

**KOMMENTAARID KONKURENTSIAMETI POOLT 2023. AASTA WACC
ARVUTUSTELE JA VASTUSED KONKURENTSIAMETI POOLT ASJATUNDJALE
ESITATUD KÜSIMUSTELE**

Koostanud: Priit Sander, PhD
CFO Nõustamisteenus OÜ

Tellijal: Eesti Konkurentsiamet

Sissejuhatus

23.03.2023 pöördus Konkurentsiamet Asjatundja poole sooviga saada kommentaare Konkurentsiameti poolt koostatud 2023. aasta regulatiivse WACC arvutustele ning spetsiifiliselt vastuseid ja/või kommentaare järgmiste punktide osas:

1. Kas aluseks tuleks võtta Saksamaa või Eesti võlakiri? Palun lisada vastav põhjendus.
2. Kas Eesti võlakirja tulususele tuleks/ei tule lisada Eesti riigiriski preemia? Palun lisada vastav põhjendus.
3. Palun põhjendada, kas ja miks peab omakapitalis kasutatav Eesti riigiriski preemia (1,22%) olema suurem võrreldes võlakapitalis kasutatava Eesti riigiriski preemiaga (0,86%).
4. Selleks, et tururiskipreemia osas juba kasutatud põhimõttest mitte kõrvale kalduda (McKinsey pikaajaline näitaja) oleme võrrelnud CEERi riikide viimast teadaolevat keskmist näitajat, milleks on 5,3% ja Damodarani pikaajalist (1973-2022) näitajat, milleks on 5,14% (Damodarani andmebaasis on AAA reitingule vastav tururiskipreemia 5,94%). Võtsime praegu aluseks Damodarani pikaajalise tururiskipreemia 5,14% ning erandkorras (kuni Ukraina sõja lõppemiseni) lisasime geopoliitilise riski 0,52% ($5,14\% + 0,52\% = 5,66\%$). Regulatsiooni põhimõtteid silmas pidades palun esitada selle kohta seisukohad. Lisaks selgitada, kas Damodarani andmebaasis AAA reitingule vastav 2022.a tururiskipreemia 5,94% puhul on aluseks võetud lühiajalised või pikaajalised näitajad.
5. Damodarani andmed põhinevad börsil noteeritud ettevõtjate andmetele ning on teadmata, kui suur osa on selles reguleeritud ettevõtjatel (eeldada võib, et nende osakaal on mitteoluline). Kas on põhjendatud väita, et nimetatud põhjusel võivad Damodarani andmed (võla- ja tururiskipreemiad ning beetad) olla reguleeritud ettevõtjate suhtes pigem ülehinnatud kui alahinnatud, sest vabaturu tingimustes tegutsevate ettevõtjate osakaal on oluliselt suurem ning nende riskid on samuti suuremad (nt WACCi alusel on reguleeritud ettevõtjatele alati tagatud tulukus põhjendatult loetud investeeritud põhivaralt võrreldes vabal turul tegutsevate ettevõtjatega, kes keerulistel aegadel loobuvad ellujäämise nimel üldse tulukusest või halvimal juhul lõpetavad tegevuse).
6. Põhjendada väikeettevõtja riskipreemia mitteametlikku regulatsiooni alla kuuluvatele ettevõtjatele.

Alljärgnevalt on Asjatundja esitanud oma arvamuse ülal loetletud teemade ja küsimuste osas tuginedes oma erialateadmistele ja lähtudes aususe ja erapooletuse põhimõtetest. Asjatundja arvamus ei pruugi ühtida tellija ega kolmandate osapoolte seisukohtadega. Asjatundja ei võta mingit vastutust esitatud arvamuse kasutamisel tekkida võivate kahjude eest.

1. Kas aluseks tuleks võtta Saksamaa või Eesti võlakiri? Palun lisada vastav põhjendus.

Kasutades omakapitali kulukuse määra hindamisel finantsvarade hindamise mudelit (CAPM), tuleb riskivaba tulumäärana kasutada sellise instrumendi tulusust, mis parimal võimalikul viisil vastab riskivaba finantsinstrumendi definitsioonile. Riskivaba finantsinstrumendi tulevaste tegelike rahavoogude suurus peaks olema ette teada, st sellise instrumendiga ei tohiks kaasneda makseriski. Teiseks peaks investoritel olema võimalus vaadeldavast instrumendist kiiresti ja madalate kuludega väljuda, st tegemist peaks olema likviidse instrumendiga.

