

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Joonas Kaskmäe

**SANEERIMISMENETLUS – ETTEVÕTETE VÄHE
KASUTATUD PÄÄSTERÕNGAS**

Bakalaureusetöö

Õppekava TABB02/09, peeriala ärirahandus

Juhendaja: Karin Jõeveer, PhD

Tallinn 2021

Deklareerin, et olen koostanud lõputöö iseseisvalt ja olen viidanud kõikidele töö koostamisel kasutatud teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele, ning ei ole esitanud sama tööd varasemalt ainepunktide saamiseks. Töö pikkuseks on 7258 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Joonas Kaskmäe

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 164459TABB

Üliõpilase e-posti aadress: joonas.kaskmae@gmail.com

Juhendaja: Karin Jõeveer, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE.....	5
SISSEJUHATUS.....	6
1. SANEERIMISE OLEMUS	8
1.1. Ettevõtete maksejõuetuse olemus	8
1.1.3 Ähvardav maksejõuetus.....	9
1.2. Saneerimisseadus ja selle vajadus	9
1.3 Saneerimismenetlus	11
1.3.1 Saneerimismenetluse osapooled	11
1.3.3 Saneerimiskava	12
1.3.4 Saneerimiskava hääletamine ja kinnitamine.....	13
1.4 Eelnevalt teostatud uuringud	13
1.4.1 Jaapan	14
1.4.3 General Motors	17
2. VALIM JA METOODIKA.....	19
2.1. Ettevõtete valim.....	19
2.2 Metoodika.....	21
2.1.1 Edward Altmani Z-skoori pankrotimudel.....	21
2.1.2 T-testid.....	23
2.1.3 Saneerimismenetluse läbinud ettevõtted.....	23
3. TULEMUSED JA JÄRELDUSED	25
3.1 Altmani Z''-skoor	25
3.1.1 T-testid.....	25
3.1.2 Z-skoor.....	26
3.2 Saneerimise mõju saneerimiskava läbinud ettevõtetele	28
3.2.1 Aru Grupp AS.....	28
3.2.2 Väätsa Agro AS.....	31
3.3 Järeldused ja ettepanekud	34
KOKKUVÕTE	36
SUMMARY.....	39
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	41
LISAD.....	43

Lisa 1. Ettevõtete valimi Z-skoorid	43
Lisa 2. Lihtlitsents	45

LÜHIKOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks on uurida saneerimisavalduse teinud ettevõtete finantsandmeid E. Altmani Z''-skoori pankrotimudeliga ning hinnata esimese astme kohtu otsust ettevõtete valikul. Lisaks analüüsida kahe saneerimismenetluse läbinud ettevõtte finantsandmeid enne saneerimist, selle ajal ning lõpus. Analüüsiks arvatati ettevõtete puhasrentaabluse(ROA), lühiajalise võlgnevuse kattekordaja ning võlakordaja näitajad. Töö empiirilise analüüsi algandmed saadi Eesti Registrate Infosüsteemide keskuselt. Uurimisobjektiks on Eestis registreeritud ettevõtted, mille puhul on töö autor leidnud Riigi Teatajast kohtukaasuse, milles räägitakse saneerimismenetluse teostamisest.

Testimaks Z''-skoori sobilikkust ettevõtete hindamisel küsis töö autor lisaks valimis olevate ettevõtete andmetele ka võrdluseks elujõuliste ettevõtete andmeid Registrate ja Infosüsteemide keskusest. Eesmärk oli teostada t-test hindamaks kas elujõuliste ettevõtete Z''-skoori suhtarvude keskväärtused on statistiliselt oluliselt erinevad saneerimismenetluses läbi kukkunud ettevõtete omadest. Kõikide suhtarvude näitajad erinesid statistiliselt oluliselt, seega sai kinnitust Z''-skoori võimekus ettevõtete hindamisel.

Analüüsi käigus sai arvatatud 54 ettevõtte Z''-skoorid ning lahterdatud nad vastavalt kava kinnitamise/mitte kinnitamise järgi. Valimis olnud ettevõtetest leiti, et 33,3% juhul oli ettevõtte pankrotimudeli järgi suures pankrotiohus ning poleks pidanud kinnitatud saama. Samas see illustreerib ka saneerimismenetluse raskust – ainuüksi finantsandmete põhjal otsuseid teha on keeruline.

Edukalt saneerimise lõpetanud ettevõteteks sai valitud Aru Grupp AS ja Väätsa Agro AS. Mõlema ettevõtte finantsuhtarvude analüüs tõestas saneerimise efektiivsust – võlgade ümberkujundamise teel suudeti madalseisust välja tulla menetluse lõppedes.

Võtmesõnad: finantsraskused, saneerimismenetlus, finantsuhtarvud, Altmani pankrotikordaja

SISSEJUHATUS

Bakalaurusetöö teemavalik lähtus töö tegemise aastal (2020) maailmas väga kiirelt ja laialdaselt levinud Covid-19 viiruse tagajärjedest. Sellega kaasnes järsk majanduse langus ning paljud ettevõtted pidid oma tegevuse ümber struktureerima või lausa seiskama. Eesti Vabariigis kehtestatud eriolukord kestis 12.03.2020 kuni 17.05.2020 - selle kestus oli kaks kuud, kuid mõjud on pikaajalised. 2020 aasta aprilli andmetest saab lugeda, et ettevõtete maksuvõlg suurenes kuu ajaga 51,5%, ehk kasvas 250-lt miljonilt 379 miljonini. Samal ajal vähenes ettevõtete käive 7,8% (võrdluses 2020 I ja II kvartal). (EAS, 2020)

Selline majanduslangus pole ajaloos esimene ning tõenäoliselt ei jää see ka viimaseks. Raskustesse sattunud ettevõtted mõjutavad aga üleüldist majanduse käekäiku – kaovad töökohad, kaovad töötajad ning vähenevad ka riigile makstavad maksud. Eesti seadusandluses on esindatud kolm erinevat maksejõuetusmenetlust – pankrotimenetlus, võlgade ümberkujundamise menetlus ning saneerimismenetlus. Neist kolmest viimase, saneerimismenetluse, eesmärk on ettevõtte tervendamine ning ümber struktureerimine nõnda, et säiliks ettevõtte tegevus, samal ajal arvesse võttes võlausaldajate huve. (Maksejõuetus - Eesti , 2020)

Saneerimismenetlus on kasutusel olnud juba üle 10 aasta, kuid praktika näitab, et sellega on palju probleeme – paljude saneerimiste läbikukkumiste tõttu on see saanud ettevõtjate seas pigem plekilise maine. Menetlust luues eeldati, et ettevõtjad esitavad avalduse ajal, mil on veel võimalik ettevõtet majanduslikult turgutada, aga praktikas pigem jäädakse sellega hiljaks. Samuti on näha olnud olukordi, kus võib aimata, et saneerimisega tahetakse maksejõuetust tahtlikult edasi lükata ja kasutada aega püsiva maksejõuetuse süvendamiseks või varade kantimiseks. (Väikenurm, 2017)

04.12.2008 aastal vastu võetud saneerimisseadus reguleerib ära kuidas kogu protsess välja näeb, aga päris paljuski on jäetud kohtu otsustada. Eraldi mõõdikuid selle jaoks ei ole. Ettevõtja esitab kohtule avalduse saneerimiseks ning lisab sellele erinevaid dokumente, sh ka ettevõtte eelmise majandusaasta raamatupidamisaruande. Esialgse hinnangu majanduslikule seisule annab kohus – kas üldse võetakse menetlusse.

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks on uurida saneerimisavalduse teinud ettevõtete finantsandmeid E. Altmani Z''-skoor pankrotimudeliga ning hinnata esimese astme kohtu otsust ettevõtete valikul. Lisaks vaadelda kahe ettevõtte edukust saneerimismenetluse läbimisel. Töö käigus keskendutakse järgmistele uurimisküsimustele:

1. Kui suur osakaal saneerimiskavadest kinnitatakse?
2. Kas E. Altmani Z''-skoori pankrotimudeliga on võimalik hinnata Eestis tegutsevate ettevõtete elujõulisust ja läbi selle ka saneerimiskõlbulikkust?
3. Kui palju pankrotiohus ettevõtteid on E. Altmani Z''-skoori mudeli hinnangul sattunud saneerimismenetlusele?

Töös kasutatavad andmed pärinevad Eesti Registrate ja Infosüsteemide keskuselt, ettevõtete saneerimisavalduste tegemiste aastad jäid vahemikku 2008 – 2019. Uurimisküsimustele vastuste leidmiseks kasutati t-teste ning E. Altmani Z''-skoori pankrotimudelit.

Käesolev töö on jaotatud kolme peatükki. Esimeses peatükis tutvustatakse ettevõtete makseraskuste olemust, saneerimisseadust ja selle läbimise etappe. Lisaks tuuakse välja teistes riikides tehtud empiirilisi uuringuid seoses ettevõtete saneerimisega. Teises peatükis tutvustatakse töös kasutatud andmeid ning valimeid ning meetodeid. Kolmandas peatükis tehakse ülevaade analüüsi tulemustest ja järeldustest.

1. SANEERIMISE OLEMUS

1.1. Ettevõtete maksejõuetuse olemus

Seaduses pole otseselt defineeritud maksejõuetust kui mõistet, kuid Pankrotiseaduse § 1 järgi jaotub maksejõuetus kaheks. Esiteks võlgnik on maksejõuetu juhul kui ta ei suuda võlausaldajate nõudeid rahuldada ning see ei ole majanduslikust olukorrast võetuna ajutine. Teiseks juriidilisest isikust võlgnik on maksejõuetu ka siis, kui tema varad ei ületa kohustusi ning see ei ole ajutine olukord.

Sõna pankrot on õiguskeeles Pankrotiseaduse § 1 lõike 1 järgi sõnastatud kui, et võlgniku kohtuotsusega väljakuulutatud maksejõuetus. Definiitsioon on kirjas, kuid praktikas toob see selgusetust, et mis siis ikkagi välja kuulutatakse. Maksejõuetuse olemusest arusaamiseks tuleb lisaks õigusekeelele uurida teiste riikide õiguse defineerimisi kui ka majandusteadust üleüldisemalt. (Manavald, 2008)

Majandusteaduses kui ka osade teiste riikide õiguses tuntakse maksejõuetuse puhul kahte erinevat tähendust :

- 1) Rahavooline maksejõuetus (*Equity insolvency / cash flow insolvency*) – olukord, kus võlgnik ei ole suuteline kindlaks kuupäevaks nõudeid tasuma.
- 2) Bilansiline maksejõuetus (*Balance sheet insolvency*) – olukord, kus võlgniku kohustuste maht ületab tema varasid. (Manavald, 2011)

Rahavooline maksejõuetus ja bilansiline maksejõuetus esinevad tihti samaaegselt, sellisel juhul pole raske otsustada edasist tegevust – alustada tuleks pankrotimenetlusega. Rahavooline maksejõuetus võib esineda ilma bilansilise maksejõuetuseta ning ka vastupidi. Need on olukorrad, mille puhul võiks vaadata alternatiive pankrotimenetlusele. (*ibid.*)

1.1.3 Ähvardav maksejõuetus

Eesti on oma maksejõuetusõigusesse võtnud mõiste ähvardav maksejõuetus Saksamaa õiguskorra (*Insolvenzordnung*) eeskujul. Selle seaduse kommentaarides on välja toodud, et ähvardava maksejõuetuse esinemiseks peab lähtuma järgnevatest asjaoludest (Justiitsministeerium, 2008):

- Ainult olemasolevad kohustused saab võtta ähvardava maksejõuetuse hindamiseks. Seda tuleb eristada võimalikest tulevikus tekkivatest kohustustest.
- Hetkel olemasolevad kohustused ei pea olema juba sissenõutavad, kuid muutuma tulevikus sissenõutavateks.
- Tulevikus tekkiva maksejõuetuse prognoositav pikkus sõltub viimase olemasoleva kohustuse sissenõutavaks muutumise tähtajast. See periood ei tohiks olla pikem kui 1-2 aastat.
- Olemasolevad kohustused tuleb vastastikku seada väga tõenäoliselt laekuvate sissetulekutega.
- Maksejõuetusest saab rääkida siis, kui olemasolevad sissetulekud moodustavad väljaminekutest vähem kui 90%.
- Maksejõuetuse tekkimise tõenäosus tähendab, et prognoositava perioodi lõpus on maksejõuetus tõenäolisem kui maksejõulisus.

