

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Laura Kiiroja

**INGLISEKEELSE TEABE KVALITEEDI ANALÜÜS
EUROOPA BÖRSIDE AKTSIAEMITENTIDE NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: dotsent Laivi Laidroo

Tallinn 2017

Olen koostanud töö iseseisvalt.

Töö koostamisel kasutatud kõikidele teiste autorite töödele, olulistele seisukohtadele ja andmetele on viidatud.

Laura Kiiroja

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 142729

Üliõpilase e-posti aadress: laurakiiroja1@gmail.com

Juhendaja dotsent Laivi Laidroo:

Töö vastab bakalaureusetööle esitatud nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(ametikoht, nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

ABSTRAKT	4
SISSEJUHATUS	5
1. TEABE AVALDAMISE ROLLID, KVALITEET JA MÕJUTEGURID	7
1.1. Teabe avaldamise roll, regulatsioonid ning vormid	7
1.2. Avaldatud teabe kvaliteedi hindamine ja mõjutegurid	11
1.2.1. Avaldatud teabe kvaliteedi hindamine	11
1.2.2. Avaldatud teabe mõjutegurid	13
1.3. Eelnevad teabe kvaliteedi empiirilised uurimused	16
2. TEABE KVALITEEDI HINDAMISE METOODIKA	18
2.1. Analüüsitavad börsid ja ettevõtted	18
2.2. Sisuanalüüs	21
2.3. Regressioonanalüüs	22
3. TEABE KVALITEEDI ANALÜÜS	26
3.1. Sisuanalüüsi tulemused	26
3.2. Regressioonanalüüsi tulemused	33
3.3. Järeldused ja ettepanekud	35
KOKKUVÕTE	39
SUMMARY	42
VIIDATUD ALLIKAD	44
LISAD	47
Lisa 1. Loetelu kõigist valimisse kaasatud börsidest	47

Lisa 2. Loetelu kõigist valimisse kaasatud ettevõtetest.....	48
Lisa 3. Sisuanalüüsis kolmes dimensioonis hinnatavad tunnused.....	50
Lisa 4. Kvalitatiivsed skoorid ettevõtte aastaaruande tasandil	52
Lisa 5. Kvalitatiivsed skoorid ettevõtte kodulehe tasandil	54
Lisa 6. Kvalitatiivsed skoorid börsilehe tasandil.....	57
Lisa 7. Kvantitatiivsed skoorid ettevõtte kodulehe tasandil	59
Lisa 8. Kvantitatiivsed skoorid börsilehe tasandil.....	60
Lisa 9. Kvalitatiivsed ja kvantitatiivsed skoorid kõigil kolmel tasandil.....	61

ABSTRAKT

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks oli hinnata inglisekeelse teabe kvaliteeti Euroopa börside aktsiaemitentide näitel ning selle seoseid ettevõttespetsiifiliste finantsnäitajatega. Eesmärgi täitmiseks hinnati 45 ettevõtte inglisekeelse teabe kvaliteeti 15 riigi börsilt: Eesti, Läti, Leedu, Soome, Rootsi, Norra, Taani, Island, Saksamaa, Prantsusmaa, Šveits, Hispaania, Holland, Itaalia ja Belgia. Töös kasutati sisuanalüüsi ning regressioonanalüüsi meetodit. Regressioonanalüüsis olid sõltuvaks muutujaks teabe kvalitatiivne, kvantitatiivne või kvaliteedi üldskoor ning sõltumatuteks teguriteks ettevõtte omakapitali tootlus, omakapitali osakaal varadest, suurus ning börsi suurus.

Sisuanalüüsi tulemused näitasid, et kõrgeima teabe kvaliteediga on Läti ettevõtted (150 punkti), kõrge kvaliteediga on veel ka Itaalia (147) ja Saksamaa (142) aktsiaemitendid. Madalaima teabe kvaliteediga on Hispaania ettevõtted (94). Regioonide vahelises võrdluses on kõrgeima keskmise teabe kvaliteediga Balti riikide ettevõtted (129,67), millele järgnevad Skandinaavia (124,20) ja siis Kesk- ja Lõuna-Euroopa (121,62) ettevõtted. Suurimad erinevused tulenevad eelkõige ettevõtete kvantitatiivsetest skooridest ehk kui pikaajaliselt on teatud teabeallikas avaldatud. Regressioonanalüüsi tulemused näitasid, et ettevõtte teabe kvalitatiivne skoor on positiivselt seotud ettevõtte suuruse ja börsi suurusega. Samas ettevõtte teabe kvantitatiivne skoor on negatiivses seoses börsi suurusega. Ettevõtte omakapitali tootlus ja selle osakaal varadest olulises seoses teabe näitajatega ei ole.

Võib järeldada, et keskmiselt on Balti riikide ettevõtete kohta avaldatud kvaliteetsemat informatsiooni kui teiste valimis osalenud regioonide ettevõtete kohta. Samuti selgitab mingil määral teabe kvaliteedi taset ettevõtte suurus ja börsi suurus, kus see noteeritud on.

Võtmesõnad: Euroopa aktsiaturud, börsiettevõtted, teabe avaldamine, teabe kvaliteet, ettevõttespetsiifilised tegurid

SISSEJUHATUS

Kui ettevõtte on börsil noteeritud, siis on garanteeritud, et on olemas ka selle vastu teatud hulk huvi tundvaid investoreid. Investorid saavad objektiivse hoiaku ettevõtte suhtes võtta enamasti vaid siis, kui neile on kättesaadav vajalik informatsioon. Investori vaatepunktist ei pruugi piisata vaid ettevõtte standardsetest finantsnäitajatest, põhjalikumaks analüüsiks on vaja veidi ulatuslikumat informatsiooni. Börsiettevõtete kohta kättesaadav teave peab olema kvaliteetne, eelkõige usaldusväärne ning et see võimaldaks teha piisaval informatsioonil põhinevaid otsuseid. Avaldatud teabe põhjal tehtavad börsitehingud peaksid peegeldama investorite hinnangul ettevõtte õiglast väärtust.

Aktsiaturud on muutunud väga globaalseks, mistõttu on ettevõtetel vajalik pakkuda enda investoritele ka inglisekeelset informatsiooni. Kui tegevus on suunatud laiemale regioonile kui asukohariik, siis on sellise teabe olemasolu ja kvaliteet esmatähtis. Ettevõtte muutub välisinvestorite jaoks atraktiivsemaks ning aitab laiendada aktsionäride baasi. Kuigi varasemalt on palju uuritud teabe kvaliteeti, siis on tähelepanu pööratud pigem informatsioonile, mis on avaldatud emakeeles. Inglisekeelse teabe kvaliteeti Kesk- ja Ida-Euroopa börsiettevõtete näitel on eelnevalt uurinud Imbi Karmo ja Laivi Laidroo (2014). Nende uurimuse tulemusena tulid välja silmapaistvad erinevused regioonide vahel. Töö autori hinnangul puudub aga laialdasem informatsioon inglisekeelse teabe kvaliteedi kohta erinevate Euroopa börsiettevõtete näitel, mille kaudu saaks võrrelda erinevate riikide ning regioonide teabe kvaliteedi taset. Samuti on eelnevalt pööratud palju tähelepanu seoste teabe kvaliteedi ja tema mõjutegurite vahel, kuid pole täielikult välja kujunenud arusaamu, mis kinnitaks kindlate seoste olemasolu, ning saadud tulemused pigem varieeruvad erinevate uurimuste vahel. Seega keskendub käesolev bakalaureusetöö järgmistele uurimisküsimustele:

1. Kuivõrd kõrge on Euroopa börsidel noteeritud ettevõtete kohta avaldatud inglisekeelse teabe kvaliteet?

2. Kas ja milliseid erinevusi on võimalik Euroopa erinevate börside aktsiaemitentide inglisekeelse teabe kvaliteedis välja tuua?
3. Millised ettevõttespetsiifilised tegurid on seotud ettevõtte teabe kvaliteedi tasemega?

Töö eesmärgiks on seega hinnata inglisekeelse teabe kvaliteeti Euroopa börside aktsiaemitentide näitel ning selle seoseid ettevõttespetsiifiliste finantsnäitajatega. Eesmärkide täitmiseks viiakse läbi sisuanalüüs, mis põhineb Imbi Karmo ja Laivi Laidroo (2014) poolt koostatud teabe kvaliteedi tunnuste nimekirjal. Inglisekeelset teabe kvaliteedi hinnatakse kolmes kontekstis: ettevõtte aastaaruanne, koduleht ja börsileht. Uuritakse 45 börsiettevõtet, mis on noteeritud järgmiste riikide börsidel: Eesti, Läti, Leedu, Soome, Rootsi, Norra, Taani, Island, Saksamaa, Prantsusmaa, Šveits, Hispaania, Holland, Itaalia ja Belgia. Igalt börsilt kaasatakse valimisse kolm kõige suurema turukapitalisatsiooniga ettevõtet. Et hinnata teabe kvaliteedi seost erinevate ettevõttepõhiste näitajatega, kasutatakse regressioonanalüüsi meetodit.

Käesolev bakalaureusetöö on jaotatud kolmeks peatükiks. Esimeses peatükis antakse ülevaade teabe kvaliteediga seotud teoreetilistest seisukohtadest ning varasemalt läbiviidud empiirilistest uurimustest. Tuuakse välja teabe avaldamise rollid, regulatsioonid, erinevad vormid, selle hindamismeetodid ning eeldatavad mõjutegurid.

Teises peatükis kirjeldatakse töös kasutatud valimit ja meetodeid, millistel põhimõtetel valim koostati ning analüüsi läbiviimise protsesse.

Kolmandas peatükis esitatakse sisu- ja regressioonanalüüsi tulemused. Võrreldakse saadud teabe kvaliteete riigi- ja regioonipõhiselt, tuuakse välja erinevused ning edastatakse regressiooni abil kinnitust saanud seosed. Analüüsi tulemuste põhjal tehtud järeldused ja ettepanekud tuuakse välja peatüki lõpus.

1. TEABE AVALDAMISE ROLLID, KVALITEET JA MÕJUTEGURID

Avalikustatud finantsalane informatsioon võib olla ükskõik missugune tahtlikult avaldatud finantsteave, mis ilmub meedias. See võib võtta erinevaid vorme: kvantitatiivne või kvalitatiivne, kohustuslik või vabatahtlik, avaldatud ametlike või mitteametlike kanalite kaudu. (Gibbins et al. 1990, 122) Aktsiaturul kauplevate investorite jaoks on informatsioon peamiseks sisendiks otsuste tegemisel, seetõttu peaks neile saadaolev teave olema kvaliteetne. Tähtis on nii ettevõtte kohta avaldatud informatsiooni õigsus ja usaldusväärsus kui ka selle õigeaegsus ning kui laialdaselt on see kõigile huvilistele kättesaadav. Ettevõtte poolt avaldatud teave mõjutab tugevalt börsil tehtavaid tehinguid, seega on oluline mõista selle kvaliteedi tähtsust turul.

1.1. Teabe avaldamise roll, regulatsioonid ning vormid

Teabe avaldamine mängib tähtsat rolli informatsiooni asümmeetria vähendamisel. Informatsiooni asümmeetria esineb, kui üks või enam investorit omavad privaatset teavet ettevõtte väärtuse kohta samal ajal, kui teistel mitteinformeeritud investoritel on ligipääs vaid avalikule informatsioonile. Informatsiooni asümmeetria olemasolu tekitab turul olukordi, kus osad investorid teevad tehinguid tuginedes neile saadaolevale privaatinformatsioonile ning on seeläbi edukamad. (Brown, Hillegeist 2007, 444)

Informatsiooni asümmeetria on seotud ka agendiprobleemidega ettevõtte juhtkonna ning aktsionäride vahel. Kui üks osapool omab ettevõtte kohta rohkem teavet, siis ei pruugi teine osapool teada, kas tehakse otsuseid võttes arvesse ka nende huvisid. Mõningatel juhtudel võivad ettevõtte juhid teha otsuseid, mis on lühiajaliselt ettevõttele kasulikud, kuid pikaajalisemas perspektiivis võivad need kahjulikuks osutuda. Seda teevad nad selleks, et nende

juhtimise ajal oleksid ettevõtte kohta näidatavad tulemused head, hoolimata tulevikus ilmnevatest võimalikest tagajärgedest. (Aaker, Jacobson 1994, 192) Samuti on ettevõtte investoritel raske hinnata, et kas ettevõtte aruannetes näidatud nõrgad tulemused on põhjustatud juhtkonna ebakompetentsusest või tulenevad need muudest faktoritest, mille üle juhtidel kontroll puudub. (Financial Times 2017)

Üheks viisiks, kuidas informatsiooni asümmeetriat nii investorite endi kui ka juhtkonna ning aktsionäride vahel vähendada, on avalikustada võimalikult kvaliteetset teavet ettevõtte kohta. Täpsemalt, ettevõtte peaks enda finantsaruandeid koostama kasutades kõige läbipaistvamaid raamatupidamisstandardeid, kasutades kõige läbipaistvamaid protseduure või noteerima end börsil, mis on atraktiivne suurele hulga analüütikutele või aktsionäridele. (Verrecchia 2001, 165) Üheks põhjuseks, miks avalikustatud teabe kvaliteet vähendab informatsiooni asümmeetriat, on see, et see vähendab põhjusi otsida ettevõtte kohta privaatset informatsiooni. Sellisel juhul on avalik teave täiuslik asendaja privaatinformatsioonile. See vähendab informatsiooni kättesaamiseks tehtavaid kulutusi. Enamasti sellised ettevõtted pakuvad juba ise õigeaegset informatsiooni ning seda ka koos tulevikku orienteeritud andmetega, mistõttu varasemalt kulutatud summad kallile siseinfole jäävad alles. See tõstab ettevõtte vastu huvi ka siseinfot mitte omavate investeerijate poolt. Nad on sellise ettevõtte suhtes rohkem usaldavamad, sest see vähendab turul privaatinformatsiooni omavate investoritega tehingute tegemisega kaasnevat riski. (Brown, Hillegeist 2007, 447) Teiselt poolt investorite arvamus ja hinnang ettevõtte kohta on eriti tähtis firma juhtkonnale, kes plaanivad peatselt anda välja uut avalikku laenu, omakapitali või osta teist ettevõtet aktsiatehingute kaudu. Uute investorite ligimeelitamiseks on ettevõtte huvides pakkuda avalikkusele vabatahtlikult kvaliteetset ning kõikehõlmavat informatsiooni. Vajaliku teabe avalikustamise kaudu vähendavad nad võõrkapitaliga seotud finantseerimise kulusid. Seda näitavad ka erinevad empiirilised uurimused. On dokumenteeritud, et finantsanalüütikud annavad kõrgema teabe kvaliteedi hinnangu firmadele, kus on väärtpabereid väljastatud praegustele või tulevastele perioodidele. Seega on ka kapitalikulude vähendamine tähtsaks ajendiks ettevõtte poolt avaldatava teabe parendamisele. Kui tulevaste tehingute kohta on detailsemat informatsiooni turule edastatud, siis muudab see tulevased tehingud uutele investoritele atraktiivsemaks. (Healy, Palepu 2001, 420)

Avaldatud teabe kvaliteedi taset saab eelkõige mõjutada ettevõtte ise. Ettevõtte töötajad otsustavad lõplikult, millist informatsiooni teistele osapooltele edastatakse ning milliste

kanalite kaudu seda tehakse. Kõige tüüpilisemad teabe avaldamise kanalid on aastaaruanded, erinevad vahearuanded, investorsuhete kohta käiv informatsioon, pressi- ja börsiteated, ettevõtte koduleht jne. (Gibbins et al. 1990, 126) Aastaaruanded on juba pikaajaliselt olnud investoritele tähtsaks perioodiliseks teabe saamise allikaks (Singhvi, Desai 1971, 129). Aruanded on reguleeritud ning need tagavad vähemalt teatud informatsiooni kvaliteedi taseme. Mis aitab kvaliteedi taset veelgi tõsta ning seeläbi ka järelevalvega seotud kulusid vähendada, on vabatahtlikult rohkema ning detailsema informatsiooni avaldamine. Seda kasutavad turul paljud suuremad ning kasumlikumad ettevõtted, sest selle kaudu saavad nad näidata enda paremat positsiooni turul ning olla seeläbi investorite silmis usaldusväärsemad ja atraktiivsemad. (Ahmed, Courtis 1999, 38) Lisaks saab ettevõtte kohta informatsiooni edastada ka finantsvahendajate kaudu. Nendeks võivad olla finantsanalüütikud, valdkonna eksperdid ja erinevad finantsalased meediaväljaanded. (Healy, Palepu 2001, 406) Informatsiooni vahendajad töötlevad investorite jaoks juba varem avaldatud teavet. Sellega aitavad nad veidi vähendada turul olevat "müra" ning muudavad teabe töötlemise ja omandamise investorite jaoks efektiivsemaks. (Fishman 2009, 305)

Tähtsat rolli teabe kvaliteedis mängib ka turg. Börsiettevõtetel on kvaliteetse teabe avaldamine suurema prioriteediga kui börsil mittenoteeritud ettevõtetel. Kuna aktsiaemitentide kasumlikkus sõltub paljugi investorite aktiivsusest turul ja ettevõtte atraktiivsusest, siis on kõrgem kvaliteedi tase ettevõtte huvides. Seetõttu püüdnud nii ettevõtte juhid kui ka omanikud selle poole, et firma väärtust maksimeerida (Arestis et al. 2001, 18). Aktsiaturgudel tagavad teatud kvaliteedi seal kehtivad täiendavad regulatsioonid. Erinevate uurimuste põhjal on alust arvata, et täiendavaid regulatsioone kehtestatakse turgudel selleks, et vähendada informatsiooni lünka informeeritud ja mitteinformeeritud investorite vahel. See viitab sellele, et avaldatava teabe kõrge kvaliteet peaks aitama nõ rikkust võrdsemalt laiali jaotada. (Healy, Palepu 2001, 412) Regulatsioonid peaksid tagama turu läbipaistva ning õiglase toimimise ja seeläbi pakkuma kaitset ka investoritele.

