

**2017.A KAALUTUD KESKMISE KAPITALI HINNA (WACC) ARVUTAMISEL
KASUTATAVAD NÄITAJAD**

EKSPERTARVAMUS

Koostaja: Priit Sander, PhD

TARTU 2017

Sissejuhatus

Käesolev ekspertarvamus on koostatud Konkurentsiameti tellimusel hindamaks nende poolt väljatöötatud juhendi „Juhend 2017.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks“ projektis sisalduvaid näitajaid ning nende arvutamise/hindamise metoodikat. Järgnevas ekspertarvamuses keskendutakse eelkõige neile aspektidele, mis on tekitanud poleemikat ettevõtjate hulgas ning muude, käesolevas ekspertarvamises mittekäsitletavate, aspektide osas on võimalik tugineda P. Sanderi poolt 2014. aastal koostatud ekspertarvamusele¹.

¹ P. Sander. Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise metoodika analüüs. Tartu 2014 [<http://www.konkurentsiamet.ee/file.php?26936>]

1. Ettevõtte tulumaksumäära lülitamine regulatiivse WACC valemisse

Eestis kehtivad seadused sätestavad, et hinnaregulatsioonile alluva teenuse hind peab tagama teenust osutavale ettevõttele põhjendatud tulukuse investeeritud kapitalilt. Konkurentsiameti poolt väljatöötatud meetodikate puhul arvutatakse põhjendatud tulukus reguleeritava vara põhjendatud bilansilise maksumuse ning kaalutud keskmise kapitali kulukuse määra (regulatiivne WACC) korrutisena.

Rahandusteoreetilisest vaatepunktist peab regulatiivne WACC tagama selle, et hinnaregulatsioonile alluv ettevõtja, investeerides hinnaregulatsioonile alluva teenuse osutamiseks vajalikesse varadesse (reguleeritav vara), teeniks pikaajaliselt sama suurt maksudejärgset tulusust kui investeerides muudesse, sarnase riskitasemega, varadesse. Ühe sellise sarnase riskitasemega varana on vaadeldav portfelli riskivabast aktivast (valitsuse võlakiri) ja turuportfelli (indeksaktsiast), mis on koostatud nii, et portfelli süstemaatilise riski tase vastaks hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte riskitasemele. Alljärgnev näitlik analüüs baseerub lihtsuse huvides hüpoteetilistel sisendandmetel.

Oletame, et riskivaba instrumendi (valitsuse võlakirja) tulusus on 3%, turuportfelli (indeksaktsia) tulusus on 8% ja hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte beetakordaja on 0.8 ning (lihtsuse huvides) eeldame, et hinnaregulatsioonile alluv ettevõtte ei kasuta laenukapitali ning hinnaregulatsioonil lähtutakse tegelikust kapitali struktuurist². Regulatiivne WACC oleks seega leitav valemiga:

$$WACC = R_f + \beta \cdot (R_M - R_f) = 3\% + 0.8 \cdot (8\% - 3\%) = 7\%$$

Oletame, et hinnaregulatsioonile alluv ettevõtja soetab hinnaregulatsioonile alluva teenuse osutamiseks vajalikku vara (lihtsuse mõttes eeldame, et see on piiramatu kasuliku elueaga, nt maa) 100 000 euro eest. Põhjendatud ärikasumi suurus oleks seega igal aastal 7000 eurot ($0.07 \cdot 100000$). Lähtudes ettevõtetele hetkel kehtivast maksumäärast Eestis (25% netodividendidelt) saab hinnaregulatsioonile alluv ettevõtte 7000 euro suuruse ärikasumi baasilt välja maksta netodividendid suuruses 5600 eurot ning peab tasuma riigile tulumaksu 1400 eurot.

Oletame järgnevalt, et hinnaregulatsioonile alluv ettevõtte soetab 100 000 euro eest finantsvarasid. Kuna tegemist ei ole hinnaregulatsioonile alluva teenuse osutamiseks vajaliku varaga, siis ei lülitata neid finantsvarasid reguleeritavate varade hulka, küll aga saab ettevõtte neilt varadelt teenida finantstulu. Selleks, et soetatud finantsvarade portfelli süstemaatilise riski tase võrduks hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte süstemaatilise riski tasemega, peab portfelli koosnema 80% ulatuses indeksaktsiast (beetakordaja 1.0) ja 20% ulatuses riskivabast aktivast (beetakordaja 0.0). Selliselt portfelli teeniks hinnaregulatsioonile alluv ettevõtte intressitulu 600 eurot aastas ($0.03 \cdot 20000$) ning soetatud indeksaktsiate väärtus kasvaks 6400 euro võrra ($0.08 \cdot 80000$). Hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte maksude-eelne kasum oleks sel juhul 7000 eurot, mille baasil on tal võimalik välja maksta netodividendid suuruses 5600 eurot.