1.2. Saneerimisseadus ja selle vajadus

Krediidiinfo AS koostatavatest Eesti pankrottide uuringutest saab välja lugeda, et aastal 2008 kuulutati välja 429 (Creditinfo, 2008) maksejõuetust ning aastal 2009 oli see number juba 1055 (Creditinfo, 2009)(vt tabel 1). Suur majandussurutus, mis neil aastatel esines, mõjutas paljusid. Selliste negatiivste numbrite leevendamiseks ning majanduskeskkonna turgutamiseks sai 04.12.2008 vastu võetud uus seadus – Saneerimisseadus, mis jõustus mõned nädalad hiljem (26.12.2008). (Justiitsministeerium, 2008)

Tabel 1 Maksejõuetuste arv 2009 – 2019

Aasta	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Kokku
Maksejõuetuste arv	1055	1029	623	495	459	428	376	335	343	273	271	5687

Allikas: Autori koostatud Credit Info pankrotiuuringute põhjal

Eelnevalt oli raskustesse sattunud ettevõtjal võimalik lahendada probleemid võlausaldajatega kohtuväliste kokkulepetega või siis pankrotimenetluse raames kompromissi sõlmimise menetlusega. Tegelikult läbi pankrotimenetluse ettevõtte säilitamine kompromissi teel on küllaltki harv nähtus – 2006 ja 2007 aastal õnnestus see ainult viiel korral. Ettevõtjate olukorra parendamiseks saigi loodud Saneerimisseadus, mis reguleerib saneerimismenetluse läbiviimist. (Justiitsministeerium, 2008)

Saneerimisseadus (edaspidi SanS) § 2 defineerib ettevõtte saneerimist järgnevalt: „Ettevõtte saneerimine on abinõude kompleksi rakendamine ettevõtte majanduslike raskuste ületamiseks, tema likviidsuse taastamiseks ja jätkusuutliku majandamise tagamiseks.“

Enne SanS vastuvõtmist tehti 2008. aastal uurimus „Saneerimismenetluse majanduslikud mõjud ja nende hindamine Eestis“ hindamaks uue seaduse tulemlikkust. Töö läbiviija kasutas analüüsiks aastatel 2004-2006 pankrotistunud ettevõtteid ning sõelus nende seast välja ettevõtted, mille finantsaruannete järgi oleks nad tõenäoliselt saneerimiskõlblikud. (Lukason, 2008)

Uurimusega leidis töö läbiviija, et mineviku andmete põhjal on võimalik aastas säilitada kuni 800 töökohta ja riigi jaoks otsene positiivne majanduslik mõju oleks kuni 4,5 miljonit eurot (vt tabel 2) aasta kohta. Lisaks otsesele mõjule lisanduvad ka erinevat liiki kaudsed mõjud, nagu kohtute töökoormuse vähenemine, maapiirkondades töökohtade säilitamine, erinevate abirahasüsteemide koormatuse vältimine jms, mida on aga keeruline rahaliselt mõõta. Hinnanguliselt konservatiivse kalkulatsiooni tulemusel ei ole riigi otsene võit vähem kui 1,3 miljonit eurot aastas. Lisaks peaks saneeritud ettevõtete puhul saama arvestada nende järgmiste aastate laekuvate maksutuludega. (Lukason, 2008)

Tabel 2. Eelduslik positiivne mõju saneerimisseadusest

	2004	2005	2006	Keskmine
Saneerimiseks sobilike ettevõtete arv	80	65	44	63
Personaliga seotud maksud	2 545 257	2 683 646	2 495 892	2 574 932
Maksejõuetus hüvitised	538 008	354 646	160 578	351 077
Käibemaks	857 110	595 079	791 793	747 994
Tulumaks kreditoridelt	393 616	408 474	529 785	443 959
Kokku(€)	4 333 992	4 041 844	3 978 049	4 117 962

Allikas: (Lukason, 2008),

1.3 Saneerimismenetlus

1.3.1 Saneerimismenetluse osapooled

Saneerimismenetlus toob kokku väga mitmed erinevad osapooled, kellel on erinevad huvid ettevõtte suhtes. Tekib keskkond, mis koosneb nii ärijuhtimisest, kohtumenetlusest kui ka mitme osapoolle vahelistest läbirääkimistest. Tulemuseks on protsess, mille sihiks on saavutada kaks mõnikord omavahel vastuolulist eesmärki – finantsilistes raskustes oleva ettevõtte ümberkujundamine uuesti elujõuliseks, samal ajal maksimeerides ettevõtte huvirühmade majanduslikke huvisid. (Aronzon & Kreller, 2006)

- **Ettevõtja**

SanS § 3 (1) ütleb, et saneerimismenetlust kohaldatakse üksnes eraõigusliku juriidilise isiku suhtes, sama § (2) täiendab, et SanS tähenduses on eraõiguslik juriidiline isik ka see, kes ei ole ettevõtja äriseadistiku tähenduses.

Ettevõtja teeb saneerimismenetluse avalduse, milles põhistab oma ähvardavat maksejõuetust, ettevõtte saneerimise vajalikkust ning ettevõtte jätkusuutlikku majandamist pärast saneerimist. Kogu protsessi vältel jagab ettevõtte kohtule ja saneerimisnõustajale andmeid oma varade, võlgade ja majandus- või kutsetegevuse kohta. (*ibid*)

- **Tagatisega võlausaldajad**

Tagatisega võlausaldaja on võlausaldaja, kelle välja antud rahalised vahendid on tagatud mingite ettevõtte varadega – juhul kui ettevõtja ei ole suuteline nõuet täitma, siis on võimalik need realiseerida. Tihtilugu on pandiga tagatud varad ettevõtte toimimiseks elulise vajadusega ning siinkohal kaitseb saneerimismenetlus ettevõtja vara, et igapäevane asjaajamine saaks toimida. Tagatisega võlausaldajad on enamjaolt põhilised kaasarääkijad saneerimisprotsessis ja üritavad mõjutada selle kulgu. (Aronzon & Kreller, 2006)

- **Tagatiseta võlausaldajad**

Tagatiseta võlausaldaja on võlausaldaja, kelle nõuded pole tagatud ettevõtte varadega – vastupidiselt tagatisega võlausaldajele puudub tal kindlustunne oma nõude kätte saamiseks. Tagatiseta võlausaldajaid üldiselt ühendab ühine huvi – maksimeerida tagatiseta võlausaldajate saadavat osa saneerimismenetluses. Tavapärastelt on tagatiseta võlausaldajateks kaubamüüjad, tarnijad, maksuhaldurid, ettevõtte emiteeritud tagatiseta võlakirjade omanikud ja muud mitmesugused võlausaldajad. (*ibid.*)

1.3.2 Saneerimisavaldus

Saneerimismenetluse keskne põhimõte seisneb selles, et menetluse algatamise avalduse saab esitada üksnes ettevõtja. Seega on saneerimismenetlus põhiolemuselt ettevõtte omanike poolt tehtavate otsuste kogum. SanS on määratletud eeldused ja tegevused, mis peavad olema saneerimismenetluse algatamiseks olemas (Justiitsministeerium, 2008):

- Ettevõtja peab välja tooma majanduslike raskuste tekkimise põhjused;
- Lisaks majanduslike raskuste tekkimiste põhjustele peab ettevõtja põhistama kolme asjaolu:
 - Ettevõtja tulevikus tekkiv püsiv maksejõuetus, ehk tegemist on ähvardava maksejõuetusega;
 - Ettevõtte saneerimise vajadus;
 - Prognoos, et tulevikus on võimalik jälle jätkusuutlikult majandada.
- Lisaks eelnevale peab ettevõtja lisama avaldusele järgmised dokumendid:
 - Eelmise majandusaasta raamatupidamise aruanne;
 - Ülevaade võlgniku finantsseisundist;
 - Ülevaade võlgniku majandustulemustest;
 - Ülevaade võlgniku rahavoogudest;
 - Võlanimekiri.

Kui kohus annab saneerimismenetluse algatamisele nõusoleku, siis külmutatakse võlausaldajate nõuded menetluse ajaks. Saneerimiskavaga pannakse paika uued tingimused nõuetele, vanad nõuded jäävad külmutatuna paralleelselt eksisteerima. Juhul kui täidetakse kava täies mahus, siis loetakse nii uus kui ka vana nõue täidetuks. Kui ei suudeta kava täita, siis uued tingimused tühistatakse ning vanad taastatakse. (Toomere, 2013)

1.3.3 Saneerimiskava

Kui kohus on algatanud saneerimismenetluse, siis määratakse ettevõttele saneerimisnõustaja ning tähtaeg, mis ajaks on vaja esitada saneerimiskava – maksimumpiiriks on siinkohal 60 päeva. Algab tihe töö, sest ajaraamistiku sees tuleb jõuda läbi rääkida võlausaldajatega, koostada saneerimiskava, korraldada võlausaldajate hääletus ning lõpuks esitada kava kohtule. Reaalsuses jääb saneerimisnõustajal aega kava tegemiseks ainult umbes 25 päeva, kuna seadus näeb ette võlausaldajate jaoks kava üle vaatamiseks teatud aja. (*ibid*)

Saneerimiskavaga on võimalik peaagu kõigi kohustuste tingimuste muutmine, ainult töölepingu alusel või tuletistehingust tekkinud nõudeid ei ole võimalik muuta. See tähendab, et praktikas on võlausaldajate rahalised nõuded need, mida üritatakse ümber korraldada. Nõuete tingimuste muutmiseks on erinevaid viise, selleks võivad olla laenusumma vähendamine, maksetähtaegade pikendamine või näiteks ettevõtte osakute pakkumine laenuandjatele. (*ibid.*)

1.3.4 Saneerimiskava hääletamine ja kinnitamine

Saneerimiskava võetakse vastu võlausaldajate hääletamise teel. Kõigil võlausaldajatel, kelle nõuete tingimusi muudetakse, on õigus hääletada ning nende häälte kogus on võrdeline tema põhinõude suurusega. Lisaks võib võlausaldajaid arvestada gruppidesse, mille siseselt toimub samuti hääletamine. (*ibid.*)

Kava vastuvõtmiseks on vaja vähemalt poolte võlausaldajate heakskiitu ning nende käes peab olema 2/3 häältest (nõude suurusest). Kui hääletatakse gruppides, siis gruppide siseselt on samad reeglid. (*ibid.*)

Kui ei saada vajalikke häáli kokku, aga nimeliselt pooled võlausaldajad on kava poolt, siis on võimalik ettevõtjal esitada kohtule avaldus vastuvõtmata saneerimiskava kinnitamiseks. Sellisel juhul kohus võib kaasata kava hindamiseks vähemalt kaks eksperti, kes 60 päeva jooksul peavad oma arvamuse esitama. Kui vähemalt üks neist näeb plaanis elujõulisust ja ka kohus nõustub, siis võidakse kava siiski kinnitada. (*ibid.*)

Lisaks eelnevatele võib kohus otsuse vastu võtmisel võtta arvesse ettevõtte sotsiaalmajanduslikku aspekti. Saneerimiskava kinnitamisele aitab kaasa kui ettevõtte on piirkonnas oluline või ta on oluline tööandja. Seaduses pole lahti selgitatud täpsemalt nende mõlema olemus, seega see jääb kohtu enda tõlgendada. (*ibid.*)

1.4 Eelnevalt teostatud uuringud

Nagu ülalpool juba mainitud, siis saneerimismenetlus on Eestis alles üpris uus – kasutusel olnud veidi üle 10 aasta. Teistes riikides on seda kasutatud rohkem aastaid ning seetõttu on nende kohta tehtud mahukamaid uuringuid ja analüüse. Saamaks paremat ülevaadet saneerimise olemusest ja selle võimalikust majanduslikust kasust selgitab töö autor mõndasid järgnevalt. Esimese uuring on

koostatud saneerimismenetlusele läinud ettevõtete põhjal ning teiseks on näide Altmani Z-skoori kasutamisest otsustamiseks kas ettevõtet peaks saneerima või mitte.

1.4.1 Jaapan

1994. aastal analüüsid Theodore Eisenberg ja Shoichi Tagashira 352-te saneerimismenetlust, mis algatati aastatel 1982 ja 1987 Jaapanis. Neid ajendas tööd kirjutama pidev kriitika nii USA kui ka Jaapani saneerimismenetluste pihta. Töö eesmärgiks oli uurida Jaapani ettevõtete andmete põhjal saneerimismenetluse tulusust ja vajalikkust ning läbi selle leida soovitusi USA enda saneerimisseaduse Chapter 11 jaoks. (Eisenberg & Shoichi, 1994)

Oma uurimuses leidsid nad järgnevaid tulemusi.