Balti riikide börsidel on teabe kvaliteedi tagamiseks kasutusel järgmised õiguslikud regulatsioonid: väärtpaberituru seadus, investeerimisfondide seadus, finantsinspektsiooni seadus jne. (Nasdaq Baltic 2017) Väärtpaberituru seaduse üheks eesmärgiks on suurendada väärtpaberituru läbipaistvust. Kehtiva seaduse järgi peab näiteks iga suurinvestor emitenti ja finantsinspektsiooni teavitama viieprotsendilise või suurema osaluse omandamisest börsiettevõttes, mis muudab emitentide omandistruktuuri veelgi läbipaistvamaks. (Poll 2015)

Finantsinspeksioon teostab riiklikku järelevalvet väärtpaberituru üle. Järelevalve eesmärgiks on tagada, et asutused suudavad tulevikus täita kliendi ees võetud kohustused ning lisaks on oluline ülesanne ka tagada, et väärtpaberiturul tegutsevatele tarbijatele esitatakse õiget ja täielikku teavet ning neid koheldakse õiglaselt. (Finantsinspeksioon 2017)

Investoritele orienteerunud kapitaliturgudel on regulatsioonidel tihes seos investorite kaitse ning börsi arengutaseme vahel. Investorite kaitse põhineb nende kättesaadava materiaalse informatsiooni olemasolul ning regulatsioonide täitmise jälgimisel. Samuti hõlmab see pettuste keelamist avalikel pakkumistel ning ligipääsu võrreldavale finantsinformatsioonile. Kõrge kvaliteediga turud on õiglased, korrapärased, efektiivsed ning vabad väärti käitumisest. Täpsemalt, kõrgelt arenenud turud (Frost et al. 2005, 444):

1. suurendavad likviidsust ja vähendavad tehingukulusid;
2. pakuvad võrdset ligipääsu informatsioonile ning tehinguvõimalustele;
3. panustavad kuritarvitamise kaotamisse, jälgides reeglite täitmist;
4. edendavad investorite enesekindlust;
5. hõlbustavad kapitali tekkimist ja
6. taotleavad tingimusi, kus hinnad peegeldavad investorite hinnanguid ettevõtte väärtuse kohta.

Seega kõrgelt arenenud turud peaksid edendama turu efektiivsust ning selle õiglust. Samas regulatsioonide kehtestamisel ning nende täitmise kontrollimisel ei tohiks need takistada konkurentsi ega investorite ligipääsu erinevatele kauplemisvõimalustele, samuti peavad need olema kuluefektiivsed. (Frost et al. 2005, 444)

Frost et al. (2005) kõrgelt arenenud turu loetelus viimasel kohal olevat tingimust, mis viitab sellele, et turu efektiivsuse märgiks on ka investorite hinnangutel ettevõtte väärtuse peegeldumine turuhindades, mainib enda teoorias ka Eugene Fama (1970). Tema viitas enda teoorias sellele, et efektiivsel turul peegeldab ettevõtte aktsiahind kogu avalikult saadaolevat teavet. Ta jagas aktsiaturud efektiivsuse järgi nõrgaks, pooltugevaks ning tugevaks. Nõrga efektiivsusega turul peegeldab hind vaid ettevõtte kohta teadaolevat ajaloolist infot ning tehnilist analüüsi kasutades ei saa aktsiate hindu prognoosida. Pooltugeva efektiivsusega turul peegeldub hinnas juba ka avalik informatsioon, kuid tehnilise ja fundamentaalse analüüsiga teiste investorite ees veel kasumlikkust ei saavuta. Kõige efektiivsemal turul on aktsiahinnas peegeldunud nii avalik informatsioon kui ka privaatne informatsioon. Sellisel turul ei anna

ettevõtte kohta sisemise informatsiooni omamine eeliseid ning informatsiooni poolest on kõik turuosalejad võrdsed. (Fama 1970)

Kvaliteetsema teabe avaldamine haakub ka tehingukuludega järelturul, mille tulemusel aktsia likviidsus kasvab. Likviidsus aga ongi üheks tähtsaks aspektiks turu arengus. (Frost et al. 2005, 443) Samas on täheldatud, et turu suurel likviidsusel võivad olla ka negatiivsed tagajärjed. Kui turg on kõrge likviidsusega, siis võivad investorid näha head võimalust tihedamini enda aktsiaid maha müüa ja seeläbi väheneb ettevõtte kontroll enda kapitali üle, pidurdades arengut. (Arestis et al. 2001, 18) Nagu ka eelnevalt mainitud, kõrgelt arenenud turul, kus avalikustatud teave on kõrge tasemega, peaksid hinnad peegeldama kogu informatsiooni ettevõtte kohta. Adekvaatse teabe olemasolu minimeerib teadmatust turul ning aitab hinnal peegeldada väärtpaberi tõelist väärtust. Kui turul ringleb adekvaatne ja tõene informatsioon, siis see suurendab investorite usku turgu ning investorite arv tõenäoliselt suureneb. (Singhvi, Desai 1971, 136) Seega indiviididel on rohkem põhjusi säästa ning targalt investeerida, mis teoorias peaks aitama kaasa kiiremale majanduskasvule.

Kvaliteetse teabe avaldamine on tõhus viis, kuidas vähendada informatsiooni asümmeetriat ning sellega kaasnevat agendiprobleemi. See aitab investoritel tunda end kindlamana ning aitab neil teha paremaid otsuseid. Samuti on suur roll turul kehtivatel regulatsioonidel, mis kaitsevad väheminformeeritud informeeritute eest ning aitab muuta aktsiaturgu efektiivsemaks ning likviidsemaks.

1.2. Avaldatud teabe kvaliteedi hindamine ja mõjutegurid

1.2.1. Avaldatud teabe kvaliteedi hindamine

Teabe kvaliteedi hindamisel peab arvesse võtma selle erinevaid omadusi. Kvaliteedi määrab nii avaldamise õigeaegsus, sisu usaldusväärsus ja täpsus. Samuti peab informatsioon olema laialdaselt levinud ning seda peab olema ka piisavalt saada. (Brown, Hillegeist 2007, 464) Kvaliteedi hindamine ei piirdu vaid ettevõtte finantsaruannete analüüsimisega, sest enamasti ootavad investorid juba midagi enam. Teave peaks sisaldama ka kaugemasse tulevikku suunatud informatsiooni ning muid detaile, mis võib-olla piiratud aruannete kaudu ei

kajastu. Peab toimuma efektiivne kommunikatsioon ettevõtte juhtkonna, investorite ning ka seotud kolmandate osapoolte vahel. (Healy, Palepu 2001, 432)

Avaldatud teabe kvaliteedi hindamiseks on Hassan ja Marston (2010) jaganud erinevad hindamise meetodid kaheks: meetodid, kus teabe kvaliteeti ei analüüsita otse avaldatud teabe allika kaudu, ning meetodid, kus teabe kvaliteedile antakse hinnang, analüüsides avaldatud teabe algallikat. Esimese meetodi alla paigutuvad (Hassan, Marston 2010):

1. Teabe avaldamise kohta käivad küsitlused (küsimustikud ja intervjuud)- nende kaudu annavad ettevõtete teabe avaldamise praktikatele hinnangu erinevad finantsanalüütikud, investorid ja teised teabe kasutajad.
2. ADR-i (*American Depository Receipt*) olemasolu - seda kasutatakse hindamiseks avaldatud teabe kvaliteeti ja kvantiteeti, sest välismaistel ettevõtetel, mis on noteeritud USA börsidel, arvatakse olevat suurem soodumus nagunii avaldada kvaliteetsemat informatsiooni enda investoritele.
3. Analüütikute prognoosid ja ettevõtte tegevusi jälgivate analüütikute arvargumenteeritakse, et kui ettevõtet jälgivad heal tasemel analüütikud või neid on suur hulk, siis ettevõttel on kõrgemal tasemel informatsiooni keskkond.

Meetodid, mis kuuluvad teise gruppi ehk kus hinnatakse teabe kvaliteeti tema algallika põhjal, on (Hassan, Marston 2010):

1. Sisuanalüüs - selle kaudu saab uurida, kas teatud märksõna või mõiste on tekstiallikas esindatud ja saab analüüsida ka sügavamalt, kas erinevate mõistete vahel on suhteid/seoseid.
2. Teabe avaldamise indeksid - aitavad erinevate nimekirjade kaudu hinnata, mida on ettevõtte kohta saadaolevas teabes täpsemalt avaldatud. Kindla tunnuse olemasolul või mitteolemasolul saab hinnata seda 1 või 0-ga, ning nimekirja alusel saab koostada hiljem kvaliteedi koondindeksi.
3. Juhtkonna prognoosid - prognoosid on suunatud tulevikku ning hiljem saab hinnata, kui võrd juhatuse ettenähtud tulemused realiseerusid.
4. Heade/halbade uudiste avaldamine - heade või halbade uudiste puhul uuritakse, kuidas ja mida täpsemalt ettevõtte nende uudiste puhul avalikustab.
5. Teabe avaldamise sagedus - avaldamise sageduse ja sageduse muutumise põhjal hinnatakse ettevõtte teabe kvaliteeti. Eeldatakse, et mida sagedamini ettevõtte teavet enda kohta avaldab, seda kõrgem on ka tema teabe kvaliteedi tase .

Teabe kvaliteeti saab hinnata ja mõõta mitmete erinevate omaduste ja meetodite kaudu. Kvaliteeti saab kindlaks määrata, uurides teavet otse algallikas või aitavad informatsiooni kvaliteedi tasemele viidata juba ettevõtte mõju alt väljas olevad allikad.

1.2.2. Avaldatud teabe mõjutegurid

Uurides, mis mõjutab juhtide poolt tehtavate teabe avaldamise otsuseid, on keskendunud peamiselt kahele teooriale: positiivse raamatupidamise teooriale ja vabatahtliku teabe avaldamise teooriale. Esimene teooria on seotud juhtkonna valikutega finantsaruandluse puhul pooltugeval aktsiaturul, kus peab arvestama agendikulude ning informatsiooni asümmeetriaga. Teine teooria keskendub börsil noteeritud ettevõtte juhtkonna valikutele täiendava teabe avalikustamisel. Teooria eelduseks on, et isegi tugeva efektiivsusega turul omab juhtkond ettevõtte kohta rohkem informatsiooni kui tema investorid (Healy, Palepu 1993; 1995). Healy ja Palepu (2001) toovad vabatahtliku teabe avaldamise teooria puhul välja 6 erinevat näitajat, mis avaldavad juhtkonnale mõju seoses informatsiooni avalikustamisega. Nendeks on (Healy, Palepu 2001):

1. Kapitalituru tehingud - juhtkond, kes hakkab turul suuremaid tehinguid tegema, on mõjutatud avaldama rohkem informatsiooni, vähendades sellega informatsiooni asümmeetriat ning seeläbi ka välise finantseerimise kulusid.
2. Võistlus ettevõtte kontrolli üle - ettevõtte nõukogu ja investorid peavad kehvade finantstulemuste korral juhtkonda vastutavaks. Kui juhtkonnal on risk enda töö kaotada, siis avaldavad nad rohkem informatsiooni, et vähendada aktsia alahindamist ning on valmis täpsemalt selgitama kehva kasumlikkuse põhjuseid.
3. Aktsial põhinev juhi tasu - aktsiapõhine kompensatsioon motiveerib juhtkonda avaldama kvaliteetsemat teavet, sest nad peavad kinni pidama siseinformatsiooni omamise reeglitest. Aktsiapõhised kompensatsioonid töötavad paremini, kui aktsiate tegelik hind peegeldab õiglaselt ettevõtte väärtust ega pole alahinnatud.
4. Kohtukulud - aktsionäri ja ettevõtte vahelise kohtuvaidluse ohu korral juhtudel, kui see on tingitud ebaadekvaatse või aegunud informatsiooni saamisest, on juhtkond motiveeritud suurendama vabatahtlikult avaldatava informatsiooni hulka. Samas võivad kohtuvaidlused ka vähendada avaldatava teabe hulka, eriti just tulevikku suunatud teabe korral.

5. Andekas ja ettenägelik juhtkond- ettevõtte turuväärtus on väljund investorite hinnangul juhtkonna võimele näha ette ja reageerida tulevikus toimuvatele muutustele. Seetõttu tahab juhtkond enda võimeid näidata ning avaldab vabatahtlikult ka kasumiproгноosi.
6. Omandikulud - ettevõtte ei taha avaldada informatsiooni, mis võib vähendada nende konkurentsivõimet, isegi kui sellega kaasnevad suuremad välise finantseerimise kulud. See näitaja on seotud pigem keskkonnast tuleneva mõjuga, mitte juhtkonna ja aktsionäride vahelise agendiprobleemiga.

Ettevõtte teabe avaldamise kvaliteeti mõjutavad ka mitmed ettevõttespetsiifilised näitajad nagu ettevõtte suurus, noteerituse staatus, kasumlikkus, kapitali struktuur ja auditit tegeva firma suurus

Enamasti avalikustavad suuremad ettevõtted rohkem informatsiooni kui väiksemad. Seda seetõttu, et suurematel ettevõtetel võivad olla väiksemad teabe töötlemise ning avalikustamise kulud või on neil teabe avaldamisest tulenevate tagajärgede korral väiksemad kulud kui nende konkurentidel. Madalamad on info kogumise kulud seetõttu, et informatsioon on juba sisemiselt kogutud ning töödeldud enda juhtkonnale esitamise jaoks (Singhvi, Desai 1971, 131). Samuti on suuremate ettevõtete käsutuses rohkem ressursse, et koguda adekvaatset teavet ja seda suuremates kogustes. Suuremad ettevõtted on ka enamasti keerulisema omandistruktuuriga ning seetõttu on neil põhjusi enda investoritele suuremal hulgal informatsiooni jagada, kindlustades sellega nende usalduse. (Meek et al. 1995) Sarnaselt võib väita, et suuremate ettevõtete juhid on mõistnud kvaliteetse teabe pakkumise olulisust enda aktsiate parema turundamise ja finantseeringu leidmise huvides. Väiksema kapitalisatsiooniga ettevõtete puhul võib juhtuda, et kogu teabe avaldamine kahjustab nende konkurentsitaset, eriti võrreldes suuremate aktsiaemitentidega. (Singhvi, Desai 1971, 131)

Kui ettevõtte on börsil noteeritud, siis on regulatsioonide tõttu juba tagatud teatud tasemel teabe kvaliteet. Kui ettevõtte esmakordselt enda aktsiaid noteerib, peab ta esitama vastavad dokumendid, mis peaks pakkuma piisavalt informatsiooni, et investorid suudaksid selle ettevõtte väärtust hinnata. Kuna noteeritud ettevõtted peavad lisaks tavapärasele raamatupidamisstandarditele järgima ka börsi regulatsioone, avaldavad nad tõenäoliselt enda aruannetes rohkem informatsiooni. (Singhvi, Desai 1971, 132) Ükskõik, kas ettevõtte on noteeritud kodumaa börsil või rahvusvahelistel börsidel, aktsiaturul tegutsev ettevõtte on kohustatud avaldama rohkem informatsiooni kui tavaetevõtte ning investorite ligitõmbamiseks

avaldab ta kindlasti ka vabatahtlikumat teavet. Samas tuleb ka silmas pidada, et esmakordselt noteerivad end ettevõtted, mis on saavutanud juba teatava käibe, varad ning võimalik, et väljastanud juba ka aktsiakapitali. Ka see viitab teabe avaldamise seosele ettevõtte suurusega. (Ahmed, Courtis 1999, 54)

Teabe kvaliteedi tasemel on seoseid ka ettevõtte kapitali struktuuriga. Kõrgema omakapitali osakaaluga ettevõtetel on suuremad monitoorimiskulud. Kui nende eesmärgiks on neid kulusid vähendada, siis avaldavad nad enda aastaaruannetes ja muudes teabe allikates vabatahtlikult rohkem informatsiooni, et enda aktsionäride meelejärgi olla. (Jensen, Meckling 1976) Samas on kõrgemat teabe kvaliteeti seostatud ka suurema finantsvõimenduse korral. Suurema laenukapitaliga firmad on kohustatud enda pikaajalisi kreditore teatava informatsiooniga varustama. Et enda kulusid vähendada, teevad nad seda aastaaruannete ja muude raportite kaudu, avaldades seal täpsemat informatsiooni. See aitab kindlustada kreditoride jaoks, et ettevõtte ei riku enda laenukovenante. (Wallace et al. 1994, 44)

Ettevõtte kasumlikkus arvatakse olevat positiivses seoses avaldatud teabe kvaliteediga. Kõrgem kasumlikkus motiveerib ettevõtte juhtkonda avaldama rohkem kvaliteetsemat informatsiooni, sest see aitab suurendada investorite usaldust ettevõttesse ning seeläbi aitab see suurendada ka juhtkonna kompensatsioone. (Singhvi, Desai 1971, 134) Kõrge kasumlikkusega firma annab enda paremast turupositsioonist märku ka erinevate aruannete kaudu, avaldades seal detailsemat informatsiooni (Wallace et al. 1994, 46). Samas argumenteeritakse, et firma kasumlikkus on teabe kvaliteediga seotud vaid siis, kui tajutav informatsiooni asümmeetria ettevõtte juhtide ning aktsionäride vahel on suur (Lang, Lundholm 1993, 251).

Välisauditit teostava firma suurus võib mõjutada mingil määral avaldatava informatsiooni taset. Suured organisatsioonid kipuvad enda suuruse ja keerulise struktuuri tõttu kasutama suuremaid audiitorfirmasid, kes on end juba sellel turul tõestanud ning kellel on olemas vajalik tehniline alus ning ekspertiis, et täita enda klientide vajadused. Kui suured firmad rikuvad selle börsi reegleid, kus nad noteeritud on, või ei avalda nõutavat informatsiooni, siis võivad sellel olla kallid karistuslikud tagajärjed. Et minimeerida regulatsioonide mittetäitmise riski, kasutavad firmad tuntud ja heal tasemel audiitorfirmasid. (Ahmed, Courtis 1999, 55)

Ettevõtte teabe avaldamise kvaliteet on mõjutatud nii spetsiifilistest teguritest kui ka juhtkonna poolt tehtavatest erinevatest otsusest ning sellest, millist informatsiooni nemad peavad ettevõtte kohta õigeaks avaldada.