² Lihtsustused on tehtud arvutuskäigu parema jälgitavuse huvides ning ei muuda analüüsi lõppjärel dust maksude arvessevõtmise osas.

Sõltumata sellest, kas hinnaregulatsioonile alluv ettevõtte investeerib teenuse osutamiseks vajaminevatesse varadesse, millelt arvutatakse põhjendatud tulukust lähtuvalt Konkurentsiameti poolt kehtestatud valemitele või turul kaubeldavatesse finantsvaradesse, on väljamakstavate netodividendide suurus sarnase riskitaseme puhul sama. Ka kõik ülejäänud Eesti maksukeskkonnas tegutsevad ettevõtted teeniksid selliselt finantsvarade portfellilt 7000 eurot aastas ning peaksid saadud kasumi jagamisel oma osanikele tasuma riigile tulumaksuks 1400 eurot. **Seega tagab see, kuidas kehtiv regulatsioon võtab arvesse ettevõtte tulumaksu, ettevõtete võrdse kohtlemise ning ei vaja modifitseerimist.**

2. Riskivaba tulumäär

Riskivaba tulumäära arvutamisel võtab Konkurentsiamet aluseks Saksamaa 10-aastase võlakirja viimase viie aasta (2012-2016) keskmise tulususe, millele lisatakse Eesti riigiriski preemia. Saksamaa 10-aastase võlakirja keskmiseks tulususeks aastatel 2012-2016 kujunes 1% $((1,50+1,57+1,16+0,5+0,09)/5 \sim 1\%)$, mida Konkurentsiamet kasutab ka võlakapitali hinna arvutamisel. Konkurentsiameti poolt kasutatav lähenemine ülehindab riskivaba tulusust, mida investoril oleks realselt võimalik teenida 2017 aastal. Saksamaa 10 aastaste võlakirjade tulusus ajavahemikus 2016-2017 kuude lõikes oli alljärgnev.

Tabel 1. Saksamaa 10 aastaste riigivõlakirjade YTM (%) 03.2016-03.2017

	märts.16	apr.16	mai.16	juuni.16	juuli.16	aug.16	sept.16	okt.16	nov.16	dets.16	jaan.17	veebr.17	märts.17
Saksamaa	0.17	0.13	0.13	-0.02	-0.15	-0.13	-0.09	0.00	0.19	0.25	0.25	0.26	0.35

Allikas: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/long_term_interest_rates/html/index.en.html

Libiseva keskmise kasutamine on õigustatud lühiajaliste kõikumiste silumiseks, kuid liiga pika ajaperioodi aluseks võtmine ülehindab riskivabasid tulumäärasid langevate tulumäärade ja alahindab tõusvate tulumäärade tingimustes. Euroopa Komisjoni poolt tellitud uurimuses „*Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization*”³ soovitatakse riskivabade tulumäärade arvutamisel kasutada mitte vanemaid kui ühe aasta vanuseid andmeid (p. 45-47). Asjaolu, et hetkel kasutatakse riskivaba tulumäärana Saksamaa 10-aastase riigivõlakirja viimase viie aasta libisevaid keskmisi, võib avaldada pärssivat mõju hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete võimele kaasata uut laenukapitali. Laenuandjad võivad näha võimaliku ohukohana olukorda, kus tegelik riskivaba tulumäär ületab viimase viie aasta keskmist ja kahelda ettevõtte võimes sellises situatsioonis laene teenindada. **Selle riski elimineerimiseks tasuks regulatsiooni lisada klausel, et riskivaba tulumäärana kasutatakse kas viimase viie aasta riskivabade tulumäärade libisevat keskmist või viimase aasta riskivabade tulumäärade keskmist, sõltuvalt sellest, kumb on kõrgem.** Selline muudatus alandab laenukapitaliga seonduvat riski ja peaks soodsalt mõjuma nii ettevõtete laenukapitali kaasamise võimekusele kui ka vähendama laenuandjate poolt nõutavaid riskimarginaale.