Likvideerimisega hinnanguline saadav % nõuetest

Valimis olevate ettevõtete arvatava likvideerimisväärtuse hindajad on skeptilised ettevõtte likvideerimisel võlausaldajatele jääva raha suurus - keskmiselt hinnati, et likvideerimise teel saab võlausaldaja 12,4% oma nõudest. Nägemaks, mis võib mõjutada hindaja arvamust ettevõtte likvideerimisel, teostati regressioonanalüüs. Selle sõltuvaks näitajaks oli võlausaldajatele ettevõtte likvideerimisel hinnanguline saadav % nõuetest. Sõltumatuteks muutujateks olid erinevad regioonid (Fukuoka, Hirshima, Nagoya, Osaka, Sapparo, Tokyo), erinevad ärivaldkonnad (ehitus, tootmine, jaemüük, logistika), erinevad finantsnäitajad (vabad varad (*free assets*)/võlakordaja, likviidsed varad/võlakordaja, võlgniku kogukapital) ning kas hindaja on jurist/raamatupidaja või mitte. Regressioonanalüüsi tulemustest leiti, et statistiliselt olulisteks muutujateks olid osad rajoonid (kus asus hindaja), mõlemad vara/võlakordajad ning ka asjaolu kas hindaja oli jurist/raamatupidaja. Regioonilises erinevuses leiti, et kui hindaja asus Osakas või Nagoyas, siis ta hindas likvideerimisväärtust kõrgemaks kui teistes regioonides. Mida rohkem oli ettevõtte varasid (nii likviidseid kui ka vabasid varasid (*free assets*)), seda suuremaks hinnati likvideerimisel saadavat protsenti. Samuti suurendas arvatavat väärtust veel ka asjaolu kui hindaja ei olnud jurist/raamatupidaja. (*ibid.*)

Saneerimisel pakutav tagasimakstav protsent nõuetest.

Valimis olevate ettevõtete keskmine pakutav protsent nõuetest oli ~47%. Arusaamaks ka selle näitaja tagamaid teostati uus regressioonanalüüs, mille sõltuvaks näitajaks oli saneerimisega pakutav makstav protsent nõuetest. Sõltumatuteks muutujateks olid erinevad regioonid (Fukuoka, Hiroshima, Nagoya, Osaka, Sapparo, Tokyo), erinevad ärivaldkonnad (ehitus, tootmine, jaemüük,

logistika) ning erinevad finantsnäitajad (likvideerimisel saadav % nõuetest, maksegraafiku pikkus aastates, maksepuhkuse pikkus aastates, ettevõtte kapital). (*ibid.*)

Analüüsi tulemustest leiti, et statistiliselt olulisteks muutujateks olid osad rajoonid (kus saneerimist teostati), maksegraafiku ja maksepuhkuse pikkus ning likvideerimisel saadav % nõuetest. Ka selle analüüsi puhul tuli välja, et Osaka ja Nagoya rajoonid mõjutavad oluliselt tulemit – siinpuhul aga seos on negatiivne, nendes rajoonides tehtavate saneerimiste puhul on pakutav tagasimakstav protsent väiksem kui teistes. Mida pikem maksegraafik ja maksepuhkus, seda rohkem lubatakse tagasi maksta. Samuti kui ettevõtte likvideerimisel eeldatav saadav protsent nõuetest oli kõrge, siis ka pakutav tagasi makstav protsent tuli kõrge. (*ibid.*)

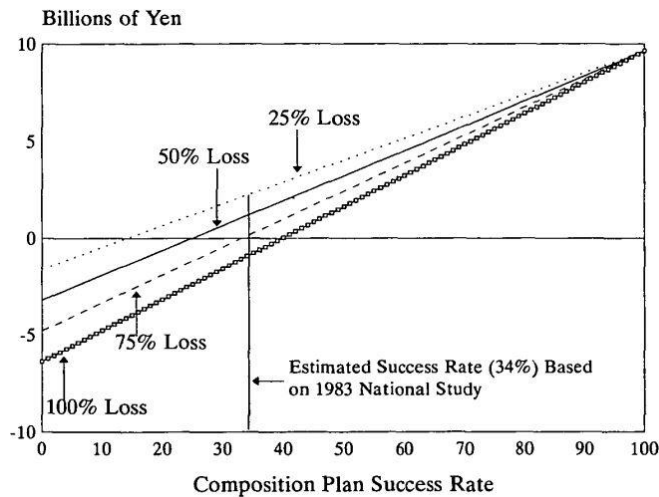
Parimate valikute test (*Best-Interests Test*)

Eeldatava likvideerimisel saadava ja saneerimisel pakutava summa suuruse teadmine annab võimaluse teostada parimate valikute testi võlausaldajate jaoks. Neid kahte ei saa kohealt võrrelda, saneerimisel pakutavate summade ja maksepuhkuste pikkuse suhtes tuleb arvesse võtta nende summade nüüdisväärtust. T. Eisenberg ja S.Tagashira võtsid diskonteerimiseks 7% - keskmise protsendi, mida võiksid võlausaldajad teenida kui nad kuskile mujale selle raha investeeriksid. Võrreldi 124 ettevõtte eeldatavat likvideerimisväärtust ning saneerimiskavaga pakutavate maksete nüüdisväärtust. Nende kahe summa vahet võib võtta kui kasumit/kahjumit laenajate jaoks. 118 ettevõttepuhul oli eeldatav kasum saneerimisest märkimisväärselt suurem ning kogu valimi puhul leiti, et nende ettevõtete likvideerimisel saadavaks summaks tuleks 6,8 miljonit jeeni, aga saneerimisel pakutav summa tuleks 10.6 miljonit jeeni rohkem – ehk 17.4 miljonit jeeni. (*ibid.*)

Saneerimisel saadav kasum/kahjum

Kõige suurem kaotus laenajate jaoks oleks olukord kui kõik saneerimised täielikult põruksid – 6,8 miljonit jeeni, mis oli nende ettevõtete eeldatav likvideerimisväärtus. Kõige rohkem võidaksid olukorras kui kõik saneerimised õnnestuksid – 10,6 miljonit jeeni (sellele lisaks ka likvideerimisväärtus 6,8 miljonit jeeni). Reaalses elus pole aga asjad nõnda äärmustes – on nii õnnestumisi kui läbikukkumisi. Kasutades teadaolevaid eeldatavaid likvideerimisväärtusi ning saneerimisel rohkem pakutavat, proovitakse leida eeldatav saneerimiste õnnestumismäär, mille puhul laenuandjad jääksid kasumisse. Saneerimiste õnnestumismäära jaoks on määratud näitaja SR, mille väärtus jääb 0 ja 1 vahele. Kui kõik plaanid õnnestuvad, siis SR on 1; kui ükski ei õnnestu, SR on 0; kui pooled õnnestuvad, siis SR on 0,5. Arvesse tuleb ka võtta, et kui saneerimine

ei lähe läbi, siis alati ei kaotata kogu vara – valemisse võeti keskmine kaotus. Kõiki mõjureid arvesse võttes said nad valemi $net = SR \times (\text{ülejääkide kogusumma}) - (1-SR) \times (\text{keskmine kaotus}) \times (\text{puudujääkide kogusumma})$. Kuna nii saneerimine kui ka likvideerimine ei toimu hetkeliselt, siis mõlema puhul on summad diskonteeritud 7%-ga. Mis õnnestumismäär on vaja, et saneerimisel saaksid võlausaldajad plussi? See sõltub keskmisest kaotusest läbikukkunud saneerimisel. (*ibid*)



Joonis 1. Võlgniku kasumi või kaotuse funktsioon
Allikas: (Eisenberg & Shoichi, 1994)

Joonisel 2 x-teljel on SR ning Y teljel kogu kasumi suurus võlausaldajatele saneerimise puhul. Joonisel on kasum väljendatud funktsioonina SR erinevate keskmiste kaotustega läbikukkunud saneerimistel. Iga joon esindab erinevat keskmist kaotamise määra. Näiteks kui läbikukkunud saneerimistel kaotab võlausaldaja keskmiselt 50% võrreldes sellega, mis ta oleks likvideerimisel saanud, siis SR peab olema suurem kui 25%, et kogu üld kasum kõigist saneerimistest oleks positiivne. Kui keskmine kaotus on 100%, ehk läbikukkunud saneerimiste puhul võlausaldajad ei saa absoluutselt mitte midagi, siis SR peab olema suurem kui 40%, et kogu üld kasum kõigist saneerimistest oleks positiivne. 1983 aastal Jaapanis laialdaselt läbi viidud uuringu põhjal järeldati, et keskmine SR saneerimiste puhul oli 34%. Eeldades, et 50% väärtusest kaotatakse läbikukkunud saneerimistel, siis joonisel 1 saab välja lugeda, et valimis 124 ettevõtte puhul võidaksid võlausaldajad kokku 1.2 miljardit jeeni. (*ibid*)

Järeldused

Jaapani saneerimiste uurimisel valimis olevate ettevõtete puhul saavad võlausaldajad kokku suure tõenäosusega märkimisväärselt rohkem kui nad saaksid ettevõtete likvideerimisel. Sama analüüsi

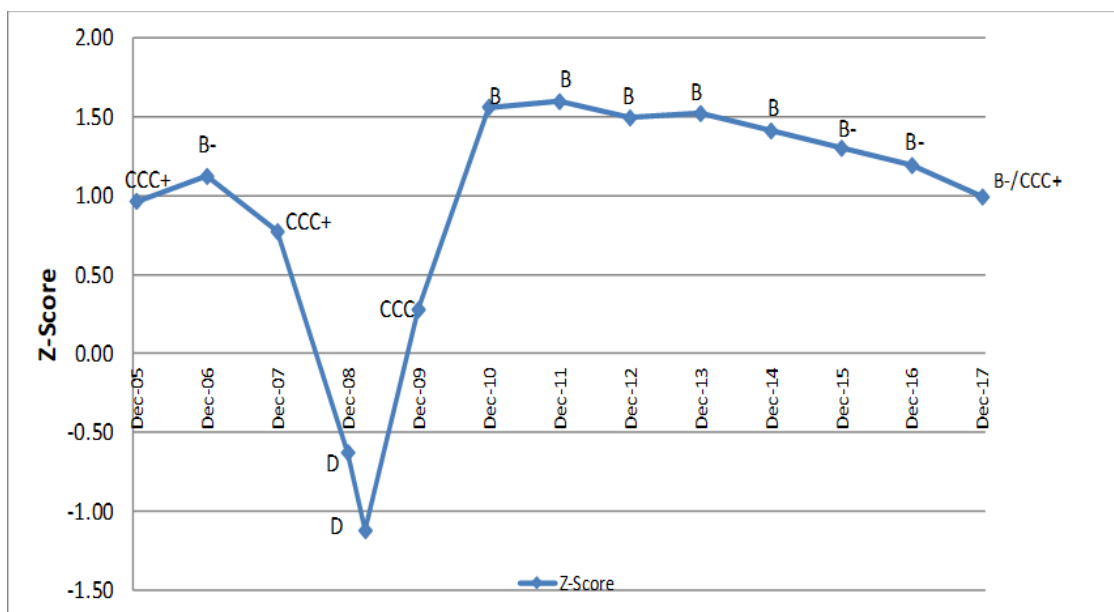
üritati USA ettevõtete puhul osade üldistustega läbi viia. Siinkohal tekkisid ka esimesed erinevused ja murekohad. USA saneerimismenetluste puhul 80% avalduse esitajate varade suurus oli vähem kui \$1 miljonit dollarit, samas Jaapanis oli saneerimist alustavatel ettevõtetel varade keskmiseks suuruseks \$3,8 miljonit (mediaanväärtus \$1.5 millionit). Ehk Jaapanis üritavad saneerimist pigem suuremad ettevõtted. Kui vaadelda USA puhul seda 20%, mille puhul varade suurus on suurem kui \$1 miljonit dollarit, siis keskmiseks kavade kinnitamise määraks tuleb 35,9%. Sellisel juhul oleks vaja ainult 28% SR, et võlausaldajad üldiselt saaksid rohkem kui likvideerimisel. Samas enamus ettevõtete puhul (80%), mille varad on alla \$1 miljoni, on kavade kinnitamise määr 10-20%. Selliste numbrite juures on väga vähe võimalusi, et võlausaldajad jääksid plussi. USA Chapter 11 parandamiseks tuleks saneerimist taotlemaid ettevõtteid rohkem süvitsi analüüsida, et ei satuks menetlusse ettevõtteid, mis suure tõenäosusega saneerimise läbi kukuvad. (*ibid*)