Iseseisvalt rahapoliitikat kontrolliv riik saab alati raha juurde trükkimise teel koduvaluutas denomineeritud võlga teenindada ning makseriski seega selliste instrumentide puhul ei kaasne. Kuna Eurotsooni riikidel pole võimalik iseseisvalt langetada rahapoliitilisi otsuseid (neid langetab Euroopa Keskpank), siis ei ole tegelikult ükski Eurotsooni kuuluva riigi riigivõlakiri täiesti riskivaba (Damodaran 2008, lk 12)¹. Damodaran soovib kasutada Eurotsooni riikide madalaima tulususega 10 aastast riigivõlakirja europõhise riskivaba intressimäära taseme hindamiseks (Ibid).

Mõlema kriteeriumi osas vastab Asjatundja hinnangul Saksamaa riigivõlakiri tunduvalt paremini riskivaba instrumendi definitsioonile kui Eesti riigivõlakiri. Saksamaa riigireiting on AAA, Eestil aga A1, mistõttu sisaldab Eesti võlakirja tulusus ka tuntavat makseriskipreemiat (jaanuaris 2023 krediidireitingu alusel ca 86 bp, tegelikult aga rohkem tulenevalt Venemaa-Ukraina sõjast tingitud geopoliitilist riskist). Saksamaa riigivõlakirjade maht ja kauplemisaktiivsus on ka oluliselt suuremad Eesti Vabariigi riigivõlakirjade omast. Sellest tulenevalt on nad olulisel määral likviidsemad ning vastavad seega paremini riskivaba instrumendi definitsioonile.

2022. aastal Eestis läbiviidud uurimus näitas, et analüütikute pool kasutatava riskivaba tulumäära aritmeetiline keskmine vastas küsitluse läbiviimise ajal keskmisele Saksamaa 10-aastase tähtajaga riigivõlakirja tulususele (Ceseña 2022, lk 28)². Toona kasutas 3 vastanut 32 küsitletud analüütikust Eesti riigivõlakirjade tulusust riskivaba tulumäära hinnangu alusena, samas kui Saksamaa riigivõlakirjadele tugines 28 küsitlusele vastanut. Seega on ka Eesti riigivõlakirju hindamisvaldkonna praktikute poolt riskivaba tulumäärana kasutatud ja kasutatakse ka edaspidi. Kuna aga Eesti riigivõlakiri pole riskivaba instrument, tuleb selle kasutamisel nõutava tulumäära komponendina olla ettevaatlik, et laenu- ja omakapitali kulukuse määra hindamisel ei arvutataks riski võtmist kompenseerivaid riskipreemiaid topelt.

Juhul kui riskivaba tulumäärana kasutatakse Saksamaa riigivõlakirja tulusust, peaks laenukapitali kulukuse määr sisaldama (vähemalt hetkeseisuga) ka geopoliitilisest riskist tulenevat täiendavat preemiat kui ülejäänud mudelis esindatud komponendid seda ei kompenseeri.

Kasutades riskivaba tulumäärana Eesti Vabariigi 10 aastaste võlakirjade tulusust, ei tohi laenukapitali kulukuse määra hindamise valem sisaldada eraldi komponente riigiriskipreemia ega geopoliitilise riski kompenseerimiseks, kuna need komponendid on juba Eesti Vabariigi võlakirjade tulususes kajastatud.

1 Damodaran, A. (2008) What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block, [<https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskfreerate.pdf>]

2 Ceseña, S. J. P. (2022) "The Application of the Risk-Free Rate of Return in Estonia: A Survey of Financial Industry Practices" University of Tartu, BA Thesis, 52 p.

Omakapitali kulukuse määra hindamisel võib sisalduda omakapitaliinvesteeringute suuremat tundlikkust arvestav riigiriski lisapremia (vt täpsemalt punktid 2 ja 3).

