärselt ebaedukad olid Pindi Investeerimisfondile kuulunud ettevõtted. Seega on omandisuhete püramiidskeemidega kaasnevad otsustusõiguse ja kasumiosaluse probleemid Eestis endiselt päevakorras.

Hinnanguliselt paigutati aastatel 1994-1998 omakapitali netovoona (s.o omakapitali puudutavate nõuete ja kohustuste vahena) Eesti ettevõtlusse 7,4 mld krooni, mis moodustab ligi 14% kapitali kogumahutusest ettevõtluses (vt tabel 4, lk 11). Seejuures mahutas Eesti finantssektor ettevõtlusse omakapitali 2,2 mld krooni, ehk 4% kapitali kogumahutusest. Kõige suuremad oli mahutused ettevõtlusse börsikriisi kõrgeaastal – s.o aastal 1997 - mil kodumaiste investorite netopaigutus ettevõtlusse ulatus 1,3 mld kroonini, mis moodustas ligi 9% kapitali kogumahutusest sellel aastal. See oli aeg, mil paljud finantsinstitutsioonid (eriti investeerimisfondid) ja ka eraisikud soetasid endile suured aktsiaportfellid ning ostsid innukalt ettevõtete aktsiaid.

**Välissektorist kaasatud omakapitali** osa oli muutlik. Kui 1994-1995 oli valdav väliskapitali sissevool (vastavalt 1,7 ja 1 miljardit krooni), siis 1996. aastal kujunes netovooks vaid 0,1 miljardit krooni. 1997. aastal taastus väliskapitali netosissevool ettevõtlusse omandiväärtpaberitena 1,3 miljardi krooni suuruses mahus.

Kokku ulatus välissektori netomahutus Eesti ettevõtlusse omandiväärtpaberitena aastatel 1994-1998 5,3 mld kroonini, mis moodustas 10% selle perioodi kapitali kogumahutusest sektoris.

Väliskapitali kaasamine ettevõtlussektorisse oli valdavalt soodsa mõjuga. Sageli lõi väliskapitali kaasamine omakapitalina võimalused kasutada välismaist juhtimiskogemust ja välisomaniku turustuskanaleid ning avada ettevõtetele ligipääs välismaistele krediititurudele. Need kõrvalefektid kompenseerisid omakapitalina väliskapitali kaasamise esialgse kalliduse.

### 3. Kaasatud vahendite hind

Kõige odavamaks ettevõtete rahastamise võimaluseks loetakse ettevõtte sisemiste vahendite kasutamist. Sisemistest vahenditest kallim on laenukapitali kasutamine. Kõige kallimaks rahastamise mooduseks loetakse omakapitali laiendamist. Peamiseks põhjuseks on aktsiatest ja võlakirjadest<sup>11</sup> tulenevad erinevad maksukohustused ning risk. Võlakohustustega (võlakirjadega) kaasnevad intressikohustused arvatakse ettevõtte kasumist maha ja selle tulemusena väheneb ettevõtte maksustatav kasum.

---

<sup>11</sup> Traditsioonilisest analüüsist lähtudes käsitletakse ettevõtte omakapitali kaudu rahastamist aktsiate emiteerimisena ning laenukapitali kaudu rahastamist võlaväärtpaberite emiteerimisena.



Sisemiste vahendite arvel rahastamine toimub läbi jaotamata kasumi ja amortisatsiooni ning sellega ei kaasne laenuandja riski. Kui aga eeldada, et laenuvõtja (vaadeldava ettevõtte) risk on püsiv, siis on ainuke kulu, mis kaasneb ettevõtte rahastamisega läbi jaotamata kasumi ja amortisatsiooni, rahaline tulu, mida ettevõtte oleks saanud, paigutades need vahendid kuhugi mujale. Seega on sisemise rahastamise kuluks vaadeldava ajahetke pikaajaliste võlakirjade intressimäär turul. [Peterson 1988, lk 237-238 ja Evans 1969, lk 89].

Kulukam on ettevõtte rahastamine laenukapitali abil, mida ettevõttel on võimalik oma tegevuse arendamiseks kaasata kas pangalaenudena või võlakirjade emiteerimisega. Seejuures kasvab laenukohustuste suurenemisel ettevõtte risk ning laenamine muutub kulukamaks.

Teoreetiliselt kalleim moodus ettevõtluse rahastamiseks on läbi omakapitali (omandiväärtpaberite emiteerimine). Kui ettevõtte paiskab turule üha uusi ja uusi aktsiaemissioone, siis võib suurenenud pakkumine aktsiate hinna alla viia ning suurendada dividendide väljamakseid. [Peterson 1988, lk 237-238 ja Evans 1969, lk 89]. Kui ettevõtte maksab pidevalt osa oma teenitud tuludest aktsiaomanikele dividendidena välja, siis eeldatakse sageli, et ettevõtte hoiab saavutatud dividendide väljamaksete taset ka pärast uute aktsiate emiteerimist. Dividendide väljamaksed ei ole aga kohustuslikud ega kindla graafiku kohased. Sõltuvalt olukorrast võib ettevõtte väljamakstavate dividendide taset alandada või neist sootuks loobuda. See aga kahjustab ettevõtte mainet investorite silmis. [Evans 1969, lk 88-89]. Seega, kuigi aktsiakapitali laiendamine on teoreetiliselt kalleim rahastamise moodus, võib seda ettevõtte reputatsiooni osalise kaotamise hinnaga siiski ka odavamaks muuta.

Eesti heitlikes oludes on erinevate rahastamisinstrumentide hinna määramine üsna raske. Metodoloogilised muutused statistilistes andmetes ei võimalda piisava pikkusega võrreldavate aegridade koostamist. Pealegi ei ole erinevad instrumendid kõigile ettevõtetele võrdse hinnaga kättesaadavad.

Eeltoodud käsitlus sobib börsiettevõtete kohta, mis moodustavad tühise osa kogu Eesti ettevõtlussektorisse kuuluvate ettevõtete üldarvust - ca 0,1% (Tallinna börsil oli 20.04.1999. a noteeritud 20 ettevõtlussektorisse kuuluvat ettevõtet, ESA seni viimane finantsnäitajate statistika 1998. aasta III kvartali kohta viitab 35950 ettevõtet hõlmavale ettevõtete üldkogumile – see kogum sisaldas küll ka finantssektorisse kuuluvaid ettevõtteid). Siinjuures tuleb arvestada, et ka börsiettevõtete majandusnäitajad on üsna muutlikud, samuti on muutlikud aktsiate turuhinnad.