1.4.3 General Motors

05.12.2008 toimus USA esindajatekoja rahanduskomitee istung, kus oli arutluse all General Motors Inc ja Chrysler LLC saatus. Ettevõtted olid finantsilistes raskustes ning toimus debatt otsustamiseks kas jätkata kõneall olevate toetamist riiklikul tasandil laenu andmisega või suunata nad saneerimisele Chapter 11 raames. (Altman, 2019)

Diskussiooniks kutsuti kohale kaks gruppi inimesi. Esimeses foorus esitasid autotööstuse tegevdirektorid endi ettevõtete strateegiaid ja plaane restruktureerimiseks juhul kui nad saavad TARP programmist toetust laenu näol. Teises foorus osalesid akadeemikud ja praktikud, kes avaldasid arvamust, kas suured autotööstused peaksid saama toetust riigi poolt või esitama saneerimisavalduse Chapter 11 raames nagu enamus teised raskustes olevad ettevõtted. (*ibid*)

Diskussioonis osales ka Z-skoori pankrotimudeli looja akadeemik Edward I. Altman, kes soovitas tungivalt ettevõtetel esitada Chapter 11 avaldus. Ta tõi välja, et selle raames saaksid nad raha kaasata D.I.P (*debtor-in-possession*) laenuga ning samuti peatuksid ajutiselt olemasolevate laenukohustuste maksed. Altman esitas selgituseks General Motorsi praeguse ning ajaloolise Z-skoori ja sellele vastava krediitkvaliteedi reitingu. Alloleval joonisel (vt joonis 2) olev info oli põhiline vahend E. Altmani kokkuvõttes – General Motors on isegi ajutise toetusega teel pankrotti ning peaks võimalikult kiiresti taotlema Chapter 11 raames saneerimist. (*ibid*)



Joonis 2. General Motorsi Z-skoorid
Allikas: (Altman, 2019)

General Motorsi Z-skoor oli juba mitmeid aastaid enne 2008 aasta kriisi CCC reitiguga – väga riskantses tsoonis. Sellegipoolest kõik reitinguagentuurid hindasid taset kõrgemaks ning asetasid ettevõtte madala riskiga vahemikku. Istungi toimumise kuul langes GM skoor -0,63 peale ehk lausa D tsooni. Kogu selle info põhjal soovitas Altman tungivalt saneerimist Chapter 11 all ning selle raames \$50 miljardi D.I.P laenu taotluse esitamist. (*ibid*)

Vaatamata selgitustele ja soovitudele hääletas esindajatekoda siiski saneerimise vastu ning otustas jätkata suurte autotööstuste riiklikku toetamist. General Motorsi Z-skoor jätkas 2009 aasta alguses langemist ning vaatamata riiklikule toetusele ja juhtkonna vahetusele ei suudetud olukorda parandada. 1. juunil 2009 esitati saneerimismenetlus Chapter 11 raames. Saneerimise abistamiseks andsid Kongress ja Pankrotikohus ettevõttele \$50 miljardit D.I.P laenu – täpselt sama summa, mida Altman oli soovitanud kuus kuud varem. (*ibid*)

Märkimisväärselt lühikese ajaga, ainult 43 päevaga, suutis General Motors väljuda saneerimismenetlusest ning jätkata tegutseva ettevõtte. Joonisel 2 on näha ettevõtte arengut sügavast D reitingust B reitingule 12-18 kuu jooksul. Saadud laen vahetati uueks omakapitaliks ning omakorda pandi see müüki – selle tulemusel valitsus ei kaotanud oma investeeringuid, vaid teenis hoopis kasumit. Tänapäevaks on General Motors jõudsalt arenev autotööstus, mis on taastanud oma BBB investeeringutaseme reitingu. (*ibid*)

2. VALIM JA METOODIKA

2.1. Ettevõtete valim

Autor kasutab töös kvantitatiivset meetodit ehk teostab saadud andmete põhjal analüüsi. Pankrotiseaduse § 33 lg 1 kohaselt avaldatakse pankrotimääruse kohta teade väljaandes Ametlikud Teadeanded, saneerimisseaduses aga sellist avaldamise regulatsiooni pole. Selle tõttu on valimi saamiseks töö autor otsinud Riigi Teatajast tsiviilkohtumenetlusi kasutades märksõnasid „saneerimiskava“, „saneerimisavaldus“ ja „saneerimismenetlus“.

Läbi sai vaadatud üle 600 kohtuasja ning lõpuks välja sõelatud kokku 91 menetlust, kus oli tegemist saneerimisega. Eraldi leiti meedia vahendusel 21 ettevõtet, mille puhul väidetavalt alustati saneerimisega. Kuna töö autor ei leidnud nendele Riigi Teatajast vastavat tõendust, siis neid valimisse ei võetud. 91-st menetlusest eemaldati 28, kuna nende puhul oli ettevõtte nimi kas peidetud või kasutati ainult ettevõtte nime initsiaale. Järele jäi 63 ettevõtet, mille puhul sai küsitud andmeid Registrate ja Infosüsteemide keskusest. Andmeid töödeldes eemaldati 10 ettevõtet, mille puhul polnud esitatud saneerimisele eelnenud aastal majandusaasta aruannet või esines andmetes puudujääke. Lõplikku valimisse jäi 53 ettevõtet, mis on alloleval tabelil (vt tabel 3) tegevussektori järgi jaotatud.

Tabel 3. Ettevõtted sektorite järgi

Tegevussektor	Ettevõtted	Osakaal
Turism	1	2%
Hotellid, restoranid, catering	1	2%
Info ja side	1	2%
Trükitööstus	1	2%
Töötlev tööstus	2	4%
Masina- ja metallitööstus	2	4%
Tekstiilitööstus	2	4%
Toiduainetööstus	2	4%
Veondus ja laondus	2	4%
Tootmine	3	6%

Tervishoid ja sotsiaalhoolekanne	2	4%
Kaubandus	4	8%
Põllumajandus, metsamajandus	5	9%
Kinnisvara	9	17%
Ehitus, ehitusmaterjalide tootmine	16	30%
Kokku	53	100%

Allikas: Autori koostatud

Tabelist saab välja lugeda, et tegevussektori järgi on valimis kõige rohkem ehituse ja kinnisvaraga seotud ettevõtteid.

Tabel 4. Saneerimisavalduste arv aastate järgi

Aasta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Avaldused	2	23	6	4	2	1	1	4	6	2	2	1
Osakaal(%)	4	43	11	7	4	2	2	7	11	4	4	2

Allikas: Autori koostatud

Saneerimisavalduste tegemiste aastate järgi (vt tabel 4) on näha, et uue seaduse vastuvõtmise aastal oli huvi saneerimiste vastu suur. Kindlasti on see number mõjutatud ka sel ajal olnud majandussurutisest. Lisaks tuleb välja tuua, et OÜ Dentaarium on esindatud kahel aastal – esimesel korral saneerimismeneltus ebaõnnestus, seega prooviti uuesti.

Töö autor hindab saneerimismenluste puhul esialgset maakohtu otsust, ehk kui esimeses kohtuastmes kinnitatakse kava, siis käesoleva töö puhul võetakse see arvesse kui saneerimisele pääsenud ettevõtte (vt tabel 5) Reaalses elus on paljud menetlused veninud pikaks ning nende kohta kommenteerib töö autor tulemuste osas.

Tabel 5. Saneerimisavalduste tulemused

	Ettevõtete arv
Saneerimiskava kinnitati	36
Saneerimiskava ei kinnitatud	18

Allikas: Autori koostatud

2.2 Metoodika

Nii nagu ka teiste riikide uuringutest on selgunud, on ka Eesti saneerimismenetluste puhul probleemiks, et saneerimist taotlevad ettevõtted, mis tegelikult peaksid tõenäoliselt pankrotimenetlusse minema. Saneerimismenetluste algatamisel ning kavade kinnitamisel on suur roll kohtul – kohtutele aga pole ette antud kindlaid kriteeriume, mille järgi tuleks otsuseid teha. Töö autor analüüsib andmeid kasutades Edward I. Altman Z"-skoori

2.1.1 Edward Altmani Z-skoori pankrotimudel

Edward Altman koostas 1968. aastal pankrotimudeli, mida hakati nimetama Z-skooriks. Oma uuringut tehes kasutas Altman 66 tootmisettevõtet, mille omakorda jagas rühmadeks – pankrotiavalduse esitanud ja elujõulised. Uuringute põhjal leidis lõpuks Altman 22 suhtarvu, mis olid jaotatud viite kategooriasse: kasumlikkus, finantsvõimendus, likviidsus, maksevõimelisus ja majanduslik aktiivsus. Neist ta valis välja viis sobivaimat suhtarvu ning koostas mudeli (Altman, 1968):

$$Z=0,012x_1+0,014x_2+0,033x_3+0,006x_4+0,999x_5 \quad (1)$$

Hilisemalt on seda mudelit korrigeeritud ning üldkujul on ta jäänud järgmiselt:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5 \quad (2)$$

kus,

x_1 - puhaskäibekapital/ varad kokku;

x_2 - jaotamata kasum / varad kokku;

x_3 - ärikasum / varad kokku;

x_4 - aktsiate turuväärtus / kohustused kokku;

x_5 - netokäive / varad kokku (Altman, 2000)

x_1 - Suhtarv puhaskäibekapital / varad kokku mõeldab ettevõtte likviidsete varade ja kogu kapitalisatsiooni suhet. Puhaskäibekapitali võetakse kui käibevara ja lühiajaliste kohustuste vahena. Antud suhtarv võtab arvesse ettevõtte likviidsust ja suurust. Tavaliselt kui ettevõttel on järjepidev ärikahjum, siis selle tagajärjel alaneb ka käibevara ja koguvara suhe. Altmanil oli valikus kolm likviidsuse suhtarvu ning analüüsidest oli selle selgitusvõime kõige parem. (*ibid*)

x_2 – suhtarv jaotamata kasum / varad kokku analüüsib kumulatiivset kasumlikkust ettevõtte eluea jooksul, ehk võtab arvesse ka ettevõtte vanuse. E. Altman on sõnanud, et on vaieldud, et suhteliselt

noored ettevõtted on selle teguri poolt nõrgemas seisus. Neil pole olnud aega kumulatiivset kasumit tekitada ja selle tõttu on suurem võimalus muutuda pankrotis olevaks ettevõtteks kui vanematel ettevõtetel. Kuid selline olukord on ka reaalses maailmas – ettevõtete ebaõnnestumise oht on kõige suurem just algusaastatel. (*ibid.*)

x3 – suhtarv ärikasum / varad kokku näitab ettevõtte varade tegelikku tootlust, jättes välja finantsvõimenduse ja tulumaksu. Kuna ettevõtte eesmärk on oma olemuselt olemasolevate varadega kasumit teenida, siis see näitaja on väga sobilik ettevõtete ebaõnnestumiste uurimiseks. Lisaks maksejõetus pankrottide puhul väljendub kui ettevõtte kohustised ületavad õiglase hindamisel ettevõtte varad, mille väärtus on tulupotentsiaali alusel määratletud. (*ibid.*)

x4 – suhtarv aktsiate turuväärtus / kohustised kokku leitakse omakapitali kõigi aktsiate, nende seas nii eelis- kui ka lihtaktsiate turuväärtuste kombineerimisel ning jagatakse nii lühiajaliste kui ka pikaajaliste võlgadega. See näitab kui palju ettevõtte varad saavad väärtuses kahaneda enne kui kohustised ületavad varade väärtuse ning ettevõtte muutub maksejõetuks. (*ibid.*)

x5 – netokäive/ varad suhtarv näitab ettevõtte varade võimet tekitada müügitulu, see on üks ettevõtte juhatuse võimekuse mõõdupuu konkurentsi tingimustes. (*ibid.*)

Eeloleva mudeliga oli üks probleem – seda sai kasutada ainult börsil noteeritud ettevõtete puhul, seega arendas Altman täiustatud mudeli:

$$Z' = 0,717x_1 + 0,847x_2 + 3,107x_3 + 0,420x_4 + 0,998x_5 \quad (3)$$

Täiendatud mudelis on osade muutujate koefitsiendid muudetud ning koefitsient x4 on asendatud omakapitali bilansilise väärtuse ja kohtustiste jagatisega. Vältimaks tööstusettevõtete eripära täiustas Altman pudelit veelkord, jättes välja muutuja x5. Mudeli uueks kujuks sai järgmine:

$$Z'' = 6.56x_1 + 3.26x_2 + 6.72x_3 + 1.05x_4 \quad (4)$$

Mudeli Z'' väärtused näitavad ettevõtte ohtu pankrotti langemiseks järgmiselt:

$Z'' > 2.6$ – Pankrotioht puudub

$1.1 < Z'' < 2.6$ – Finantsolukord on ebastabiilne

$Z'' < 1.1$ – Pankrotioht on suur (Altman, 2000)

Seda viimast mudelit on kasutanud Eestis Creditinfo oma iga-aastaste pankrotiuuringute raames. Nende kalkulatsioonide tulemusel aastatel 2012 – 2017 on Altmani Z''-skoori mudel ennustanud pankrotti aasta aega ette täpsusega 22% - 70%. Välja tuleb tuua, et kõigil aastatel peale 2013 on

ennustusprotsent $\geq 60\%$. Seega üldstatistatuna on mudel näidanud head pankrotiohu ennustusvõimet. (Creditinfo Eesti AS, 2019)

Nagu juba eelnevalt mainitud, siis saneerimisele minevate ettevõtete puhul on suur küsimus ettevõtete elujõulisuses, seega kasutab töö autor Altmani Z'' -skoorimudelit hindamaks ettevõtete elujõulisust saneerimise taotlemise hetkele eelnenud majandusaastal. Selle jaoks arvutatakse kõigi ettevõtete Z'' -skoorid ning võrreldakse eelnevalt Riigiteatajast saadud tulemustega (kas ettevõtte saneerimiskava kinnitati või mitte).

