

# EESTI ETTEVÖTETE HALDAMISSÜSTEEMI ARENDAMINE EUROOPA INTEGRATSIOONI TAUSTAL

Kairi Andresson, Katrin Tamm  
Tartu Ülikool

## Sissejuhatus

Küsimus, kuidas ettevõtteid hallata nii, et majandustulemused paraneksid, on olnud viimase paarikümne aasta jooksul arenenud riikides oluliseks diskussiooniobjektiks. Teema tähtsus aina kasvab, tulenevalt ettevõtete haldamissüsteemide (*systems of corporate governance*) harmoniseerimise vajadusest seoses Euroopa integratsiooniga. Süsteemide ühildamine ei ole probleemiks mitte ainult Euroopa Liiduga ühinema hakkavate siirderiikide puhul, vaid ka liikmesriikide hulgas, kus praegu rakendatakse küllaltki erinevaid ettevõtete haldamissüsteeme. Mis puutub kandidaatriikidesse, siis neis riikides (ja ka teistes siirderiikides) esineb sageli olukordi, kus haldamissüsteemid on erastamise ja restruktureerimise käigus üle toodud arenenud riikidest, hoolimata vajaliku kultuurilise keskkonna ja seadusandluse puudumisest.

Ettevõtete restruktureerimise käigus loodeti, et koos uute omanike tulekuga tuuakse arenenud riikidest automaatselt kaasa ka efektiivsed ettevõtete haldamissüsteemid. Ometi näitavad siirderiikide kogemused, et omandi üleminek välismaistele ettevõtjatele ei garanteeri mitte alati ettevõtete edu. Peamine põhjus, miks paljud siirderiigid ei ole olnud restruktureerimisel edukad, seisneb nõuetele vastava ettevõtete haldamissüsteemi puudumises.

Käesoleva artikli eesmärgiks on uurida ettevõtete haldamissüsteemi kujundamise ideoloogiat arenenud riikides, nende siirderiikidesse ülekandmise võimalusi ja probleeme ning analüüsida Eesti ettevõtete efektiivse haldamissüsteemi väljaarendamise perspektiive.

Teema muudab eriti huvipakkuvaks asjaolu, et Eestis ei ole ettevõtete haldamissüsteemi problemaatikat praktiliselt üldse uuritud. Samas on tegemist valdkonnaga, mis vajaks lisaks käesolevas artiklis kasutatud makromajandusliku suunitlusega lähenemisele ka põhjalikku mikromajanduslikku analüüsi. See võimaldaks kindlasti välja tuua oluliselt rohkem majanduspoliitilisi võimalusi alles kujunemisjärgus oleva süsteemi efektiivseks muutmisel. Nimetatud põhjusel võib käesolevat artiklit nimetada vaid esimeseks, sissejuhatavaks sammuks antud teema käsitlemisel.

## Ettevõtete haldamissüsteemid arenenud riikides

Ettevõtete haldamise temaatika käsitlemise aluseks võetakse tavaliselt esindamisteooria (*principal agency theory*), mille objektideks on ühelt poolt agent e. esindaja (*agent*) tegutsejana ning teiselt poolt printsiipaal e. esindatav (*principal*) mõjutatud poolena. Ettevõtete haldamise teoorias esineb esindamisprobleem aktsionäride, kreditoride ja teiste huvigruppide (printsiipaalide) ning juhtide (agentide) vahel. Probleem on tingitud moraalsest riskist (*moral hazard*) ja ebasoodsast valikust (*adverse selection*) (Vives, 2000). Konkreetsemalt tähendab see seda, et ettevõtte aktsionäride ja juhtide omavahelise kokkuleppega jäetakse juhile võimalus ja vabadus juhtida ettevõtet vastavalt tema teadmistele ja oskustele, kuid selle tulemusena võib juht käituda ettevõtte jaoks kahjulikult. Niisuguse käitumise kõige sagedamini esinevateks vormideks on vargused, omakasupüüdlikkus ning vastutustundetud ja riskantsed otsused.

Ettevõtte haldamissüsteem hõlmab ühelt poolt kõiki ettevõttega seotud agente – juhtkonda, aktsionäre, töötajaid, kreditore, peamisi kliente ning omavalitsusüksusi – kes omavahelise koostoime tulemusena määravad ettevõtte strateegia. Teiselt poolt vajab ettevõtete haldamine ka riigipoolset toetust, kuivõrd ettevõtte strateegiat saab ellu viia üksnes seaduste, normide ja muude reeglitega kitsendatud raamistikus (Nestor *et al.*, 2000). Eelnevalt tulenevalt võib väita, et ettevõtete haldamissüsteem sisaldab nii ettevõttesisest kui ka ettevõttevälist survet juhtkonnale, et mõjutada viimase otsuseid erinevate agentide huvides.