Riskivabade tulumäärade viie aasta libiseva keskmise kasutamise tulemusena ülehindab Konkurentsiameti poolt kasutatav meetodika riskivaba tulumäära suurust 2017. aastal. Regulaatiivse raamistiku stabiilsuse huvides soovib ekspert aga jätkata hetkel kehtiva meetodika kasutamist laenukapitali kulukuse määra hindamisel. Regulaatsiooni muutmist tasub kaaluda vaid siis, kui empiirilised uuringud näitavad olulist ja süstemaatilist erinevust tegelike tingimuste ja regulaatiivse laenukapitali kulukuse määra vahel. Küll aga on soovitatav regulatsiooni täiendada sätetega, mis elimineeriksid riskivaba tulumäära võimalikust kiirest tõusust tingitud riskid.

³ Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization, (2016), A study prepared for the European Commission DG Communications Networks, Content and Technology, Final Report, The Brattle Group, lk. 73.
[http://brattle.com/system/publications/pdfs/000/005/342/original/Review_of_approaches_to_estimate_a_reasonable_rate_of_return_for_investments_in_telecoms_networks_in_regulatory_proceedings_and_options_for_EU_harmonization.pdf?1468846126]

3. Riigi riskipreemia

Eesti riigi riskipreemiana kasutab Konkurentsiamet 0,81%, mis põhineb Eesti riigi riskireitingule (AA-/A1) vastavale riigiriski preemiale (vt tabel).

Tabel 2. Riigiriski preemia sõltuvus riigi riskireitingust (baaspunktides) Moody's andmetel

Riskireiting	Aaa	Aa1	Aa2	A1	A2	A3	Baa2	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3
Krediidiriski preemia (bp)	0	46	57	81	98	139	220	289	347	520	636	751	866	1040	1155

Allikas: Damodaran 2017⁴

Tabelis 2 esitatud riigiriski preemiad on arvatud võttes arvesse kõigi maailma riikide andmeid ning on seetõttu vaid osaliselt mõjutatud Eurotsoonis toimuvast kvantitatiivsest lõdvenemisest (QE).

Eestile ligilähedaselt sarnast riigireitingut omavad eurotsooni riikidest veel näiteks Belgia (Aa3) ning Slovakkia (A2), mõnevõrra madalamad on Läti (A3) ja Leedu (A3) krediidireitingud. Kõigi eelpoolmainitud riikide 10-aastase riigivõlakirjade tulusus ületab Saksmaa riigivõlakirja tulusust viimase aasta jooksul keskmiselt ca 40-60 bp võrra. Konkurentsiameti poolt kasutatav riskipreemia (81 bp) kompenseerib seega osaliselt (suuruses 20bp - 40bp) ka QE tulenevaid mõjusid. Euroopa Komisjoni poolt tellitud uurimuses „*Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization*“ soovitatakse kasutada lisapreemiat suuruses 20bp - 100bp kompenseerimaks QE mõjusid (p. 32)⁵. **Kuna Konkurentsiamet kasutab riskivaba tulumäära hindamisel viieaastast perioodi (mis ülehindab riskivaba tulumäära käesoleval hetkel) ja mitte üksnes eurotsooni riikide andmetel põhinevat riigi riskipreemiat, siis on QE mõjud hinnanguliselt kompenseeritud.**

⁴ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>. *Risk Premiums for Other Markets*.

⁵ Itaalia gaasi- ja elektrisektori regulaator (AEEGSI) on alates 2016. aastast võtnud kasutusele meetodika, mille kohaselt suurendatakse riskivaba tulumäära QE mõjude kompenseerimiseks 50 bp võrra. QE mõjud on Brattle Group analüütikute hinnangul tugevamad madalama krediidireitinguga riikides (*Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization*, p 32). Itaalia riigireiting (Baa2) oli 2017. aasta algul madalam kui Eesti riigireiting (A1).

4. Völakapitali riskipreemia ja völakapitali kulukuse määr

Völakapitali riskipreemia suuruse hindamisel kasutab Konkurentsiamet elektri- ja gaasivõrkude kohta CEERi⁶ riikide andmebaasis sisalduvaid andmeid (vt tabel 3).