2.1.2 T-testid

Testimaks Z'' -skoori sobilikkust ettevõtete hindamisel küsis töö autor lisaks valimis olevate ettevõtete andmetele ka võrdluseks elujõuliste ettevõtete andmeid Registrate ja Infosüsteemide keskusest – võrdluseks saadi 80 ettevõtte finantsandmed. Andmete töötlemisel eemaldati 4 ettevõtet, mille andmetes esines puudujääke, valimiks jäi 76 ettevõtet. Elujõuliste ettevõtete puhul arvutatakse samuti vajalikud suhtarvud ning nende põhjal Z'' -skoor. Seejärel viiakse läbi t-testid programmis Excel – hindamaks elujõuliste ning saneerimisel kava kinnitamata jäetud ettevõtete keskmiste väärtuste erinevusi.

T-testi kasutatakse kahe andmekogumi arvuliste keskväärtuste võrdlemiseks. See põhineb t-statistikul, mille väärtus omakorda oleneb kahe kogumi standardhälvetest, keskmistest ning suurustest. T-test kontrollib, kas nullhüpotees (gruppide keskväärtused on võrdsed) jääb kehtima või saab vastu võtta alternatiivhüpoteesi (gruppide keskväärtused on ebavõrdsed). Sõltuvalt t-testi tulemuse olulise nivoost jääb kehtima nullhüpotees ($p > 0,05$) või lükatakse see tagasi ja vastu võetakse alternatiivhüpotees ($p < 0,05$). (Hinton, 2014)

2.1.3 Saneerimismenetluse läbinud ettevõtted

Viimaseks võtab töö autor kaks saneerimise läbinud ettevõtet ning hindab nende finantsnäitajaid saneerimismenetlusele eelnenud aastal, menetluse keskel ning menetluse lõpetamise aastal. Vaatluse alla võetakse kolm suhtarvu ja võrreldakse neid ettevõtte tegevusvaldkonna keskmisega. Lisaks hinnatakse Altmani Z'' -skoori mudeli põhjal ettevõtte pankrotiohu muutumist.

Esimeseks suhtarvuks on tasuvuse suhtarvudest varade puhasrentaabilus ehk ROA (*return on assets*), mis annab informatsiooni kui palju kasumit suudetakse vara ühiku kohta teenida. Seega

teda saab kasutada mõõdikuna hindamaks kui efektiivselt ettevõtte töötab. (Petersen & Schoeman, 2008) Valem on järgmine:

$$ROA = \frac{\text{Puhaskasum}}{\text{Koguvara}} \quad (5)$$

Teiseks vaadatakse likviidsuse suhtarvudest lühiajalise võlgnevuse kattekordajat (*current ratio*), mis näitab ettevõtte võimet katta võlausaldajate lühiajalised nõuded käibevaraga. Mitu korda saab käibevarasid konverteerida rahaks, et tasuda lühiajalisi kohustusi. Üldiselt peetakse heaks kui käibevarad on kaks korda suuremad lühiajalistest kohustustest (Babalola & Abiola, 2013). Arvutamiseks kasutatakse järgmist valemit:

$$\text{Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja} = \frac{\text{Käibevara}}{\text{Lühiajalised kohustised}} \quad (6)$$

Viimaseks vaadatakse finantsvõimenduse suhtarvudest võlakordajat (*debt ratio*), mis näitab kui suur osa ettevõtte koguvaradest on laenukapital. Optimaalne võlakordaja varieerub erinevatel tegevusaladel ning selle leidmine on üks finantsjuhtimise põhiküsimusi. Kui kordaja > 0,5, siis enamikke ettevõtte varasid finantseeritakse võõrkapitalist, kui vastupidi, siis omakapitalist. (Hayes, 2020) Valem on sellel järgmine:

$$\text{Võlakordaja} = \frac{\text{Kohustised kokku}}{\text{Varad kokku}} \quad (7)$$

3. TULEMUSED JA JÄRELDUSED

3.1 Altmani Z''-skoor

3.1.1 T-testid

Testimaks Z''skoori sobilikkust ettevõtete hindamisel teostati esimese asjana F- ja t-testid testimaks suhtarvude keskväärtuste erisusi – hindamaks kas elujõuliste ettevõtete Z''-skoori suhtarvude keskväärtused on statistiliselt oluliselt erinevad saneerimismenetluses läbi kukkunud ettevõtete omadest.

Tabel 6. F- ja t-testide tulemused

	Keskväärtus	F-testi	t-statistik	t-testi	t-testi
Valim	Elujõulised ettevõtted	P-väärtus		kriitiline väärtus	p-väärtus
puhaskäibekapital / varad kokku (x1)					
0,263	0,595	0,019**	5,055	2,021	0,000***
jaotamata kasum / varad kokku (x2)					
0,079	0,435	0,000***	-1,839	2,093	0,081*
ärikasum / varad kokku (x3)					
-0,453	0,026	0,000***	-2,685	2,110	0,016**
omakapital / kohustused kokku (x4)					
5,859	0,201	0,000***	5,162	1,994	0,000***
Z''-skoor					
1,585	10,702	0,000***	7,321	1,989	0,000***

Allikas: Autori arvutused Eesti Registrate ja Infosüsteemide keskuse andmete põhjal

Märkus: Statistiline olulisus: *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Tabelis 6 on toodud Z-skoori suhtarvude näitajate keskväärtuste testide tulemused vaadeldes saneerimisel läbikukkunud ning elujõulisi ettevõtteid. Tulenevalt tabelis 6 kirjeldatud t-testide p-väärtusest saab järeldada, et kõikide analüüside puhul erinevad suhtarvude näitajad üksteisest statistiliselt oluliselt. See tähendab, et elujõuliste ettevõtete ja saneerimisel läbikukkunud

ettevõtete Z''-skoori suhtarvude erisused ei ole tekkinud juhuslikult. Viimase näitajana Z''-skooride keskväärtus näitab juba elujõuliste ja läbikukkunud ettevõtete erinevust – 10,702 vs 1,585. Elujõuliste ettevõtete Z''-skoor on kordades suurem läbikukkunud omadest, kinnitades Altmani Z''-skoori võimekust ettevõtete hindamisel.

3.1.2 Z-skoor

Töö autor arvutas valimis oleva 54 ettevõtete puhul Z''-skoorid ning need jäid vahemikku -27,02 – 27,09. Seega tulemusi oli äärmusest äärmusesse. Avalduse teinud ettevõtte keskmine Z''-skoor oli 1,89. Eemaldades kahe ettevõtte äärmuslikud tulemused, saadi tulemus sarnane - 1,96. Seega valimi keskmise järgi on ettevõtted vahemikus, kus finantsolukord on ebastabiilne. Kõik tulemused on toodud allolevas tabelis (vt tabel 7).

Tabel 7. Ettevõtete jaotus Z'' järgi

	Ettevõtete arv
$Z'' > 2.6$ – Pankrotioht puudub	19
$1.1 < Z'' < 2.6$ – Finantsolukord on ebastabiilne	11
$Z'' < 1.1$ – Pankrotioht on suur	24
Kokku	54

Allikas: Autori koostatud Eesti Registrate ja Infosüsteemide keskuse andmete põhjal

E. Altman Z''-skoori mudeli kohaselt peaks kinnitatud saneermiskavasid olema ainult 11, kuna sellesse vahemikku jäävad ettevõtted kelle finantsolukord on ebastabiilne ning nende puhul peaks olema kasu saneerimisest. 24 ettevõtte puhul jätta kinnitamata suure pankrotiohu tõttu ning 18 ettevõtte finantsandemete põhjal poleks vajadust saneerimist kinnitada.

Võrdlemaks Z''-skoori tulemusi reaalselt saneerimismenetlustega toimunudega on toodud kava kinnitamine/mitte kinnitamine alloleva tabeli (vt tabel 8) näol.

Tabel 8. Kavade kinnitamine/mitte kinnitamine ja ettevõtte Z''-skoor

	Kava kinnitatud	Kava ei kinnitatud
Z'' > 2.6 – Pankrotioht puudub	14	5
1.1 < Z'' < 2.6 – Finantsolukord on ebastabiilne	10	1
Z'' < 1.1 – Pankrotioht on suur	12	12
Kokku	36	18

Allikas: Autori koostatud

Esimese asjana jääb silma, et 36st kinnitatud saneerimiskavast 12 ettevõtte puhul, ehk 33,3%-l ettevõtetest on Altmani mudeli järgi suur pankrotioht ($Z'' < 1.1$) ning nende puhul tuleks pigem vaadata pankrotimenetluse poole kui lasta saneerimisele. Töö tegemise hetkel (2020) Registrate ja Infosüsteemide keskuse andmetel on nendest ettevõtetest on elus veel lausa 5. Teised 7 ettevõtet on registrist kustutatud, kuid keskmiselt 6,5 aastat peale saneerimismenetluse taotlemist. Seega pigem võis nende ettevõtete puhul olla tegemist siiski ajutise raskema perioodiga, mis nähtavasti ka ületati. Saneerimiskava kinnitamise otsustamisel SanS § 30 (5) kohaselt vaadatakse kas ettevõtte on oluline tööandja – 12-st kaheksal ettevõttel oli rohkem kui 20 töötajat ning kõigil kokku keskmiselt 41 töötajat. Selle kohta puudub töö autoril info, aga võib eeldada, et töötajate arv oli otsustamisel suuresti abiks.

Kinnitatud kavadest 10 ettevõtte Z''-skooride näitajad jäid vahemikku 1,1 – 2,6, mis mudeli järgi on kui ettevõtted mille finantsolukord on ebastabiilne. Teoorias peaks need olema kõige sobivamad saneerimismenetluse kandidaadid. Käesoleva valimi kinnitatud kavadest moodustavad need aga ainult 27,8%. Registrate ja Infosüsteemide keskuse andmete järgi töö tegemise hetkel (2020) on kuus ettevõtet elus ning neli registrist kustutatud. Kustutatud nelja ettevõtte puhul on kustutamine jäänud vahemikku 3-7 aastat, seega peale saneerimismenetluse algatamist on tegutsetud veel mitmeid aastaid.

Kõige rohkem on kavasid kinnitatud ettevõtete puhul, mille Z''-skoor on suurem kui 2,6 – neid on kõigist kinnitatutest 38,9%. Altmani mudeli järgi nendel ettevõttel pankrotioht puudub ning seega ei tohiks nendel olla vajadust saneerimisele, aga sellegipoolest neid on enamuses. Positiivseks saab pidada seda, et vähemalt enamus ettevõtted, kelle kavad kinnitati, ei olnud suures pankrotiohus

Kinnitamata kavade puhul oli enamuse ettevõtete Z"-skoor väiksem kui 1,1, mis mudeli järgi on kui suure pankrotiohuga ettevõtted. 18-st kinnitamata kavaga ettevõttest lausa 12 ehk 66,6% jäid sellesse alasse. Uurides nende ettevõtete edasist tegutsemist leiti, et töö tegemise hetkel (2020) on nad kõik Registrate ja Infosüsteemide keskuse andmetel registrist kustutatud – keskmiselt 3,4 aasta jooksul pärast saneerimisavalduse tegemist. Neist kaheksa ettevõtte puhul on kustutamine toimunud kolme või vähema aasta jooksul – seega võib järeldada, et need ettevõtted olidki juba pigem pankrotiohus ning kohus tegi õige otsuse.

