



ÄRIIDEEDE JA ARENDUSPROJEKTIDE FINANTSEERIMINE NING EELARVESTAMINE

Taastuenergia projektide rahastamine. Võimalused ja piirangud

23. novembril 2017. a

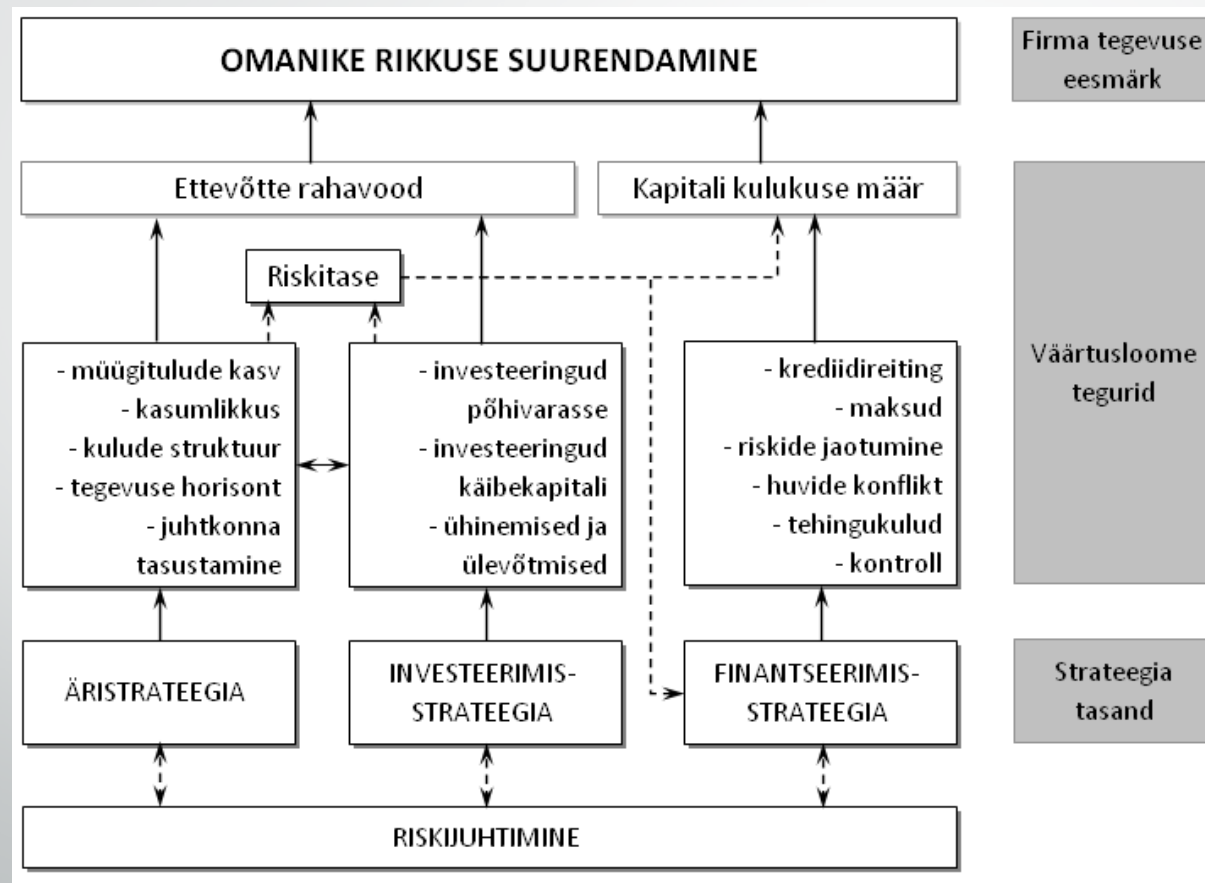