Tabel 3. CEERi riikide völakapitali keskmised riskipreemiad

	Völakapitali riskipreemia			
	Elektri põhivõrgu ettevõtja	Elektri jaotusvõrgu ettevõtjad	Gaasi põhivõrgu ettevõtja	Gaasi jaotusvõrgu ettevõtjad
Aritmeetiline keskmine	1,09%	1,17%	1,21%	1,21%
Energeetika ettevõtjate keskmine	1,17%			

Kuna CEERi andmebaas ei sisalda UPT-, kaugkütte- ja vee-ettevõtjate näitajaid, kasutab Konkurentsiamet neisse sektoritesse kuuluvate ettevõtete puhul völakapitali riskipreemiat suuruses 120 bp, mis koosneb 100 bp krediidiriskipreemiast (krediidireitingule A1 vastav krediidiriskipreemia 2017 aasta algul⁷) ning laenukapitali kaasamisega seonduvate täiendavate kulutuste katmiseks mõeldud 20 baaspunktilisest lisapreemiast. Konkurentsiameti poolt kasutatav lähenemine on eksperdi hinnangul adekvaatne.

Völakapitali kulukuse määr 2017. aastaks kujuneb riskivaba tulumäära, riigiriskipreemia ja völakapitali riskipreemia summana ning on vahemikus 2.9% (elektrienergia põhivõrguettevõtja) kuni 3.02% (gaasivõrgu ettevõtjad). Konkurentsiameti poolt 2014. aasta kohta läbiviidud uurimus hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete völakapitali tegeliku hinna ja mahu kohta näitas, et enamikes ettevõtetes oli völakapitali kulukuse määr väiksem Konkurentsiameti poolt 2014. aastaks lubatud tasemest. 76-l ettevõtjal 111-st (68,5%) on pikaajalised laenud seotud kas 1, 3, 6 või 12 kuu EURIBOR-iga. Null EURIBOR-i korral oleksid Konkurentsiameti hinnangul keskmised völakapitali hinnad reguleeritavates ettevõtetes järgmised:

- soojusettevõtjatel 2,75%,
- elektri põhi- ja jaotusvõrguettevõtjatel 2,81%,
- maagaasi jaotusvõrguettevõtjatel 4,42%;
- vee-ettevõtjatel 1,43%,

jäädes enamikes sektorites seega allapoole Konkurentsiameti poolt 2017. aastaks lubatud taset⁸. Kuna hetkel on Euribori tase negatiivne võib tegelik laenukapitali kulukuse määr olla veelgi madalam. Seega leiab ekspert, et **Konkurentsiameti poolt kehtestatud regulatiivne völakapitali kulukuse määr on piisav tagamaks hinnaregulatsioonile alluvatele ettevõtetele põhjendatud tulukust ja katmaks laenukapitali kaasamisega seotud kulusid.**

⁶ CEER. *Report on Investment Conditions in European Countries (confidential): January 13, 2017.*

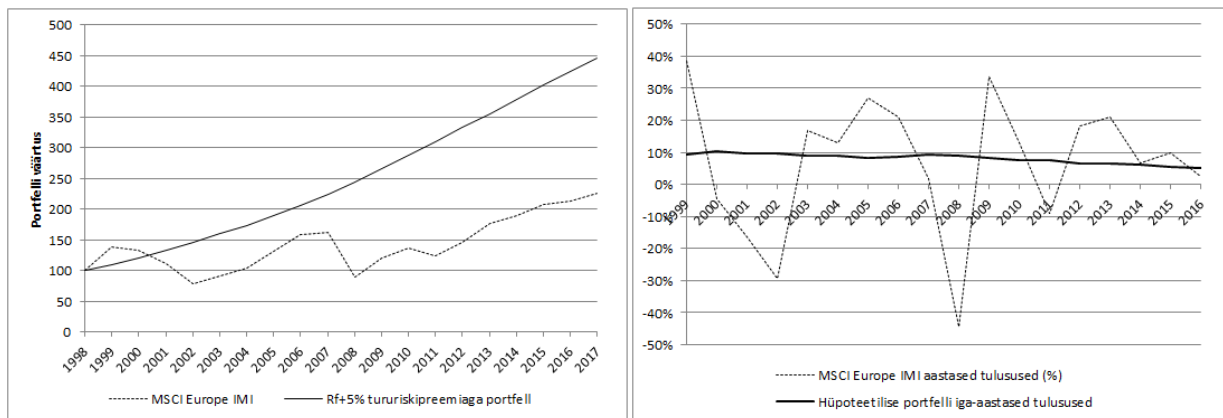
⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, *Ratings, Spreads and Interest Coverage Ratios.*