1.3. Eelnevad teabe kvaliteedi empiirilised uurimused

Teabe kvaliteeti on uuritud nii ettevõtte kui ka börsi tasandil. Frost et al. (2005) uurisid investorite kaitset erinevate turgude tasandil. Nende valimis olid 50 riigi aktsiaturgu ning uuringu eesmärgiks oli välja selgitada regulatsioonide efektiivsust turgudel, s.t. kui kvaliteetsed ja efektiivsed on börsil kehtestatud regulatsioonid ning kuidas need avaldavad mõju turu arengule. Uuringu tulemusena saavutas kõige kõrgema börsi kvaliteedi skoori Stockholmi börs, mis on ka käesoleva töö valimis. Madalaimad börsi skoorid saavutasid Barcelona, Ameerika (*American Stock Exchange Inc.*), Lissaboni, Iiri, Taiwani ja Teherani börsid.

Ettevõtte tasandil on olulisi empiirilisi uuringuid olnud mitmeid. On uuritud nii börsil noteeritud kui ka börsil mittenoteeritud ettevõtete teabe kvaliteeti. Ettevõtte tasandil on teabe kvaliteeti analüüsinud näiteks Ahmed ja Courtis (1999) ning Singhvi ja Desai (1971). Nemad keskendusid pigem teguritele, mis võivad teabe kvaliteediga olla nii positiivses kui ka negatiivses seoses ning nendele seostele kinnituste leidmisele. Analüüsi seoseid ettevõtte teabe kvaliteedi ning ettevõtte suuruse, omandikontsentratsiooni, noteerituse staatuse, audiitorfirma suuruse, kapitalstruktuuri ning erinevate kasumlikkuse näitajate vahel. Positiivset seost kvaliteedi tasemega sai kinnitada peaaegu kõigil eelpool mainitud teguritel. Nende seast negatiivse seosega on omandikontsentratsioon ning vastakaid seoseid leiti kapitalstruktuuri ja firma kasumlikkuse vahel.

Ettevõtte tasandil on teabe kvaliteedi seost börsil tegutsemise edukusega uurinud ka Jensen et al. (2006). Nad uurisid seitsme aasta jooksul 500 Standard&Poorsi firma toimimist börsil. Nad leidsid, et sellise valimi seas olid börsil paremate tulemustega pigem väiksemad ettevõtted, sest neil on vähem varasid ja on rohkem fokuseeritud, tegutsedes vähemates ärisegmentides.

Käesoleva bakalaureusetööga sarnasem uuring on läbi viidud Imbi Karmo (2013) Tallinna Tehnikaülikooli magistritöös ja selle põhjal koostatud Imbi Karmo ja Laivi Laidroo (2014) teadusartiklis. Uurimus viidi läbi ettevõtte ja börsi tasandil. Teabe kvaliteeti uuriti ettevõtte aastaaruande, kodulehe ning börsilehe kaudu. Uuriti inglisekeelse teabe kvaliteeti Kesk- ja Ida-Euroopa börsidel noteeritud aktsiaemitentide näitel. Võrdluse mõttes võeti valimisse ka mõned Lääne-Euroopa börsid ning seal tegutsevad ettevõtted. Inglisekeelse teabe

analüüsi viis läbi ka Berglöf ja Pajuste (2005), kes uurisid samuti Kesk- ja Ida-Euroopa börsidel noteeritud ettevõtete poolt avalikustatud informatsiooni kvaliteeti, seda tegid nad aastaaruande ja kodulehe kaudu.

Eelnevalt mainitud empiiriliste uurimuste tulemustena on jõutud mitmete seosteni teabe kvaliteedi ja erinevate tegurite vahel. Karmo ja Laidroo analüüsi tulemusena selgus, et inglisekeelse teabe kvaliteet on positiivselt seotud ettevõtte suurusega, kas on börsiettevõtte või mitte, rahvusvaheliselt tuntud audiitorfirma kasutamisega, ettevõtte tegevusvaldkonnaga ning rahvusvaheline omandistruktuuriga (Karmo, Laidroo 2014). Sarnaste järeldesteni jõudsid enda uuringutes Ahmed ja Courtis (1999) ning Cooke (1989;1991). Laidroo leidis ka enda 2009. aasta töös, kus uuriti Balti riikide tasandil börsiteadete kvaliteeti, et negatiivses seoses teabe kvaliteediga on omandikontsentratsioon (Laidroo 2009).

Uurimustes, kus on analüüsitud kindlate riikide lõikes teabe kvaliteeti, saab välja tuua mõningaid erinevusi. Karmo ja Laidroo uuringu tulemusena selgus, et Balti riikide aktsiaemitentidel on teabe kvaliteedi tase kõrgem kui teistel Kesk- ja Ida-Euroopa börsidel noteeritud ettevõtetel. Samas jäävad nende tulemused alla kõrgelt arenenud Lääne-Euroopa börsiettevõtetest. (Karmo, Laidroo 2014) Berglöfi ja Pajuste uuringu tulemused näitavad, et Leedu ja Poola ettevõtted avalikustavad enda aastaaruannetes vähem teavet ning Tšehhi ja Eesti ettevõtted avalikustavad rohkem informatsiooni, kui nad selleks kohustatud on (Berglöf, Pajuste 2005).

Eelnevad uurimused viitavad sellele, et teabe kvaliteedi tase varieerub nii ettevõtete kui ka riikide lõikes. Samas ei ole peale Frost et al. (2005) uurimust teostatud põhjalikumat võrdlust erinevate Euroopa regioonide lõikes, kuhu oleks kaasatud lisaks Kesk- ja Ida-Euroopale ka Lääne-Euroopa riike. Käesolevas töös üritatakse seda tühimikku mõnevõrra täita.

2. TEABE KVALITEEDI HINDAMISE METOODIKA

2.1. Analüüsitavad börsid ja ettevõtted

Uuringu läbiviimiseks analüüsis autor 15 Euroopa riigi börsi: Eesti (Nasdaq Tallinn), Läti (Nasdaq Riia), Leedu (Nasdaq Vilnius), Soome (Nasdaq Helsingi), Rootsi (Nasdaq Stockholm), Norra (*Oslo Børs*), Taani (Nasdaq Kopenhaagen), Island (Nasdaq Island), Saksamaa (Frankfurdi börs), Prantsusmaa (Euronext Paris börs), Šveits (*SIX Swiss Exchange*), Hispaania (*Bolsa de Madrid*), Holland (Euronext Amsterdam börs), Itaalia (*Borsa Italiana*) ja Belgia (Euronext Brüssel börs). Seega valimisse on võetud Balti ja Skandinaavia riikide börsid ning samuti need börsid Kesk- ning Lõuna-Euroopast, mis on populaarsemad ning suurema turukapitalisatsiooniga (valiti 7 suurima turukapitalisatsiooniga riiki Mandri-Euroopast).

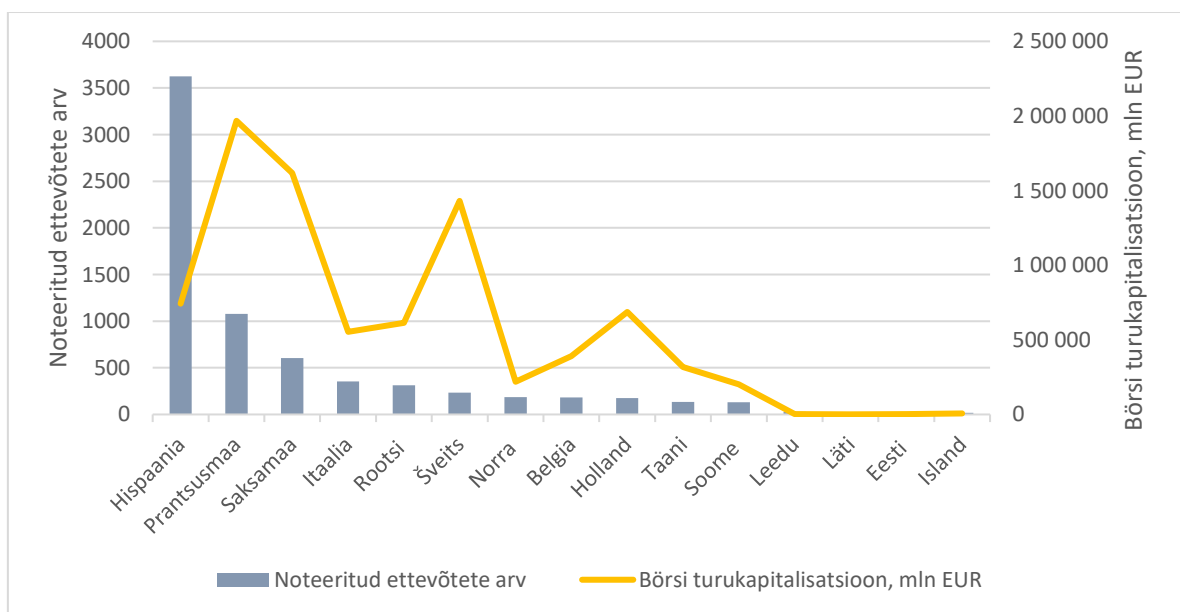
Igalt börsilt analüüsitakse kolme ettevõtet, mis on oma turukapitalisatsioonilt vastava börsi suurimad. Börsiettevõtete turukapitalisatsioonid leidis töö autor börsilehtede kaudu. Valimisse ei kaasatud ettevõtteid, mis tegutsevad panganduses või pakuvad muid finantsteenuseid, sest nende teabe regulatsioonid on erinevad ning need võiksid mõju avaldada analüüsi tulemusena saadavatele teabeskooridele. Seega jäid käesoleva töö valimist välja järgnevad ettevõtted:

1. Soome ettevõtete hulgast jäi välja turukapitalisatsiooni poolest esimesel kohal olnud Sampo Oyj, mis tegutseb peamiselt kindlustuse valdkonnas;
2. Rootsi börsiettevõtete valimist jäid välja teisel, neljandal, viiendal, kuuendal ja seitsmendal kohal olevad Nordea Bank, Svenska Handelsbanken AB, Investor AB, Swedbank AB ja Skandinaviska Enskilda Banken AB;
3. Norra valimist jäi välja suuruselt teine ettevõtte DNB pank;
4. Taani valimist suuruselt teine ettevõtte Danske Bank;
5. Prantsusmaa valimist jäi välja kolmandal kohal olev BNP Paribas pank;

6. Hispaania valimist jäi välja suuruse poolest teisel ja neljandal kohal olevad Banco Santander ja Banco Bilbao;
7. Hollandi börsiettevõtete hulgast jäi välja suuruselt teine ING Groep pank;
8. Itaalia ettevõtete seast suuruselt kolmas Intesa Sanpaolo;
9. Belgia ettevõtete seast suuruselt teine KBC Group pank.

Lisas 1 olevas tabelis on autor välja toonud loetelu valimisse kaasatud börsidest, nende turukapitalisatsioonidest ning seal noteeritud ettevõtete arvust. Lisas 2 olevas tabelis on näha loetelu valimisse kaasatud ettevõtetest, nende tegevusaladest ja turukapitalisatsioonidest seisuga 02.04.2017.

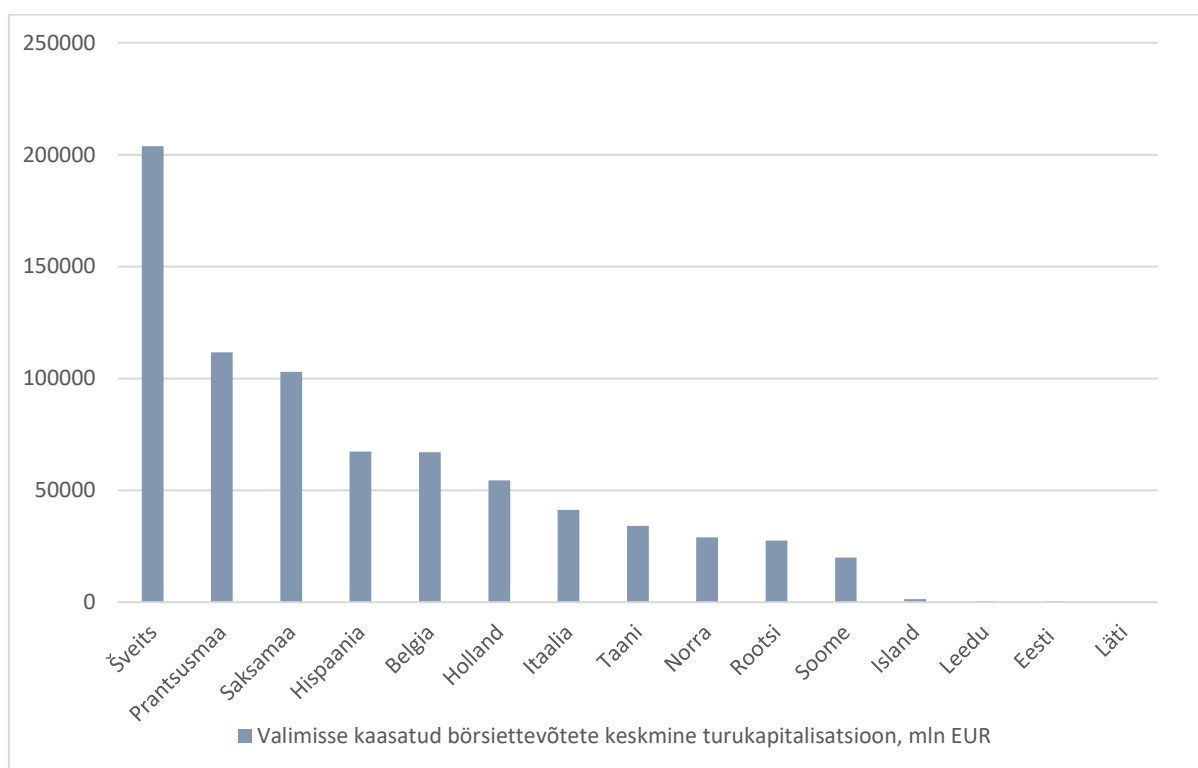
Lisast 1 ja jooniselt 1 on näha, et turukapitalisatsioonid valimisse valitud börside vahel on vägagi erinevad. Suurima turukapitalisatsiooniga on Pariisi börs 1967,695 miljardi euroga ja väikseim on Riia börs 0,78 miljardi euroga. Börsi turukapitalisatsiooni poolest on ülekaalukalt suuremad Kesk- ja Lõuna-Euroopa börsid. Skandinaavia riikide börsidest on suurim Rootsi, mis on suurem ka Itaalia ja Belgia börsidest. Suurim Balti börs on Vilniuse börs 3,48 miljardise turukapitalisatsiooniga. Börsid on samuti väga erinevad seal noteeritud ettevõtete arvu poolest. Kõige rohkem on ettevõtteid noteeritud Hispaania börsil, kus tegutseb 3623 ettevõtet. Kõige vähem on noteeritud ettevõtteid Eesti ja Islandi börsil, kus tegutsevad vaid 16 ettevõtet.



Joonis 1. Valimisse valitud Euroopa börside turukapitalisatsioon (miljonit EUR) ja börsil noteeritud ettevõtete arv

Allikas: Autori koostatud, lisas 1 toodud andmete alusel.

Lisas 2 toodud loetelu põhjal koostatud jooniselt 2 on näha valimisse valitud ettevõtete keskmised turukapitalisatsioonid riikide lõikes. Suurima keskmise turukapitalisatsiooniga on Šveitsi börsi ettevõtted 203,78 miljardi euroga ning väikseimad on Läti ettevõtted 0,189 miljardi euroga. Suurima börsi turukapitalisatsiooniga olev Prantsusmaa, on ettevõtete poolest teisel kohal 111,60 miljardi euroga. Skandinaavia riikidest on suurima ettevõtete keskmise turukapitalisatsiooniga Taani ning madalaimaga Island. Balti riikidest on selle näitaja poolest suurimad Leedu börsiettevõtted ning väikseim juba eelpool mainitud Läti. Kesk- ja Lõuna-Euroopa riikide seast on väikseima ettevõtete keskmise turukapitalisatsiooniga Itaalia 41,31 miljardi euroga.



Joonis 2. Valimisse kaasatud kolme börsiettevõtte keskmine turukapitalisatsioon (miljonit EUR)

Allikas: Autori koostatud, lisa 2 esitatud andmete põhjal

Bakalaureusetöö uurimisküsimuste lahendamiseks viis töö autor läbi valimisse valitud ettevõtete põhjal sisuanalüüsi ning regressioonanalüüsi. Järgnevates alapeatükkides kirjeldab töö koostaja kasutatud meetodikate põhimõtteid ja läbiviidud protsesse.

2.2. Sisuanalüüs

Valimisse valitud Euroopa börside aktsiaemitentide teabe kvaliteedi hindamiseks on käesolevas töös kasutatud sisuanalüüsi meetodit. Sisuanalüüsi meetodit kasutades saab teabe kvaliteeti mõõta, lugedes kokku teabeallikas esindatud teabeühikuid. Lugeda saab kokku näiteks esinevaid sõnade, lausete või lehekülgede arvu. Peamiselt kasutatakse kahte sisuanalüüsi meetodit: kontseptuaalne ja suhteline sisuanalüüs. Kontseptuaalse analüüsi kaudu saab kindlaks teha teatud sõna või mõiste olemasolu teksti sees ning selle esinemise sagedust. Suhteline sisuanalüüs uurib sõnade esindatust ning nende kasutatavust juba sügavamalt, uurides tekstis esindatud erinevate märksõnade omavahelisi suhteid. Sisuanalüüsi saab läbi viia manuaalselt või automatiseeritud meetodikat kasutades. Automatiseeritud sisuanalüüsil on kindlasti omad eelised: kerge kasutatavus ning säästab aega, selle sooritamiseks tehtud panust ning ka raha. Samuti teeb see kergemaks suure valimi analüüsimist. Automatiseeritud analüüsiga kaasnevad aga teatud probleemid. Kasutades võtmesõnu, tuleks arvestada ka kõikide tema sünonüümidega ning sõnadega, millel on mitu tähendust. Kasutades märksõnu ilma teda ümbritseva lauseta ja selle tähenduseta, ei ole samuti hea alus sisuanalüüsiks. Seetõttu, kuigi manuaalselt läbiviidav sisuanalüüsi meetodika on aeganõudev ja enamasti saab seda läbi viia piiratud valimiga, on selle analüüsi tulemused teatud tingimustel kindlamad ning usaldusväärsemad. (Hassan, Marston 2010, 18) Käesolevas töös on teabe kvaliteedi hindamisel kasutatud kontseptuaalset sisuanalüüsi, mis on manuaalselt läbi viidud.