Eesti Maaülikool

Mark Kantšukov

Tartu Ülikooli rahanduse õppejõud

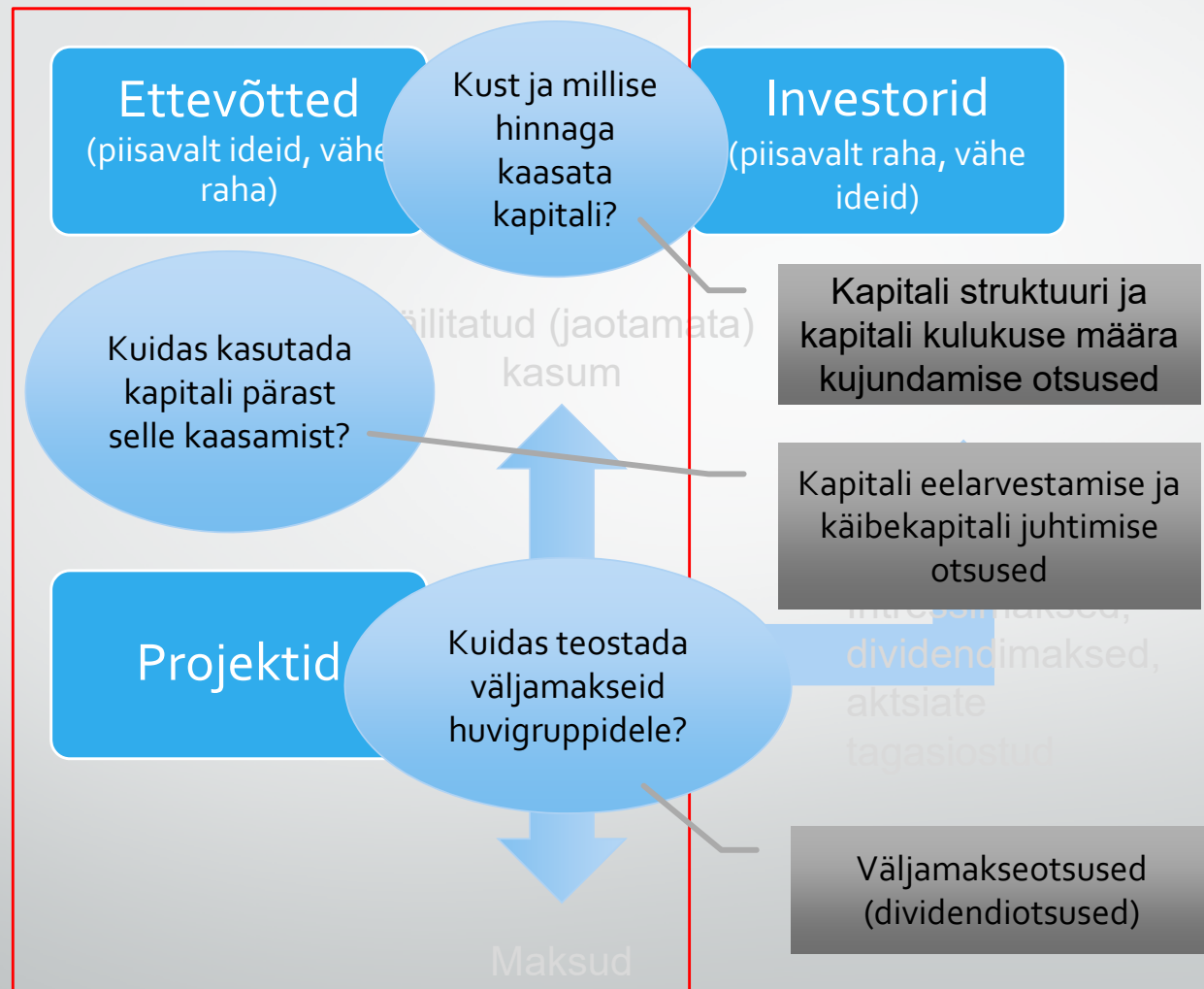
e-post: ecomark@ut.ee

Äriettevõtte tegevuse eesmärk



Autor: dots. P. Sander (Tartu Ülikool)