Seega, ettevõtete haldamise üheks keskseks probleemiks on küsimus, kuidas teostada kontrolli juhtkonna üle nii, et kõikide agentide huvid oleksid kaitstud. Agentide huvide kaitsmisele lisandub veel teinegi oluline ettevõtete haldamise eesmärk – uute ettevõtete kapitaliturule pääsu tagamine. Niisuguse järelduse võib teha Leppämäki (1999) poolt esitatud ideaalse haldamissüsteemi definitsiooni põhjal, kus lisaks eespool nimetatud ülesannetele tuuakse välja atraktiivsus välisinvestorite jaoks, mis tuleneb kapitalituru likviidsusest.

Haldamissüsteemid on eri riikides väga erinevad, viidates eelkõige erinevatele keskkonnast tulenevatele võimalustele, milles ettevõtted tegutsevad. Põhimõtteliselt eristatakse turule suunatud (*market-oriented, Anglo-American* või *outsider system*) ning pankadele suunatud (*bank-oriented, Continental* või *insider system*) haldamissüsteeme. (Garrod 2000, Vives 2000, Groenewegen 2000, Heinrich 2000). Lühidalt on kahe süsteemi erinevused esitatud tabelis 1.

T a b e l 1

#### Ettevõtete haldamissüsteemide eristamise instrumendid

Turule suunatud haldamissüsteem	Pankadele suunatud haldamissüsteem
<b>A. Ettevõtte tasandi instrumendid</b>	
Hajutatud aktsiaomand, eeskätt majapidamiste ja eraettevõtete käes.	Kontsentreeritud aktsiaomand.
Madal ristomanduse ( <i>cross-ownership</i> ) tase, vähe aktsiaid pankade omanduses, tugev turukontroll.	Kõrge ristomanduse tase, suur osa aktsia-test pankade otseses või kaudses omanduses, puudub märkimisväärne turukontroll.
Pankade vähene sekkumine ettevõtte tegevusse.	Pankade tugev sekkumine ettevõtte tegevusse (monitooring, otsustamine, restruktureerimine).
Hästi motiveeritud juhtkond.	Halvasti motiveeritud juhtkond.
<b>B. Poliitika tasandi instrumendid</b>	
Ulatuslik avalikustamine, kõrged raamatupidamisnõuded.	Piiratud avalikustamine, madalad raamatupidamisnõuded.
Tugev väikeaktsionäride kaitse, barjäärid suuraktsionäride tegevusele.	Piiratud väikeaktsionäride kaitse, vähe barjääre suuraktsionäride tegevusele.
Võlakirjade turgu soodustavad reeglid.	Võlakirjade turu mahtu piiravad seadused.
Pankrotialane seadusandlus rõhutab kaitset kreditoride eest.	Pankrotialane seadusandlus rõhutab kreditoride nõudmiste kaitset.

Allikas: Heinrich 2000, lk. 87

Turule suunatud süsteemi näitena tuuakse tavaliselt USA, kus ettevõtete aktsiad on jaotunud väga paljude väikeomanike vahel. Pankadele suunatud haldamissüsteem on eriti iseloomulik

Saksamaale, kus aktsiad on kontsentreerunud vähestele omanikele. Näiteks kui USA-s omavad üle 50% firmade puhul suurimad aktsionärid vähem kui 5% aktsiatest, siis enam kui pooltes Austria ja üle 25% Saksamaa firmades kuulub suurimatele aktsionäridele 50–75% kogu aktsiaportfelliist (Becht *et al.*, 1999). Selle tulemusena võib öelda, et Euroopa süsteem võimaldab paremini saavutada kontrollieesmärki, kuivõrd Euroopa aktsionärid omavad suuremat kontrolli juhtide tegevuse üle<sup>1</sup>. Probleemiks on aga see, et suuromanike otsused ei teeni sageli väikeinvestorite huvide kaitse eesmärki.