Valimisse võetud aktsiaemitentide poolt avaldatud teabe kvaliteedi hindamiseks kasutas autor Imbi Karmo ja Laivi Laidroo (2014) poolt koostatud tunnuste tabelit. Tabel põhineb Standard&Poors'i (2002) 98-st tunnusest koosneval nimekirjal, mille kaudu saab hinnata ettevõtete läbipaistvust ning teabe avaldamise taset. Karmo ja Laidroo kohandasid Standard&Poors'i nimekirja, saades 39-st tunnusest koosneva loetelu, mis on täielikult välja toodud lisas 3. Loetelu koosneb erinevatest näitajatest, mis käsitlevad teabe avaldamisega seotud mitmeid aspekte. Selle abil saab hinnata ettevõtte erinevate finantsnäitajate, aktsiate, aktsionäride, juhtkonna ja nende strateegiate kohta käiva informatsiooni avaldamist, lisaks hõlmab see ka finantsaruannete ning muud ettevõtet puudutava teabe avaldamist. Nimekirja tunnuseid 1-36 hinnatakse kvalitatiivselt, see tähendab, et kui nimekirjas olev tunnus või näitaja

on analüüsitava allikas esindatud, siis märgitakse selle kohta 1 ning kui tunnus ei ole esindatud, siis märgitakse 0. Näiteks on tunnuste nimekirjas näitajaks nr 2 aktsiate nimiväärtus. Kui aktsia nimiväärtuse kohta tekstiallikas info puudub, on selle tunnuse puhul teabe kvaliteet 0. Tunnuseid 37-39 hinnatakse kvantitatiivselt, see tähendab, et hinnatakse, kui pikalt on teatud tunnust avaldatud. Näiteks nimekirjas on tunnuseks nr 38 „Mis aastast alates on aastaaruanded avalikustatud (kas IFRS või kohalik)?“. Kui aastaaruandeid on avalikustatud alates 2005. aastast, on selle tunnuse skooriks 12. Teabeallika kvaliteedi üldskoori saab kätte liites kokku iga hinnatud tunnuse.

Autor analüüsis avaldatud teabe kvaliteeti kolme kanali kaudu: ettevõtte aastaaruanne, koduleht ning börsileht. Esimese kahe kanali kaudu avaldatud informatsiooni hindamine võimaldab teha järeldusi, milline on teabe avaldamise kvaliteet ettevõtte tasandil. Ettevõtte börsilehe hindamine annab aga ülevaate, milline on avaldatud teabe kvaliteedi tase vastava riigi börsi tasandil. Kõiki näitajaid ei ole võimalik erinevatel tasanditel hinnata, seega on sellised tunnused vastava kanali juures märgitud ristiga (Lisa 3).

Kui iga tunnus on kõigi kolme kanali kaudu hinnatud, saab moodustada ettevõtte teabe kvaliteedi skooore. Eraldi saab koostada ettevõtte teabe kvalitatiivse skoori, liites kokku kõigil kolmel tasandil hinnatud tunnuste 1-36 skoorid. Selle põhjal saab teha täpsemaid järeldusi, millist infot erinevad ettevõtted avaldavad. Saab koostada ka ettevõtte teabe kvantitatiivse skoori, liites kokku ettevõtte kodulehe ja börsilehe kontekstis hinnatud tunnuste 37-39 skoorid. Viimaseks saab moodustada iga ettevõtte kohta teabe kvaliteedi üldskoori, mis peegeldab endas nii ettevõtte kvalitatiivse kui ka kvantitatiivse teabe kvaliteedi taset. Koostatud skooride põhjal saab teabe kvaliteeti võrrelda nii riigisiselt kui riikidevaheliselt, samuti saab teha üldistavaid võrdlusi valimis esindatud regioonide vahel.

2.3. Regressioonanalüüs

Kolmandale uurimisküsimusele vastuse leidmiseks viis töö autor läbi regressioonanalüüsi. See võimaldab hinnata seoseid valimisse valitud Euroopa börside aktsiaemitentide teabe kvaliteedi ja seda mõjutavate tegurite vahel.

Regressioonanalüüsi kasutatakse ühe kindla muutuja ning ühe või enama muutuja vahelise seose selgitamiseks ning selle hindamiseks. Regressioon aitab selgitada ühe muutuja

muutumist, selgitades seda läbi teiste muutujate muutumise. Regressioonanalüüsi mudelis on sõltuvaks muutujaks y ning üheks või enamaks sõltumatuks muutujaks x . Antud bakalaureusetöös on kasutatud mitmest regressioonanalüüsi. Analüüsitakse ühe sõltuva muutuja y ja mitme erineva sõltumatu muutuja x vahelist seost. Iga sõltumatu muutuja, mis mudelisse lisatakse, peaks eelduste kohaselt sõltuvat muutujat mingil määral mõjutama. Sõltumatute muutujate koefitsientide abil saab hinnata, kuidas üks kindel näitaja sõltuvat muutujat mõjutab, see tähendab, et iga muutuja koefitsient näitab sõltuva muutuja väärtuse keskmist ühikulist varieerumist. (Brooks 2008)

Regressioonanalüüsiks on autor töös kasutanud kahte erinevat arvutusvalemit, mille abil koostati kuus regressioonmudelit. Mõlema valemi korral on kasutatud kolme erinevat sõltuvat muutujat. Sõltuvateks muutujateks on ettevõtte teabe kvalitatiivne skoor, kvantitatiivne skoor ning teabe üldskoor.

Esimese regressioonvalemi põhjal uuritakse teabe kvaliteedi seoseid ettevõtte erinevate finantsnäitajate vahel. Valemi põhjal moodustati mudel 1, 2 ja 3. Mudelite analüüsimiseks kasutati alljärgnevat tüüpvalemit:

$$y_t = \beta_1 + \beta_2 \times ROE_t + \beta_3 \times E/V_t + \beta_4 \times Ettevõtte TK_t + u_t,$$

kus

y_t – teabe kvalitatiivne skoor (mudel 1), kvantitatiivne skoor (mudel 2), üldskoor (mudel 3)

β_1 – mudeli vabaliige,

ROE_t – ettevõtte t omakapitali tootlus (puhaskasum/omakapital)

E/V_t – ettevõtte t omakapitali osakaal varadest

$Ettevõtte TK_t$ – logaritmi ettevõtte t turukapitalisatsioonist

u_t - juhuslik liige.

Teise regressioonvalemi põhjal uuritakse teabe kvaliteedi seoseid ettevõtte erinevate finantsnäitajate ning noteeritud börsi arengutaseme vahel. Valemi põhjal koostati mudel 4, 5 ja 6. Mudelite analüüsimiseks kasutati järgmist tüüpvalemit:

$$y_t = \beta_1 + \beta_2 \times ROE_t + \beta_3 \times E/V_t + \beta_4 \times Börsi TK_t + u_t,$$

kus

$Börsi TK_t$ – ettevõtte t börsi turukapitalisatsioon (logaritmitud)

Analüüsi läbiviimiseks koguti vastavaid andmeid ettevõtete aastaaruannetest ning börsilehtedelt. Mudelitesse on kaasatud kõik valimis olevat 45 ettevõtet Euroopa börsidelt. Analüüsi kaasatud muutujate kirjeldav statistika on välja toodud tabelis 1. Sealt on näha, et

ROE minimaalne väärtus on negatiivne. See on põhjustatud Läti ettevõtte Latvijas kuģniecība negatiivsest puhaskasumist. Suur standardhälve on börsi turukapitalisatsioonide vahel, mis oli ka oodatav, sest valimisse valitud ettevõtete börsi tasemed on väga erinevad. Suur varieeruvus on ka ettevõtte turukapitalisatsiooni näitaja puhul, mis tuleneb samuti erinevatest suurusjärgudest ettevõtete vahel. Varieeruvust on näha ettevõttepõhiste finantsnäitajate puhul, ROE standardhälve on 16,14% ja E/V 16,03%. See viitab sellele, et ettevõtted, mis antud analüüsi on kaasatud, käituvad finantsiliselt üsna erinevalt ning ka kapitalistruktuurides on erinevusi. Sama on ka noteeritud ettevõtete börsidel, mille suurused on üksteisest tunduvalt erinevad.

Tabel 1. Regressioonanalüüsi sõltuvate ja sõltumatute muutujate kirjeldav statistika

Sõltuvad muutujad	Keskmine	Mediaan	Standardhälve	Maksimum	Miinum
Teabe kvalitatiivne skoor	58	59	5,07	66	45
Teabe kvantitatiivne skoor	66	70	21,00	99	8
Teabe kvaliteedi üldskoor	124	127	22,34	165	59
Sõltumatud muutujad					
ROE	15,78%	14,43%	16,14%	83,78%	-16,64%
E/V	46,43%	43,93%	16,03%	95,48%	18,48%
Ettevõtte TK (mln EUR)	50786	27633	59223,160	222835	94
Börsi TK (mln EUR)	610619	390593	611591,85	1967605	777

Allikas: Autori arvutused

Tabelis 2 on välja toodud kõikides mudelites kasutatud sõltumatute muutujate korrelatsioonimaatriks. Mudelite 1, 2 ja 3 korral on kõige tugevam korrelatsioon ettevõtte omakapitali tootluse ja ettevõtte turukapitalisatsiooni (ln) vahel, korrelatsioonikoefitsiendi väärtus on 0,185. Kuigi see on kasutatud näitajate vahel tugevaim seos, on see siiski pigem nõrk ning seega võib mõlemaid muutujaid samaaegselt mudelisse kaasata. Negatiivne seos on omakapitali tootlikkuse ja ettevõtte omakapitali osakaalu varasse vahel ning ka omakapitali osakaalu ja ettevõtte turukapitalisatsiooni (ln) vahel. Kuid jällegi on seosed suhteliselt nõrgad. Mudelite 4, 5 ja 6 puhul on kõige tugevama seosega on ettevõtte omakapitali tootlus ja

noteeritud börsi turukapitalisatsioon (ln), korrelatsioon nende vahel 0,153, mida loetakse pigem nõrgaks seoseks.

Tabel 2. Mudelite 1-6 sõltumatute muutujate korrelatsioonimaatriks

		ROE	E/V	Ettevõtte TK (ln)	Börsi TK (ln)
ROE	Korrelatsioonikoefitsient	1			
	Statistiline olulisus	-			
E/V	Korrelatsioonikoefitsient	-0,050	1		
	Statistiline olulisus	0,746	-		
Ettevõtte TK (ln)	Korrelatsioonikoefitsient	0,185	-0,137	1	
	Statistiline olulisus	0,224	0,368	-	
Börsi TK (ln)	Korrelatsioonikoefitsient	0,153	-0,122	0,768	1
	Statistiline olulisus	0,316	0,424	0,000	-

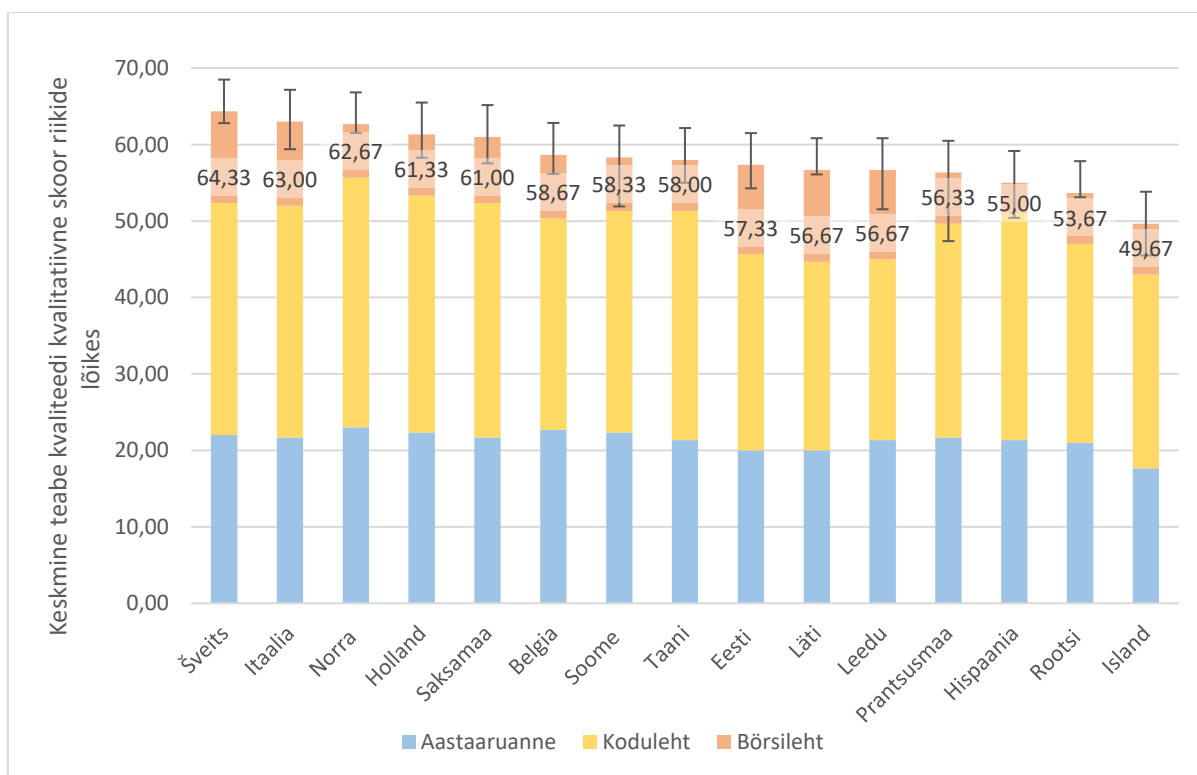
Allikas: Autori arvutused

Kõik käesolevas bakalaureusetöös läbiviidud analüüsid ja kvaliteedi hindamised tehti programmis *Excel*, regressioonanalüüsi tegemiseks kasutati *Excel*'i funktsiooni *Data Analysis*.

3. TEABE KVALITEEDI ANALÜÜS

3.1. Sisuanalüüsi tulemused

Avaldatud teabe kvaliteedi hindamiseks analüüsiti ettevõtete kohta käivat informatsiooni kolme kanali kaudu: aastaaruanded, kodulehed ja börsilehed. Jooniselt 3 on näha kõikide valimis olnud ettevõtete keskmisi teabe kvalitatiivseid skooore riikide lõikes. Tervikliku kvalitatiivse sisuanalüüsi tulemused ettevõtte aastaaruande kontekstis on töö autor välja toonud lisas 4, kodulehe kontekstis lisas 5 ja ettevõtte börsilehe kontekstis lisas 6.



Joonis 3. Keskmise teabe kvaliteedi kvalitatiivne skoor
Allikas: Autori arvutused, lisas 9 toodud andmete põhjal

Riigi keskmise teabe kvalitatiivse skoori leidis töö autor arvutades seal börsil noteeritud kolme ettevõtte teabe kvalitatiivsete skooride aritmeetilise keskmise. Kõige kõrgema kvalitatiivse skooriga on Šveitsi börsi ettevõtted, keskmiseks skooriks on 64,33. Kvaliteedilt teised on Itaalia ettevõtted 63,00 skooriga ning kolmandal kohal on Norra ettevõtted 62,67 keskmise skooriga. Kõige madalam kvalitatiivne skoor on Islandil, keskmine kvalitatiivne skoor on 49,67, ning madal kvalitatiivne skoor on ka Rootsi ettevõtetel skooriga 53,67. Balti riikidest on kõrgeima kvalitatiivse skooriga Eesti ning Lätil ja Leedul on võrdne skoor. Madalaima skooriga Kesk- ja Lõuna-Euroopa börs on Hispaania 55 punktiga, mis on madalam ka kõikide Balti riikide keskmistest skooridest.

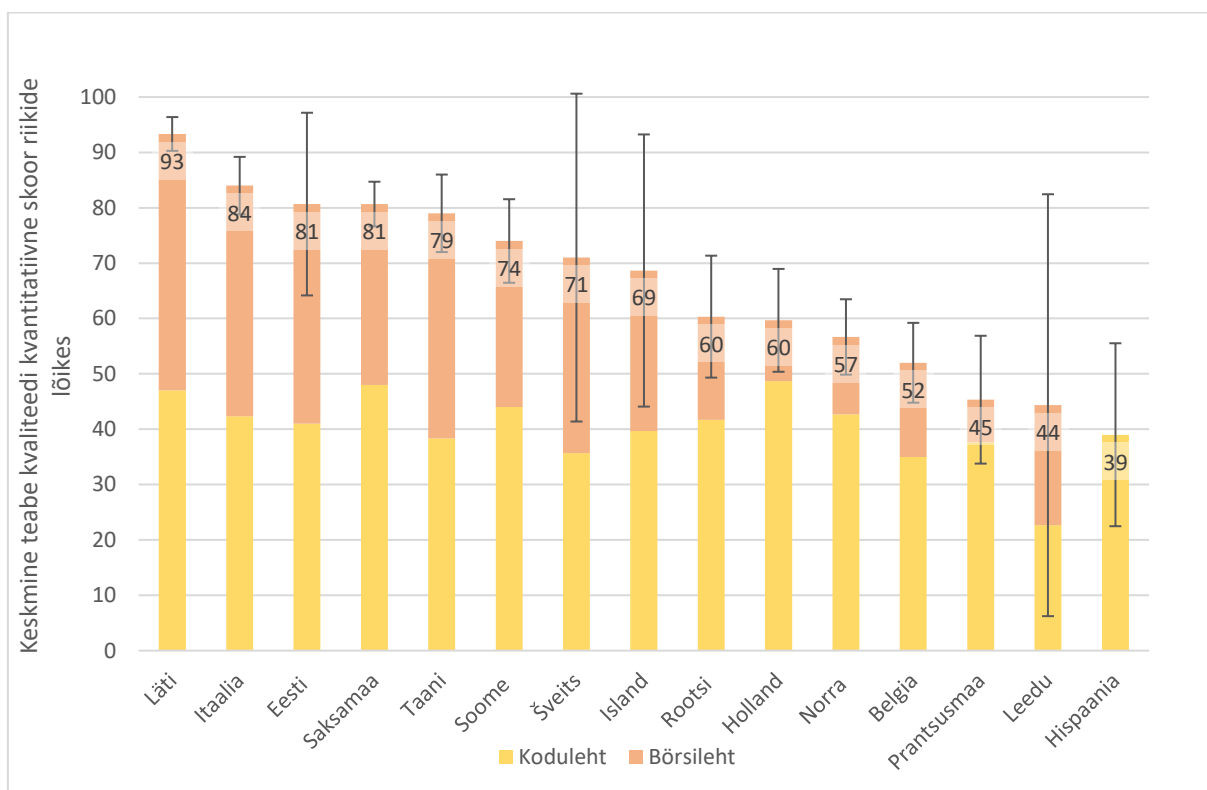
Islandi ettevõtete madal skoor tuleneb suuresti nende aastaaruannete dimensioonis saadud madalamatest punktidest, kust saadi Skandinaavia kõrgeima skoori saanud Norra ettevõtete skoorist keskmiselt enam kui 4 punkti vähem. Rootsi ettevõtete madalam skoor tuleneb pigem kodulehe kontekstis saadud punktidest, kust saadi vähem punkte kui teiste riikide ettevõtete korral. Hispaania madalam skoor tuleneb aga silmnähtavalt väiksemast skoorist börsilehe lõikes. Kui enamikel ettevõtetel oli kvalitatiivne skoor börsilehe puhul 7-12, siis Hispaania ettevõtetel oli see vaid 4. Peamiselt läksid punktid neil kaduma seetõttu, et ettevõtte finantsalane informatsioon oli suunatud hispaaniakeelsele lehele, mis inglisekeelse investori on enamasti kasutu.