⁸ Erandi moodustavad maagaasi jaotusvõrguettevõtjad, kellest osa kasutas aga kontsernisisesid laene, mis on saadud turuintressist (suure tõenäosusega) kõrgema intressimääraga.

5. Tururiskipreemia

Konkurentsiamet kasutab tururiskipreemiana 5%, mille aluseks on McKinsey⁹ poolt soovitatud tururiskipreemia 4.7%-5.4% keskmine suurus. McKinsey poolt soovitatud tururiskipreemia põhineb laialt kasutatud leidvale tururiskipreemia iga-aastaselt uuendatavale uuringule, mille autoriteks on Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton. McKinsey hinnang põhineb ajalooliste riskipreemiate aritmeetilisel keskmisel, mida on kohandatud vältimaks nihkeid hinnangus¹⁰. Euroopa riikides on tururiskipreemiad madalamad kui USA-s ulatudes aastatel 2000-2014 4.4% (aritmeetiline keskmine alusel) või 3.1% (geomeetrilise keskmine alusel)¹¹. Prognoosides oodatavat tulumäära üheks aastaks on soovitatud eelistada aritmeetilisi keskmiisi, kuid kui kasutada sama lähenemist mitme järjestikuse aasta vältel, siis aritmeetilise keskmisega kasutamisega seonduv hinnanguviga kumuleerub ning täpsemaid prognoose on võimalik teha geomeetriliste keskimate alusel. Konkurentsiameti poolt kasutatav tururiskipreemia on mõnevõrra kõrgem erinevate EL regulaatorite poolt rakendatavate tururiskipreemiate aritmeetilisest keskmisest (4,77%).

Kasutades pikaajalist ajaloolist keskmist riskipreemiat ning hetkel kehtivat riskivaba tulumäära tuleb CAPM alusel arvatud aktsiaturu hinnanguline tootlus küll madalam viimaste aastate tüüpilisest tootlusest (Tallinna börsil 15.2% p.a. viimasel 5 aastal, Riia börsil 14.6%, Vilniuse börsil 13.3%, S&P 500 14.5%, MSCI Europe IMI 11.4%) ja see võib tekitada tunde, et pakutav kompensatsioon ei ole piisav, kuid kui vaadelda piisavalt pikka perioodi, mis hõlmab ka ikka ja jälle aeg-ajalt asetleidvaid langusperioode, on näha, et Konkurentsiameti poolt pakutav tururiskipreemia on enam kui küllaldane. Alljärgneval joonisel (vasakpoolne graafik) on esitatud MSCI Europe IMI indeksi¹² liikumine alates selle arvutamise algusest (1998) ning sellise hüpoteetilise portfelli väärtused, mille tulusus on iga vastava aasta Saksamaa riigivõlakirja tulususe ja 5% riskipreemia summa. MSCI Europe IMI indeksi aastased diskreetsed tulumäärad ja CAPM alusel arvatud hinnangulised tulumäärad on kajastatud parempoolsel graafikul.



Joonis 1. MSCI Europe IMI ja CAPM alusel arvatud hüpoteetilise portfelli väärtus ja tulusused 1999-2016.

⁹ McKinsey&Company,Inc.; Koller, Tim; Goedhart, M; Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Values of Companies*. 6th Ed. John Wiley & Sons, Inc., lk 274.

¹⁰ Nii näiteks võetakse kohanduste tegemisel arvesse, et ajaloolised andmed sisaldavad üksnes edukate riikide andmeid (survivorship bias) ning erineva pikkusega prognoosihorisonte.

¹¹ *Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization*, p 73.

¹² MSCI Europe IMI indeks hõlmab 1300 ettevõtte andmeid 15-st arenenud Euroopa riigist. Joonisel on kujutatud europõhine kogutuluindeks, millelt on maha arvatud tehingukulud.