EVKs registreeritud, kuid börsil mittenoteeritud väärtpaberite puhul võivad nii piiratud infost kui ka vähesest likviidsusest tulenevalt tekkida märkimisväärsed hinnamoonutused. Siinjuures tuleb arvestada informatsiooni asümmeetriat<sup>12</sup>, suuri monitooringukuluseid, moraaliriski jne. Samuti tuleb Eesti väikese ja avatud majanduse puhul arvestada välissektorist kaasatud vahendite hindu, mis reeglina on madalam kodumaiselt turult kaasatud sama instrumendi hinnast. Tavaliselt on madalama hinnaga välissektori vahendid siiski kättesaadavad vaid vähestele kas rahvusvaheliselt tuntud või siis väliskapitali osalusega ettevõtetele. Väga ligikaudselt kirjeldavad erinevate rahastamisinstrumentide hindu pangandusstatistika, Eesti Väärtpaberite Keskdepositooriumi ja Tallinna Börsi andmed (vt tabel 6).

<sup>12</sup> Ingl k *asymmetric information* – ebavõrdne informeeritus, siinkohal tehinguosaliste ebavõrdne informeeritus tehinguobjekti kohta

**Tabel 6. Ettevõtlussektori ettevõtete rahastamise erinevate instrumentide ligikaudne hind**

	1996	1997	1998
Residentsete ettevõtete hoiuste intress residentsetes kommertsbankades (aasta kaalutud keskmine)	...	4,2	6,2
Äriühingutele antud kuni 12 kuu laenude aasta kaalutud keskmine	...	12,7	13,7
Äriühingutele antud üle 1 aasta laenude kaalutud keskmine intress	...	9,2	8,9
Võlakirjade intressid (ettevõtlussektori ettevõtete aasta aritmeetiline keskmine)	8,2	9,4	12,2
Ettevõtlussektori börsiettevõtete aktsiate tootluse aritmeetiline keskmine (tulu aktsia kohta (EPS) / aktsia hind aasta lõpus, %)	6,5	7,9	9,7

Osutub, et ka Eestis oli kõige odavam rahastada investeringuid omavahenditest, kusjuures alternatiivkulu iseloomustav hoiuste intress on olnud alla 10% aastas isegi aastail 1994-1995, mil tööstustoodangu hinnad tõusid üle 25%. aastas Siinjuures tuleb märkida, et äriühingute hoiuste keskmine intress langes 1997. aasta juulis isegi 2,7%ni ning tõusis sügisel finantssektorit tabanud vapustuste mõjul detsembriks taas 10%ni.

Suhteliselt kallid rahastamisinstrumendid olid laenud Eesti pangandussektorist, kusjuures eriti kallid olid lühiajalised laenud. Odavamalt saadi mõnedel juhtudel laenusid otse välissektorist, kuid finantsressursside otseseks kaasamiseks välissektorist oli võimalusi vaid vähestel ettevõtlussektorisse kuuluvatel äriühingutel.

Suhteliselt soodsad rahastamisinstrumendid olid võlakirjad, mida valdavalt emiteeriti fikseeritud intressiga (andmed diskontomäärade kohta puuduvad). Mõnedel juhtudel olid intressid fikseeritud viitintressina TALIBOR'ile. Samas oli paljudel juhtudel võlakirjade intressimäär 0 (tegemist võis olla ka diskonteeritud müügihinnaga).

Päris tõsiselt ei saa võtta vähestesse börsiettevõtetes aktsiaemissioonide abil kaasatud raha hinda (tabeli 6 viimane rida), mis on määratud aktsiate tootlusega. Paljudel börsiettevõtetel olid tulud aktsia kohta (EPS) viimastel aastatel madalad, aasta jooksul väga muutlikud aktsiate hinnad ei pruukinud kajastada nende tegelikku tootlust. Kindlasti ei lange aga peamiselt järelturul kujunenud hinnad kokku märkimishindadega emissiooni ajal. Börsiettevõtete jaoks oli aktsiaemissioonide abil kapitali kaasamise odavus aktsiate madala tulususe tõttu näiline.

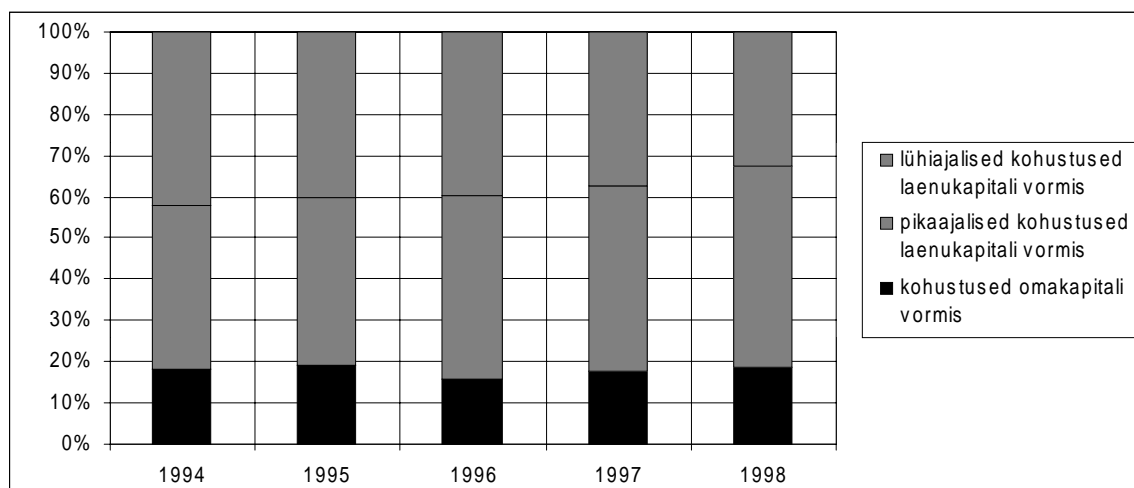
Valdav osa Eesti ettevõtteid pole aga avalikud ja börsil noteeritud. Nende kohta puudub monitooring või on see väga puudulik ning nende ettevõtete aktsiaid on pärast 1997. aasta börskriisi üsna raske avalikel emissioonidel müüa. Asümmeetrilise info tõttu vahetavad börsivälised aktsiad sageli omanikke siseinfole tuginedes (*insider* – tehingud) ning nende tehingute hind ei ole järelduste tegemiseks esinduslik.