Tegelikkuses on erinevused Euroopa Liidu riikide vahel küllaltki olulised. Kui vaadata juba mainitud aktsiate kontsentratsiooni määra, siis näiteks Suurbritannias on 250 suurema börsil noteeritud ettevõtte keskmine aktsiate omamise määr 9,9%, Austrias, Saksamaal ja Itaalias aga üle 50% (Becht *et al.*, 1999). Ka kontrolli teostamine agentide huvide kaitseks toimub erinevalt. Näiteks Hollandi ettevõtetes teostatakse kontrolli ettevõtete juurde loodud nn. õigusüksuste (*legal identity*) kaudu, Saksamaal tagatakse huvide kaitse pankade ja ettevõtete tiheda koostöö abil, Prantsusmaal etendab aga väga olulist rolli riik (Groenewegen, 2000).

Seni läbiviidud uurimustega ei ole õnnestunud kindlaks teha, missugune haldamissüsteem on kõige parem, kas puhtalt turule orienteeritud, pangakeskne või nende kahe hübriid. Ideaaljuhendina on välja pakutud süsteem, mis kontsentreeriks aktsiaomandit hääletusjõu tugevdamise eesmärgil, annaks piisavad stiimulid juhtkonnale, samas kahjustamata kapitalituru likviidsust (Leppämäki, 1999).

### **Siirderiigi majanduskeskkonna ja haldamissüsteemi vaheline seos**

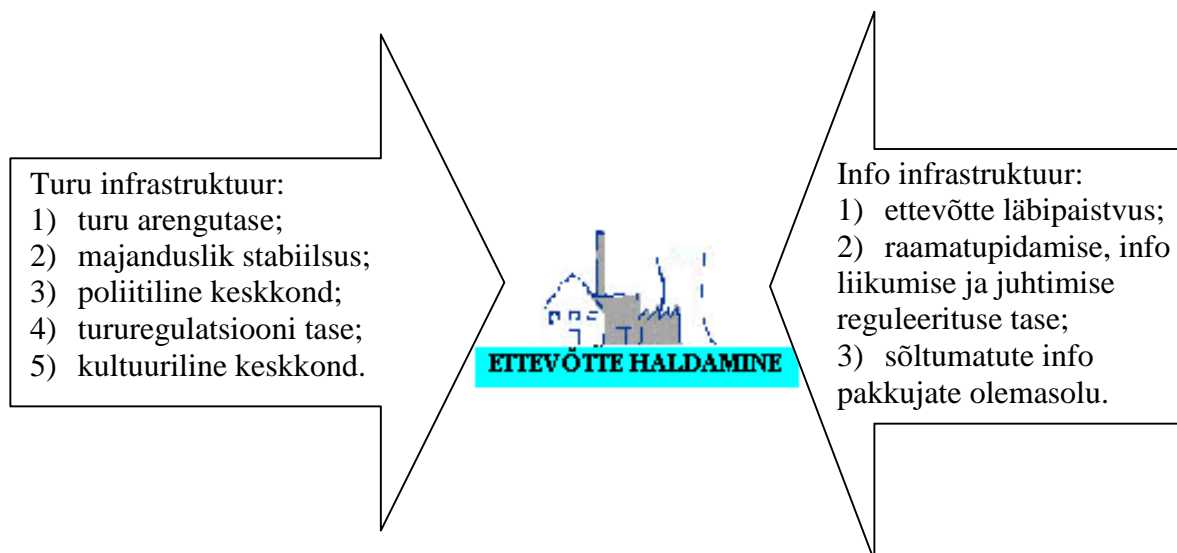
Seoses siirderiikide suhteliselt ebastabiilse majanduskeskkonnaga on nii välisorganisatsioonid (vt. näiteks OECD. World Bank Group launch ... [<http://...>] 16.02.2001.) kui ka rahvusvahelised reitinguagentuurid (vt. näiteks Standard&Poors. Corporate Governance ... [<http://...>] 16.02.2001.) tõdenud välisinvestorite vähest informeeritust nende riikide ettevõtete haldamissüsteemidest. Ebaadekvaatses ettevõtete haldamissüsteemide rakendamises nähakse mitmeid barjääre investeerimaks siirderiikidesse. Samuti võivad turumajanduse traditsioonidega riikidest “importitud” hübriid-haldamissüsteemid tekitada probleeme ka kodumaistele investoritele. Nimelt võib majanduskeskkonna arenematus põhjustada olulisi vastuolusid antud ettevõtte ja riigi teiste turusubjektide ja -institutsioonide vahel (vt. lähemalt ka Garrod 2000). Näiteks võib eeldada efektiivsuse langust juhul, kui rakendatakse turule suunatud ettevõtte haldamissüsteemi tsentraalses ja/või korruptiivses majanduskeskkonnas.