Ka Euroopa Komisjoni poolt tellitud uurimuses „Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization“ leiti, et tururiskipreemia vahemikus 5%-5.5% on igati sobilik Euroopa hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete puhul (p. 82). **Konkurentsiameti poolt kasutatav 5% tururiskipreemia pakub eksperdi hinnangul adekvaatset kompensatsiooni süstemaatilise riski kandmise eest ja on pikaajalises plaanis piisav tagamaks hinnaregulatsioonile alluvatele ettevõtetele põhjendatud tulukust.**

6. Beetakordajad

Elektri- ja gaasivõrkude puhul rakendab Konkurentsiamet CEERI¹³ riikide näitajate alusel kujunenud aritmeetilisi keskmisi elektri- ja gaasivõrkude finantsvõimendusega beetasid; soojusettevõtete puhul rakendab Konkurentsiamet Euroopa energiatootmise ettevõtete (73 ettevõtet) keskmist finantsvõimendusega beetat; vee-ettevõtjate puhul Euroopa veesektori ettevõtete (13 ettevõtet) keskmist finantsvõimendusega beetat; universaalse postiteenuse puhul aga võrdlusettevõtete puudumise tõttu Euroopa veesektori ettevõtete (13 ettevõtet) keskmist finantsvõimendusega beetat. Kuna mõned postiettevõtted (Deutsche Post AG, Royal Mail) on ka börsil noteeritud, siis võiks postiteenuse süstemaatilise riski hindamisel arvestada ka nende ettevõtete beetasid (eeldusel, et andmed on kättesaadavad).

Konkurentsiameti poolt kasutatavad lähenemised erinevate hinnaregulatsioonile alluvate sektorite beetakordajate hindamiseks on adekvaatsed ning saadud beetakordajate väärtused põhjendatud tasemel.

¹³ CEER. *Report on Investment Conditions in European Countries (confidential): January 13, 2017.*

7. Täiendavad riskipreemiad

Konkurentsiamet ei rakenda omakapitali regulatiivse kulukuse määra hindamisel täiendavaid riskipreemiaid. Väikeettevõtete väärtuse hindamisel kasutatakse sageli nn väikefirma riskipreemiat ning börsil mittenoteeritud ettevõtete hindamisel mittelikviidsuspreemiat. Üheks levinumaks allikaks väikefirma riskipreemia suuruse hindamisel on Ibbotsoni aastaraamat (Ibbotson® SBBI® Valuation Yearbook). Lisaks Ibbotsonile on väikefirma riskipreemiat käsitletud ka Duff & Phelps poolt igal aastal väljaantavates väärtuse hindamise alastes käsiraamatutes¹⁴ ning mitmetes teadusartiklites (vt nt Peek 2016). Väikefirma riskipreemia sisulise põhjendusena on välja toodud nii väikeettevõtete tulude suuremat volatiilsust, juhtimisotsuste madalamat kvaliteeti, suuremaid kulusid täiendava kapitali hankimisel, aktsia madalamat likviidsust jms. Kui tavalise, vaba konkurentsi tingimustes tegutseva, ettevõtte puhul on kõik ülaltoodud põhjendused intuiitselt loogilised, siis hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete puhul pole sellise riskipreemia kasutamise vajadus ega sobiva riskipreemia suurus selge. Seega vajab väikefirma riskipreemia rakendamise põhjendatus hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete puhul täiendavat analüüsi.