#### 4. Kohustuste ja nõuete tähtajad

Andmed Eesti ettevõtluse kohustuste tähtajalise struktuuri kohta on üsna lünklikud. Korralik on info pangalaenude kohta Eesti kommertsbankadest. Seevastu on andmed puudulikud välissektori ja liisingufirmade ees võetud kohustuste tähtaegade kohta, samuti on halvasti

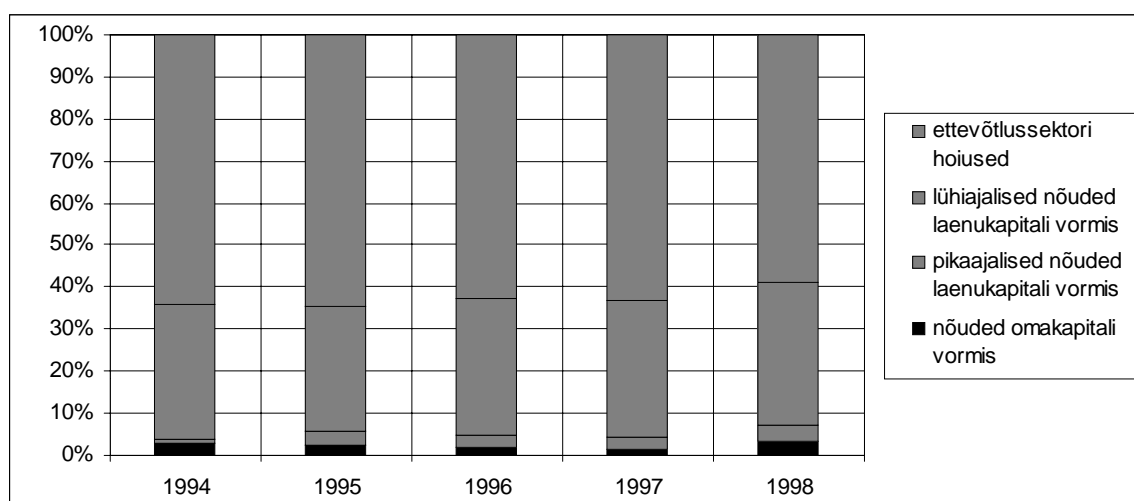
kättesaadav emiteeritud võlaväärtpaberite lunastamistähtaegu kajastav informatsioon<sup>13</sup>.

Ettevõtluse kohustuste tähtajalises struktuuris (vt tabel 7 ja joonis 4) kasvasid omakapitalina kaasatud vahenditest tulenevad pikaajalised kohustused vaadeldava perioodi (1994-1998) vältel ligi 3 korda. Laenukapitalis on suurenenud pikaajalised kohustused kiiremini lühiajalistest.. Võttes arvesse seadusandliku baasi paranemist ja finantsvahenduse arenemist, võib seda trendi laenukohustuste tähtajalises struktuuris hinnata loomulikuks.



**Joonis 4. Ettevõtlussektori kohustuste tähtajaline struktuur aasta lõpuks**

Ettevõtluse nõuete struktuuris (vt tabel 7 ja joonis 5) moodustasid valdava osa hoiused pankades. Lühiajalised nõuded, mis moodustasid nõuete kogumahust ligi 30%, koosnesid väga valdavas osas (85-95% ulatuses) kaubakrediidist. Pikaajaliste oma- ja laenukapitali nõuete osatähtsus ettevõtlussektori nõuete üldmahus oli tühine.



**Joonis 5. Ettevõtlussektori nõuete tähtajaline struktuur aasta lõpuks**

<sup>13</sup> Tabelis 7 ning joonistel 4 ja 5 on Eesti ettevõtluse kohustused jaotatud alla ja üle üheaastaste lunastamistähtaegade järgi. Mitmete kirjete puhul on kasutatud ligikaudseid hinnanguid. Ettevõtete otseinvesteeringutest tulenevad kohustused on loetud pikaajalisteks kohustusteks.

**Tabel 7. Eesti ettevõtlussektori kohustused ja nõuded tähtaegade järgi aasta lõpuks (mld kr)**

	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Ettevõtlussektori kohustused kokku</b>	<b>18,2</b>	<b>22,5</b>	<b>30,1</b>	<b>42</b>	<b>50,6</b>
<b>Ettevõtlussektori pikaajalised kohustused kokku</b>	<b>10,5</b>	<b>13,5</b>	<b>18,2</b>	<b>26,4</b>	<b>34,1</b>
Pikaajalised kohustused omakapitali vormis	3,3	4,3	4,8	7,4	9,4
Pikaajalised kohustused laenukapitali vormis kokku	7,2	9,2	13,4	19	24,8
1. Kodumaine finantssektor	3	4,5	7,7	12,4	16,5
pangalaenud	2,9	4	6,5	8,6	12,1
liisingfirmade tooted	0,1	0,5	1,3	3,7	4,3
Hüvitusfondi laenud			0	0,1	0,1
2. Pikaajalised kohustused välissektori suhtes	4,2	4,6	5,7	6,6	8,3
võlakirjad	0	0	0,2	0,3	0,3
pikaajalised laenud välissektorist	4,1	4,6	5,5	6,2	8
<b>Ettevõtlussektori lühiajalised kohustused kokku</b>	<b>7,7</b>	<b>9</b>	<b>11,9</b>	<b>15,7</b>	<b>16,4</b>
1. Lühiajalised laenud kodumaisest finantssektorist kokku	1	1,5	2,3	4,4	3,8
pangalaenud	1	1,3	2	3,5	2,7
liisingfirmade tooted	0	0,1	0,3	0,9	1,1
2. Lühiajalised kohustused välissektori suhtes kokku	6,8	7,5	9,6	11,3	12,7
võlakirjad	0	0	0,2	0,3	0,3
kaubakrediit välissektorist	4,7	5,1	5,8	6,5	6,4
lühiajalised laenud välissektorist	0,8	1,1	1,4	1,8	3
muud lühiajalised kohustused välissektorist	1,2	1,3	2,2	2,6	3
<b>Ettevõtlussektori nõuded kokku</b>	<b>7,5</b>	<b>8,8</b>	<b>10,3</b>	<b>13,8</b>	<b>15,3</b>
<b>Ettevõtlussektori pikaajalised nõuded kokku</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>
Ettevõtlussektori pikaajalised nõuded omakapitali vormis	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5
Ettevõtlussektori pikaajalised nõuded laenukapitali vormis kokku	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6
pikaajalised laenud välissektorile	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5
nõuded portfelliinvesteeringutelt võlaväärtpaberite vormis	0	0	0	0	0
<b>Ettevõtlussektori lühiajalised nõuded kokku</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>
nõuded portfelliinvesteeringutelt võlaväärtpaberite vormis	0	0	0	0	0
kaubakrediit välissektorisse	2,1	2,2	3	3,9	4,8
lühiajalised laenud välissektorisse	0,3	0,3	0,3	0,5	0,3
muud nõuded välissektorisse	0	0	0	0	0
<b>Ettevõtlussektori hoiused kokku</b>	<b>4,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,4</b>	<b>8,7</b>	<b>9</b>
hoiused residentsetes kommertspankades	3,3	3,8	4,8	6,9	7,1
sularaha ja hoiused välispankades	1,5	1,9	1,6	1,8	1,9

Andmed ettevõtluse nõuete ja nende tähtajalise struktuuri kohta lubavad järeldada, et Eesti ettevõtted ei sõlmi reeglina välissektoriga (eelkõige on siin mõeldud Lätit ja Leedut) pikaajalisi lepingulisi suhteid.

Märkimisväärne on veel asjaolu, et kodumaisest finantssektorist pärit laenujääkide juurdekasvutempode kahanemisel 1998. aastal 1997. aastaga võrreldes jätkus siiski pikaajaliste laenude jääkide suurenemine (1997. a 2,1 mld krooni, 1998. a 3,5 mld krooni). Laenujääkide kasvutempo aeglustus lühiajaliste laenude arvelt.