2. Kas Eesti võlakirja tulususele tuleks/ei tule lisada Eesti riigiriski preemia? Palun lisada vastav põhjendus.

Juhul kui regulatiivse laenu- ja omakapitali kulukuse määra hindamine baseerub Eesti riigivõlakirja tulususel, siis tuleb arvestada, et tegemist ei ole riskivaba instrumendiga, st Eesti Vabariigi võlakirja tulusus sisaldab juba Eestiga seotud riigiriskipreemiat (mis tuleneb nii Vene-Ukraina sõjast tingitud geopoliitilisest riskist kui ka muudest riskifaktoritest, mida võtab arvesse Eesti riigireiting). Kuna riigiriskipreemia on omakapitaliinstrumentide puhul reeglina kõrgem (st omakapitaliinstrumendid on reeglina rohkem tundlikud erinevatele riskidele), siis võib mõningane täiendav riigiriskist tulenev lisariskipreemia olla vajalik omakapitali kulukuse määra hindamisel (vt vastus ka järgmisele küsimusele), kuid kindlasti ei tohiks sellisel juhul rakendada mingit riigiriski ja geopoliitilise riski preemiat võlakapitali hinna leidmisel. Samuti peaks krediidireitingul põhinev ettevõtte võlakapitali täiendav riskipreemia sel juhul olema arvatud teistmoodi kui hetkel Konkurentsiameti valemite toodud.

Praegune meetodika võlakapitali hinna leidmisel võib arvestada makseriski osaliselt topelt. Mudeli kohaselt liidetakse riskivabale tulumäärale riigiriskipreemia (mis tuleneb riigi kui laenuvõtja makseriskist) ja seejärel võlakapitali riskipreemia (mis tuleneb ettevõtte kui laenuvõtja makseriskist). Kuna ettevõtte makseriski kompenseeriv riskipreemia (vähemalt krediidireitingu alusel hinnatuna) on arvatud võrreldes riskivaba instrumendiga, toimubki makseriski osaline topelt kompenseerimine. Seega, kui ettevõtja krediidireitingule vastava makseriskipreemia on 1,43% ja Eesti riigi riskireitingule vastav makseriskipreemia on 0,86%, siis peaks tegelikult kasutama mudelis võlakapitali täiendava riskipreemiana nende kahe näitaja vahet ehk siis 0,57%.

3. Palun põhjendada, kas ja miks peab omakapitalis kasutatav Eesti riigiriski preemia (1,22%) olema suurem võrreldes võlakapitalis kasutatava Eesti riigiriski preemiaga (0,86%).

Võlakapitali puhul kasutatav riigiriskipreemia tuleneb otseselt tulumäärade erinevusest kõrgeima krediitireitinguga (AAA) võlakirjade ja Eestile omistatud riigireitingule (A1) vastavate võlakirjade vahel, mis A. Damodarani andmete kohaselt oli 2023. aasta jaanuaris 0,86%. Omakapitali kulukuse määra hindamisel kasutatakse samuti sageli täiendavat riigiriskipreemiat, kuna aktsiate ost madala krediitireitinguga riigis on reeglina riskantsem kui kõrge krediitireitinguga riigis. Samas ei eksisteeri ainuõiget ja kõigi poolt aktsepteeritud metoodikat riigiriski preemia suuruse kindlaksmääramiseks. Damodaran (2020)³ toob välja mitmeid erinevaid võimalusi riigiriski preemia suuruse hindamiseks, sh krediitireitingule vastav makseriski preemia, krediidiriski vahetuslepingutele (CDS) vastav makseriski preemia, erinevate aktsiaturgude suhtelisele volatiilsusele vastav makseriski preemia, krediitireitingule vastav makseriski preemia kohandatuna aktsiaturgude ja võlakirjaturgude keskmise suhtelise volatiilsuse erinevusega. Damodaran (2020) ei võta väga selget seisukohta selles osas, millist nimetatud variantidest peaks kasutama – sarnaselt omakapitalilt nõutava riskipreemiaga tervikuna on valik analüütiku teha, sest tegelik turuosaliste poolt nõutav riskipreemia pole turul jälgitav näitaja.