Teabe kvaliteedi hindamisel olid teatavad tunnused, mis ei olnud paljudel ettevõtetel esindatud mitte ühelgi teabe kanalil. Nii aastaaruannetes kui ka kodulehel oli vähe mainitud ettevõtte strateegia-/investeerimis-/finantskomitee olemasolu. Seda enamasti seetõttu, et enamikel hinnatud ettevõtetel see puudub. Sellise komitee olemasolu oli vaid osadel Kesk- ja Lõuna-Euroopa ettevõtetel. Ettevõtte kodulehel ja börsilehel oli väga vähe esindatud ka audiitori järeldusotsus, enamasti oli see eraldi välja toodud ainult aastaaruannetes. Vähe oli mainitud ka konkreetselt ettevõtte turuosakaalu enda põhitegevusalas või kõikides oma ärides. Samas oli tunnuseid, mis sisaldus kõikide ettevõtete teabeallikates. Aastaaruannetes oli kõigil märgitud emiteeritud aktsiate arv, suurim aktsionär, nõukoguliikmete nimed ning ettevõtte tegevusvaldkond, strateegia. Kodulehel tõid kõik välja aktsia hinnainfo, börsil noteeritusse info, juhtide ning nõukoguliikmete nimed ning erinevad aruanded. Börsilehtedel oli kõigil kajastatud oodatult aktsiate arv, hinnainfo ning tegevusvaldkond.

Kõige suurema varieeruvusega kvalitatiivse skoori puhul riigisiselt oli Prantsusmaa. Standardhälve on kolme ettevõtte põhjal peaaegu 9 punkti. See on põhjustatud ettevõtte LVMH

tunduvalt madalamast skoorist nii aastaaruande kui ka kodulehe lõikes võrreldes teiste Prantsuse ettevõtetega. Suur varieeruvus oli ka Soome ettevõtete seas, nende standardhälve on ligikaudu 6,5 punkti. Suurem standardhälve on ettevõtte Nokia tõttu, mis sai kodulehe dimensioonis märkimisväärselt madalama kvalitatiivse skoori. Kõige väiksemad standardhälbed on Läti ja Rootsi ettevõtete seas, nendel on see näitaja kõigest 0,58. Riigisisesed kvalitatiivsed skoorid on neil üprisriki sarnased, kõikudes vaid 1 punkti võrra.

Üldisemalt olid hinnatavate tunnuste esindatus maksimaalsest võimalikust parim ettevõtete aastaaruannete kontekstis, kogu valimi keskmine kvalitatiivsete tunnuste olemasolu maksimaalsest oli 82%. Väga palju vähem ei olnud esindatus ka ettevõtete kodulehtede tasandil, esindatus maksimaalsest oli 78,6%. Kõige vähem hinnatavaid kvalitatiivseid tunnuseid leidis börsilehtedel, mille esindatus maksimaalsest oli keskmiselt 61%.



Joonis 4. Keskmine teabe kvaliteedi kvantitatiivne skoor
Allikas: Autori arvutused, lisa 9 toodud andmete põhjal

Jooniselt 4 on näha analüüsitud ettevõtete keskmist kvantitatiivset teabe kvaliteedi skoori riikide lõikes. Detailsed kvantitatiivsed skoori tulemused ettevõtte kodulehe kontekstis on toodud lisa 7 ning börsilehe kontekstis lisa 8. Kvantitatiivsete skooride seas on näha üsna

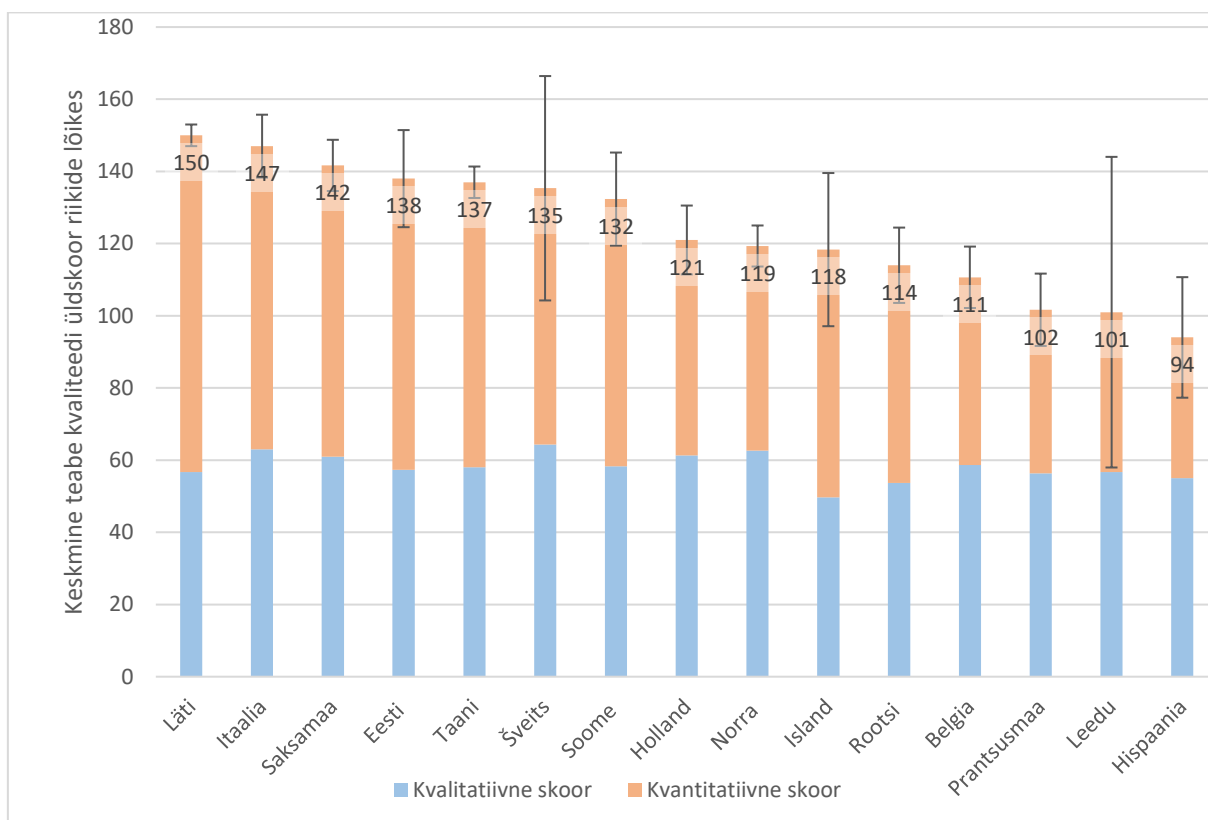
suuri erinevusi. Kõige kõrgem kvantitatiivne skoor on Lätil, keskmiseks punktisummaks 93. Teisel kohal on Itaalia 84-ga ning siis Saksamaa 81 punktiga. Kõige madalam skoor on Hispaania ettevõtetal, mille keskmiseks skooriks on 39 ning madalad punktisummad on ka Leedul ja Prantsusmaal. Skandinaavia riikide seas on 79 punktiga kõige kõrgema kvantitatiivse teabega Taani ettevõtted ning madalaima skooriga Norra ettevõtted.

Peamised kvantitatiivse skoori erinevused on põhjustatud pikaajalisest aruannete avaldamisest börsilehtedel. Hispaania ettevõtete puhul kvantitatiivne skoor börsilehe kontekstis on 0, sest nagu ka eelpool mainitud, viis börsilehe finantsinfo sektsioon töö autorit hispaaniakeelsele lehele, kus ei olnud võimalik inglisekeelset lehekülje varianti valida. See mõjutas tugevalt Hispaania teabe kvantiteedilist skoori. Madala punktisumma saanud Leedu skoor tuleneb sellest, et turukapitalisatsiooni poolest esimesel kohal olev ettevõtte Energijos Skirstymo Operatorius asutati alles 2015. aastal ning noteeriti kodubörsil 2016. aasta alguses. Prantsusmaal on madal skoor samuti seetõttu, et Euronext Paris börsilehel ei olnud võimalik ettevõtte aruandeid leida. Üldisemalt olid kõikide Euronexti börside (Prantsusmaa, Holland, Belgia) kvantitatiivsed skoorid börsilehe lõikes madalad. Ettevõtte aruandeid seal kas eraldi ei kajastatud või tehti seda lühiajaliselt. Enamikel juhtudel ka börsiteadetes ei pandud aruandeid dokumentidena juurde. Mingil määral oli ka Skandinaavia börsilehtede kvantitatiivsed tulemused veidi madalamad. Selle regiooni aruannete puhul sai enamik aruandeid kätte vaid börsiteadete kaudu, kus need olid manusena olemas, kuid need võisid olla avaldatud lühiajalisemalt ning kaugemas minevikus ka emakeeles. Seega teabe kvantitatiivse skoori korral olid suureks mõjuteguriks börsilehed.

Riigisiselt on suurim ettevõtete standardhälve Leedul juba eelpool mainitud ettevõtte tõttu, mis on tegutsenud vaid lühikest aega. Suurem varieeruvus on ka Šveitsi ettevõtetal, sest valimis oleval ettevõttel Novartis on nii kodu- kui ka börsilehel börsiteated ning vahearuanded avaldatud lühiajalisemalt. Pikaajalise teabe avaldamise varieeruvus analüüsitud ettevõtete seas on kõige väiksem Läti puhul, millele järgneb Saksamaa. Nende riikide ettevõtetal on kõigil samaväärselt suhteliselt pikalt aruandeid ja teateid avaldatud.

Joonisel 5 on välja toodud ettevõtete keskmise teabe kvaliteedi üldskoorid riikide lõikes. Skoorid põhinevad varasemalt leitud kvalitatiivsete ja kvantitatiivsete skooride summal. Detailsed tulemused on esitatud lisas 9. Kui võtta arvesse nii kvalitatiivseid kui ka kvantitatiivseid teabe kvaliteedi tunnuseid, siis valimis olnud riikide seas on keskmiselt Läti ettevõtete teabe kvaliteet kõige suurem, üldskooriks on 150. Teise kõrgeima skooriga on Itaalia

ettevõtted, mille punktisummaks on 147 ning neile järgnevad Saksamaa ettevõtted, 142 punktise teabe kvaliteediga. Balti riikidest madalaima skooriga on Leedu. Skandinaavia riikide ettevõtetest on suurima keskmise skooriga Taani, üldskooriks on 137. Madalaima teabe kvaliteediga selles regioonis on Rootsi ettevõtted. Kesk- ja Lõuna-Euroopa ettevõtete seast on madalaim skoor Hispaania firmadel, mis on kõige madalama keskmise skooriga kogu valimisse võetud riikide seas.



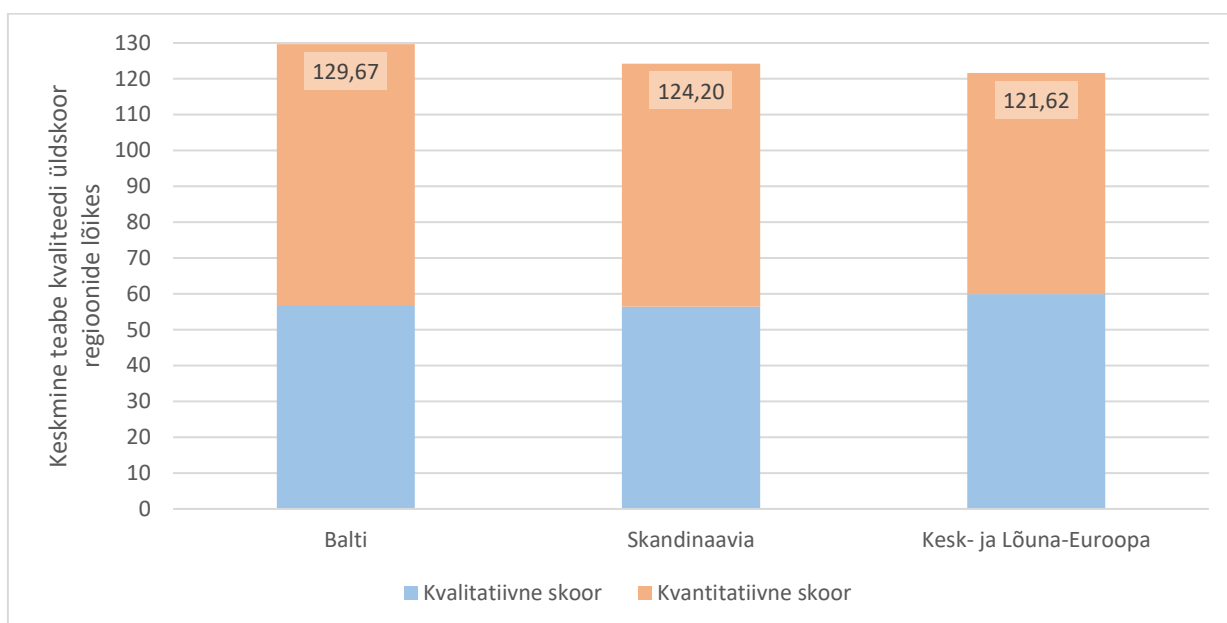
Joonis 5. Keskmine teabe kvaliteedi üldskoor

Allikas: Autori arvutused, lisa 9 toodud andmete põhjal

Riikide keskmised teabe kvaliteedi üldskoorid on kujunenud juba peatükis varasemalt mainitud tegurite ning samuti ka riikide siseste varieerumiste tõttu. Üldskoorilt on kõige suurema standardhälbega Leedu, seejärel Šveits. Väikseima varieerumisega on Läti ettevõtete teabe kvaliteedi üldskoorid ning ka Taani ettevõtete üldskoorid.

Joonisel 6 on kokkuvõtlikult välja toodud analüüsitud ettevõtete kaudu välja arvatud regioonide keskmised teabe kvaliteedi üldskoorid. Kõrgeima üldskooriga on Balti riikide ettevõtted, järgneb Skandinaavia ning käesolevas töös madalaima skooriga on Kesk- ja Lõuna-Euroopa börsidel tegutsevate ettevõtete teabe kvaliteet. Balti riikide skooriks on 129,67,

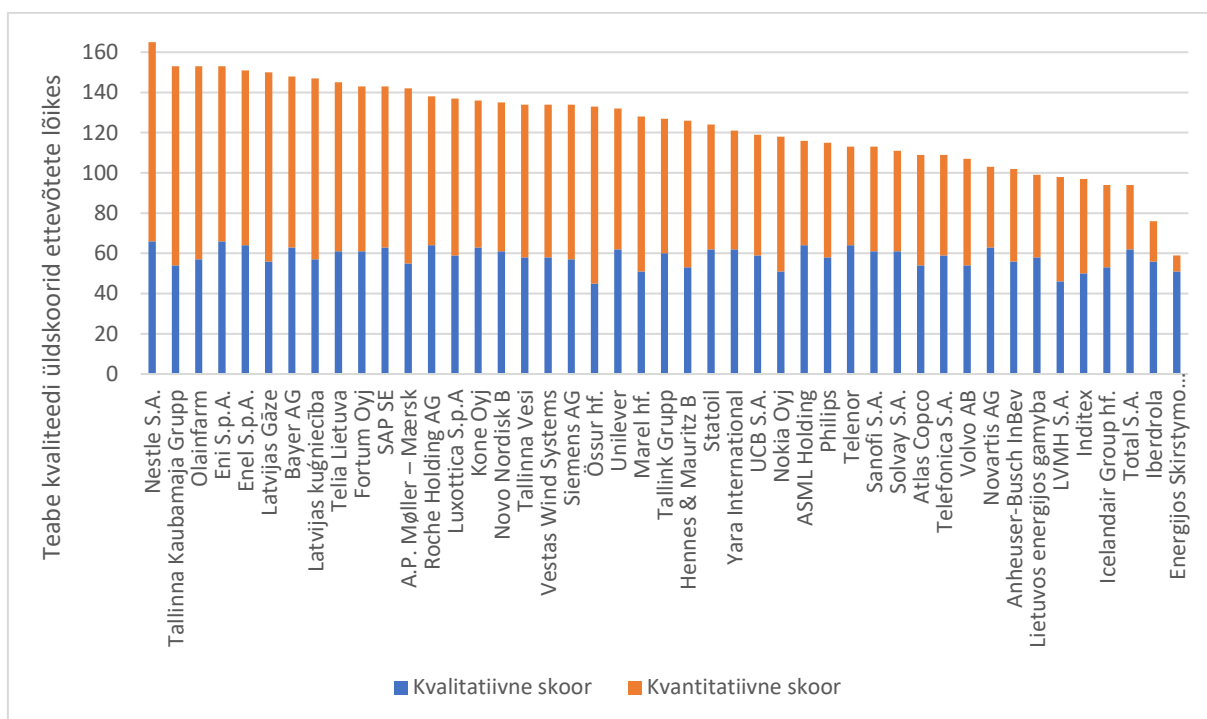
Skandinaavial 124,20 ning Kesk- ja Lõuna-Euroopa riikidel 121,62. Kõrgeima ja madalaima skoori vahe on ligikaudu 8 punkti. Kui võrrelda aga regionide kvalitatiivseid skore, siis on järjestus veidi teine. Kõrgeima kvalitatiivse skooriga on Kesk- ja Lõuna-Euroopa riikide ettevõtted keskmiselt 60 punktiga. Teisel kohal on Balti riigid 56,9-ga ning neile jääb vaid veidi alla Skandinaavia riigid 56,5 punktiga. Kvantitatiivne skoor Kesk- ja Lõuna-Euroopa ettevõtetel on kõige madalam, keskmiselt 61,70 punkti. Skandinaavia skooriks on 67,70 ning kõrgeim kvantitatiivne skoor on Balti riikidel, keskmiselt 72,80 punkti.