Samuti tuleb märkida, et välissektorist pärit laenude maht suurenes 1998. aastal ligi 2,8 mld krooni võrra: 60% ulatuses (1,7 mld krooni) pikaajaliste ja 40% ulatuses (1,1 mld krooni) lühiajaliste laenude arvel.

Need andmed viitavad asümmeetrilisele informatsiooni mõju olulisusele Eesti kapitaliturgudel. Nii kodumaise kui ka välissektori kapitaliturgude silmis on piisavalt krediitkõlbulik vaid teatud osa Eesti ettevõtlastest. Need efektiivselt tegutsevad ja krediitandjate silmis kõrget reitingut hoidvad ettevõtted saavad ka kergemini pikaajalisi laene. Piisava krediitajaloota ettevõtetel on aga pikaajaliste laenude saamisega raskusi.

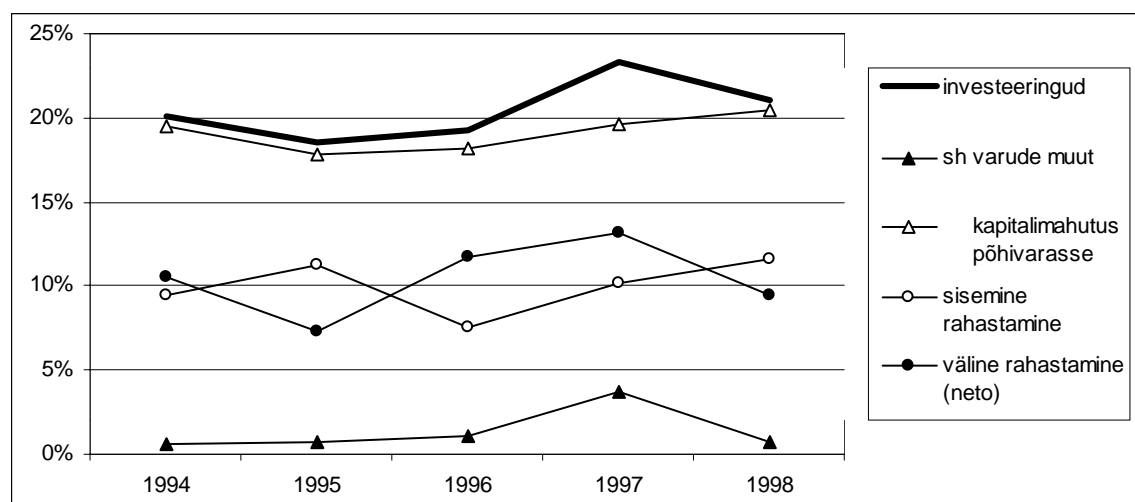
Eestis on välja kujunenud kolm ettevõtete gruppi: a) kodumaiste kommertsbankadega tihedalt seotud ettevõtted (kas siis kommertsbankade osaluste kaudu ettevõtetes või väga tugeva krediitireitingu tõttu); b) välismaiste emafirmade kontrolli all olevad ettevõtted, kellel on konkurentsieelis välissektorist eeldatavalt saada oleva odavama ja pikaajalisema laenuressursi ning emafirma oskusteabe näol ja c) valdavalt kodumaisel kapitalil põhinevad ettevõtted, millest suurema osa moodustavad keskmise ja väikese suurusega ettevõtted. Ilmselt sõltub ettevõtete ligipääs soodsale pikaajalisele krediidile kuulumisest ülalnimetatud gruppidesse, kusjuures viimasesse gruppi kuuluvate ettevõtete monitoorimine on kõige raskem ning nende ligipääs pikaajalisele krediidile kõige halvem.

## 5. Investeeringud ja väline rahastamine

Aastatel 1994–1998 oli Eesti ettevõtlus aktiivne investeerija. Ettevõtete investeeringud ulatusid sel perioodil 18,5 kuni 23,3 protsendini SKPst ja moodustasid ca 70-75% Eesti majanduse koguinvesteeringutest.

Eesti majandusse tehtud investeeringuid soodustasid sel perioodil nii rahvamajanduse algne alakapitaliseeritus, integratsioon Euroopa Liitu, makromajanduslik stabiliseerumine kui ka majanduskeskkonnas toimunud institutsionaalsed ja struktuursed muutused. Need arengutendentsid suurendasid nii investeeringutelt oodatud tulumäära kui ka alandasid nende kapitalimahutuste riskisust.

Lisaks eeltoodule mõjutasid Eesti ettevõtluse tehtud investeeringuid oluliselt ka ettevõtete kasumlikkus ning ligipääs kodu- ja välismaistele finantsressurssidele.



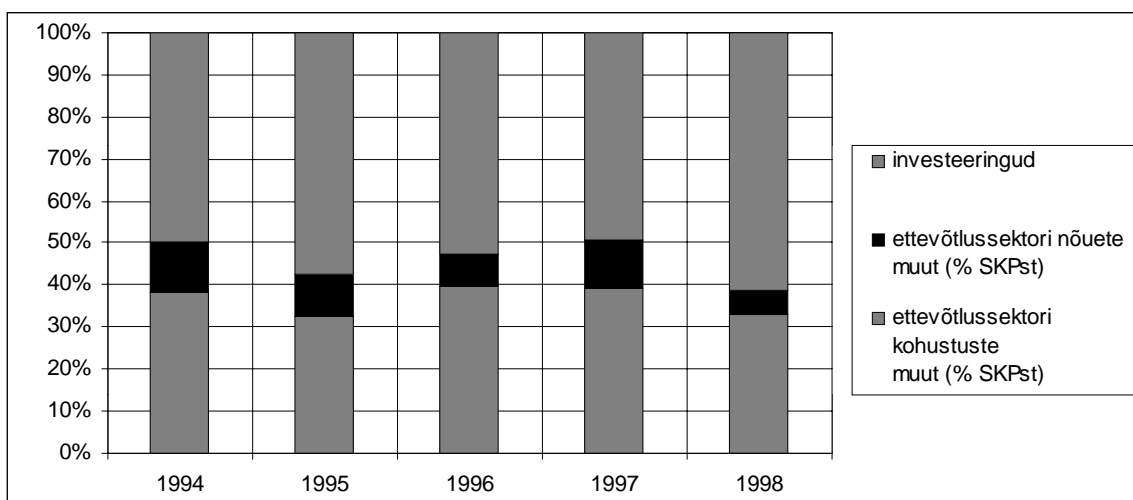
**Joonis 6. Ettevõtete investeeringud ja rahastamine (% SKPst)**

Ettevõtluse väline rahastamine moodustas käsitletaval ajavahemikul aastati ca 40-60% ettevõtete koguinvesteeringutest (vt tabel 8). SKPsse suhestatud ettevõtete investeeringute ja

välise rahastamise dünaamikast nähtub, et aastati on koos ettevõtete investeeringute suhtelise tõusuga suurenenud ka välise rahastamise osakaalu suurenemine ja vastupidi (vt joonis 6). Analoogne tendents on täheldatav ka SKPsse suhestatud ettevõtete investeeringute ja ettevõtete kohustuste muudu dünaamikas (vt joonis 7). Ettevõtluse investeeringute suhtelise suurenemisega/väheneemisega kaasnes ka ettevõtete kohustuste muudu suhteline tõus/alanemine. Kuigi nende seoste põhjal ei saa teha kindlaid järeldusi ettevõtluse investeeringute ja välise rahastamise omavahelise seose kohta, osundab nende näitajate dünaamika siiski sellele, et väline rahastamine võib olla üheks olulisemaks ettevõtluse investeeringute mahtu mõjutavaks teguriks.