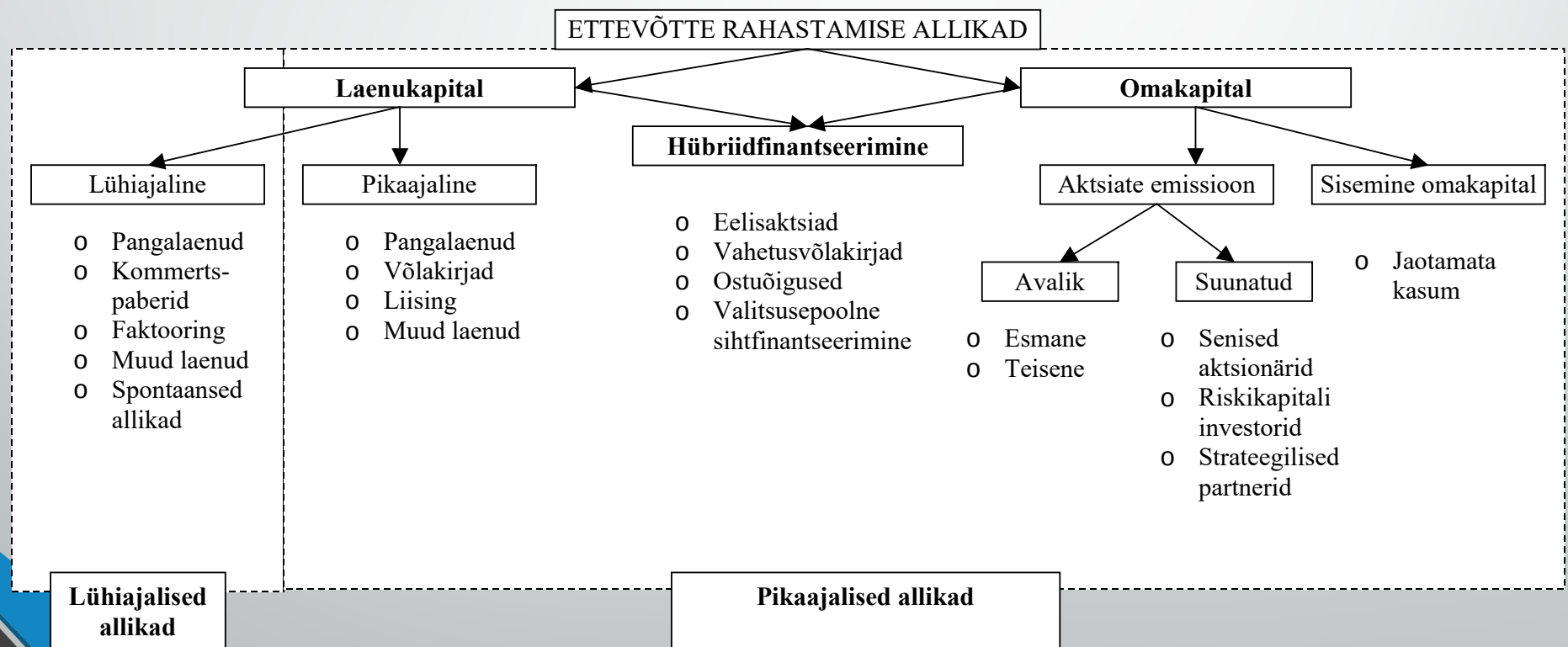


Äriettevõtte rahanduse põhilised probleemvaldkonnad⁴

Ettevõtte finantsjuhtimine

- **Ettevõtte investeerimispoliitika** (*investment policy*), mis hõlmab otsuseid seoses uue põhivara soetamisega, olemasoleva põhivara asendamisega, ettevõtete ühinemiste ja omandamistega jne. Eesmärgiks on selliste investeerimisprojektide vastuvõtmine, mis suurendavad omanikke rikkust (positiivse puhta nüüdisväärtusega projektid)
- **Ettevõtte käibekapitali juhtimise poliitika** (*working capital management policy*), mis hõlmab ettevõtte käibevarade (rahatagavara, varud, debitoorne võlgnevus jms) ja spontaansete kohustuste (kreditoorne võlgnevus jms) juhtimist. Eesmärgiks on tagada ettevõtte normaalne äritegevus omanikele sobiva riskitaseme ja tulususe juures.
- **Ettevõtte finantseerimispoliitika** (*financing policy*) mis hõlmab otsuseid seoses ettevõtte tegevuse ja kavandatavate investeeringute rahastamisega, sealhulgas valikuid oma- ja laenukapitali vahel, valikuid pika- ja lühiajaliste finantseerimisallikate vahel jne. Eesmärgiks on tagada ettevõtte sujuv ja võimalikult odav rahastamine (minimeerida kapitali kulukuse määra)
- **Ettevõtte dividendipoliitika** (*dividend policy*), mis hõlmab otsuseid kas, mil viisil ja kui palju jaotada ettevõtte poolt loodud kasumit omanike vahel