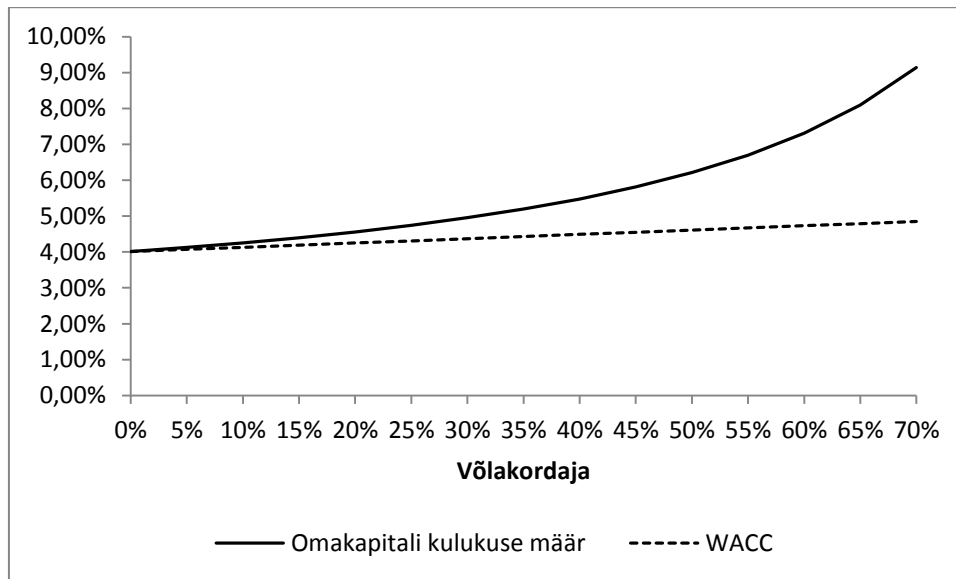
Likviidsusriski preemiat (*liquidity risk premium*) rakendatakse juhul kui tegemist on noteerimata ettevõttega või väga vähelikviidse börsiettevõttega. McKenzie ja Partington (2013) väidavad, et otsus börsil mitte noteeritud olla on ettevõtete vaba valik ning seetõttu ei vaja likviidsusrisk hinnaregulatsioonile alluvates ettevõtetes täiendavat kompensatsiooni kõrgema õigustatud ärikasumi näol. Likviidsusriski preemia sisaldub osaliselt väikefirma riskipreemias, kuna väikeste, börsil noteeritud, ettevõtete aktsiad on pea alati madalama likviidsusega kui suurettevõtete aktsiad. Seega võib mõningane likviidsusriskipreemia väiksemate hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete puhul olla õigustatud. Selle suuruse hindamine vajaks aga täiendavat analüüsi.

Sarnaselt enamike hinnaregulaatoritega ei rakenda ka Konkurentsiamet täiendavaid riskipreemiaid omakapitali regulatiivse kulukuse määra hindamisel. Selliste riskipreemiate vajalikkuse hindamiseks on vaja teha täiendavaid empiirilisi analüüse (sh tuleks sektoripõhiselt analüüsida, kas väiksemad hinnaregulatsioonile alluvad ettevõtted Eestis on riskantsemad kui suuremad ettevõtted ning kas välisbörsidel noteeritud hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete suurus omab mõju aktsiate tootlusele).

¹⁴ Vt nt Duff & Phelps 2015 International Valuation Handbook. Guide to Cost of Capital, Wiley 2015.

8. Kapitali struktuur

Konkurentsiamet kasutab kõigi hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete puhul fikseeritud laenu- ja omakapitali osakaalu (50%/50%). Sama kapitali struktuur on kasutusel nt Austria, Hollandi, Sloveenia, Prantsusmaa ja Tšehhi elektri põhi- ja jaotusvõrkude ning Leedu ja Norra gaasi põhi- ja jaotusvõrkude puhul. Keskmine laenukapitali osakaal hinnaregulatsioonile alluvates ettevõtetes oli Konkurentsiameti poolt läbiviidud uuringu kohasel 2014. aastal ca 34%. Kapitali struktuuri mõju regulatiivsele WACC-ile on tagasihoidlik (vt joonis) ja tuleneb võlakapitali riskipreemiast. Regulatiivse kapitali struktuuri puhul on WACC Vee-ettevõtjate puhul 4.61%; kui lähtuda vee-ettevõtjate tegelikust keskmisest võlakordajast, oleks regulatiivne WACC 4.47% (vt joonis)



Joonis 2. Regulatiivse omakapitali ja kapitali kulukuse määra sõltuvus võlakordajast vee-ettevõtjate näitel.

Konkurentsiameti poolt kasutatav regulatiivne kapitali struktuur ülehindab laenukapitali tegelikku osakaalu ja seoses sellega on ülehinnatud ka regulatiivne WACC. Samas on hinnanguviga väike jäädes tüüpiliselt alla 20 bp. Mõne aasta pärast võiks hinnaregulatsioonile alluvates ettevõtetes läbi viia laenukapitali kasutamise kordusuuringu ja analüüsida laenukapitali mahu muutusi – kui on täheldatav võlakordaja edasine langus, siis võiks kaaluda regulatiivse laenukapitali osakaalu alandamist, praegu on aga regulatiivse järjepidevuse huvides otstarbekas jätkata seniste regulatiivsete osakaalude kasutamist.