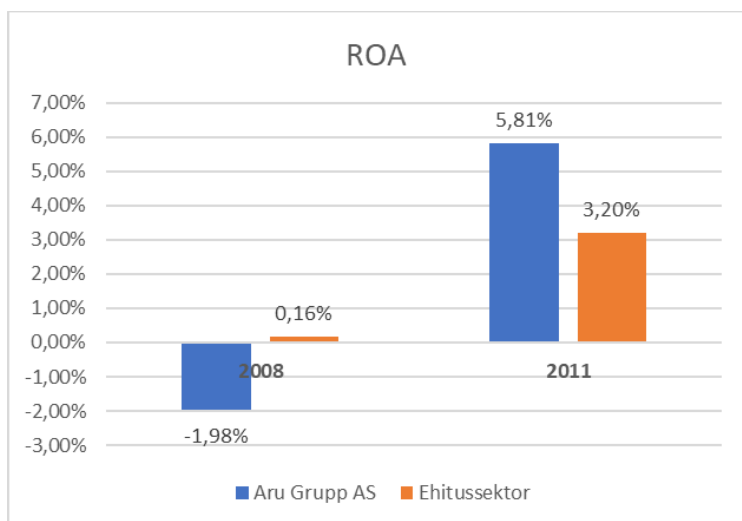
3.2 Saneerimise mõju saneerimiskava läbinud ettevõtetele

3.2.1 Aru Grupp AS

Aru Grupp AS on 100% Eesti kapitalil põhinev puidutöötlemisettevõtte, mis on tegutsenud aastast 1993. Ettevõtte tootmisbaas koosneb neljast tootmistehasest ning enamuse müügist on suunatud välismaale. Peamised tooted: trepid, täispuidust ukseid-aknad, puitmajad ja höövelmaterjalid. Tööd pakkus vaatluse all oleval ajal 180-210 töölisele. Ettevõtte esitas avalduse saneerimiseks 30. jaanuaril 2009 ning põhistas seda tulevikus tekkiva tõenäolise makseraskusega. (VMK 2-09-3642)

Suuremateks põhjusteks olid 2007 aastal Swedex Ltd pankrotistumine, kes oli üks suurimaid ostjaid ning üldine ostumahtude vähenemine seoses 2008 aastal alanud majanduslangusega. Kokku sooviti saneerimise teel ümberkujundada 12 804 244.61 EEK – ühtegi kohustust summaliselt ei vähendata, aga maksegraafikuid pikendatakse. Võlausaldajate hääletusel saadi vajalik hääleteenamus, saneerimiskava kinnitati 20.04.2009 ning saneerimise kestuseks lepiti kokku 48 kuud. (VMK 2-09-3642)

Kuna Aru Grupp AS suutis aasta aega enne tähtaega menetluse juba lõpetada, siis töö autor otsustas lühema ajavahemiku tõttu uurida ainult saneerimismenetluse algust ja lõppu. Esimesena on välja toodud puhasrentaabluse ehk ROA näitajad, mis on allolevas tabelis. Jooniselt 3 on näha, et 2008 aastal alanud majanduslangus on mõjutanud nii Aru Gruppi kui ka ehitusektorit üldiselt. Sektoris keskmiselt on puhasrentaablus sellegipoolest jäänud plussi, olles 0,16%. Samal aastal sai Aru Grupp 2,25 miljonit kahjumit, mis väljendub ka negatiivses puhasrentaabluse näitajas.

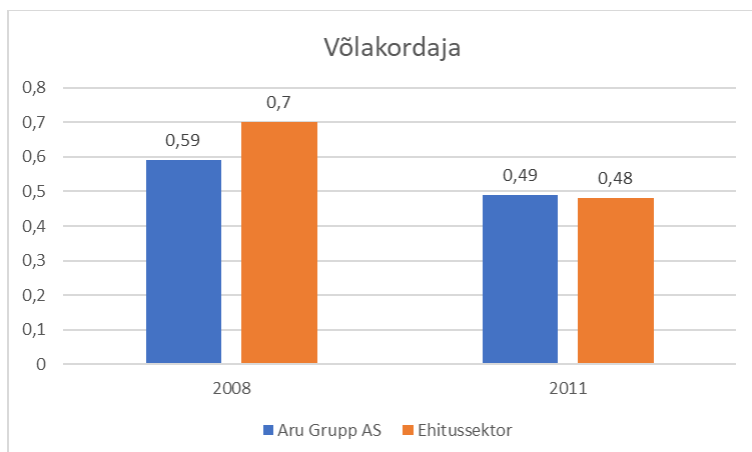


Joonis 3. AS Aru Grupp ROA

Allikas: Autori koostatud Eesti Registre ja Infosüsteemide keskuse ja Statistikaamet EM023 2020a andmete põhjal

3 aastat hiljem, 2011 aastal, on aga olukord märkimisväärselt paranenud. Aru Grupp on ületanud oma puhasrentaablusega sektori keskmist – vastavalt 5,81% ja 3,2%.

Võlakordaja puhul on Aru Grupi näitaja 2008 majanduskriisi alguses tegelikult isegi madalam kui harus keskmiselt, olles 0,59 ning ehitusektoris 0,7.(vt joonis 4)



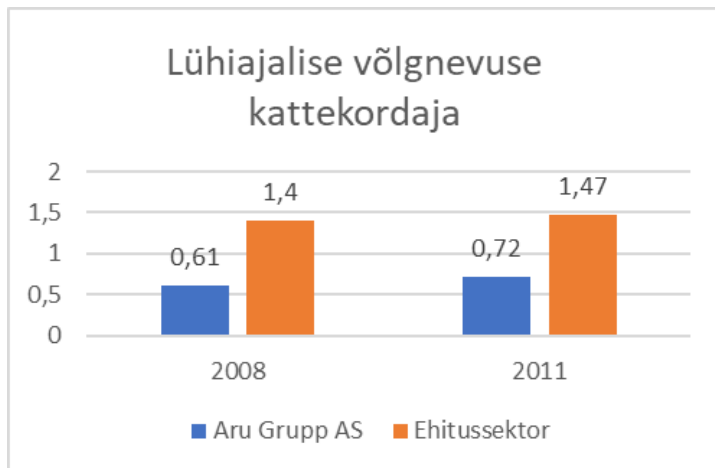
Joonis 4. AS Aru Grupp võlakordajad

Allikas: Allikas: Autori koostatud Eesti Registre ja Infosüsteemide keskuse ja Statistikaamet EM023 2020a andmete põhjal

Ka selle näitaja puhul on näha ettevõtte paranemist saneerimise perioodil. Nagu eelnevalt mainitud, siis Aru Grupp sai enneaegselt saneerimiskava lõpetada, kuna suutis täita kohustused varem. Seda on näha ka jooniselt, kuna 2011 aastaks on langenud ettevõtte võlakordaja 0,49 peale

– olles sarnane sektori keskmisega, milleks oli 0,48. Seega ettevõtte varade finantseerimine tasakaalustus omakapitali ja võõrkapitali vahel.

Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja puhul on Aru Grupp selle näitaja suhtes ehitussektorist märkimisväärselt halvemas seisus – olles 2008. aastal ainult 0,61 samas kui sektoris oli selleks 1,4.

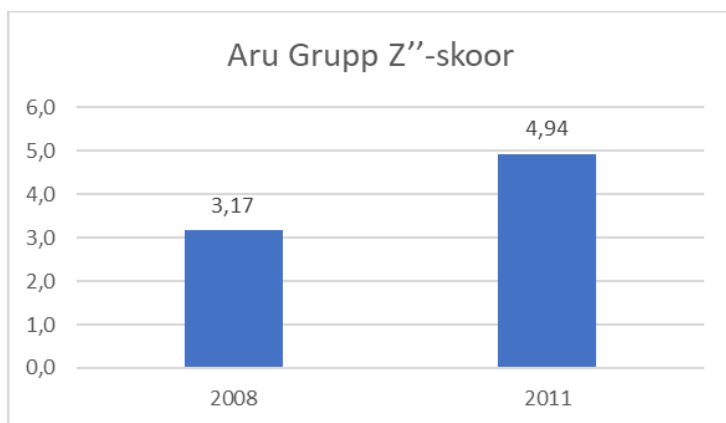


Joonis 5. AS Aru Grupp Lühiajalise võlgnevuse kattekordajad

Allikas: Allikas: Autori koostatud Eesti Registrate ja Infosüsteemide keskuse ja Statistikaamet EM023 2020a andmete põhjal

Kolme aastaga on olukord veidikene paranenud, kuid sektorile üldiselt ei ole järgi jõutud. Kui sektoris keskmiselt suudetakse lühiajalisi võlgnevusi tasuda käibevaradest 1,47 korda, siis Aru Grupis ainult 0,72. Ehk ettevõtte ei oleks suuteline koheselt ära tasuma kiiresti olemasolevaid lühiajalisi kohustusi, vaid peaks otsima lisavahendeid selle jaoks.

Viimaseks on vaatluse all ettevõtte Z''-skoor – esimese asjana paistab kohe silma, et Altmani mudeli järgi ettevõttel puudub pankrotioht ($Z'' > 2.6$), kuid nagu juba eelnevalt sai välja toodud, siis tegelikult suure ostja pankrotistumine ning suur aruandeaasta kahjum tekitasid tuleviku suhtes kahtlusi.



Joonis 6. AS Aru Grupp Z''-skoorid

Allikas: Autori koostatud Eesti Registre ja Infosüsteemide keskuse ja Statistikaamet EM023 2020a andmete põhjal

Samas kolm aastat hiljem on ettevõtte Z''-skoor tõusnud 4,94 peale, mis kinnitab asjaolu, et ettevõtte on suutnud oma efektiivsuse taastada ning edukalt tegutseda.

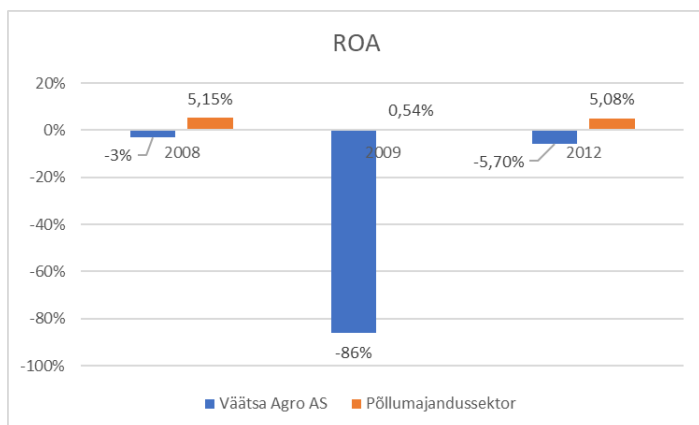
3.2.2 Väätsa Agro AS

Väätsa Agro AS on pika ajalooaga põllumajandusettevõtte, mis peamiselt tegeleb piimakarjakasvatusega. 2008 aasta majanduslangus mõjutas ettevõtet märkimisväärselt – piima kokkuostuhinna langus, kütuse ja sööda hinnatõus kombineeritud halbade ilmastikuoludega viis ettevõtte majanduslikesse raskustesse. 2009 aastal esitati kohtule saneerimisavaldus raskuste ületamiseks. Kokku oli nõudeid üle 160 miljoni krooni, mis jagunes 122 võlausaldaja vahel. Kava kohaselt tühistatakse kõik kõrvalnõuded (sh intressi- ja leppetrahvinõuded) ning põhinõudeid vähendatakse 20-35%. (TlnRnKm 3-2-1-25-11)

Väätsa Agro AS on üks näide mitmetest kuidas saneerimismenetluse protsess venib pikaks. Võlausaldajate hääletusel ei saanud häälteenamust, kuid ekspertarvamuste põhjal kohus siiski kinnitas kava 2010 aastal. Selle järgnes pankade määruskaebused kuniks mitme kohtuastme tulemusel esialgne kava tühistati. Ettevõtte oli aga juba majanduslikult paranenud ning koheselt esitati uus saneerimisavaldus, kava taaskord kinnitati, kuid seekord panga edasikaebamised kõrgemas kohtuastmes ei läinud läbi. Juba kaks aastat hiljem esitati avaldus saneerimismenetluse lõpetamiseks kava enneaegse täitmise tõttu. (PMK 2-11-21966)

Väätsa Agro puhul otsustas töö autor analüüsida aastaid 2008, 2009 ja 2012. 2009 sai valitud, kuna see oli üks raskematest aastatest ettevõtte jaoks. Esimesena on välja toodud puhasrentaabluse ehk ROA näitajad, mis on allolevas tabelis. Jooniselt 7 on näha, et Väätsa Agrot on 2008 alanud

majanduslangus mõjutanud kiiremini kui põllumajandussektorit üldiselt – kui sektoris oli ROE näitjaks 5,15%, siis Väätsa Agrol oli see juba -3%.