On mitmeid tegureid, mis mõjutavad ettevõtte haldamissüsteemide ülevõtmise edukuse määra. Alljärgnevalt esitatud olulisemate tegurite kirjeldamisel tuginetakse McMahon 1996, Dräger *et al.* 1997, Becht *et al.* 1999, Bailey 1995, Nestor *et al.* 2000 ning Standard & Poors' (Standard&Poors [<http://...>] 16.02.2001) käsitlustele.

Kõige üldisemalt on haldamissüsteemide ülevõtmise edukust määravad tegurid võimalik jagada kahte gruppi: turu infrastruktuuriga ning informatsiooni infrastruktuuriga seotud tegurid (vt. joonis 1). Turu infrastruktuurist tulenevateks teguriteks on turu arengutase, majanduslik stabiilsus, poliitiline keskkond, turegulatsiooni tase ning ettevõtte haldamise kultuuriline keskkond. Informatsiooni infrastruktuuriga seotud teguriteks on ettevõtete läbipaistvus, raamatupidamise, informatsiooni liikumise ja juhtimise reguleerituse tase ning sõltumatute informatsiooni pakujate olemasolu.

---

<sup>1</sup> Ei tohi siiski samastada aktsiate kontsentratsiooni mõjuvõimu kontsentratsiooniga. Näiteks on Itaalias, Prantsusmaal ja Belgias levinud nn püramiidilised *holding*-kompaniid, mis ühest küljest aitavad vähendada riski, teisalt aga suurendada hääleõigust (Becht *et al.*, 1999, p. 1053).



Joonis 1. Ettevõtte haldamist mõjutavad tegurid.

Turu arengutaseme määravad eelkõige ajalooline pärand ja erastamise viis. Ajaloolise pärandi puhul tuleb tõdeda, et eraomanduse, konkurentsi jms põhimõtted olid rohkem tuntud Kesk-Euroopa siirderiikidele kui Nõukogude Liidu endistele liiduvabariikidele. Mis puudutab erastamise viisi, siis olulist rolli mängib see, kellele ettevõtte erastati, st. mis eesmärkidega uued omanikud tegutsesid. Sisuliselt võib välja tuua viis erinevat erastamisviisi, mis kõik viitavad erinevatele eesmärkidele, vahendite olemasolule, juhtimissüsteemidele ja juhtide vabadusastmele otsuste tegemisel: endistele omanikele tagastamine, riigi varade müük välis-investoritele, riigi varade müük sisemaistele investoritele, spontaanne ehk altpoolt tulenev erastamine (müük ettevõtte juhtidele või töötajatele) ja massiline (*voucher*) erastamine erastamisfondide kaudu.

Majandusliku stabiilsuse puhul on oluline märkida, et muutuste sagedus nii makrokeskkonnas kui ka valitsuse majanduspoliitikas determineerivad ka juhtimise stiili ja juhtimise eesmärkide pikaajalisuse. Ka poliitiline keskkond, mis tuleneb nii kesk- kui ka omavalitsuste poliitika suunitlusest turu-, tsentraliseeritud või mõne muu majanduse juhtimise vormi suunas, määratleb olulisel määral ettevõtete juhtimissüsteemide eripära.

Turegulatsiooni taset analüüsid etendab peamist rolli seadusandluse olemasolu ja kehtimine, mõjutades ettevõtte üldist tegevust, sh. struktuuri, juhtimisosa (*governing body*) kompetentsi, juhatuse muutmist, investorite õigusi ja kohustusi ning ettevõtete vahelisi kokkuleppeid. Teine oluline näitaja on finants- ja tööstusgruppide olemasolu turgudel. Ettevõtete kaasamine vastastiku toetamise võrgustikesse ja ristomandus viib ühelt poolt küll efektiivsuse suurenemisele, kuid samas kerkib esile ka finants- ja tööstusoligarhiate tekkimise, ülekandehindade (*transfer pricing*) kasutamise, süsteemi suletuse ja läbipaistmatuse oht. Turegulatsiooni taset mõjutab samuti riiklike reguleerivate institutsioonide olemasolu, mille hulka kuuluvad näiteks litsentside ja standardite kehtestamine, monitooring, trahvide määratlemine, maksude kehtestamine ning ametnike poolt omatavad aktsiad. Siirderiikide madalat säästutaset arvestades on vaja olemasolevat kapitali eriti oskuslikult paigutada, saavutamaks majanduse arengut. Järelikult tuleb ressursid suunata kõige efektiivsematesse ettevõtetesse, millel on ka kõige suurem kasvupotentsiaal. See ei ole aga võimalik, kui ressursside jagajatel puudub adekvaatne informatsioon ning monitooringuvõimalus ettevõtete haldamissüsteemide kaudu. Lisaks eespool nimetatud teguritele näitavad turegulatsiooni taset ka ettevõtete

juhtide, investorite ja teiste agentide poolt loodud regulatiivsed institutsioonid (näiteks standardite kehtestamine, koolitus ja survegrupid) ning muude turuinstiitutsioonide olemasolu.