Joonis 6. Keskmise teabe kvaliteedi üldskoor regionide lõikes
Allikas: Autori arvutused, lisa 9 toodud andmete põhjal

Regionide vahelised erinevused teabe kvaliteedi üldskoorides on peamiselt tingitud juba ka varem käsitletud suurematest varieerumistest kvantitatiivsete teabenäitajate punktides. Kvalitatiivsete tunnuste poolest on kõrgeima teabe kvaliteediga Kesk- ja Lõuna-Euroopa börsiettevõtted, kuid nende tunduvalt madalam skoor kvantitatiivsete tunnuste põhjal avaldab mõju üldskoorile, mistõttu üldskoorilt jäädakse viimaseks. Samuti on erinevused tingitud nii riikide vaheliste kui ka riikide siseste varieerumiste tõttu. Kesk- ja Lõuna-Euroopa riikide seas oli mitmeid väga kõrge skooriga börsiettevõtteid, kuid nende hulgas oli ka ühtede madalamaimate punktidega ettevõtteid, mis samuti tõmbas keskmist teabe kvaliteedi üldskoori alla.

Joonisel 7 on välja toodud kõikide analüüsitud ettevõtete teabe kvaliteedi üldskoorid. Kõige kõrgema teabe kvaliteediga on ettevõtte nr 31, milleks on Šveitsi börsil noteeritud Nestle S.A (üldskoor 165). Järgnevad 153 punktiga Eesti ettevõtte Tallinna Kaubamaja Grupp, Läti ettevõtte Olainfarm ja Itaalia ettevõtte Eni. Madalaima skooriga on ettevõtte nr 7, milleks on Leedu ettevõtte Energijos Skirstymo Operatorius, punktisumma on 59. Järgneb Hispaania ettevõtte Iberdrola, mis sai skooriks 76. 94 punkti said Islandi ettevõtte Icelandair Group ja Prantsusmaa ettevõtte Total. Kõrgeima ja madalaima skooriga ettevõtete vahe on 106 kvaliteedipunkti, mis on põhjustatud peamiselt kvantitatiivsete tunnuste suurest erinevusest.



Joonis 7. Ettevõtete teabe kvaliteedi üldskoorid

Allikas: Autori arvutused, lisas 9 toodud andmete põhjal

Analüüsi tulemusena on keskmiselt parima teabe kvaliteediga Läti ettevõtted ning madalaima kvaliteediga Hispaania ettevõtted. Kvalitatiivsete teabe tunnuste puhul on märgata märkimisväärselt vähem erinevusi kui kvantitatiivsete tunnuste korral, mis mõjutavad teabe üldskoore ning mille tõttu on ka riikide lõikes teabe kvaliteedi tasemetes erinevusi.

3.2. Regressioonanalüüsi tulemused

Regressioonanalüüsi tulemused esimese arvutusvalemi baasil on esitatud tabelis 3. Regressioonanalüüsi tulemused olid oodatust nõrgemad. Selle üheks põhjuseks on ilmselt väga madal vaatluste arv (45). Analüüsitud mudelite seas ei olnud ükski mudel statistiliselt oluline ning ka nende determinatsioonikordajad (R^2) olid väga madalad, mis tähendab, et nende selgitusvõime on väga madal.

Mudeli 1 puhul oli sõltuvaks muutujaks teabe kvalitatiivne skoor ning selgitavateks muutujateks ettevõtte ROE, E/V ning turukapitalisatsioon. Ainus selgitav muutuja, mis selle mudeli puhul usaldusnivool 90% on statistiliselt oluline, on ettevõtte turukapitalisatsioon. Selle näitaja puhul oli p-väärtus 0,035 ehk 96,5%-lise tõenäosusega on ettevõtte suurusel teabe kvalitatiivse skooriga positiivne seos. Determinatsioonikordaja oli mudeli 1 puhul 0,106. Seega selgitavad sõltumatud muutujad ära 10,6% teabe kvalitatiivsest tasemest. Mudeli F-statistiku p-väärtuse põhjal üleüldiselt mudelit tervikuna kahjuks statistiliselt oluliseks ei saa lugeda.

Mudeli 2 korral oli sõltuvaks muutujaks ettevõtte teabe kvantitatiivne skoor ning mudeli 3 puhul ettevõtete teabe kvaliteedi üldskoor. Kummaski mudelis ei olnud ükski selgitavatest muutujatest statistiliselt oluline nagu ka mudelid tervikuna olid statistiliselt ebaolulised.

Tabel 3. Mudeli 1, 2 ja 3 regressioonanalüüsi tulemused

	Mudel 1	Mudel 2	Mudel 3
Muutujad	Koefitsient	Koefitsient	Koefitsient
K	50,660	86,549	137,209
ROE	-0,320	16,884	16,564
E/V	1,089	-5,144	-4,056
Ettevõtte TK (ln)	**0,741	-2,194	-1,453
Regressiooni statistikud			
Determinatsioonikordaja (R^2)	0,106	0,061	0,029
Kohandatud determinatsioonikordaja	0,040	-0,008	-0,042
F-statistik	1,617	0,884	0,414
F-statistiku p-väärtus	0,200	0,457	0,743

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

Allikas: Autori arvutused

Regressioonanalüüsi tulemused teise arvutusvalemi baasil on esitatud tabelis 4. Mudeli 4 puhul oli sõltuvaks muutujaks teabe kvalitatiivne skoor ning sõltumatuteks muutujateks olid ettevõtte omakapitali tootlikkus, ettevõttes omakapitali osakaal varadest ning börsi suurus turukapitalisatsiooni kaudu, kus vastav ettevõtte noteeritud on. Statistiliselt oluline on usaldusnivool 90% vaid börsi turukapitalisatsioon. Antud näitaja puhul oli p-väärtuseks 0,031 ehk saab 96,9% tõenäosusega väita, et börsi turukapitalisatsioon on positiivselt seotud ettevõtte teabe kvalitatiivse skooriga. Teiste näitajate puhul on saadud tulemused kahjuks statistiliselt ebaolulised. Terviklikult on mudeli 4 selgitusvõime madal, seletades ära vaid 10,1% sõltuva muutuja muutumist selgitavate muutujate kaudu. Ka F-statistiku p-väärtuse põhjal võib öelda, et mudel ei ole statistiliselt oluline.

Tabel 4. Mudeli 4, 5 ja 6 regressioonanalüüsi tulemused

	Mudel 4	Mudel 5	Mudel 6
Muutujad	Koefitsient	Koefitsient	Koefitsient
K	50,226	90,292	140,519
ROE	0,049	16,258	16,307
E/V	0,911	-4,983	-4,072
Börsi TK (ln)	**0,630	*-2,077	-1,443
Regressiooni statistikud			
Determinatsioonikordaja (R ²)	0,101	0,070	0,035
Kohandatud determinatsioonikordaja	0,036	0,002	-0,035
F-statistik	1,541	1,025	0,501
F-statistiku p-väärtus	0,218	0,392	0,684

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

Allikas: Autori arvutused

Mudeli 5 korral oli sõltuvaks muutujaks ettevõtete teabe kvantitatiivne skoor. Paraku jällegi on statistiliselt oluline vaid börsi turukapitalisatsiooni näitaja. P-väärtus on selle puhul 0,096 ehk võib väita, et mida suurem on börs, seda madalam on ettevõtete teabe kvaliteedi kvantitatiivne skoor. Sellist seost saab järeltada ka mingil määral sisuanalüüsi tulemuste põhjal. Nagu ka eelnevalt mainitud, olid suurematelt börsidelt pärit ettevõtete kvantitatiivsed teabe kvaliteedi tulemused pigem madalamad kui veidi väiksemate börside ettevõtetel. Mudeli 5 selgitusvõime on 7%, see tähendab, et teabe kvantitatiivset muutust saab kirjeldada vaid 7%-liselt selgitavate muutujate kaudu. Mudel ise F-statistiku p-väärtuse hinnangu kohaselt statistiliselt oluline ei ole.

Mudeli 6 sõltuv muutuja oli teabe kvaliteedi üldskoor. Selle mudeli põhjal ei olnud ükski selgitav näitaja statistiliselt oluline. Ka mudeli determinatsioonikordaja oli madal, kõigest 0,035. Seega seletavad ettevõtte omakapitali tootlikkus, omakapitali osakaal struktuuris ning börsi kapitalisatsioon ära vaid 3,5% ettevõtte teabe kvaliteedi tasemest. Oodatavalt oli ka kogu mudel F-statistiku p-väärtuse hinnangul ebaoluline.

Regressioonanalüüsi tulemused on suhtelisel nõrgad. Statistiliselt olulised näitajad on teabe kvaliteedi skooride puhul mudelis 1 ettevõtte suurus, mille koefitsient oli positiivne, nagu ka mudeli 4 puhul börsi suurus. Samas mudeli 5 puhul on börsi suuruse koefitsient statistiliselt oluline, kuid negatiivses seoses teabe kvantitatiivse skooriga. Seega näitavad tulemused, et teabe kvaliteedi ja kvantiteedi mõjutegurid on erinevad. Ülejäänud selgitavate näitajate tulemused võivad olla juhuslikud ning seetõttu ei saa teha järeldusi omakapitali tootluse ja kapitali struktuuri seoste kohta teabe avaldamise skooridega. Ka kõikide mudelite selgitusvõimed olid madalad, varieerudes 2,90%-st 10,60%-ni.

3.3. Järeldused ja ettepanekud

Analüüsidest inglisekeelse teabe kvaliteeti Euroopa erinevate börside aktsiaemitentide näitel ning hinnates ka eelduste kohaselt teabe kvaliteeti mõjutavate spetsiifiliste näitajate seoseid sellega, jõudis käesoleva bakalaureuse töö autor mitmete järeldusteni.

Töö sisuanalüüsi tulemusena saab väita, et kvalitatiivse teabe kvaliteedi korral on kõrgema tasemega pigem Kesk- ja Lõuna-Euroopa börsidel noteeritud ettevõtted, kuid ka seal on mõningane taseme varieerumine. Kvalitatiivsete tunnuste poolest on teiste riikide ettevõtetest vähemalt paari punkti võrra kõrgemal Šveits, Itaalia, Norra, Holland ja Saksamaa. Samas on nendes regioonides ka madala kvalitatiivse teabe kvaliteediga riike nagu Hispaania, Prantsusmaa ning valimis kõige madalama kvalitatiivse skoori saanud Island, Skandinaavias. Balti riikide kvalitatiivsed skoorid on võrreldes Kesk- ja Lõuna-Euroopa keskmistega pigem madalad. Balti regioonis on kvalitatiivse skoori keskmiseks umbes 57 punkti ning Kesk- ja Lõuna-Euroopa riikide puhul on selleks ligikaudu 60, mis annab märku veidi kõrgemast teabe kvalitatiivsest tasemest selles piirkonnas. Skandinaavia riikide keskmine tase on sarnane Balti riikide omaga, selle skoori põhjal ei saa suuri erinevusi nende vahel välja tuua. Kui aga mitte arvestada suurima hälbega Skandinaavia riiki Islandi, mis sai madalaima skoori, siis tõuseb ka

selle regiooni keskmine tase nende tunnuste põhjal, mis võib viidata mõnevõrra kõrgemale teabe kvaliteedi tasemele, vähemalt kvalitatiivsete näitajate poolest. Kvalitatiivsete tunnuste põhjal saadud teabe kvaliteetide tasemed regioonide vahel on sarnased ka varasemalt läbiviidud empiiriliste uurimuste tulemustega. Laidroo ja Karmo (2014) jõudsid enda uurimuses järeldustele, et suuremate Lääne-Euroopa börside ettevõtted on kõrgema teabe kvaliteediga kui Balti riikide ettevõtted. Ka Singhvi ja Desai (1971) ning Ahmed ja Courtis (1999) leidsid, et suuremad ettevõtted on pigem kõrgema teabe kvaliteediga kui väiksemad ettevõtted, seda ka kõrgeima kvalitatiivse teabe skoori saanud Kesk- ja Lõuna-Euroopa börsidel noteeritud ettevõtted on.

Sisuanalüüsi põhjal tulid suuremad erinevused riikide vahel välja kvantitatiivsete skooride lõikes. Tulemused olid erinevate asjaolude tõttu üpriski varieeruvad. Kõige kõrgema kvantitatiivse skoori sai väikseima börsi turukapitalisatsiooniga Läti, mille skooriks oli 93 kvaliteedipunkti. Samas regioonis sai aga Leedu valimi ühe madalaima skoori, 44 punkti. Varasemalt läbiviidud empiiriliste uurimuste ning teoreetilise kirjanduse põhjal tekkinud ootustele vastupidiselt sai madalaimad keskmised kvantitatiivse teabe skoorid pigem Skandinaavia ning Kesk- ja Lõuna-Euroopa riigid. Kõige madalama skoori saanud riik on Hispaania, mis sai vaid 39, üle 50 punkti vähem kui kõige rohkem saanud Läti. Madala kvantitatiivse skooriga on ka Prantsusmaa, mille skooriks on 45. Kui võrrelda regioonide keskmisi kvantitatiivsete tunnuste alusel, siis kõrgeima kvaliteediga on Balti riigid, neile järgneb Skandinaavia riigid ning madalaima keskmise kvaliteediga on käesolevas töös Kesk- ja Lõuna-Euroopa riigid. Erinevused ajaliselt mõõdetavate tunnuste puhul tulenevad eelkõige börsilehtede dimensioonis saadud kvaliteedi tasemetest. Kui võrrelda Balti riikide börsilehtede aruannete ning teadete pikaajalisust ning erinevate Kesk- ja Lõuna-Euroopa kodubörsiks olevat Euronext poolt avaldavate teabeallikate pikaajalisust, siis on tulemused väga erinevad. Euronext ettevõtete puhul oli keeruline leida pikaajaliselt avaldatud erinevaid aruandeid ning enamasti leiti neid vaid börsiteadete vahendusel, mida juba ise ei olnud väga pikaajaliselt saadaval. Samas oli Nasdaq Balti börsilehtedel olemas aruannete jaoks kindel koht ning enamasti võrdus seal olevate dokumentide avaldusaeg ka ettevõtte kodulehel olevatega. Töö autor ei oska erinevatele teoreetilistele tulemustele tuginedes välja tuua põhjusi, miks regioonide vahel nii suured erinevused eksisteerivad ning mis põhjustab suurema turukapitalisatsiooniga börsidel erinevate teabeallikate lühemaajalist avaldatust. Võib ainult oletada, et kuna antud töö valimis on suhteliselt suured ning tuntud ettevõtted, siis eeldatakse,

et investorid on juba hästi informeeritud ning erinevad aruanded eelistatakse saada pigem otse kodulehtedelt. Kvantitatiivsete teabe kvaliteedi tunnuste põhjal saadud tulemused erinevad varasemalt läbiviidud uuringute tulemustest, sest nagu ka varasemalt mainitud, on pigem saadud kinnitust sellele, et suurematel ettevõtetel ning arenenumatel börsidel noteeritud ettevõtetel on kõrgem avaldatud teabe kvaliteet (Karmo, Laidroo 2014; Singhvi, Desai 1971; Ahmed, Courtis 1999).

Kuna kvantitatiivsete skooride seas olid riikidevahelised erinevused suuremad, mõjutas see ka üldiseid avaldatud teabe kvaliteedi tasemeid. Kuigi kvalitatiivsete tunnuste põhjal on veidi kõrgema kvaliteediga pigem Kesk- ja Lõuna-Euroopa riikide ettevõtted, siis nende madalate kvantitatiivsete skooride tõttu on regiooni üldiseid keskmiseid vaadates nad madalama skooriga kui Balti riikide ettevõtted. Töös analüüsitud valimi põhjal on kõrgeima teabe kvaliteediga Balti regioon, siis Skandinaavia ja ülejäänud analüüsitud Euroopa riigid. Samas on regioonide siseselt suuri varieeruvusi. Kõige kõrgeima teabe kvaliteediga on Läti ning järgneb Itaalia. Samades regioonides on aga ka madalaimate üldskooridega riigid, Hispaania ja Leedu. Kvaliteedi lõplikud skoorid on suuresti mõjutatud kvantitatiivsete tulemuste erinevustest. Teabe kvaliteedi üldskoorid on seetõttu samuti vastuolus varasemate empiiriliste uurimuste tulemustega. Ahmed, Courtis (1999) ja Singhvi, Desai (1971) said mõlemad enda uuringutes kinnitust, et suurematel ettevõtetel on kõrgem teabe kvaliteet. Samade järeldusteni jõudsid ka Karmo ja Laidroo (2014). Nende uuringu põhjal jäid Balti riikide ettevõtete kvaliteeditase arenenumate Lääne-Euroopa ettevõtete tasemele alla. Käesolevas töös olid kvaliteetsema teabega aga pigem valimis olnud väiksemate ettevõtetega riigid. Kvalitatiivsete tunnuste puhul võivad eelpool mainitud uurimuste tulemused saada kinnitust, kuid käesolevas töös saadud kvantitatiivsed tulemused on vastupidised, mistõttu on ka avaldatud teabe üldskoorid vastuolulised.