Ettevõtte finantseerimisallikad

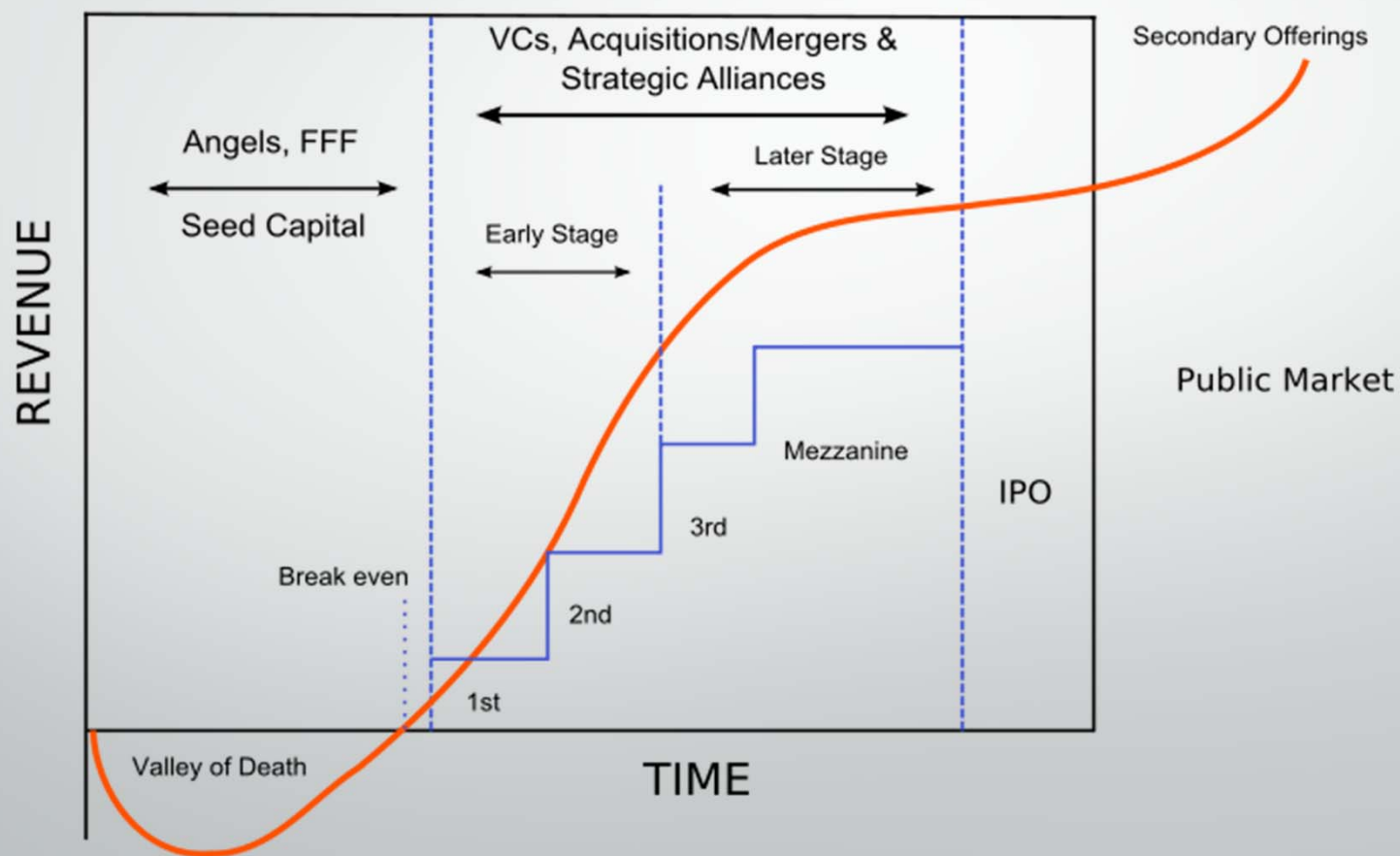


Finantseerimisallika valiku kriteeriumid

- Finantseerimisvajaduse iseloom (ajutine või alaline)
- Finantseerimisvajaduse akuutsus
- Finantseerimisvajaduse maht
- Ettevõtte arengufaas
- Tulevaste rahavoogude iseloom (ajastatus, riskitase, valuuta)
- Laenuandjate poolt seatud piirangud ja nõuded
- Juhtimisega seotud aspektid
- ...
- Kapitali hind

Rahastaja	Arendus- faas	Asutamis- faas	Varajane kasvufaas	Kiire kasvufaas	Väljumis- faas
Ettevõtja					
Sõbrad ja perekond					
Äriinglid					
Strateegiline partner					
Riskikapitali- fondid					
Kindlustatud laenuandjad					
Riiklikud riskikapitalifondid					
Kaubakrediit					
Faktooring					
Hübriid- finantseerijad					
IPO					
Uued investorid, ühinemine					