**Tabel 8. Ettevõtlussektori investeeringud ja nende osatähtsus sisemajanduse koguproduktis**

	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Ettevõtete investeeringud (mld kr)</b>					
Ettevõtlussektori investeeringud	5,9	7,5	10,1	15,0	15,5
sh varude muut	0,2	0,3	0,6	2,4	0,5
kapitalimahutus põhivarasse	5,8	7,2	9,5	12,6	15,0
Ettevõtlussektori sisemine rahastamine	2,8	4,6	3,9	6,6	8,5
Ettevõtlussektori väline rahastamine (neto)	3,1	3,0	6,2	8,4	7,0
SKP	29,6	40,7	52,4	64,3	73,5
Investeeringud kogu majanduses	8,2	10,9	14,6	20,4	21,5
<b>Ettevõtete investeeringud osatähtsusest SKPst</b>					
Ettevõtlussektori investeeringud	20,0%	18,5%	19,2%	23,3%	21,1%
sh varude muut	0,6%	0,7%	1,1%	3,7%	0,7%
kapitalimahutus põhivarasse	19,4%	17,8%	18,2%	19,6%	20,4%
Ettevõtlussektori sisemine rahastamine	9,5%	11,2%	7,5%	10,2%	11,6%
Ettevõtlussektori väline rahastamine (neto)	10,6%	7,3%	11,7%	13,1%	9,5%
Kogu majandusse tehtud investeeringute osatähtsus SKPst	27,6%	26,7%	27,8%	31,6%	29,3%
SKP	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Ettevõtlussektori investeeringute osatähtsus kogu majandusse tehtud investeeringutes	72,6%	69,4%	69,2%	73,7%	72,1%
Ettevõtlussektori kohustuste muut (% SKPst)	15,4%	10,6%	14,6%	18,6%	11,5%
Ettevõtlussektori nõuete muut (% SKPst)	4,9%	3,3%	2,9%	5,5%	2,0%
Ettevõtete sisemine rahastamine/ettevõtete investeeringud	47,4%	60,6%	39,0%	43,8%	54,9%
Ettevõtete väline rahastamine/ettevõtete investeeringud	52,6%	39,4%	61,0%	56,2%	45,1%



**Joonis 7. Ettevõtete investeeringud ja nõuete-kohustuste muut (% SKPst)**

Investeeringute ja välise rahastamise näitajate ühesugune dünaamika (vt joonised 6 ja 7) viitab seosele väliselt rahastamiselt investeeringute mahule. Teisisõnu – Eesti ettevõtluse investeeringute mahtu mõjutasid olulisel määral rahastamise tingimusi muutnud tegurid – nt kodumaise säästmise suurenemine ning Eesti finantsasutuste ja ettevõtluse ligipääsu paranemine rahvusvahelistele finantsturgudele.

## 6. Väliskapitali voogude muutlikkus

Väliskapitali voogude käsitlemisel on olulisel kohal nende jaotus lühi- ja pikaajalisuse vahel. Eeskätt seondub see laialt levinud seisukohaga, mille kohaselt on lühi- ja pikaajalisel väliskapitali sissevoolul erinevad majanduslikud tagajärjed. Tavapäraselt peetakse lühiajalise väliskapitali sissevoolu ebapüsivaks ning arvatakse, et need põhinevad spekulatiivsetel motiividel. Sama seisukoha järgi baseeruvad pikaajalised välismaised investeeringud fundamentaalsetel teguritel ning on stabiilsemad. Siinkohal tuleb aga arvestada seda, et teatud tingimustel võivad maksebilansis lühiajalise kapitalina kajastuvad kapitalivood olla stabiilsemad ja püsivamad kui mõned pikaajalise väliskapitalina klassifitseeritud finantsvood.

**Tabel 9. Väliskapitalivoogude volatiilsus I kv 1994 - IV kv 1998**

	Otseinvesteeringud	Portfelliinvesteeringud	Muud investeeringud	Muud investeeringud		
				Lühiajaline kapital	Pikaajaline kapital	Kokku
Standardhälve	818,3	927,4	974,4	751,6	396,2	1 191,9
Aritmeetiline keskmine	802,8	251,1	415,5	79,4	336,0	1 469,4
Variatsioonikoeffitsient (%)	101,9%	369,3%	234,5%	946,1%	117,9%	81,1%

Järgnevalt püüame hinnata aastatel 1994-1998 Eesti majandusse laekunud erinevate väliskapitalivoogude muutlikkust. Selle ülesande täitmisel kasutasime S. Claesseni, M. Dooley ja A. Warneri uurimuses "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold"<sup>14</sup> esitatud meetodit, mis hindab erinevate väliskapitalivoogude stabiilsust nende variatsioonikoeffitsiendi järgi. Sellel viisil saadud näitajad mõningate Eesti väliskapitalivoogude kohta on esitatud tabelites 9 ja 10. Samas tuleb rõhutada, et selle meetodi kasutamine rahavoogude stabiilsuse hindamisel on seotud mõningate spetsiifiliste probleemidega, mistõttu tuleb sel teel saadud tulemuste kasutamisel olla ettevaatlik. Siiski võimaldab see meetod ligikaudselt hinnata väliskapitali voogude püsivust.