Asjatundja subjektiivse arvamuse kohaselt on aktsiainvesteeringud enamasti tundlikumad nii positiivsetele kui ka negatiivsetele sündmustele kohalikus majanduskeskkonnas – st kui mingi negatiivne sündmus halvendab riigi võimet tasuda võetud laene (ja toob kaasa riigireitingu languse ning makseriski preemia suurenemise), siis on selle sündmuse mõju aktsiaturgudele tõenäoliselt veelgi tugevam, kuna riik saab nt läbi maksude tõstmise oma finantsilist võimekust laene teenindada osaliselt (ja ajutiselt) suurendada ja seeläbi makseriski vähendada, kuid selliste sammude astumine võimendaks tõenäoliselt veelgi esialgse negatiivse sündmuse mõju aktsiaturgudele. Seetõttu oleks aktsiaturgude võlakirjaturust suurema volatiilsuse arvesse võtmine omakapitali regulatiivse hinna määramisel Asjatundja hinnangul põhjendatud. Samas võib olla põhjendatud ka riigiriskipreemia läbikorrutamine beetakordajaga, sest ettevõtted, mille tulumäär on vähem tundlik süsteemsete riskide suhtes, võivad olla vähem tundlikud ka nende sündmuste suhtes, mis halvendavad riigi võimet võetud laene teenindada.

³ Damodaran, A (2020) Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2020 Edition, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3653512]

4. Selleks, et tururiskipreemia osas juba kasutatud põhimõttest mitte kõrvale kalduda (McKinsey pikaajaline näitaja) oleme võrrelnud CEERi riikide viimast teadaolevat keskmist näitajat, milleks on 5,3% ja Damodarani pikaajalist (1973-2022) näitajat, milleks on 5,14% (Damodarani andmebaasis on AAA reitingule vastav tururiskipreemia 5,94%). Võtsime praegu aluseks Damodarani pikaajalise tururiskipreemia 5,14% ning erandkorras (kuni Ukraina sõja lõppemiseni) lisasime geopoliitilise riski 0,52% ($5,14\% + 0,52\% = 5,66\%$). Regulasiooni põhimõtteid silmas pidades palun esitada selle kohta seisukohad. Lisaks selgitada, kas Damodarani andmebaasis AAA reitingule vastav 2022.a tururiskipreemia 5,94% puhul on aluseks võetud lühiajalised või pikaajalised näitajad.

Damodarani andmebaasis iga-aastaselt uuendatav AAA reitingule vastav tururiskipreemia on arvatud **eeldatava tururiskipreemiana** (*implied risk premium*) ehk sellise tururiskipreemiana, mis võrdsustab turuindeksisse (S&P 500) kuuluvate ettevõtete portfelli tulevikus saadavate oodatavate rahavoogude nüüdisväärtuse turuindeksi (turuindeksisse kuuluvate ettevõtete portfelli) hindamishetke turuväärtusega. Tegemist on olemuslikult tulevikku vaatava näitajaga ja seetõttu loomulikult ka hinnangulise näitajaga. Kuna mudel on üles ehitatud sarnaselt klassikalisele DCF hindamismudelile, siis saab väita et tegemist on pikaajaliste oodatavate näitajate põhise lähenemisega. Damodaran (2020) avab meetoodika täpsema sisu ja arvutuskäigu kuni 2020. aasta alguseni⁴. 2023. aasta alguses oli Damodarani kohaselt ettevaatava mudeli kohaselt turuportfelli tulusus 9,28% ning kasutades dollaripõhist riskivaba tulumäära 3,88% kujunes tururiskipreemiaks 5,94%. Detailsemat arvutuskäiku lahtiselgitatud kujul Asjatundjale teadaolevalt avalikkusele kättesaadavaks pole tehtud.

Asjatundja subjektiivsel hinnangul võiksid eeldatavad tururiskipreemiad (*implied risk premium*) peegeldada paremini konkreetset ajahetket nõutavat tururiskipreemiat kui ajaloolised riskipreemiad. Nii näiteks oli eeldatav tururiskipreemia Damodarani andmebaasis jaanuari 2022 seisuga 4,24%, kuid 24. veebruaril 2022 toimunud Venemaa sõjaline kallaletung Ukrainale muutis maailmamajanduse tunduvalt ebakindlamaks, tõi kaasa inflatsiooni kiirenemise ja sellele reageeringuna intressimäärade tõusu ning ka tururiskipreemia suurenemise. Nii näiteks tõusis Eesti riigiriski arvestav eeldatav tururiskipreemia Damodarani hinnangul 4,94%-lt 2022. aasta alguses 7%-ni 2022. aasta keskpaigas. Ajaloolised tururiskipreemiad aga sellistele sündmustele ei suuda reageerida.