Ettevõtte finantseerimise tsükkel



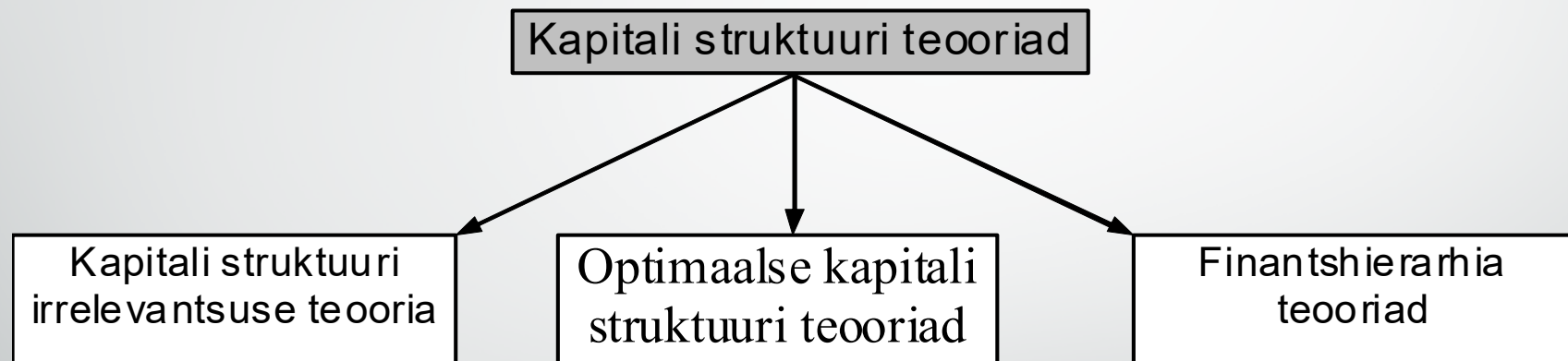
Alustavate ettevõtete rahastamine

- Kõrge vajadus täiendava omakapitali järele
 - kõrged finantsraskustesse sattumise kulud (madal materiaalse põhivara tase)
 - lühike eluiga
- Vajadus lisaressursside järele uute investeeringute elluviimiseks, mille hulk tavapäraselt ületab aastast põhivara kulumit
- Vajadus väliste ressursside järele oma tegevuse finantseerimiseks on väga suur, sest sisemised ressursid on ebapiisavad, et katta uusi investeeringuid põhivarasse ja käibekapitali
- Samal ajal peavad alustavad ettevõtted hoidma finantsilise paindlikkuse taset, et tulla toime areneva sektori konkurentsikäimega
- Areneva ettevõtte kapitalistruktuur peab:
 - püüdma sobitada omavahel varasid ja kohustusi
 - andma ettevõttele finantsreservi, et absorbeerida ebasoodsaid rahavoogude vähenemisi võimaldama kasutada ära reaalse turu võimalusi

Mis on kapitali struktuur?

- Kapitali struktuur kujutab endast kitsamas mõttes pikaajalise laenu- ja omakapitali omavahelist proportsiooni; laiemas mõttes aga kõigi rahastamisallikate omavahelisi proportsioone ettevõttes.
- Kapitali struktuur on seega ettevõtte kasutuses olevate erinevate kapitaliallikate koosseis. Koosseisu osakaalusid väljendatakse tavaliselt protsentidena.
- Kapitali struktuur on keeruliste kompromisside tulemus, mis on mõjutatud:
 - konkurentide kapitalistruktuurist
 - ettevõtte elutsüklist
 - aktsionäride eelistustest
 - turuvõimalused ja -piirangud
 - signaliseerimispoliitikaist

Kapitali struktuuri teooriad



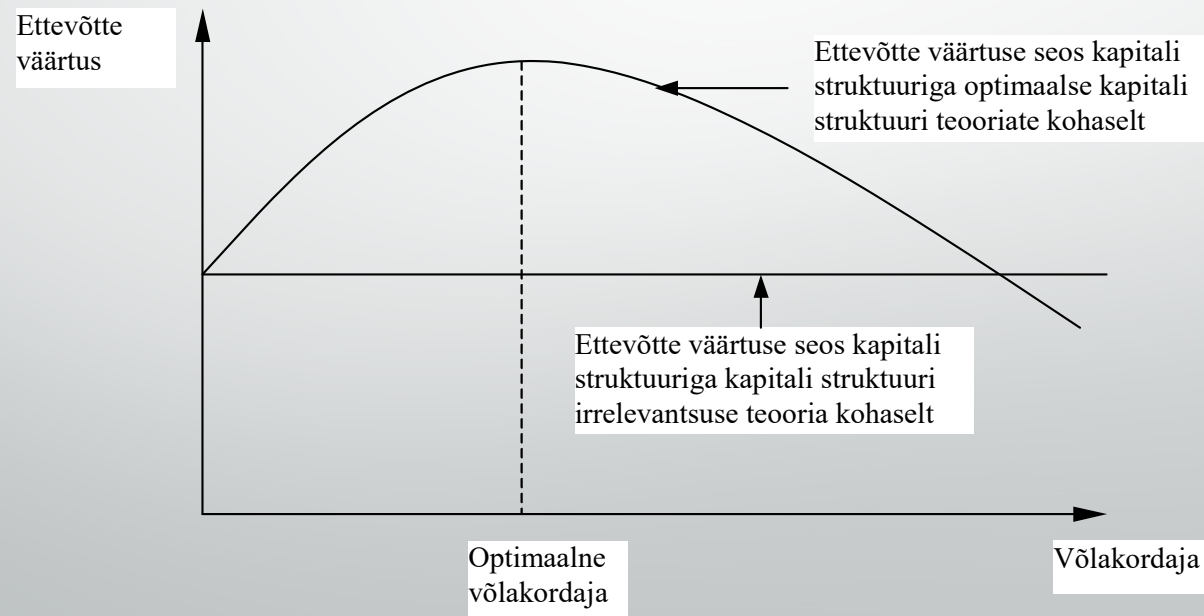
Kapitali struktuuri irrelevantsuse teooria