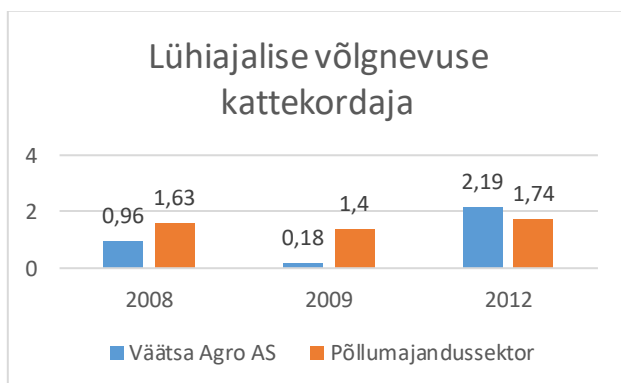


Joonis 7. AS Väätsa Agro ROA näitajad

Allikas: Autori koostatud Eesti Registre ja Infosüsteemide keskuse ja Statistikaamet EM023 2020a andmete põhjal

2009 aastal läks aga Väätsa Agro seisukord kriitiliseks – aastaga teeniti 142 miljonit krooni kahjumit ning see on väga selgelt näha ka ROA näitjast, milleks oli -86%. 2010 kinnitati esialgne saneerimiskava ning ettevõtte hakkas näitama paranemise märke. Vaatamata keeruliste kohtuprotsessidele suudeti ettevõtte põhjast välja tuua. Aastal 2012 oli ROA küll veel negatiivne - olles -5,7% ning aruandeaasta lõppes kahjumiga. Aga võrreldes 2009 aasta kahjumiga oli 2012 aasta kahjum 16 korda väiksem.

Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja (vt joonis 8) puhul on näha samuti järsku kukkumist võrreldes aastat 2008 ja 2009. Kui 2008 aasta oli näitaja 0,96 ehk käibevaradest peaaegu oleks piisanud lühiajaliste võlgnevuste tasumiskski, siis 2009 aasta langes see 0,18 peale. Lühiajalise võlgnevusi ei oleks kuidagi oldud suutlikud ära tasuma.

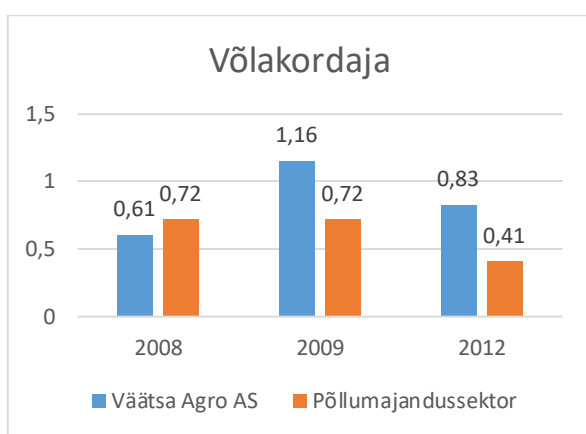


Joonis 8. AS Väätsa Agro lühiajalise võlgnevuse kattekordajad

Allikas: Autori koostatud Eesti Registre ja Infosüsteemide keskuse ja Statistikaamet EM023 2020a andmete põhjal

Ka selle näitaja puhul on 2012 aastal näha, et ettevõtte on taastunud jõudsalt – ettevõtte käibevaradest oleks võimalik lühiajalisi kohustusi maksta lausa kaks korda.

Võlakordaja on toodu joonisel 9. 2008 aastal on Väätsa Agro võlakordaja olnud sarnane sektori keskmisega – 0.61. 2009 aastal on olnud aga järsk võlakordaja näitaja tõus – kordaja on tõusnud üle ühe, olles 1,16. Ehk teisisõnu ettevõttel on rohkem kohustisi kui varasid ning on suures krediidiriskis.

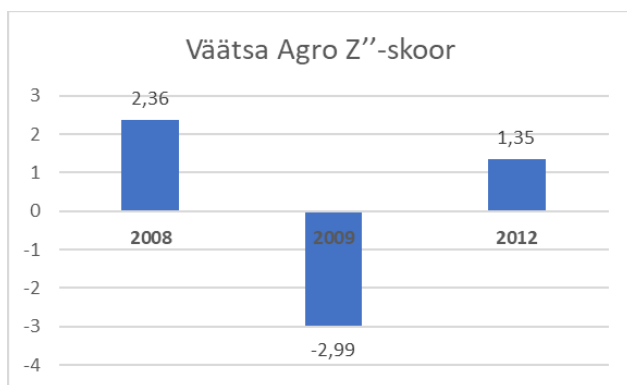


Joonis 9. AS Väätsa Agro võlakordajad

Allikas: Autori koostatud Eesti Registre ja Infosüsteemide keskuse ja Statistikaamet EM023 2020a andmete põhjal

2012 aastal on näha, et põllumajandussektoris on samuti taastumine toimunud – võlakordaja on langenud 0,41 peale. Väätsa Agro näitaja on küll 2x suurem sektori keskmisest, kuid sellegipoolest on näha paranemise märke.

Viimaseks on vaatluse all ettevõtte Z''-skoorid, mis on toodu joonisel 10. Aastal 2008 oli Väätsa Agro Z'' skoor 2,36, jäädes vahemikku, kus E. Altmani sõnul on ettevõtte finantsolukord ebastabiilne. Drastiline muutus on toimunud 2009 aastal - Z'' on langenud -2,99 peale, ehk mudeli järgi ollakse väga suures pankrotiohus.



Joonis 10. AS Väätsa Agro Z''-skoorid

Allikas: Autori koostatud Eesti Registre ja Infosüsteemide keskuse ja Statistikaamet EM023 2020a andmete põhjal

2012 aastal, kui lõpetati saneerimismenetlus, on näha, et ettevõtte Z'' skoor on samuti paranenud – olles tagasi positiivse poole peal. Skoor on küll madal, jäädes mudeli järgi vahemikku, kus on ettevõtte finantsolukord ebastabiilne, aga sellegipoolest on näha, et areng on toimunud.

3.3 Järeldused ja ettepanekud

Töös kasutati Eduard Altmani loodud Z''-skoor pankoritmudelit hindamaks Eestis kohtu poolt algatatud saneerimismenetlusi. Töö käigus otsiti vastuseid järgmistele uurimisküsimustele:

1. Kui suur osakaal saneerimismenetlustest kinnitatakse?
2. Kas E. Altmani Z''-skoori pankrotimudeliga on võimalik hinnata Eestis tegutsevate ettevõtete elujõulisust ja läbi selle ka saneerimiskõlblikkust?
3. Kui palju pankrotiohus ettevõtteid on E. Altmani Z''-skoori mudeli hinnangul sattunud saneerimismenetlusele?

Käesoleva uurimistööga leidis töö autor ka nendele vastused. Vaatluse all olnud 54st saneerimiskavast kinnitati 66,6% ehk lausa 36 ettevõtet. Võrreldes t-testi abil elujõulisi ning saneerimise läbikukkunud ettevõtteid leiti, et nende keskväärtuste vahel on statistiliselt oluline erinevus. Seega võib järeldada, et justkui Z'' sobiks ettevõtte elujõulisuse hindamiseks. Hinnata saaks ainult elujõulisust – saneerimise kõlblikkuse hindamiseks tuleks siiski rohkem süvitsi analüüsida. Viimast väidet täiendab ka kolmanda uurimisküsimuse vastus - Z''-skoori põhjal oli saneerimismenetluste hulgas 22,2% ettevõtteid, kelle pankrotioht oli suur. Samas uurides neid

ettevõtteid rohkem süvitsi, leiti et pakuti tööd suurele hulgale inimestele ning tegutseti veel aastaid peale saneerimismenetluse algatamist.

Nägemaks saneerimismenetluse kasu analüüsi ettevõtete AS Aru Grupp ning AS Väätsa Agro finantsandmeid erinevate suhtarvudega saneerimismenetluse erinevates etappides. Mõlema ettevõtte puhul oli enne saneerimist erinevate asjaolude tõttu näidata ulatuslikku kahjumit ning võimalikku pankrotistumist. Need kaks ettevõtet on ühed vähestest positiivsetest saneerimismenetlustest, mida saab eeskujuks tuua. Avalduste tegemisel ei jäädud liiga hiljaks ning läbi nõuete ümberkorraldamise suudeti ettevõtted uuesti kasumlikuks ja elujõuliseks muuta.

Töö autor rõhutab veelkord, et käesoleva uurimistöö raames vaadeldi esimese kohtuastme otsust. Päris mitmete ettevõtete saneerimised on tegelikult vaidlustatud peale kinnitamist ning järgmises kohtuastmes kavad tühistatud. Põhjalikuma uurimuse tegemiseks tuleks kõigi saneerimismenetlustes olnud ettevõtete kohtulahendid läbi töötada ning koostada selle põhjal detailsem valim. Sellise uurimuse läbiviimisel oleks kasulik õigusteadmiste taust, kuna mitmed kohtulahendid on pikad ning sisaldavad palju õiguseriala termineid.

Detailsema uurimise tegemiseks tuleks leida alternatiivlahendus valimisse ettevõtete leidmisel. Praegusel hetkel kasutas töö autor avalikku Riigi Teataja andmebaasi ning koostas selle põhjal valimi. Kuna selles andmebaasis pole kirjas kõiki menetlusi ning päris mitmete puhul olid ettevõtte andmed peidetud, jäi valimis olevate ettevõtete arv võrdlemisi väikseks. See omakorda võib mõjutada hetkel autori poolt tehtud järeldusi. Parema valimi saamiseks tuleks teha koostööd erinevate kohtutega, aga ka see võib osutuda keeruliseks. Tartu kohtute pressiesindaja Krista Tamm on kommenteerinud Äripäevale, et kohtute endi info võib samuti olla lünklik kuna pika ajaperioodi jooksul on kohtuinfosüsteemi andmebaasis tehtud erinevaid muudatusi ja seega andmete leidmine on keeruline. (Väikenurm, 2017)

Saneerimismenetluste põhjalikum uurimine annaks kindlasti väärtuslikku infot erinevatele asjaosalistele – praeguse halva maine tõttu jäetakse tihtilugu avalduse tegemine liiga hilja peale. Kui oleks esitada tugevapõhjalised kasumlikkuse uuringud ja analüüsid, siis äkki suudetaks muuta saneerimismenetlust rohkem atraktiivseks abinõuks ettevõtjatele.

KOKKUVÕTE

Saneerimine on raskustesse sattunud ettevõtete abistamine kohtuliku sekkumisega. Tulemuseks on protsess, mille eesmärgiks on saavutada kaks vahest omavahel vastuolulist eesmärki – raskustesse sattunud ettevõtte abistamine elujõuliseks, samal ajal maksimeerides võlausaldajate majanduslikke huvisid. Eestis on saneerimismenetlust saanud algatada alatest aastast 2008 – seda on ka kasutatud, kuid siiski võrdlemisi vähe. Paljude saneerimiste läbikukkumiste tõttu on jäänud kogu protsessist ettevõtjatele halb maine ning pigem üritatakse seda vältida. Läbikukkumisi on omakorda põhjustanud asjaolu, et saneerimist alustatakse liiga hilja – ettevõtted pole enam elujõulised.

Oma uudsuse tõttu pole Eestis tehtud põhjalikke uurimisi selle teema kohta, seega töö autor kasutas saneerimise kasumlikkuse näitlikustamiseks välismaa töid. Üldistatult saab öelda, et saneerimistest on ettevõtetele ja võlausaldajatele märkmisväärselt kasu, aga ainult sel juhul kui menetluse suudetakse filtreerida ettevõtteid, mis ka tegelikult on suutelised pöörduma tagasi jätkusuutlikuks ja elujõuliseks. Reaalsuses satub tihtilugu saneerimisele ettevõtteid, mis sobiksid oma olemuselt pankrotimenetlusele.

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks oli uurida Eestis saneerimisavalduse teinud ettevõtete finantsandmeid E. Altmani Z^{''}-skoor pankrotimudeliga ning hinnata esimese astme kohtu otsust ettevõtete valikul. Lisaks võeti kaks ettevõtet, mis on läbinud edukalt saneerimise ning analüüsiti nende finantsandmeid erinevate suhtarvudega nägemaks saneerimismenetluse kasu ettevõtte elujõuliseks tegemisel. Töö käigus keskenduti järgmistele uurimisküsimustele:

1. Kui suur osakaal saneerimiskavadest kinnitatakse?
2. Kas E. Altmani Z^{''}-skoori pankrotimudeliga on võimalik hinnata Eestis tegutsevate ettevõtete elujõulisust ja läbi selle ka saneerimiskõlblikkust?
3. Kui palju pankrotiohus ettevõtteid on E. Altmani Z^{''}-skoori mudeli hinnangul sattunud saneerimismenetlusele?