Asjatundja hinnangul võib ajalooline tururiskipreemia suuruses 5,14% alahinnata tururiskipreemia hetketaset. Samas on hinnaregulatsiooni puhul oluline mitte niivõrd ühe kapitali kulukuse määra komponendi ega isegi mitte ühe aasta regulatiivse kapitali kulukuse määra kui terviku vastavus tegelikele tasemetele, kui see, et regulatiivne kapitali kulukuse määr nii pikas kui ka keskpikas perspektiivis vastaks keskmiselt turutasemetele ning et tuuosalistel oleks kindlus selles osas, et see nii on ja nii ka jääb.

Nii regulatiivne laenu- kui ka omakapitali kulukuse määr ületas Asjatundja hinnangul aastaid põhjendatud taset tulenevalt eelkõige asjaolust, et regulatiivses laenu- ja omakapitali kulukuse määra valemite kasutatav riskivaba tulumäära komponent oli tunduvalt kõrgem kui tegelik riskivaba tulumäära tase turul.

⁴ Damodaran, A. (2020) Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2020 Edition [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3550293]

5. Damodarani andmed põhinevad börsil noteeritud ettevõtjate andmetele ning on teadmata, kui suur osa on selles reguleeritud ettevõtjatel (eeldada võib, et nende osakaal on mitteoluline). Kas on põhjendatud väita, et nimetatud põhjusel võivad Damodarani andmed (võla- ja tururiskipreemiad ning beetad) olla reguleeritud ettevõtjate suhtes pigem ülehinnatud kui alahinnatud, sest vabaturu tingimustes tegutsevate ettevõtjate osakaal on oluliselt suurem ning nende riskid on samuti suuremad (nt WACCI alusel on reguleeritud ettevõtjatele alati tagatud tulukus põhjendatuks loetud investeeritud põhivaralt võrreldes vabal turul tegutsevate ettevõtjatega, kes keerulistel aegadel loobuvad ellujäämise nimel üldse tulukusest või halvimal juhul lõpetavad tegevuse).

Tüüpiliselt kuuluvad hinnaregulatsiooni alla ettevõtted, mis on turul kas monopoolses või monopolilähedases seisundis (st ettevõtted, kelle tooted ja teenused on hädavajalikud, kelle toodetele või teenustele puuduvad (mõistliku hinnaga) asenduskaubad ning tulenevalt valdkonna eripärast pole ka oodata, et alternatiivsed pakkujad turule tuleksid) ja kes ilma hinnaregulatsioonita võiksid oma seisundit kuritarvitada, st küsida toote või teenuse tarbijatelt pika perioodi jooksul hinda, mis ületab toote või teenusega seotud kulusid, (sh põhjendatud tulukus ettevõtte investoritele). Hinnaregulatsiooni eesmärk on ühelt poolt tagada, et sellised monopoolse seisundi kuritarvitused aset ei leiaks ning teiselt poolt tagada seda, et hinnaregulatsioonile allutatud toodete või teenustega seotud põhjendatud kulud (sh põhjendatud tulukus investoritele) oleksid kaetud ning ettevõtete jätkusuutlik tegutsemine tagatud. Juhul kui seda suudetaks ideaalselt teha, siis oleks investering hinnaregulatsioonile alluvasse ettevõttesse riskivaba. Praktikas see loomulikult nii ei ole, kuid kuna hinnaregulatsioon võimaldab vajalikud kulud (enamasti) kanda edasi toote või teenuse hinda, siis on hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete riskitase oluliselt madalam kui vabal turul tegutsevate ettevõtjate oma. Riskitase ei ole küll kunagi null (tulenevalt nii regulatsiooniriskist, kui ka asjaolust, et tavaliselt ei toimu kulude edasikandmine tarbijatele koheselt), kuid on reeglina madalam kui sarnaste kuid mitte-monopoolses seisundis ettevõtete riskitase.

Hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte riskitase sõltub muuhulgas ka sellest, millist hinnaregulatsiooni meetodikat vastavas riigis kasutatakse. Nii näiteks on hinnalae (*price-cap*) meetodika puhul süstemaatilise riski tase suurem kui põhjendatud tulukuse (*rate-of-return*) meetodika kasutamise korral⁵. Hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete madalam riskitase võrreldes tavaettevõtetega peegeldub eelkõige nende beetakordajates. Seega, kui hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete puhul kasutatakse sektoripõhiseid beetakordajaid ning sektoripõhiste beetakordajate arvutamise aluseks olevasse valimisse kuulub ka ettevõtteid, mis tegutsevad tavakonkurentsiga turul (või mille puhul on hinnaregulatsiooni aluseks kõrgemat riskitaset kaasatav meetodika), siis on tõenäoline, et sektori beetakordaja ülehindab süstemaatilist riski hinnaregulatsioonile alluva ettevõtte jaoks.