Kokkuvõte

Konkurentsiameti poolt kasutatav meetodika regulatiivse WACC-i arvutamiseks ja selleks kasutatavad sisendid 2017. aasta jaoks on üldjoontes rahandusteooriatega kooskõlas ja adekvaatses suuruses. Mõned eripärad selle kasutamisel (nt oma- ja laenukapitali fikseeritud osakaalude kasutamine, sektoripõhised võlakapitali riskipreemiad) on seotud regulatsiooni eripäradega ja lihtsuse taotlusega ning vastavad regulaatorite poolt kasutatud parimale praktikale teistes riikides.

Hetkel Konkurentsiameti poolt kasutatav meetodika sisendite väärtuse leidmisel ülehindab nii laenu- kui omakapitali kulukuse määra suurust langevate intressimäärade ja alahindab tõusvate intressimäärade tingimustest, kuid sellist lähenemist saab pikaajalises plaanis lugeda adekvaatseks ja põhjendatuks seoses sooviga tasandada reguleeritavate teenuste hinnamuutusi. Hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete laenuvõimekuse suurendamise huvides võib regulatsiooni täiendada sätetega, mis elimineeriksid riskivaba tulumäära kiirest tõusust tekkiva riski.

Soovitav on lähiaastatel läbi viia hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete kapitali struktuuri ja laenukapitali kulukuse määra kordusuuring ning analüüsida täiendavate riskipreemiate kasutamise põhjendatust regulatiivse omakapitali kulukuse määra kontekstis.

Konkurentsiameti meetodika ja 2017. aastal jaoks hinnatud sisendite väärtuste alusel arvutatud regulatiivne WACC pakub hinnaregulatsioonile alluvatele ettevõtetele 2017. aastal igati piisavat kompensatsiooni võetud riskide eest ja meetodika on pikaajalises plaanis sobilik tagamaks hinnaregulatsioonile alluvatele ettevõtetele põhjendatud tulukust. Regulatiivse raamistiku stabiilsuse huvides soovitab ekspert jätkata hetkel kehtiva meetodika kasutamist nii laenu- kui ka omakapitali kulukuse määra hindamisel ja modifitseerida seda vaid juhul, kui täiendavad rahandusteoreetilised ja empiirilised uuringud näitavad olulist ja süstemaatilist erinevust tegelike tingimuste ja regulatiivse kapitali kulukuse vahel.

Kasutatud materjalid

P. Sander. Konkurentsiameti poolt väljatöötatud kaalutud keskmise kapitali hinna (WACC) arvutamise meetoodika analüüs. Tartu 2014 [<http://www.konkurentsiamet.ee/file.php?26936>]

Juhend 2017.a kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks, Konkurentsiamet 2017

¹ *McKinsey&Company, Inc.; Koller, Tim; Goedhart, M; Wessels, D. (2015). Valuation: Measuring and Managing the Values of Companies. 6th Ed. John Wiley & Sons, Inc.*

McKenzie, M., Partington, G. (2013) "Risk, Asset Pricing Models and WACC" Report to the AER, 49 p. [<https://www.aer.gov.au/sites/default/files/McKenzie%20and%20Partington%20-%20Risk,%20asset%20pricing%20models%20and%20the%20WACC%20-%20June%202013%20-%20Draft%20rate%20of%20return%20guideline.pdf>]

Review of approaches to estimate a reasonable rate of return for investments in telecoms networks in regulatory proceedings and options for EU harmonization, (2016), A study prepared for the European Commission DG Communications Networks, Content and Technology, Final Report, The Brattle Group, 131 p. [http://brattle.com/system/publications/pdfs/000/005/342/original/Review_of_approaches_to_estimate_a_reasonable_rate_of_return_for_investments_in_telecoms_networks_in_regulatory_proceedings_and_options_for_EU_harmonization.pdf?1468846126]

Peek, E. (2016) A Study of Differences in Returns between Large and Small Companies in Europe. [<https://ssrn.com/abstract=2499205> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2499205>]

Duff & Phelps (2015) International Valuation Handbook. Guide to Cost of Capital, John Wiley & Sons, Inc.