- Ettevõtte väärtus tekib ettevõtte poolt loodavatest rahavoogudest. See kuidas ettevõtte oma tegevust finantseerib ei mõjuta ettevõtte poolt loodavate rahavoogude suurust, vaid üksnes seda, kuidas toimub nende rahavoogude edasine jagamine erinevate rahastajate (omanikud, võlausaldajad) vahel.
- Vajalikud tingimused:
 - täiuslik kapitaliturg
 - puuduva maksud
 - puuduvad pankrotikulud
 - puuduvad transaktsioonikulud
 - puuduvad agentuurikulud
 - kõigi turuosaliste võrdne ligipääs kapitaliturule
 - homogeensed ootused
 - investeerimisotsuste sõltumatus finantseerimisotsustest



Optimaalse kapitali struktuuri teooria

- Nende teooriate kohaselt eksisteerib teatud optimaalne oma- ja laenukapitali vahekord, mille saavutamisel on ettevõtte kapitali hind minimaalne ja ettevõtte väärtus maksimaalne.



Laenukapitali kaasamise plussid ja miinused

LAENUKAPITALI KAASAMISE EELISED	LAENUKAPITALI KAASAMISE PUUDUSED
Laenukapitali maksueelis (ehk maksukilp)	Võimalikud finantsraskused
Omanike ja juhtkonna vahelise agentuurikonflikti vähenemine	Omanike ja võlausaldajate vahelise agentuurikonflikti teke
	Finantsilise paindlikkuse vähenemine

Laenukapitali maksueelis

- Eestis alates 2000. aastast kehtima hakanud jaotatava kasumi maksustamise tingimustes laenukapitalil üldreeglina maksueelis puudub, kuna
 - Ettevõtte tasandil intressikulused ei maksustata, dividende maksustatakse
 - Eraisikust investori tasandil intressitulused maksustatakse, saadud dividenditulu ei maksustata

Finantsraskustega seotud oodatavad kulud.

- Laenukapitali kasutamine suurendab tõenäosust, et ebasoodsate turutingimuste korral ettevõtte pankrotistub.
- Suurenenud riskitase võib aga vähendada klientide ja tarnijate usaldust ettevõtte vastu ja tuua kaasa netokäibe vähenemise. Juhtub aga ettevõtte tõepoolest pankrotistuma, kaasnevad sellega tasud pankrotihaldurile jms.
- Finantsraskustega seotud oodatavad kulud on leitavad finantsraskuste tekkimise tõenäosuse ning finantsraskuste korral tekkivate kulude korrutisena.

Empiiriliste uurimuste tulemused

- Suur laenukapitali osakaal on ettevõtetes, mida iseloomustab:
 - Investeeringute kõrge tulusus
 - Väikesed kasvuvõimalused
 - Madal äririsk
 - Materiaalse põhivara suur osatähtsus
- Madal laenukapitali osakaal on ettevõtetes, mida iseloomustab:
 - Investeeringute madal tulusus
 - Kõrge kasvupotentsiaal
 - Kõrge äririsk
 - Spetsiifiline põhivara
 - Pikaajalise kasutusega toodete tootmine ja neile toodetele garantii ning järelhoolduse pakkumine

Finantshierarhia teooriad

- Finantshierarhia teooriate kohaselt eksisteerib finantseerimisallikate paremusjärjestus, mille järgimine ettevõtte rahastamisel maksimeerib omanike rikkuse.
- Finantshierarhia teooria kohaselt peaks ettevõtte täies mahus kasutama ära soodsamad finantseerimisallikad enne kui hakkab kasutama vähem soodsaid.