Regressioonanalüüsi tulemused olid oodatust erinevad. Statistiliselt olulisi seosed leiti vaid kahe näitaja puhul. Analüüsi tulemusena leiti positiivne seos ettevõtte kvalitatiivse teabe kvaliteedi ning ettevõtte suuruse (turukapitalisatsiooni) vahel. Samuti leiti positiivne seos kvalitatiivsel teabel börsi suurusega. Saadud seosed kinnitavad ka varasemate empiiriliste uurimuste tulemusi (Ahmed, Courtis 1999; Cooke 1989), et teabe kvaliteet on positiivselt seotud ettevõtte suurusega ja börsi arengutasemega. Käesolevas töös sai see kinnitust vaid kvalitatiivse skoori puhul. Läbiviidud analüüsi tulemusena näitab selle valimi korral statistiliselt olulist negatiivset seost teabe kvantitatiivsete skooridega börsi suurus. See on

vastuolus eelnevalt läbiviidud empiiriliste uuringute tulemustega. Varasemalt on saadud kinnitust, et teabe kvaliteet on tugevas seoses börsi arengutasemega, kuid üldjuhul on saadud seos positiivne (Singhvi, Desai 1971; Ahmed, Courtis 1999).

Regressioonanalüüsi tulemusena ei saanud autor kinnitust teabe kvaliteedi seosele ettevõtte kapitalstruktuuriga (omakapitali osakaal varadest) ning kasumlikkusega (omakapitali tootlus). Tulemused nende näitaja puhul ei olnud statistiliselt olulised. Empiirilised uurimuste tulemused on nende näitajate ja teabe kvaliteedi vaheliste seoste korral olnud vastuolulised. Mõningad uurimused on saanud kinnitust kapitalstruktuuri ja teabe kvaliteedi vahel. Kuid on ka neid, kus seosed ei ole kinnitust saanud (Ahmed, Courtis 1999; Wallace 1994). Vastuolulised on ka tulemused ettevõtte kasumlikkusega.

Käesoleva bakalaureusetöö tulemuste tõlgendamisel tuleks arvestada teatud piirangutega. Teabe kvaliteedi hindamisel on aluseks võetud vaid börsi kolm kõige suurema turukapitalisatsiooniga ettevõtet. Nende avaldatud teabe kvaliteeditase ei pruugi kajastada terve börsi kvaliteeditaset. Samuti tekitab piirang olukorra, kus regressioonmudelite vaatluste arv jäi väikeseks, mistõttu olulisi seoseid tuvastada on keerukam. Seetõttu oleks järgnevate empiiriliste uuringute puhul mõistlik valimit riigisisiselt laiendada. Lisaks uuris autor vaid teatud ajahetkel avaldatud teavet ega jälginud aja jooksul toimunud muutusi teabe kvaliteedis, mis võimaldaks teha regressioonanalüüsi paneelandmetele tuginedes. Samuti viidi läbi regressioonanalüüs piiratud arvu näitajatega. Järgnevates uuringutes oleks kasulik näitajate hulka mudelites täiendada. Ettevõtete teabe kvaliteedi saamiseks kasutati vaid 39-st tunnusest koosnevat hinnangutabelit, mis tingimata ei ole ainus ning ammendav viis teabe kvaliteedi mõõtmiseks.

KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks oli hinnata inglisekeelse teabe kvaliteeti Euroopa aktsiaemitentide näitel ning selle seoseid ettevõttespetsiifiliste finantsnäitajatega.

Ettevõtete kohta avaldatud teave on üheks tähtsaimaks teguriks börsil investeerimisotsuste tegemisel. Tehingute tegemisel ning erinevate otsuste kaalumisel peab eelnevalt investorile olema saadaval adekvaatne, õigeaegne, täpne ning usaldusväärne informatsioon. Samuti peaks teave olema võimalikult pikaajaliselt kättesaadav, mitte vaid ühe ajahetke kohta käiv informatsioon. Kui ettevõtted avaldavad võimalikult detailset teavet, muudab see neid investeerijatele atraktiivsemaks ning vähendab mõlema osapoole kulusid, sest väheneb agenditeooriast tulenev informatsiooni asümmeetria. Kui börsil noteeritud ettevõtete teabe kvaliteet on kõrge, parandab see ka üldisemalt turu efektiivsust ning soosib arengut. Varasemalt on tehtud mitmeid empiirilisi uurimusi teabe kvaliteedi ning tema mõjutegurite kohta. Vähemal määral on aga uuringuid tehtud inglisekeelse teabe kvaliteedi ning Euroopa erinevate regioonide teabe kvaliteedi tasemete kohta.

Töö eesmärgi täitmiseks hinnati iga valimisse valitud Euroopa börsi kolme kõige suurema turukapitalisatsiooniga ettevõtte teabe kvaliteeti. Valimis olid 45 börsiettevõtet 15-lt riigi börsilt: Eesti, Läti, Leedu, Soome, Rootsi, Norra, Taani, Island, Saksamaa, Prantsusmaa, Šveits, Hispaania, Holland, Itaalia ja Belgia. Ettevõtete teabe kvaliteeti hinnati Imbi Karmo ja Laivi Laidroo poolt koostatud 39-st tunnusest koosneva nimekirja alusel, mis koosneb nii kvalitatiivsetest kui ka kvantitatiivsetest teabe kvaliteedi tunnustest. Informatsiooni kvaliteeti analüüsiti kolme kanali kaudu: ettevõtte aastaaruanne, koduleht ja börsileht. Sisuanalüüsi tulemusena sai moodustada kvalitatiivseid, kvantitatiivseid ja teabe üldskoori. Saadud skooride põhjal viidi läbi regressioonanalüüs. Sõltumatuteks muutujateks võeti ettevõtte omakapitali tootlus, omakapitali osakaal varadest, ettevõtte suurus ja börsi suurus.

Sisuanalüüsi tulemusena on keskmine teabe kvaliteedi üldskoor kõrgeim Läti ettevõtetel, millele väga palju alla ei jää ka Itaalia ja Saksamaa ettevõtted. Madalaimate

üldskooridega ettevõtted on Hispaania ja Leedu börsidelt. Läti ja madalaima teabe kvaliteediga Hispaania vahe on 56 punkti, mis on üpris märkimisväärne. Üldisemalt regioniti on kõrgem informatsiooni kvaliteet Balti riikide aktsiaemitentidel (129,67 punkti), millele järgneb Skandinaavia ettevõtted (124,20 punkti) ning madalaim on Kesk- ja Lõuna-Euroopa ettevõtete (121,62 punkti) teabe kvaliteet. Selline lõpliku teabe kvaliteedi taseme järjestus on peamiselt põhjustatud erinevustest kvantitatiivsete informatsiooni omadustes. Kui kõrgeima kvalitatiivse teabe skooriga oli keskmiselt Kesk- ja Lõuna-Euroopa ettevõtted (60 punkti) ning Balti ja Skandinaavia riikide ettevõtete kvalitatiivne skoor oli ligikaudu võrdväärne (vastavalt 56,89 ja 56,47), siis kvantitatiivsete teabe näitajate poolest oli järjestus erinev. Kesk- ja Lõuna-Euroopa aktsiaemitentide teabe kvaliteet oli nende tunnuste puhul kõige madalam. Teisel kohal oli Skandinaavia ettevõtted ning kõrgeima kvantitatiivse teabe kvaliteedi skooriga oli Balti riikide omad. Kõrgeima ja madalaima skoori vahe oli ligikaudu 11 punkti. Regionide vahelised erinevused tulenevad nii riikidevahelistest kui ka riigisisestest varieerumistest. Kogu valimi madalaima kvantitatiivse skoori sai Hispaania, mille teabe kvaliteedi tulemus oli nende näitajate korral 54 punkti madalam kõrgeima keskmise kvantitatiivse teabega Läti aktsiaemitentidest. Analüüsi läbi viies täheldati, et mitmete Skandinaavia ning Kesk- ja Lõuna-Euroopa aktsiaemitentide börsilehtedel olid erinevate aruannete ning teadete avalikustamine suhteliselt lühiajaline, Hispaania ettevõtete korral puudusid börsilehtedel kvantitatiivsed tunnused täielikult.

Regressioonanalüüsi tulemused olid oodatust nõrgemad. Seoseid teabe kvaliteediga leiti vaid ettevõtte suurusel ning börsi suurusel. Statistiliselt olulise positiivse seosega on ettevõtte kvalitatiivne teabe kvaliteet ning selle suurus ja börsi suurus, kus ta noteeritud on. Statistiliselt olulise negatiivse seosega on ettevõtte kvantitatiivne teabe skoor ning börsi suurus. Negatiivne seos nende kahe muutuja vahel on vastuolus varasemate empiiriliste uurimuste tulemustega, kuid käesoleva bakalaureusetöö sisuanalüüsi tulemusena saadud kvantitatiivsete skooride põhjal järeldusi tehes mingil määral ootuspärane. Omakapitali tootlusel ja omakapitali osakaalul varadest teabe kvaliteediga selle töö valimi korral statistiliselt olulisi seoseid ei leitud. Nende näitajate puhul on ka varasemad uuringud saanud vastandlikke tulemusi, mille põhjal ei saa täielikult kinnitada nende seoseid teabe kvaliteediga. Tervikuna olid läbiviidud regressioonanalüüsi mudelid statistiliselt ebaolulised ning mudelite selgitusvõimed väga madalad.

Kuna kättesaadav teave on aktsiaturgudel tegutsedes peamiseks sisendiks ning otsustusteguriks, siis on tähtis, et see oleks kõigile kättesaadav ning usaldusväärne. Inglisekeelse informatsiooni kvaliteet on oluline ettevõtete jaoks, mis on huvitatud ka välisinvestorite kaasamisest. Käesoleva bakalaureusetöö tulemused näitavad, et Balti riikide aktsiaemitendid on kõrgema teabe kvaliteediga kui Skandinaavia ning Kesk- ja Lõuna-Euroopa börsiettevõtted. Baltikumi ettevõtted avaldavad keskmiselt märkimisväärselt pikaajalisemat teavet, mis tõstab nende teabe kvaliteeti oluliselt. Toetudes teooriale ja saadud tulemustele, võib järeldada, et kõrgema teabe kvaliteediga ettevõtete (regioonide lõikes Baltikumi ettevõtete) potentsiaalsetele ning olemasolevatele välisinvestoritele on rohkem ja detailsemat informatsiooni kättesaadaval, mille põhjal on võimalik teha ratsionaalsemaid investeerimisotsuseid. Siiski tuleks arvesse võtta, et antud töö tulemused on saadud igalt börsilt vaid kolme ettevõtet analüüsidest ning teabe kvaliteeti on hinnatud kindlal ajahetkel. Seega edaspidistes uurimustes võiks valimit suurendada ning vaadelda ajaperioodil avaldatud teabes toimuvaid muutusi, mille tõttu saaks regressioonanalüüsil veidi täpsemaid tulemusi ja saaks läbi viia ka paneelandmetel.

SUMMARY

QUALITY OF DISCLOSURES IN ENGLISH – ANALYSIS BASED ON COMPANIES LISTED ON EUROPEAN STOCK EXCHANGES

Laura Kiiroja

Company information available to the public is one of the most important factors when making transactions on the stock market. In order to make as rational decisions as possible, investors need access to disclosures that are trustworthy, timely and adequate. Not only will it make the company more attractive to investors, but it will reduce the transaction costs for both sides. That is why disclosure quality is crucial in investors' decision-making process.

The aim of this thesis is to analyse the quality of disclosures made in English by companies listed on different European stock exchanges and to evaluate their determinants. Although there have been many previous empirical studies about disclosure quality and its determinants, there is not much research about the quality of disclosures specifically made in English when it is not the country's first language. Disclosures made in English are especially important in trying to attract foreign investors and widen the ownership base. It also helps to increase the competitiveness of different stock exchanges and their companies.

The analysis is based on the disclosure quality of 3 largest (by market capitalization) companies listed on 15 different European stock exchanges. The sample covers in total 45 companies from 15 countries: Estonia, Latvia, Lithuania, Finland, Sweden, Norway, Denmark, Iceland, Germany, France, Switzerland, Spain, the Netherlands, Italy and Belgium. Company's disclosure quality was evaluated by following a list of 39 attributes compiled by Karmo and Laidroo (2014). The list consists of both qualitative and quantitative disclosure quality

attributes which in perfect scenario should exist in company's disclosure. Quality of disclosures were analysed through 3 channels: company's annual report, website and stock exchange web page. The results of content analysis were compiled into 3 scores: qualitative, quantitative and generic disclosure quality. These scores were used as dependent variables in regression analysis where the independent variables were company's return on equity, leverage ratio, size and stock market's size.

This thesis is divided into three chapters. The first chapter gives an overview of the disclosure quality's theoretical background. The second chapter introduces the sample and methods used in the analysis. The final chapter presents the results of the analysis and made conclusions.

Content analysis results indicate that the highest overall disclosure quality is among the companies listed in Riga Stock Exchange (Latvia), closely followed by Italian and German companies. The lowest scores belonged to Spain and Lithuanian companies. In terms of regions, on average, the highest disclosure quality is in the Baltic region, then Scandinavian and the lowest average is among the companies listed in Central and Southern Europe stock exchanges. Although, when it comes to the qualitative attributes of disclosure quality, companies listed in Central and Southern Europe stock exchanges had the highest average score. Qualitative scores among the Baltic and Scandinavian companies were overall similar. The biggest differences occurred between the quantitative attributes of disclosure quality. Somewhat surprisingly, companies listed in Central and Southern Europe stock exchanges had on average the shortest disclosure availability and Baltic companies the longest, which greatly contributed to the overall scores of disclosure quality.

The results of the regression analysis showed that the only statistically significant associations exist between disclosure quality and corporate size (market capitalization); disclosure quality and stock market's size (capitalization). Corporate and stock market size had a positive association with firms' qualitative disclosure quality while stock market also had a negative association with firms' quantitative disclosure quality. Company's return on equity and leverage ratio showed no significant association with disclosure quality.

To conclude, the results of this thesis indicate that companies listed in Baltic stock exchanges have a somewhat higher disclosure quality than others in the thesis dataset, at least in terms of quantitative disclosure quality. Disclosure quality also showed significant relationship with company's and stock market's size.

VIIDATUD ALLIKAD

- Aaker, D.A., Jacobson, R. (1994). The Financial Information Content of Perceived Quality. - Journal of Marketing Research, vol. 31, no. 2, pp. 191-201.
- Ahmed, K., Courtis, J.K. (1999). Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. - British Accounting Review, vol. 31, no. 1, pp. 35-61.
- Arestis, P., Demetriades, P. O., Luintel, K. B. (2001). Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets. – Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 33, no. 1, pp. 17-41.
- Berglöf, E., Pajuste, A. (2005). What do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe. – Oxford Review of Economic Policy, vol. 21, no. 2, pp.178-197.
- Brooks, C. (2008). Introductory Econometrics for Finance. 2nd ed. Cambridge: Cambridge University Press.
- Brown, S., Hillegeist, S.A. (2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. -Review of Accounting Studies, vol. 12, no. 2/3, pp.443-4
- Cooke, T.E. (1989). Voluntary corporate disclosure by Swedish companies. - Journal of International Financial Management and Accounting, vol. 1, no. 2, pp. 171-195.
- Cooke, T.E. (1991). An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of Japanese corporations. - International Journal of Accounting, vol. 26, no. 3, pp. 174-89.
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.- The Journal of Finance, vol. 25, no. 2, pp. 383-417.
- Financial Times. Definition of principal/agent problem. <http://lexicon.ft.com/term?term=principal/agent-problem> . (05.03.2017)
- Finantsinspektsioon. Järelevalve korraldus. <https://www.fi.ee/index.php?id=313>. (18.03.2017)

- Fishman, A. (2009). Financial intermediaries as facilitators of information exchange between lenders and reputation formation by borrowers. - *International Review of Economics & Finance*. vol. 18, no. 2, pp. 301-305.
- Frost, C.A., Gordon, E.A., Hayes, A.F. (2005). Stock Exchange Disclosure and Market Development: An Analysis of 50 International Exchanges. -*Journal of Accounting Research*, vol. 44, no. 3, pp. 437-483.
- Gibbins, M., Richardson, A., Waterhouse, J. (1990). The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes. – *Journal of Accounting Research*, vol. 28, no. 1, pp. 121-143.
- Hassan, O., Marston, C. (2010). Disclosure measurement in the empirical accounting literature – a review article. – Working paper. Brunel University West London.
- Healy, P., Palepu, K. (1993). The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices.- *Accounting Horizons* 7, pp. 1–11.
- Healy, P., Palepu, K. (1995). The challenges of investor communications: the case of CUC International, Inc. - *Journal of Financial Economics* 38, pp. 111–141.
- Healy, P. M., Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. – *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, pp. 405-440
- Jensen, M R. H., Marshall, B. B., Pugh, W. N. (2006). Does quantity reflect quality? Financial disclosure size and future performance. – *Managerial Finance*, vol. 32, no. 1, pp. 39-50
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. – *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360.
- Karmo, I. (2013) Inglisekeelse teabe kvaliteedi analüüs Kesk- ja Ida-Euroopa börside aktsiaemitentide näitel. -Tallina Tehnikaülikooli magistritöö.
- Karmo, I., Laidroo, L. (2014) Baltic listed companies' disclosure quality- far ahead or lagging behind? -*Estonian Discussions on Economic Policy*, vol. 22, no. 1, pp. 99-121.
- Laidroo, L. (2009). Association between ownership structure and public announcements' disclosures.- *Corporate Governance: An International Review*, vol. 17, no. 1, pp. 13-34.
- Lang, M.; Lundholm, R. (1993). Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures.- *Journal of Accounting Research*, vol. 31, autumn, pp. 246-71.