Ka muud riskipreemiad (v.a tururiskipreemia, mis korrutatakse läbi süstemaatilist riski väljendava beetakordajaga), mida omakapitali kulukuse määras võidakse kasutada (nt lisapreemia seoses ettevõtte väiksusega; riigiriskist tulenev riskipreemia, kui seda omakapitali kulukuse valemis ei korrigeerita beetakordajaga) võivad olla hinnaregulatsioonile alluvates ettevõtetes madalamad või puududa üldse.

Laenukapitali puhul võib konkurentsile avatud ettevõtete puhul võlakapitali riskipreemia olla suurem kui hinnaregulatsioonile alluvates, monopoolses või monopolilähedases seisundis olevates

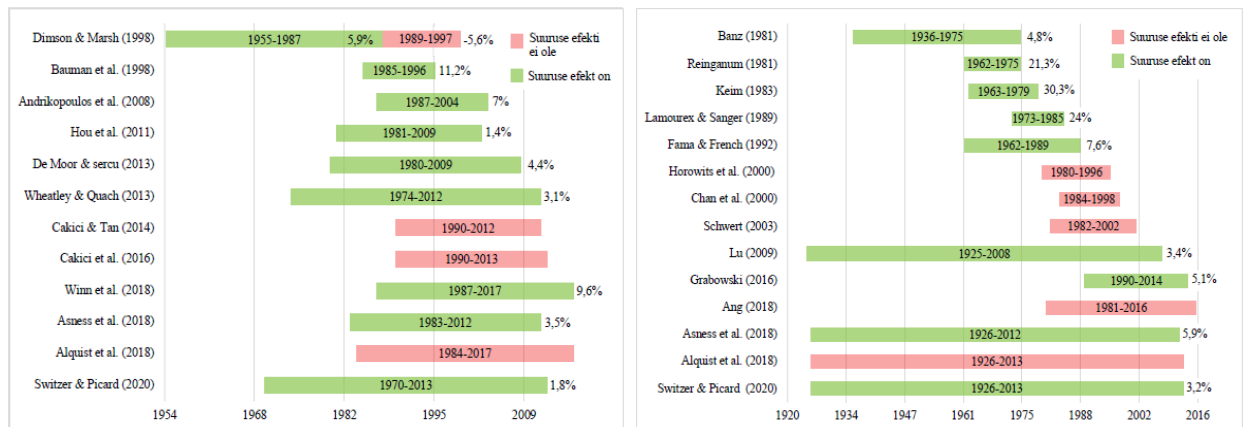
⁵ Alexander, I., Mayer, C. and Weeds, H. (1996), Regulatory structure and risk: An international comparison, World Bank Policy Research Working Paper 1698.

ettevõtetes. Nii näiteks on Bogner (2002) väitnud, et hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete laenukapital on riskivaba ja seetõttu täiendava riskipreemia kasutamine pole otstarbekas⁶. Seetõttu võib krediidireitingutel põhinev võlakapitali riskipreemia ülehinnata mõistliku võlakapitali riskipreemiat hinnaregulatsioonile alluvates ettevõtetes. Kas ja kui suures ulatuses see ka Eestis toimub vajaks täiendavat empiirilist analüüsi.

⁶ Bogner, S. (2002) Gutachten zur Bestimmung einer neuen Systematik der Finanzierungskosten für Betreiber von Elektrizitätsnetzen sowie die Bestimmung angemessener Berechnungsfaktoren.