Tüüpiline finantseerimisallikate paremusjärjestus

EELISTUS	FINANTSEERIMISE ALLIKAS	PÕHJENDUS
1	Sisemine omakapital	Puuduvad tehingukulud, puudub info asümmeetria, puudub mõju omanike struktuurile
2	Laenukapital	Info asümmeetria mõju suhteliselt väike, võimalik maksueelis, tehingukulud väikses, võib tekitada aktsionäride ja võlausaldajate vahelisi konflikte ja suurendada pankrotiohtu ning vähendada finantsilist paindlikust
3	Väline omakapital	Tehingukulud üldreeglina suured, informatsiooni asümmeetria mõjutab oluliselt aktsiate turuhinda, võivad toimuda muutused omanike struktuuris

Finantseerimisotsused praktikas

- Finantsjuht peaks arvestama, et finantseerimise otsused võivad lisada väärtust, kui:
 - Nende abil on võimalik vähendada ettevõtte ja tema finantseerijate maksukoormust
 - Suudetakse kirjutada sellised finantslepingud, mis vähendavad huvide konflikti erinevate osapoolte vahel
 - Ühtlustavad varade ja kohustuste tähtaegu
 - On saadud turutingimustest soodsamatel tingimustel (näit. subsideeritud laenud)

Finantseerimisallikate paremusjärjestus Eesti suurettevõtete finantsjuhtide poolt

Finantseerimisallikas	Keskmine skoor*
Ettevõtte siseselt genereeritud vahendid	6,79
Pangalaen	6,16
Võlakirjade emissioon	5,00
Lihtaktsiate suunatud emissioon (senised aktsionärid)	4,53
Lihtaktsiate suunatud emissioon (strateegilised partnerid)	3,16
Vahetusvõlakirjade emissioon	3,05
Lihtaktsiate avalik emissioon	2,26
Eelisaktsiate emissioon	2,21

*Keskmine skoor on arvutatud omistades paremusjärjestuses esikohale paigutatud finantseerimisallikale 8 punkti, teisele 7 jne. Need finantseerimisallikad, mille vastajad jätsid järjestamata omandasid 0 punkti.

Allikas: Sander (2003)

Finantseerimisallikate paremusjärjestus Eesti keskmise suuruse ettevõtete juhtide poolt

Finantseerimisvahend	Reiting
pangalaen	1,94
liising	2,71
valitsusepoolne sihtfinantseerimine	4,18
võlakiri	4,53
vahetusvõlakiri	5,59
lihtaktsiad	5,76

Allikas: Reinhold (2009)

Suurettevõtte rahandus vs. väike-ettevõtte rahandus

1. Väike-ettevõtetel puudub ligipääs finantseerimise avaratele rahastamisvõimalustele
2. Puudub püsiv kapitali kulukuse määr (kapitali hind)
3. Iga (investeerimis)projekt (või suur klient) on väikefirma jaoks olulise tähtsusega, mis paratamatult mõjutab ettevõtte tegevust, likviidsust, kasumlikkust, kapitali struktuuri, tulevikku
4. Väike-ettevõtte peab pidama kinni likviidsuse prioriteedist (kasumlikkuse üle)

A small business is not a little big business

- Omanik ei pruugi olla väärtuse maksimeerija; omanikul võivad olla isiklikud eesmärgid → elustiili realiseerimine läbi ettevõtluse
 - Täiendavalt mitte-rahalisel tegurid võivad mängida suurt rolli otsuste langetamisel
- Väike-ettevõtete jaoks võib ellujäämise eesmärk olla kõrgem ideaalsetest finantspraktikatest seoses piiratud ligipääsuga kapitaliturgudele
- Väike-ettevõtete juhid-omanikud võivad eelistada selliseid rahastamise võimalusi, mis minimeerivad sissetungimist nende ärisse. Osalus ja kontroll dikteerivad rahastamise eelistusi

A small business is not a little big business (2)

- Laenu ja omakapitali traditsioonilised määratlused ei pruugi kehtida väike-ettevõtete suhtes. Nt. laene omanikelt võib tegelikkuses käsitleda omakapitali ühe liigina, kuna laenu tagasimaksmine ei ole kavandatav
- Seoses kõrgema riskitasemega väike-ettevõtete puhul ning likviidsuse kõrgema tähtsusega üle finantstulemuslikkuse “raha ei ole (alati) kuningas”. Seepärast on väga oluline kiiresti kasvava (või kiiresti muutuva) ettevõtte rahavoogude oskuslik juhtimine