**Tabel 10. Väliskapitalivoogude volatiilsus olulisemate instrumentide järgi I kv 1994 - IV kv 1998**

	Otseinvesteeringud		Portfelliinvesteeringud		Kohustused portfelliinvesteeringute osas			
	Nõuded	Kohustused	Nõuded	Kohustused	Omandiväärtpaberid	Võlaväärtpaberid	Omandiväärtpaberid. Pangad.	Omandiväärtpaberid. Muud.
Standardhälve	251,3	734,3	349,2	914,5	537,1	567,3	435,5	226,7
Aritmeetiline keskmine	-126,4	929,1	-180,8	431,9	219,6	212,3	95,3	124,3
Variatsioonikoeffitsient (%)	198,9%	79,0%	193,1%	211,7%	244,6%	267,2%	457,0%	182,4%

Aastail 1994-1998 olid kapitalivoogudest kõige püsivamad otseinvesteeringud Eestisse (vt tabel 9), Eestist välisriikidesse suunatud otseinvesteeringud muutusid võrdlemisi suurtes

<sup>14</sup> Ilmunud väljaandes "The World Bank Economic Review".

piirides (vt tabel 10). Muude investeeringute muutused olid vaadeldaval perioodil mõnevõrra suuremad kui otseinvesteeringutel (vt tabel 11). Seejuures olid pikaajalised finantsvood muude investeeringute struktuuris oluliselt püsivamad kui lühiajalised. Samas varieerusid muude investeeringute all kajastatud pikaajalised väliskapitali vood institutsionaalsete majandussektorite lõikes üsna tublisti. Eeldatavasti on need kapitalivood suhteliselt kergesti vastastikku asendatavad. Portfelliinvesteeringute muutlikkus oli vaadeldaval perioodil otse- ja muude investeeringutega võrreldes suhteliselt suur. Kui portfelliinvesteeringud jaotada omakorda nõueteks ja kohustusteks ilmneb, et portfelliinvesteeringute alakoostendid on saldona kujunevast koondnäitajast mõnevõrra püsivamad.

**Tabel 11. Muude investeeringute väliskapitalivoogude volatiilsus I kv 1994 - IV kv 1998**

	Pikaajaline kapital		Lühiaajaline kapital		Kokku	
	Pangad	Muud sektorid	Pangad	Muud sektorid	Pangad	Muud sektorid
Standardhälve	336,3	325,4	708,8	439,4	686,2	428,0
Aritmeetiline keskmine	128,9	170,9	210,2	-61,4	339,1	109,5
Variatsioonikoeffitsient (%)	260,9%	190,4%	337,3%	-715,9%	202,4%	390,8%

Lõppkokkuvõttes osundavad esitatud näitajad siiski sellele, et pikaajalised väliskapitali vood olid käsitletaval perioodil mõnevõrra püsivamad kui lühiajalised (vt tabel 10).

## 7. Rahastamise seos väljundnäitajatega

Kaupu ja mittefinantsteenuseid pakkuvate ettevõtete arengut iseloomustavad üldisemad näitajad leiame vaid rahvamajanduse arvepidamisest (vt tabel 12), kus neid on üsna napilt ja mida avaldatakse ligi poolteise aastani ulatuva viitajaga.

Eesti majanduse muude arengute kõrval suurenesid aastatel 1994-1997 ettevõtlusse kapitali mahutamise tulemusena nii kogutoodang kui ka lisandväärtus enam kui kaks korda. Samal ajal suurenes ettevõtluses loodud tegevuse ülejääk (kasum ja muu segatulu) ligi 4 korda. Tegevuse ülejäägi osatähtsus kogutoodangus suurenes 1994. aasta 3,1%lt 1996. aastaks 5,7%ni ning püsis ka 1997. aastal 5,5% tasemel.

**Tabel 12. Kaupu ja mittefinantsteenuseid pakkuvate ettevõtete tegevuse näitajad jooksvates hindades (mld kr)**

	1994	1995	1996	1997	1998
Kapitali kogumahutus	5,9	7,5	10,1	15,1	15,5
Kogutoodang	51,1	70,0	86,4	113,8	...
Lisandväärtus	17,3	23,5	30,0	37,3	...
Palk	9,7	13,2	15,4	18,7	...
Sotsiaalmaks	3,2	4,2	4,9	5,8	...
Tegevuse ülejääk	1,6	2,0	4,9	6,3	...

Et meil ei ole üldandmeid ettevõtluse varade kohta, ei saa me kahjuks hinnata kapitali kaasamise tulemusena toimunud varade tootluse muutust. Samuti ei tea me töötajate arvu ning seega ei saa hinnata uute töökohtade loomist. Hõivatute arvu jätkuv kahanemine viitab



aga sellele, et tõenäoliselt pole ettevõtluses olnud tegu mitte niivõrd täiendavate töökohtade loomisega kui võrd väljalangenud töökohtade asendamisega uute ning kõrgemat tootlust võimaldavatega.

Mõnevõrra üksikasjalikuma info ettevõtete kohta leiame Statistikaameti ettevõtete majandus- ja finantsnäitajate kogumikes. See ei kata ühelt poolt täpselt käesolevas töös analüüsitud sektorit ning teisalt sisaldab üldkogum ka finantssektori ettevõtteid. Kasutamiskõlblikud andmereal algavad 1996. aastast kuid nendegi esitus muutus alates 1998. aastast. Siiski võimaldavad need andmed meid huvitava valimi kohta hinnata arenguid ka 1998. aastal. Välistades üldkogumist finantssektori ettevõtteid saame sektori koondnäitajad ning mõned finants-suhtarvud (vt tabel 13).

**Tabel 13. Ettevõtete majanduse koondnäitajad (ilma finantssektorita, mld kr) ja rahandussuhtarvud**

	1996	1997	1998
<b>Põhinäitajad</b>			
Ettevõtete arv	19 243	19 845	21 295
Töötajate arv (tuhat töötajat)	384	360	369
Realiseerimise netokäive	134	174	198
Tööjõukulud	18,0	21,1	24,1
Kasum (kahjum) enne maksustamist kokku	3,0	6,7	5,2
Kulum	3,9	5,1	7,2
Vara kokku	71,6	89,8	116,4
käibevara	33,8	42,5	50,4
põhivara jääkmaksumuses	37,7	45,8	66,1
lühiajalised kohustused	27,3	34,5	43,2
pikaajalised kohustused	11,5	15,9	23,5
omakapital	32,8	39,2	49,7
<b>Rahandussuhtarvud</b>			
Omakapitali tootlus maksueelse kasumi järgi (100*maksueelne kasum/omakapital, %)	9,2%	17,1%	10,4%
Vara käibekordaja (realiseerimise netokäive/vara)	1,87	1,93	1,70
Käibekapitali käibekordaja (realiseerimise netokäive/(käibevara-lühiajalised kohustused))	20,53	21,51	27,56
Materiaalse põhivara käibekordaja (realiseerimise netokäive/põhivara jääkmaksumuses)	3,55	3,79	2,99
Realiseerimise netokäive 1 töötaja kohta	349	482	535
Lühiajaliste kohustuste katekordaja (käibevara/lühiajalised kohustused)	1,239	1,234	1,166
Maksevõime kordaja ((käibevara-varud)/lühiajalised kohustused)	0,762	0,771	0,755
Finantsvõimenduse kordaja (varad/omakapital)	2,184	2,292	2,341
Kapitaliseerituskordaja (pikaajalised kohustused/(pikaajalised kohustused+omakapital))	0,260	0,288	0,321
Soliidsuskordaja (omakapital/(omakapital+kohustused))	0,458	0,438	0,427

Siinkohal tuleb arvestada seda, et alates 1998. aastast ei anna statistika enam andmeid ettevõtete põhivara kohta jääkmaksumuses, samuti koguvara ja omakapitali kohta. Et siiski saada mingeid võrreldavaid andmeid varasemate aastatega, on põhivara maksumus jääkmaksumuses arvatud sama suure osana (81%) põhivarast soetamismaksumuses kui

1997. aastal. Niiviisi arvatud põhivara maksumusest lähtudes on edasi arvatud varade kogumaksumus ning omakapital.