- Meek, G.K., Roberts, C.B., Gray, S.J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK, and continental European multinational companies. - Journal of International Business Studies, vol. 26, no. 3, pp. 555-572.
- Nasdaq Baltic. Järeivalve. <http://www.nasdaqbaltic.com/et/bors/jarelevalve/>. (05.03.2017).
- Poll, L. (2015). Väärtpaberituru seaduse muudatused soodustavad börsilt kapitali kaasamist. - Raamatupidamis- ja maksuinfoportaal. <http://www.rmp.ee/uudised/eelnoud/vaartpaberituru-seaduse-muudatused-soodustavad-borsilt-kapitali-kaasamist-2015-07-16>.
- Singhvi, S.S., Desai, H.B. (1971). An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. -Accounting Review, vol. 46, no. 1, pp. 129-138.
- Standard & Poor's. (2002). Transparency and Disclosure Study: Europe. <http://www.governance.standardandpoors.com>
- Verrecchia, R.E. (2001). Essays on disclosure. - Journal of Accounting and Economics, vol. 32, no. 1-3, pp. 97-180.
- Wallace, R. S. O., Naser, K., Mora, A. (1994). The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain- Accounting and Business Research, vol. 25, pp. 41-53.

LISAD

Lisa 1. Loetelu kõigist valimisse kaasatud börsidest

Riik	Noteeritud ettevõtete arv 02.04.2017 seisuga	Börsi turukapitalisatsioon (miljonit EUR)	Börsi nimi
Eesti	16	2 210	1
Läti	26	777	2
Leedu	27	3 478	3
Soome	132	201 262	4
Rootsi	312	614 087	5
Norra	186	218 278	6
Taani	135	318 522	7
Island	16	7 322	8
Saksamaa	605	1 616 621	9
Prantsusmaa	1078	1 967 605	10
Šveits	234	1 431 501	11
Hispaania	3623	741 690	12
Holland	174	686 376	13
Itaalia	353	553 364	14
Belgia	181	390 593	15

Allikas: Autori koostatud, börside kodulehtede andmete baasil.

Lisa 2. Loetelu kõigist valimisse kaasatud ettevõtetest

Ettevõtte nimi	Ettevõtte tähistus	Börsi nimetus	Tegevusala	Turukapitalisatsioon (miljonit EUR)
Tallink Grupp	1	1	Transport	627
Tallinna Kaubamaja Grupp	2	1	Kaubandus	365
Tallinna Vesi	3	1	Joogivee varustus ja reoveekogumine ning puhastus	280
Latvijas Gāze	4	2	Energeetikatööstus	335
Olainfarm	5	2	Meditstiinitööstus	139
Latvijas kuģniecība	6	2	Transport	94
Energijos Skirstymo Operatorius	7	3	Energeetikatööstus	778
Telia Lietuva	8	3	Telekommunikatsioon	549
Lietuvos energijos gamyba	9	3	Energeetikatööstus	391
Nokia Oyj	10	3	Tehnoloogia	28 877
Kone Oyj	11	4	Mitmel alal tegutsev tööstus	19 560
Fortum Oyj	12	4	Energeetikatööstus	11 638
Hennes & Mauritz B	13	4	Kaubandus	33 303
Atlas Copco	14	5	Mitmel alal tegutsev tööstus	27 906
Volvo AB	15	5	Sõidukitööstus	21 625
Statoil	16	5	Energeetikatööstus	53 406
Telenor	17	6	Telekommunikatsioon	23 070
Yara International	18	6	Materjalitööstus	10 642
Novo Nordisk B	19	6	Meditstiinitööstus	68 604

Lisa 2. (järg)

Ettevõtte nimi	Ettevõtte tähistus	Börsi nimetus	Tegevusala	Turukapitalisatsioon (miljonit EUR)
A.P. Møller – Mærsk	20	7	Transport	16 634
Vestas Wind Systems	21	7	Meditsiinitööstus	17 115
Marel hf.	22	8	Mitmel alal tegutsev tööstus	2 054
Össur hf.	23	8	Mitmel alal tegutsev tööstus	1 539
Icelandair Group hf.	24	8	Transport	561
SAP SE	25	9	Tarkvara- ja arvutiteenused	112 590
Siemens AG	26	9	Mitmel alal tegutsev tööstus	108 240
Bayer AG	27	9	Meditsiinitööstus	87 930
Total S.A.	28	10	Energeetikatööstus	118 796
Sanofi S.A.	29	10	Meditsiinitööstus	110 248
LVMH S.A.	30	10	Kaubandus	105 756
Nestle S.A.	31	11	Kaubandus	222 835
Roche Holding AG	32	11	Meditsiinitööstus	207 408
Novartis AG	33	11	Meditsiinitööstus	181 085
Inditex	34	12	Kaubandus	106 979
Telefonica S.A.	35	12	Telekommunikatsioon	51 562
Iberdrola	36	12	Energeetikatööstus	43 204
Unilever	37	13	Kaubandus	82 255
ASML Holding	38	13	Tehnoloogia	53 582
Philips	39	13	Tehnoloogia	27 633
Eni S.p.A.	40	14	Õli ja gaas	54 733
Enel S.p.A.	41	14	Energeetikatööstus	44 140
Luxottica S.p.A	42	14	Kaubandus	25 058
Anheuser-Busch InBev	43	15	Kaubandus	174 827
UCB S.A.	44	15	Meditsiinitööstus	14 288
Solvay S.A.	45	15	Keemiatööstus	12 117

Allikas: Autori koostatud, ettevõtete börsilehete andmete baasil.

Lisa 3. Sisuanalüüsis kolmes dimensioonis hinnatavad tunnused

Nr	Hinnatavad tunnused	Koduleht	Aastaaruanne	Börsileht
1	Emiteeritud aktsiate arv			
2	Aksia nimiväärtus			
3	Aksia hinnainfo (turuhind)		X	
4	Analüütikute ennustus		X	X
5	Investorkalender		X	X
6	Tähtsamad finantsnäitajad ja suhtarvud		X	
7	Börsil noteerituse info (mis börsidel on ettevõtte noteeritud)			X
8	Dividendi info (palju on makstud dividende, millal jne), dividendi poliitika			X
9	Kes on suurim aktsionär?			
10	Kas on avalikustatud täiendav ettevõtte omanikestruktuur?			
11	Kas eksisteerib parima praktika koodeks ettevõtte juhtimiseks või ettevõtte juhtimise põhikiri (Corporate Governance Charter/Code of Best Practice)?			X
12	Kas ettevõtte tähtsamate juhtide nimed on üles loetletud?			X
13	Kas nõukogu liikmete nimed on olemas?			X
14	Kas on esitletud juhatuse liikmete taust?			X
15	Kas juhtkonnal on osalused ettevõttes?			X
16	Kas on toodud juhtkonna tehingud aktsiatega?			X
17	Kas on esitletud nõukogu liikmete taust?			X
18	Millist raamatupidamise standardit järgitakse?			
19	Kas ettevõtte on avalikustanud ingliskeelsed aruanded?		X	
20	Ingliskeelsed vahearuanded?		X	
21	Esitlused (presentatsioonid)?		X	X
22	Ettevõtet auditeeriva firma nimi?			
23	Audiitori järeldusotsus?			
24	Ettevõtte tegevusvaldkond?			

Lisa 3. (järg)

Ettevõtte nimi	Ettevõtte tähistus	Börsi nimetus	Tegevusala	Turukapitalisatsioon (miljonit EUR)
25	Kas kodulehel on investorsuhete sektsioon?		X	X
26	Ettevõtte strateegia?			X
27	Järgmiste aastate investeerimisplaanid?			X
28	Turuosakaal oma põhitegevusalas või kõikides oma ärides?			X
29	Tehingud seotud osapooltega?	X		X
30	Kas ettevõttel on auditi komitee?			X
31	Kas ettevõttel on tasustamise/kompensatsioonide komitee?			X
32	Kas ettevõttel on strateegia-/investeerimis-/finantskomitee?			X
33	Kas ettevõtte ajaloo ja tausta kohta on toodud info?			X
34	Kas on toodud sotsiaalse vastutuse aruanded?		X	X
35	Kas on toodud pressiteated?		X	X
36	Kas on toodud börsiteated?		X	
37	Mis aastast alates on börsiteated avalikustatud?		X	
38	Mis aastast alates on aastaaruanded avalikustatud (kas IFRS või kohalik)?		X	
39	Mis aastast alates on vahearuanded avalikustatud?		X	

Allikas: Karmo ja Laidroo (2014) poolt koostatud, põhineb osaliselt Standard & Poors'i 2002. a Transparency & Disclosure Study'l.

Lisa 4. Kvalitatiivsed skoorid ettevõtte aastaaruande tasandil

Hinnatava tunnuse nr	Ettevõtte tähistuse number																								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1
7	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
8	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1
9	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
10	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	
11	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		1	1	1	1	
12	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
13	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
14	1	0	0	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	0	0	1	0	1	
15	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	
16	1	1	0	0	1	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	0	1	0	0	1	
17	1	0	0	0	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	
18	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	
22	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	
23	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	
24	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
26	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
27	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
28	1	0	0	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	0	1	1	1	0	
29	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	
30	1	1	0	0	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
31	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	
32	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
33	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	
Kvalitatiivne skoor kokku	23	20	17	19	21	20	21	23	20	22	23	22	20	21	22	24	22	23	24	19	21	18	13	22	

Lisa 4. (järg)

Hinnatava tunnuse nr	Ettevõtte tähistuse number																				
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0
7	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
8	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
9	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
10	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
11	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
12	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
13	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
14	1	0	1	1	1	0	1	0	1	0	0	0	1	1	0	1	0	1	0	1	1
15	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
16	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	0	0	1	0	0	0	1	1	1
17	0	0	1	1	1	0	1	0	1	0	0	0	1	1	1	1	0	1	0	1	1
18	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1
22	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
23	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
24	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
26	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
27	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
28	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1	0	1	0	1
29	1	0	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
30	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
31	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
32	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	1	0	1
33	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Kvalitatiivne skoor kokku	23	19	23	25	24	16	23	20	23	19	23	22	22	23	22	23	21	21	22	22	24

Allikas: Autori koostatud, ettevõtete aastaaruannete andmete baasil

Lisa 5. Kvalitatiivsed skoorid ettevõtte kodulehe tasandil

Hinnatava tunnuse nr	Ettevõtte tähistuse number																							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	1	1	1	1	0	1	1	1	1
3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	0	0	0
5	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
6	1	0	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	0	1
7	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
8	1	1	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
9	1	1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1
10	1	1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1
11	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
12	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
13	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
14	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
15	1	0	1	1	1	0	0	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0
16	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1	1	1	0	1	0	0	0
17	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
18	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	0	0	0	0
19	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
20	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
21	1	0	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
22	0	1	1	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1	1	0	0	1	1	0	1	0	1	1	1
23	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
24	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
25	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
26	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1

Lisa 5. (järg)

	Ettevõtte tähistuse number																							
Hinnatava tunnuse nr	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
27	1	0	0	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1
28	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
30	0	1	1	0	0	1	0	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0
31	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1	0	0	1	1	0	1	1	1	1	1	0	0
32	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
33	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
34	1	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0
35	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
36	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Kvalitatiivne skoor kokku	26	22	29	25	24	25	19	26	26	22	33	32	26	26	26	31	35	32	31	29	30	26	25	25

	Ettevõtte tähistuse number																				
Hinnatava tunnuse nr	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	1	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	0	0	0
3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
4	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	1	1	0	0	0	0
5	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
6	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
7	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
8	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
9	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1
10	1	0	1	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1	1	0	1	1	1	1	1	1
11	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

Lisa 5. (järg)

Hinnatava tunnuse nr	Ettevõtte tähistuse number																				
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45
12	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
13	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
14	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
15	1	1	1	0	1	0	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0
16	1	1	1	0	0	0	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
17	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	0
18	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
19	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
20	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
21	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
22	0	0	1	1	0	1	0	1	0	0	1	0	1	1	1	1	1	1	0	0	1
23	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
24	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
25	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
26	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
27	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
28	1	0	0	1	0	0	1	1	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0
29	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
30	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
31	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	1
32	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
33	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1
34	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
35	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
36	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Kvalitatiivne skoor kokku	31	29	32	30	30	24	31	32	28	27	32	30	33	33	27	32	31	28	28	27	28

Allikas: Autori koostatud, ettevõtete kodulehtede andmete baasil

Lisa 6. Kvalitatiivsed skoorid börsilehe tasandil

Hinnatava tunnuse nr	Ettevõtte tähistuse number																							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	0	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0
3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
6	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1
9	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
10	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
18	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
19	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	1	1	0
20	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
22	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
24	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
36	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Kvalitatiivne skoor kokku	11	12	12	12	12	12	11	12	12	7	7	7	7	7	6	7	7	7	6	7	7	7	7	6

Lisa 6. (järg)

Hinnatava tunnuse nr	Ettevõtte tähistuse number																				
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
2	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	0
3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
6	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
9	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	0	1	1
10	1	1	0	1	1	0	1	1	1	0	0	0	0	1	1	1	1	1	0	1	1
18	1	1	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	0
19	1	1	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	1	1
20	1	1	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	0	1	1
22	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0
23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
24	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
36	0	0	0	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Kvalitatiivne skoor kokku	9	9	8	7	7	6	12	12	12	4	4	4	7	8	9	11	12	10	6	10	9

Allikas: Autori koostatud, ettevõtete börsilehtede andmete baasil

Lisa 7. Kvantitatiivsed skoorid ettevõtte kodulehe tasandil

	Ettevõtte tähistuse number																							
Hinnatava tunnuse nr	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
37	12	17	12	18	20	15	1	17	6	7	13	20	19	0	0	16	5	17	14	13	7	11	16	6
38	14	18	15	15	13	16	2	18	9	14	17	19	19	19	17	21	17	13	20	14	12	16	18	11
39	10	14	11	15	15	14	1	5	9	13	11	18	18	17	16	12	15	12	11	13	11	14	19	8
Kvantitatiivne skoor kokku	36	49	38	48	48	45	4	40	24	34	41	57	56	36	33	49	37	42	45	40	30	41	53	25

	Ettevõtte tähistuse number																				
Hinnatava tunnuse nr	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45
37	11	9	17	3	12	15	18	11	2	17	2	10	14	18	7	11	9	12	8	14	9
38	20	19	19	11	16	15	17	13	13	19	34	5	26	18	19	15	20	15	18	17	8
39	17	15	17	10	16	15	15	13	5	11	14	5	15	8	21	15	18	12	19	5	7
Kvantitatiivne skoor kokku	48	43	53	24	44	45	50	37	20	47	50	20	55	44	47	41	47	39	45	36	24

Allikas: Autori koostatud, ettevõtete kodulehtede andmete baasil

Lisa 8. Kvantitatiivsed skoorid börsilehe tasandil

	Ettevõtte tähistuse number																							
Hinnatava tunnuse nr	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
37	11	18	12	18	20	15	1	17	6	14	14	14	11	11	11	4	4	6	21	19	20	19	18	11
38	10	18	15	13	13	16	2	14	6	11	9	3	5	7	0	5	5	6	0	11	11	9	7	0
39	10	14	11	15	15	14	1	13	5	8	9	8	1	1	9	4	3	5	8	17	15	8	10	5
Kvantitatiivne skoor kokku	31	50	38	46	48	45	4	44	17	33	32	25	17	19	20	13	12	17	29	47	46	36	35	16

	Ettevõtte tähistuse number																				
Hinnatava tunnuse nr	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45
37	0	0	0	8	8	7	18	11	2	0	0	0	7	4	8	14	14	14	1	8	7
38	16	17	16	0	0	0	16	13	13	0	0	0	0	0	1	16	14	16	0	9	10
39	16	17	16	0	0	0	15	13	5	0	0	0	8	4	1	16	12	9	0	7	9
Kvantitatiivne skoor kokku	32	34	32	8	8	7	49	37	20	0	0	0	15	8	10	46	40	39	1	24	26

Allikas: Autori koostatud, ettevõtete börsilehete andmete baasil

Lisa 9. Kvalitatiivsed ja kvantitatiivsed skoorid kõigil kolmel tasandil

	Ettevõtte tähistuse number																							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
Aastaaruande tasand:																								
Kokku:	23	20	17	19	21	20	21	23	20	22	23	22	20	21	22	24	22	23	24	19	21	18	13	22
Kodulehe tasandil:																								
Kvalitatiivne skoor	26	22	29	25	24	25	19	26	26	22	33	32	26	26	26	31	35	32	31	29	30	26	25	25
Kvantitatiivne skoor	36	49	38	48	48	45	4	40	24	34	41	57	56	36	33	49	37	42	45	40	30	41	53	25
Kokku:	62	71	67	73	72	70	23	66	50	56	74	89	82	62	59	80	72	74	76	69	60	67	78	50
Börsilehe tasandil:																								
Kvalitatiivne skoor	11	12	12	12	12	12	11	12	12	7	7	7	7	7	6	7	7	7	6	7	7	7	7	6
Kvantitatiivne skoor	31	50	38	46	48	45	4	44	17	33	32	25	17	19	20	13	12	17	29	47	46	36	35	16
Kokku:	42	62	50	58	60	57	15	56	29	40	39	32	24	26	26	20	19	24	35	54	53	43	42	22
Koondskoor:	127	153	134	150	153	147	59	145	99	118	136	143	126	109	107	124	113	121	135	142	134	128	133	94

Lisa 9. (järg)

	Ettevõtte tähistuse number																				
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45
Aastaaruande tasand:																					
Kokku:	23	19	23	25	24	16	23	20	23	19	23	22	22	23	22	23	21	21	22	22	24
Kodulehe tasandil:																					
Kvalitatiivne skoor	31	29	32	30	30	24	31	32	28	27	32	30	33	33	27	32	31	28	28	27	28
Kvantitatiivne skoor	48	43	53	24	44	45	50	37	20	47	50	20	55	44	47	41	47	39	45	36	24
Kokku:	79	72	85	54	74	69	81	69	48	74	82	50	88	77	74	73	78	67	73	63	52
Börsilehe tasandil:																					
Kvalitatiivne skoor	9	9	8	7	7	6	12	12	12	4	4	4	7	8	9	11	12	10	6	10	9
Kvantitatiivne skoor	32	34	32	8	8	7	49	37	20	0	0	0	15	8	10	46	40	39	1	24	26
Kokku:	41	43	40	15	15	13	61	49	32	4	4	4	22	16	19	57	52	49	6	34	35
Koondskoor:	143	134	148	94	113	98	165	138	103	97	109	76	132	116	115	153	151	137	102	119	111

Allikas: Autori koostatud, ettevõtete aastaaruannete, kodulehtede ja börsilehtede andmete baasil