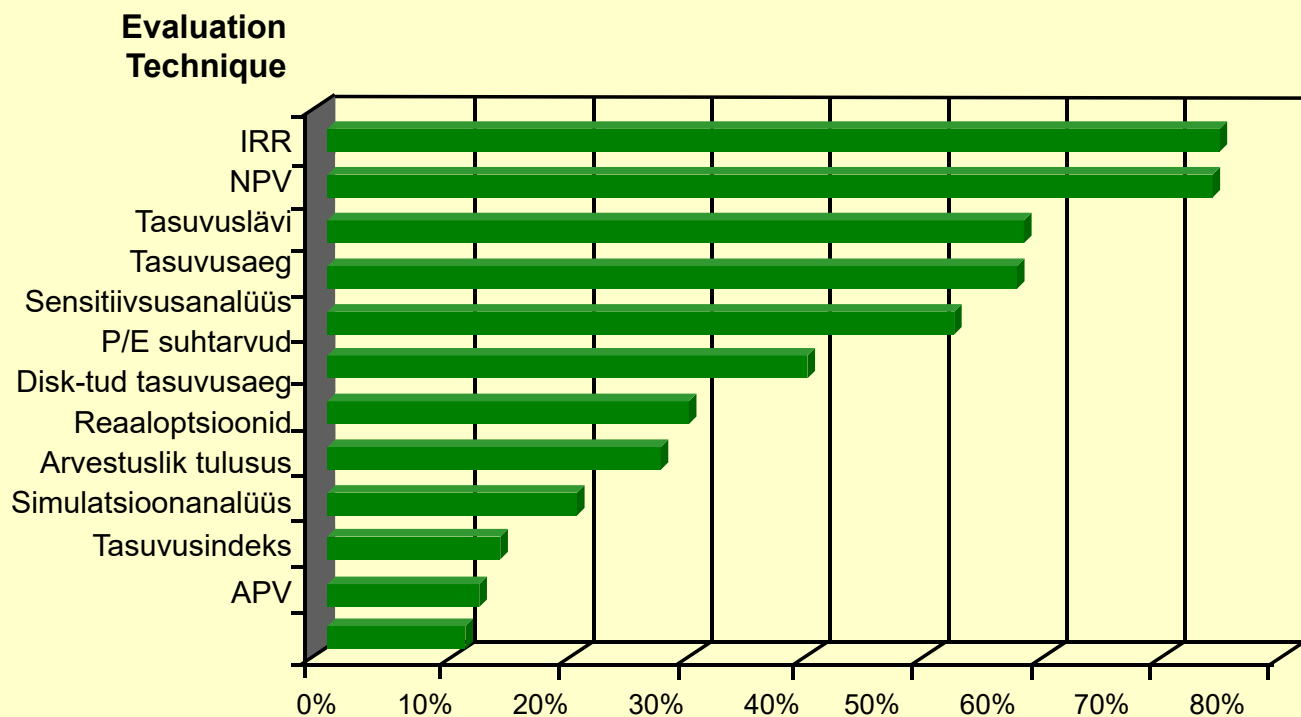
Tasuvusanalüüsi eesmärk

- Kas projekti käivitamine on rahaliselt kasulik?
- Milline oleks optimaalne viis projekti elluviimiseks?
- Kuidas võiksid muutused turul mõjutada projekti tasuvust (projekti riskianalüüs)?
- **Vajalikud andmed:** investeeringu maksumus, projekti kasulik eluiga, oodatavad rahavood, kapitali kulukuse määr (kapitali hind)

Tasuvusanalüüsi meetodid

- Raha ajaväärtust arvestavad
 - Sisemine tulumäär (IRR)
 - Puhas nüüdisväärtus (NPV)
 - Modifitseeritud sisemine tulumäär (MIRR)
 - Diskonteeritud tasuvusaeg
 - Reaaloptsioonide meetod
- Raha ajaväärtust mittearvestavad
 - Projekti arvestuslikud tulususnäitajad
 - (Diskonteerimata) Tasuvusaeg

Tasuvuse hindamise tehnikad – finantsjuhtide eelistused



Source: Data from Graham, John R. and Harvey, Campbell R. "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field," Journal of Financial Economics 60 (2001), p. 187-243.

Kaks tähtsat valemit:

$$WACC = \frac{D}{D + E} \cdot k_D + \frac{E}{D + E} \cdot k_E \quad NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + r)^t} - IO$$

WACC – kapitali kulukuse määr

D – laenukapitali turuväärtus

E – omakapitali turuväärtus

k_D – võlausaldajate nõutav tulunorm (laenukapitali hind)

k_E – omanike nõutav tulunorm (omakapitali hind)

NPV – projekti puhas nüüdisväärtus

CF – projekti rahavoog aastal t

IO – projekti esialgne investeeringukulud

r – diskontomäär (kapitali hind)



Täna tähelepanu eest!