Kuigi meie märkused sisendavad teatud kahtlusi olemasolevate andmete objektiivsuses, näitavad need (kui parimad olemasolevad) siiski mõningaid tendentse ettevõtluse (või suure osa sellesse kuuluvate ettevõtete) arengus.

Ettevõtete finantsnäitajate järgi on finantsvõimenduse kordaja võõrvahendite kaasamise tulemusena suurenenud (1996. aasta 2,18lt 1998. aasta 2,34ni). Vastavalt on langenud soliiduskordaja, mis näitab omakapitali suhet omakapitali ja kohustuste summasse, kuid see langus oli suhteliselt väike. Ettevõtete varad kasvasid realiseerimise netokäibest kiiremini (eriti 1998. aastal) ning varade käibekordaja langes 1996. aasta 1,87lt 1,7le 1998. aastal. Seejuures langes materiaalse põhivara käibekordaja 1996. aasta 3,55lt 2,99le 1998. aastal.

Võrreldes realiseerimise netokäibe kasvuga suurenesid eriti kiiresti ettevõtete pikaajalised kohustused. Selle tagajärjel kasvas kapitaliseerituskordaja 1996. aasta 0,26lt 1998. aastaks 0,32ni. Lühiajaliste kohustuste kasv oli mõõdukas ning lühiajaliste kohustuste kattekordaja langus väike. Ka 1998. aastal ületas käibevara maksumus 1,17 korda lühiajalisi kohustusi. Ettevõtete lühiajaline maksevõime arvestatavalt ei muutunud. Käibevara ilma varudeta (st raha, pangakontod, väärtpaberid ja lühiajalised nõuded) moodustas aastail 1996-1998 püsivalt 76-77% lühiajalistest kohustustest. Käibekapitali käibekordaja kasvas 1996. aasta 20,5lt 1998. aastaks 27,6ni.

## 8. Kokkuvõte ja järeldused

Käesolev uurimus ei ole otseselt võrreldav nende paljude töödega, mis on tehtud ettevõtlussektori rahastamise kohta lääneriikides, Aasia riikides pärast 1997. aasta kriisi puhkemist ja ka mõnedes Kesk- ja Ida-Euroopa siirdemajandustes. Eesti ettevõtlussektori rahastamise uurimiseks ei olnud kasutada andmebaasi konkreetsete ettevõtete rahastamise kohta.

Olemasolevad andmed näitavad, et Eesti ettevõtluse rahastamise maht kasvas aastatel 1994-1997 ligi 3 korda. 1998. aastal stabiliseerus ettevõtluse kapitali kogumahutus ligikaudu 1997. aasta tasemel. Oluliselt kahanes 1998. aastal nii laenukapitali kui ka omakapitali kaasamine Eestist (ettevõtlusse sisenenud rahavoog kahanes enam kui 2 korda). Samal ajal suurenes mõnevõrra laenu- ja omakapitali kaasamine välissektorist ning sektori sisemiste vahendite kasutamine.

Põhivarasse mahutatava kapitali hulk küll suurenes, kuid samal ajal kahanes kapitali mahutamine laovarudesse, mistõttu rahastamise üldmaht jäi ligikaudu 1997. aasta tasemele. Oluliselt aeglustus sektori hoiuste juurdekasv kodumaistes pankades ja välissektorile antud laenudest tulenevate välisnõuete mahu kasv.

Vaadeldaval perioodil moodustasid ettevõtluse sisemised vahendid peaaegu poole (49%) kapitali kogumahutusest ettevõtlussektoris. Võrdluseks olgu märgitud, et arenenud lääneriikides on sisemiste rahastamisvahendite (kui kõige odavamate) osatähtsus enamasti rohkem kui pool rahastamise kogumahust. Eesti ettevõtluse sisemiste vahendite kasutamise piiratus tulenes ilmselt selleks vajalike sisemiste ressursside nappusest, ettevõtete akumulieeritud vahendite vähesusest ja ebahühtlasest majandusarengust. Laenukapitalina

kaasatud vahendid moodustasid sel perioodil 37% ja omakapitalina kaasatud vahendid 14% kapitali kogumahutusest ettevõtlussektoris.

Niisugune rahastamise struktuur vastab arenenud riikides normaalseks peetavatele rahastamise proportsioonidele. Eesti oludes tuleb aga arvestada, et rahastamise struktuur sõltus sel ajal ettevõtluse enda arengu kõrval enam kui lääneriikides ka laiematest majandusprotsessidest (erastamine, majanduse rahvusvahelistumine, uute finantsvahenduse vormide tekkimine ja arenemine jne). Näiteks tõi erastamine ettevõtlusse märkimisväärselt välismaist omakapitali, mistõttu see rahastamisviis võis vaadeldaval perioodil olla suurema kaaluga, kui väljakujunenud ja stabiilsete turumajanduste korral. Väärtpaberituru tekkimine ja börsi käivitumine avasid võimaluse ulatuslikumaks kapitali kaasamiseks omandiväärtpaberite emiteerimise abil, liisingufirmade teke lõi võimalused liisingutoodete kasutamiseks jne. Esialgu kaasnes uute võimaluste avanemisega nende kiire kasutuselevõtt, mis aga ei tähendanud, et kõik nii jätkuski. Ilmselt on Eesti ettevõtluse rahastamise struktuur lähenemas tasakaalus rahastamise struktuurile, kuid oleks ennatlik oodata kohest optimaalse struktuuri väljakujunemist.

Ettevõtluse väline rahastamine laenude abil (netovoona – st ettevõtluse kohustuste muut miinus nõuete muut) toimus valdavalt kodumaise finantssektori vahendusel (25% kapitali kogumahutusest aastail 1994-1998). Laenukapital välissektorist kattis 12% kõnealuse perioodi kapitali kogumahutusest ettevõtluse. Erandlikult kõrge oli laenukapitali kasutamise kasv 1996. aastal (2 miljardilt kroonilt 1995. aastal 5,7 miljardi kroonini 1996. aastal), seejärel jäi laenukapitali kasutamine püsima ligikaudu 1996. aasta rahastamise netovoo tasemele.

Ettevõtlussektori väline rahastamine omakapitalina toimus peamiselt välissektorist kaasatud kapitali arvel (ligi 10% aastate 1994-1998 kapitali kogumahutusest). Alles viimastel aastatel (1997-1998) on kodumaine finantssektor tõusnud välissektoriga ligikaudu samaväärseks rahastajaks, kuid kogu perioodi jooksul jäi kodumaise finantssektori osatähtsus siiski vaid 4% tasemele kapitali kogumahutusest ettevõtlussektoris.