6. Põhjendada väikeettevõtja riskipreemia mitteamvestamist regulatsiooni alla kuuluvatele ettevõtjatele.

Väikeettevõtja riskipreemia (*small cap premium*) peegeldab täiendavat tulusust, mida väiksemate ettevõtete aktsiad väidetavalt pakuvad võrreldes suuremate ettevõtete aktsiatega ja mis peaks kompenseerima väiksemate ettevõtete suuremat riskitaset. Väikeettevõtja riskipreemia kasutamise osas pole akadeemilises maailmas erilist üksmeelt. Terve rida rahandusteadlasi ei pea põhjendatuks sellise riskipreemia kasutamist (nt Ang 2018⁷, Damodaran 2020⁸ jt), samas kui teised peavad sellise riskipreemia kasutamist vajalikuks ja põhjendatuks (nt Grabowski 2018⁹, Peek 2019¹⁰ jt). Suuresti on see tingitud asjaolust, et empiirilised uuringud selle kohta, kas väiksemad ettevõtted pakuvad investoritele kõrgemat tootlust või mitte, on andnud vastuolulisi tulemusi (ning seda isegi ühe ja sama ajaperioodi ja riigi andmeid analüüsid). Alljärgnevalt on esitatud valik erinevatest uuringutest suuruse seosest lisatootlusega aktsiaturul.



Joonis. Ülevaade empiirilistest uuringutest suuruse seostest aktsiate tulususega¹¹. Vasakpoolsel graafikul on esitatud erinevates riikides väljaspool USA-d või riikide ülestel andmetel teostatud uuringute tulemused, parempoolselt graafikul USA-s teostatud uuringute tulemused.

Mitmed teadusuuringud (nt Heston et al 1999, Barry et al 2002) Euroopa ettevõtete kohta on näidanud, et Euroopa ettevõtete puhul tulenes märkimisväärne osa suuruse mõjust tulumääradele riigisisest ettevõtete suuruse erinevusest (st kui tegemist on vastava riigi tüüpiliste börsiettevõtetega võrreldes suurte ettevõtetega, siis lisatulusust aktsiaturul selle ettevõtte puhul ei pakkunud, isegi kui rahvusvahelises mastaabis oli see ettevõtte suhteliselt väike) ning neis riikides, kus börsiettevõtted olidki

⁷ Ang, C. S. (2018). The Absence of a Size Effect Relevant to the Cost of Equity. *Business Valuation Review*, 37(3), 87-92. DOI: 10.5791/BVR-D-17-00013.1

⁸ Damodaran, Aswath, *Equity Risk Premiums: Determinants, Estimation and Implications - The 2020 Edition* (March 5, 2020). NYU Stern School of Business, [https://ssrn.com/abstract=3550293]

⁹ Grabowski, R. J. (2018). The Size Effect Continues To Be Relevant When Estimating the Cost of Capital. *Business Valuation Review*, 37(3), 93-109. DOI: 10.5791/BVR-D-18-01000.1

¹⁰ Peek, Erik, *A Study of Differences in Returns between Large and Small Companies in Europe* (April 30, 2019). [https://ssrn.com/abstract=2499205]

¹¹ Allikas: Rahn ja Rein (2021), *Ettevõtte väiksusest tingitud riskipreemia kasutamine ettevõtte väärtuse hindamisel Eesti praktikas*, Tartu Ülikool, magistritöö.

keskmiselt väiksemad, ei olnud aktsiate tulusused keskmiselt suuremad kui neis riikides kus börsiettevõtete keskmine suurus on suurem¹².

Samuti on akadeemilises kirjanduses sageli leitud, et suurus *per se* ei ole riski mõjutav tegur, vaid üksnes *proxy* muudele, tegelikult riskitaset mõjutavatele, teguritele (nagu nt madal likviidsus, kõrgem krediidirisk jne). Kuigi intuiitiivselt on väiksemad ettevõtted riskantsemad (st neid iseloomustab tulude suurem volatiilsus, juhtimise madalam kvaliteet, raskused täiendava kapitali hankimisel jne ning kõigest eelnevast tulenev suurem tõenäosus pankrotistuda, aga ka aktsiate madalam likviidsus võrreldes suuremate ettevõtete aktsiatega jms), ei pruugi suur osa väiksemate ettevõtete seonduvast riskist olla aktsiaturu poolt tegelikult kompenseeritav, kuna tegemist on ettevõttespetsiifilise ja seetõttu hajutatava riskiga.