Eesmärgi saavutamiseks vaadati läbi üle 600 kohtulahendi Riigiteataja andmebaasist – kokku leiti 91 menetlust, kus oli tegemist saneerimisega. Lõplikku valimisse, jäi neist ainult 54 ettevõtet, mille puhul oli küsitud andmeid Eesti Registrate ja Infosüsteemide keskusest. Nende ettevõtete saneerimiskavadest kinnitati esimese astme kohtu poolt 36, ehk koguvalimist 66,6%.

Enne ettevõtete hindamist teostati t-test võrdlemaks elujõuliste ning saneerimisel läbikukkunud ettevõtete Z''-skoori suhtarvude keskväärtusi. Testi tulemusel saab järeldada, et Altmani pankrotimudel on ettevõtete hindamiseks sobilik.

Valimi keskmine Z''-skoor oli 1,96, mis Altmani pankrotimudeli põhjal on kui ettevõtte mille finantsolukord on ebastabiilne. Tegelikult olid ettevõtete Z''-skoorid äärmusest äärmusesse, jäädes vahemikku -27,02 – 27,09. Järgnevalt võrreldi kavade kinnitamist/mitte kinnitamist pankrotimudeli tulemusega. Kavade kinnitamise puhul 33,3% ettevõtetest jäid pankrotimudeli põhjal vahemikku kus pankrotioht on suur. Ehk 1/3 ettevõtetest olid oma finantsnäitajate põhjal juba suures pankrotiohus ning pigem oleks tulnud suunata pankrotimenetlusele. Samas kavade mitte kinnitamise puhul 66,6% ettevõtetest on pankrotimudeli järgi suures pankroti ohus, ehk mitte kinnitamiste puhul on kohus Altmani mudeli järgi teinud siiski õige otsuse.

Lisaks uuriti kahe saneerimismenetluse edukalt läbinud ettevõtte puhul erinevaid suhtarvuid erinevatel etappidel saneerimismenetluse kestel. Valitud ettevõteteks osutusid AS Aru Grupp ja AS Väätsa Agro. Mõlema puhul oli finantsandmetest näha, et enne menetluse algatamist võeti vastu suur kahjum ning tekkis oht maksejõetuks muutuda. Saneerimismenetluse alguse ja lõpu näitajate puhul saab tuua järelduse, et läbi nõuete ümberkorraldamise suudeti ettevõtted uuesti elujõuliseks töötada.

Kogu uurimistöö sai üles ehitatud esimese kohtuastme otsuste põhjal. Päris paljude ettevõtete saneerimiskavad on aga järgmises kohtuastmes vaidlustatud ning tühistatud. Põhjalikuma uurimise teostamiseks tuleks kõik kohtulahendid läbi töötada ning nende põhjal koostada detailsem valim. Valimi koostamisel võiks teha koostööd erinevate kohtutega, kuna avalikus Riigi Reataja andmebaasis pole kirjas kõiki menetlusi ning mitmete puhul on menetluseosaliste nimed peidetud/salastatud.

Käesolevat uurimistööd oleks võimalik võtta suunisena mahukama ja detailsema saneerimismenetluste uuringu teostamiseks. Kindlasti annaks see kasulikku ja väärtuslikku

informatsiooni erinevatele asjaosalistele. Asja rohkem läbipaistvamaks ja selgemaks tehes suudetaks äkki muuta saneerimismenetlust rohkem atraktiivsemaks abinõuks ettevõtjatele.

SUMMARY

REORGANIZATION – UNDERUSED OPPORTUNITY FOR BUSINESSES

Joonas Kaskmäe

Reorganization is a way for financially distressed companies to restore its profitability while being under court protection. It is a process which has sometimes controversial purposes – aiding financially distressed companies to get viable, but at the same time maximizing creditors profits. Previous research covering other countries has shown that both companies and creditors can benefit from reorganization, but only if companies reorganizing are not already unviable and therefore can be saved. In reality there are a lot of companies, who are already financially unviable and try to reorganise under reorganisation law, thus making the whole process look bad.

In Estonia the reorganization process is managed under Reorganization Act. It has been possible for over ten years for Estonian entrepreneurs to reorganize under it – some have tried and succeeded. Unfortunately a lot of reorganizations in Estonia have failed, thus giving it bad reputation among entrepreneurs. The purpose of this thesis is to analyse Estonian companies, who have applied for reorganization, financial data with Altman Z''-score model for predicting bankruptcy and assess the first instance court reorganization plan acceptance. The thesis focused on the following research questions:

1. What percentage of reorganization plans are confirmed by court?
2. Is it possible to assess Estonian companies viability with E. Altman Z''-score model, and if it could be used to make reorganization plan confirmation decision.
3. According to E. Altman's Z''-score model, how many companies at risk of bankruptcy have been subject to reorganization proceedings?

The thesis was divided into 3 chapters. The first chapter gave insights of the theoretical background on the topic, explaining the reorganization law and its components. It also covered the previous research done in other countries. The second chapter focused on the sample and methodology, describing t-tests and the whole Altman Z-score bankruptcy model. The sample used for this thesis was gathered from a public data base called Riigi Teataja. Author manually searched for court cases including reorganization. The final sample consisted of 54 companies, whose financial data was gathered from Registrate ja Infosüsteemide Keskus.

Results of the analysis, conclusions and suggestions were presented in the third chapter. The t-test showed that Altman Z''-score variables for companies, whose reorganization plans were declined, differed with statistical significance from viable companies, thus confirming Altman Z''-score efficiency assessing viability of a company.

For the sample, the mean Z''-score was 1,96, what by Altman's definition is a financially unstable company. The Z''-scores were in the range from -27,02 – 27,09. Next the Z''-scores were compared with the court decision (whether the reorganization plan was confirmed or not). In the case of approval of plans, 33,3% of reorganization plans fell in the range, where is a great risk of bankruptcy by Altman's definition. So 1/3 of companies were in a great risk of bankruptcy and should have been diverted to bankruptcy proceedings. However declined reorganization plans showed better accuracy – 66,6% of declined reorganization plans fell into Z''-score range, where it is considered to be in a great risk of bankruptcy.

The whole thesis was built on first instance court decisions. Many of the reorganization plans are contested in the next court instance and cancelled. For a more detailed research all the reorganization court cases should be examined and a more accurate sample created from it.

This thesis can be used as a guideline for a more accurate and detailed research about reorganizational proceedings in Estonia. It would definitely give an useful and valuable information for different counterparts. Making the reorganization more transparent and clear can make reorganization proceedings more attractive for businesses.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 589-609.
- Altman, E. I. (2000). *Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-Score and ZETA® models*.
- Altman, E. I. (2019). *A 50-year retrospective on credit risk models, the Altman Z-score family of models and their applications to financial markets and managerial strategies*.
- Aronzon, P. S., & Kreller, T. R. (2006). Transformation and the chapter 11 reorganization process: Where the "Exit" is just the beginning.
- Babalola, Y. A., & Abiola, F. (2013). Financial Ratio Analysis of Firms: A Tool for Decision Making. *International Journal of Management Sciences*.
- Creditinfo. (2008). *Pankrottide arv kasvas 2008. aastal 110%*.
- Creditinfo. (2009). *2009. aasta pankrottide arv kümnendi suurim*.
- Creditinfo Eesti AS. (2019). *Pankrotid Eestis 2018*.
- EAS. (4. October 2020. a.). Allikas: COVID-19 mõju Eesti majandusele: <https://www.eas.ee/covid-19-moju-eesi-majandusele/>
- Eisenberg, T., & Shoichi, T. (1994). Should we abolish chapter 11? The evidence from Japan. *The Journal of Legal Studies*, 111-157.
- Hayes, A. (15. 12 2020. a.). *Debt Ratio Definition*. Allikas: Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/d/debratio.asp>
- Hinton, P. R. (2014). *Statistics Explained*.
- Justiitsministeerium. (2008). Saneerimisseaduse eelnõu seletuskiri.
- Lukason, O. (2008). *Saneerimismenetluse majanduslikud mõjud ja nende hindamine Eestis*.
- Maksejõuetus - Eesti . (4. October 2020. a.). Allikas: European e-Justice: https://e-justice.europa.eu/content_insolvency-447-ee-et.do?member=1
- Manavald, P. (2008). Maksejõuetus ja -terminoloogia on jõudmas uude arengujärku. *Õiguskeel*.
- Manavald, P. (2011). Relation between cash flow insolvency and balance sheet insolvency. *Global Conference on Business and Finance Proceedings*, (lk 910-918). Las Vegas.
- Petersen, M. A., & Schoeman, I. (2008). *Modeling of banking profit via return-on-assets and return-on-equity*.

Statistikaamet EM023. Statistika andmebaas. (2020). EM023: Ettevõtete tegevusala (EMTAK 2008) suhtarvud tööga hõivatud isikute arvu järgi.

Kohtulahendid:
VMK 2-09-3642

TlnRnKm 3-2-1-25-11

PMK 2-11-21966

Toomere, V. (2013). Restructuring in Estonia - 5 years of practise.

Väikenurm, M. (24. 05 2017. a.). Saneerimisseadusest lihtne üle sõita. *Äripäev*.

Saneerimisseadus RT I, 26.06.2017, 35

Pankrotiseadus. RT I 29.06.2011, 14.

LISAD

Lisa 1. Ettevõtete valimi Z-skoorid

Registrikood	Aasta	Kava kinnitamine	Z"-skoor
11248358	2010	0	0,01
10925785	2009	0	1,20
12243943	2016	0	5,64
11287810	2009	0	1,06
10479593	2008	0	3,19
10348879	2010	0	0,65
10584611	2009	0	-2,46
10066253	2017	0	4,71
10719933	2009	0	0,54
10677100	2009	0	0,75
11692426	2015	0	4,54
10707930	2009	0	-2,45
11038081	2009	0	3,15
10227213	2009	0	-1,46
10819238	2011	0	-27,02
10744240	2009	0	0,73
10297047	2009	0	-3,88
11225475	2009	0	-4,21
10963030	2011	1	0,83
10061118	2011	1	2,41
11219196	2009	1	6,56
10108425	2009	1	3,17
11064316	2009	1	0,02
11410310	2018	1	1,74

Lisa 1 järg

Registrikood	Aasta	Kava kinnitamine	Z''-skoor
11302402	2015	1	5,85
10021090	2015	1	1,71
10727469	2009	1	3,56
10121667	2010	1	-1,47
10045660	2014	1	2,57
10483347	2010	1	-0,17
10308963	2013	1	0,86
11275817	2012	1	-1,90
11198123	2010	1	6,01
10223401	2009	1	0,97
12798865	2019	1	-0,34
10793585	2008	1	2,32
10907184	2009	1	0,34
10680533	2010	1	5,27
10021279	2009	1	5,79
11903308	2016	1	6,15
11084129	2009	1	6,64
10872913	2018	1	1,70
10099867	2009	1	6,70
10096515	2009	1	9,07
11411278	2016	1	1,64
10096969	2009	1	2,32
10934962	2016	1	-4,80
11764870	2017	1	-0,70
10735352	2015	1	10,12
10051010	2012	1	-3,46
10503469	2016	1	2,58
10069725	2011	1	4,79
10177857	2009	1	1,48

Lisa 2. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks¹

Mina Joonas Kaskmäe (*autori nimi*)

1. Annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose Saneerimismenetlus – ettevõtete vähe kasutatud päästerõngas
(*lõputöö pealkiri*)

mille juhendaja on Karin Jõeveer,
(*juhendaja nimi*)

1.1 reprodutseerimiseks lõputöö säilitamise ja elektroonse avaldamise eesmärgil, sh Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogusse lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tallinna Tehnikaülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas Tallinna Tehnikaülikooli raamatukogu digikogu kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. Olen teadlik, et käesoleva lihtlitsentsi punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest ning muudest õigusaktidest tulenevaid õigusi.

04.01.2021 (kuupäev)

¹ Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal vastavalt üliõpilase taotlusele lõputööle juurdepääsupiirangu kehtestamiseks, mis on allkirjastatud teaduskonna dekaani poolt, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil. Kui lõputöö on loonud kaks või enam isikut oma ühise loomingu tegevusega ning lõputöö kaas- või ühisautor(id) ei ole andnud lõputööd kaitsvale üliõpilasele kindlaksmääratud tähtjaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. ja 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.