Eesti ettevõtluse kohustuste kogumaht moodustas 1998. aasta lõpuks ligi 51 mld krooni. Pikaajalised kohustused (üle ühe aasta) ulatusid ligikaudu 2/3 kohustuste kogumahust ning pikaajalised kohustused laenukapitalina moodustasid poole kohustuste kogumahust. Kolmandik kohustustest seondus laenudega kodumaisest finantssektorist.

Sektori nõuded ulatusid 15 mld kroonini, millest peaaegu poole (7,1 mld kr) moodustasid hoiused kodumaistes kommertsbankades. Pisut alla kolmandiku nõuetest (4,8 mld kr) moodustas kaubanduskrediit välissektorile. Nõuete struktuuris olid pikaajalised nõuded ebaolulised (kokku vaid 1,1 mld krooni).

Ettevõtete sisemiste vahendite piiratuse tõttu ilmnis tugev seos ettevõtete investeeringute ja välise rahastamise vahel. Ettevõtlussektori investeeringute maht sõltus oluliselt välise rahastamise tingimustest (väline rahastamine moodustas vaadeldaval perioodil 40-60% ettevõtete tehtud investeeringute maksumusest). Koos välise rahastamise kasvuga on suurenenud ka sektori investeeringud. Seejuures moodustasid ettevõtlussektori investeeringud 70-75% kapitali kogumahutusest Eestis.

Väliskapitali puhul väärib tähelepanu selle ebastabiilsus. Enamasti ületas kapitalivoogude standardhälve voo aritmeetilist keskmist. Seejuures olid otseinvesteeringud stabiilsemad ning

portfelliinvesteeringute muutlikkus suurem. Muudest investeeringutest olid eriti muutlikud lühiajalise kapitali vood, stabiilsemad aga pikaajalise kapitali vood.

Nõuete ja kohustuste järgi vaadeldes ilmnes Eestisse paigutatud otseinvesteeringute märksa suurem stabiilsus kui Eestist väljapoole tehtud otseinvesteeringute korral. Portfelliinvesteeringute puhul olulist erinevust nõuete ja kohustuste muutlikkuses ei olnud. Samas olid portfelliinvesteeringute nõuded ja kohustused eraldi arvestatuna stabiilsemad, kui nende vahena kujunev netovoog. Kapitalivoogude ebahühtlus võis seonduda viimastel aastatel Eesti majandust ja teisi siirdemajandusi tabanud šokkidega (Aasia kriis, usalduse kahanemine siirdemajanduste suhtes, Vene kriisi mõju jne.). Sellest võisid tingitud olla ka Eestist välja suunatud kapitalivoogude suhteliselt suuremad muutused võrreldes Eestisse sisse toodud kapitaliga.

Kuigi ettevõtlussektori rahastamise mahud kasvasid kiiresti, ei toonud see tegevusmahtude kasvu kõrval kaasa väga suuri muutusi ettevõtete efektiivsuses. Olemasolevad napid andmed näitavad nii ettevõtlussektori kogutoodangu kui ka loodud lisandväärtuse kasvu kuni 1997. aastani. Seejuures kasvas eriti kiiresti tegevuse ülejääk (kasum ja segatulu).

Ettevõtete finantsnäitajate statistika kvartaalsed andmed piiratud valimi kohta näitasid, et rakendatud töötajate arv püsis ligikaudu samal tasemel, realiseerimise netokäive ühe töötaja kohta kasvas aastail 1996-1998 1,5 korda. Ettevõtete varad suurenesid aastatel 1996-1998 1,5 korda.

Kuna ettevõtete varad kasvasid omakapitalist kiiremini, siis suurenes finantsvõimenduse kordaja 1996. aasta 2,18lt 1998. aastaks 2,34le. Seejuures ei ole ettevõtete maksevõime oluliselt muutunud (maksevõime kordaja püsis 0,76-0,77 vahemikus), lühiajaliste kohustuste kattekordaja langes 1,24lt 1,17le.

Vaatamata ettevõttevälise kapitali ulatuslikule kaasamisele ei kasvanud ettevõtluse võlgnevus oluliselt. Sektor tervikuna säilitas oma maksevõime ja rahuldava 10%lise omakapitali tootluse. 1998. aastal võis võrreldes ülieduka 1997. aastaga täheldada omakapitali tootluse ja materiaalse põhivara käibekordaja langust, mis viitab ilmnema hakanud majandusraskuste nõudluspoolsele iseloomule. Ettevõtete kapitaliseeritus ja varad oleksid pidanud võimaldama suuremat realiseerimise netokäivet.

Teades majanduse hilisemat tegelikku arengukäiku võib 1997. aasta arengutes näha liiga kiirele kasvule orienteerumise ja võibolla ka mõningase üleinvesteeringu märke. Kogu 1997. aastal loodud potentsiaali ei õnnestunud täies ulatuses kasutada, mitmed ettevõtlussektori poolt tehtud välisinvesteeringud ei õigustanud ennast. Arvestades aga 1998. aasta lõpus Eestit tabanud välisšokkide mastaapsust tuli ettevõtlussektor siiski kujunenud olukorrast rahuldavalt välja.

## Kasutatud kirjandus

1. Alba, P., Claessens, S., Djankov, S. Thailand's Corporate Financing and Governance Structures: Impact On Firms' Competitiveness. Conference on Thailand's Dynamic Economic Recovery and Competitiveness 20-21 May 1998, UNCC, Bangkok.
2. Caprio, G. Jr., Demirgüç-Kunt, A. The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence, Policy Research Department, The World Bank, February 1997
3. Claessens, S. Djankov, S., Pohl, G. Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic. The World Bank, Policy Research Working Paper No. 1737
4. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., Lang, L. Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia. The World Bank, Policy Research Working Paper No. 2088
5. Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. Who Controls East Asian Corporations? The World Bank, Policy Research Working Paper No. 2054
6. Claessens, S., Dooley, M. P., Warner, A. "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", The World Bank Economic Review, vol. 9, No. 1.
7. Ellerman, D. Voucher Privatization with Investment Funds: A Sure Way to Decapitalize Industry. Transition, December 1998
8. Ellerman, D. Voucher Privatization with Investment Funds: An Institutional Analysis. The World Bank, Policy Research Working Paper No. 1924.
9. Evans, M.K. (1969). Macroeconomic Activity: Theory, Forecasting and Control. Harper & Row, Publishers, New York, USA.
10. Levine, R., Loayza, N., Beck, T.. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. The World Bank, Policy Research Working Paper No. 2059
11. Peterson, W.C. (1988). Income, Employment, and Economic Growth. W.W. Norton & Company, New York, USA.
12. Reekie, W.D., Allen, D.E., Crook, J.N. (1991). The Economics of Modern Business. Second Edition. Blackwell Publishers, Oxford, United Kingdom.