Välisriikides praktikute hulgas läbiviidud küsitlusuuringud on näidanud, et eri riikides on väikefirma riskipreemia kasutamine omakapitali kulukuse määra komponendina erineval määral levinud. Nii näiteks kasutavad Austraalias enamik analüütikutest finantsvarade hindamise mudelit selle esialgsel kujul, ilma sinna lisariskipreemiaid lisamata ning üksnes veerand vastanutest kasutas väikefirma riskipreemiat (KPMG 2017)¹³. Tšehhis kasutas väikefirma riskipreemiat 2010. aastal avaldatud uuringu kohaselt ca 40% vastanud analüütikutest (Kolouchova ja Novak 2010)¹⁴. Eesti hindamispraktikas on suurusega seotud riskipreemia kasutamine tavapärase (Rahnu ja Rein 2021). Eestis hindamispraktikute hulgas puudub aga ühtne arusaam sellest, millisel juhul kasutada täiendavat riskipreemiat ja millisel juhul mitte ehk mis piirist alates on ettevõtte piisavalt suur, et mitte olla mõjutatud tüüpilistest suurusega/väiksusega seotud riskifaktoritest (*Ibid*).

Monopoolne seisund ja sellest tulenev hinnaregulatsioon, eriti *rate-of-return* tüüpi regulatsioon, mida kasutatakse ka Eestis, vähendab märkimisväärselt ettevõtte üldist riskitaset, kuna võimaldab sisendhindade muutused üle kanda tarbijatele ning sestap pole hinnaregulatsioonile mittealluvate ettevõtete baasil empiirilisel leitud riskipreemiate ülekandmine hinnaregulatsioonile alluvatele ettevõtetele õigustatud. Kuigi eksisteerib üksikuid riike ja ajaperioode, kus hinnaregulaator on lubanud põhjendatud tulukuse arvutamisel arvesse võtta ka ettevõtte suurus/väiksust¹⁵, on nende poolt lubatud riskipreemiad võrreldes hinnaregulatsioonile mittealluvate ettevõtete hindamisel rakendatavatega tunduvalt väiksemad. Samuti leidub akadeemilisi uuringuid, milles on näidatud, et kommunaalettevõtete (*Public Utilities*) puhul ei ole suurus statistiliselt oluliseks riskifaktoriks (Wong 1993)¹⁶.

Tulenevalt nii varasemast regulatsioonipraktikast erinevates riikides, üksikutest tehtud uuringutest kommunaalteenuseid pakkuvate ettevõtete kohta kui ka üsna vasturääkivatest empiiriliste uuringute

¹² Barry, C. B., Goldreyer, E., Lockwood, L., Rodriguez, M. (2002). Robustness of size and value effects in emerging equity markets, 1985-2000. *Emerging Markets Review*, 3(1), 1-30. DOI: 10.1016/S1566-0141(01)00028-0

Heston, S. L., Wessels, R. E., Rouwenhorst, K. G. (1999). The Role of Beta and Size in the Cross-Section of European Stock Returns. *European Financial Management*, 4, 9-28. DOI: 10.1111/1468-036X.00077

¹³ KPMG. (2017). Valuation practices survey KPMG 2017. [<https://www.studocu.com/en-au/document/university-of-melbourne/corporatefinancial-decision-making/other/valuation-practices-survey-kpmg-2017/10703312/view>]

¹⁴ Kolouchova, P., Novak, J. (2010). Cost of equity estimation techniques used by valuation experts. IES working paper 8/2010. Retrieved from: <https://core.ac.uk/download/pdf/6447918.pdf>

¹⁵ Näiteks Suurbritannia energiaregulaator Ofgem lubas 2002. aastal kasutada väikefirma riskipreemiat suuruses kuni 0.8%. Belgia energiaturu regulaator CREG lubas 2004. aastal kasutada täiendavat riskipreemiat seoses ettevõtete aktsiate vähese likviidsusega suuruses 0.3%-0.7%.

¹⁶ Wong, A. (1993). Utility stocks and the size effect: An empirical analysis. *Journal of the Midwest Finance Association*, pp. 95–101.

tulemustest väikeettevõtja riskipremia osas üldiselt ei pea Asjatundja hetkel piisavalt teoreetiliselt põhjendatuks sellise riskipremia lisamist regulatiivse kapitali kulukuse määra hindamise valemitesse. Küll aga leiab Asjatundja, et see teema vajaks põhjalikku täiendavat uuringut ning kui uuringutulemused kinnitavad sellise riskipremia olemasolu ka hinnaregulatsioonile alluvate ettevõtete puhul, siis selle sisseviimist regulatiivse kapitali kulukuse määra valemitesse vastavalt tehtud uuringu tulemustele.