Viimane turu infrastruktuuri iseloomustav näitaja on ettevõtte haldamise kultuuriline keskkond, mida hinnatakse aktsiaomandi kontsentreerituse ning haldamissüsteemi aspektidest arusaamise kaudu. Aktsiate omandus ehk üldine kalduvus aktsiate kontsentreerumisele sõltub Ida-Euroopa riikide puhul eelkõige erastamise viisist. Nagu eespool öeldud, täheldatakse enamikes Euroopa arenenud riikides kalduvust aktsiate kontsentreerumisele vähestele omanikele, USA-s aga nende jaotumist väga paljude väikeomanike vahel. Mis puudutab arusaamist ettevõtte haldamissüsteemi aspektidest, siis seda näitab eelkõige valik tootmiskeskse ja nõudluskeskse süsteemi vahel,<sup>2</sup> aga ka kalduvus luua ja säilitada firma reputatsiooni ning hoida ettevõtte tegevust läbipaistvana.

Ettevõtete läbipaistvust peetakse üheks peamiseks informatsiooni infrastruktuuriga seotud näitajaks. Teatud määral on paljudes siirderiikides säilinud suhtumine, et ettevõtte saavutustest peab täielikku ülevaadet omama ainult kõrgeim juhtkond. Selle tulemusena ei tegele ettevõtted selliste valdkondadega nagu avalikud suhted, ettevõttesisene kommunikatsioon (*corporate communication*) ja suhted investoritega. Samuti ilmneb antud juhul tendents rakendada autoritaarset juhtimisstiili ja kahekordset raamatupidamist.

Teine oluline näitaja informatsiooni infrastruktuuri puhul on raamatupidamise, informatsiooni liikumise ja juhtimise reguleerituse tase. Bailey (1995) ning Streeck ja Schmitter (1985) on toonud välja kolm arengutasemega seotud süsteemi:

- 1) riigi poolt juhitud (*state directed*) süsteem, kus kõik eespool nimetatud on muutunud formaalseks tegevuseks;
- 2) riigi või survegruppide, erialaorganisatsioonide ja ühiskondlike normide poolt reguleeritud (*state regulated*) süsteem kui vaheetapp turu poolt suunatud seisu saavutamiseks;
- 3) turu poolt suunatud (*market driven*) süsteem, mille puhul peab muutuv seadusandlus viima süsteemini, mis reageerib ja kajastab muutusi majanduses.

Sõltumatute informatsiooni pakkujate olemasolu näitab informatsiooni kättesaadavust alternatiivsetest allikatest, mis võimaldab ettevõtte juhtkonnal ja aktsionäridel paremini kooskõlastada oma tegevust.

On selge, et ettevõtte haldamissüsteemid peavad olema kooskõlas üldise majanduskeskkonna aspektidega. Seejuures võib antud kooskõlale hinnangu andmise ühe süsteemse lähenemise näitena tuua Garrod'i (2000) lähenemise, kes kombineerib omavahel Harrison ja McKinnoni mudeli (1986) ning eespool mainitud Bailey (1995) ning Streeck ja Schmitter (1985) lähenemised. Vastavalt Garrod'ile tuleb hinnata otseselt ettevõtte haldamisega seotud ja seda mõjutavaid tegureid (eksogeensed sündmused, kultuuriline keskkond ja eelkõige süsteemisisesed tegevused<sup>3</sup> ning trans-süsteemsed tegevused<sup>4</sup>) ning seda siirdeprotsessi edukuse tasemest<sup>5</sup> lähtuvalt. Juhul, kui süsteemisisesed tegevused langevad oma siirdeprotsessist tulenevast arengutasemest lähtuvalt kokku trans-süsteemsete aktsioonide arengutasemega, võib

<sup>2</sup> Eelkõige kajastub see ettevõtte juhtkonna kontsentratsioonil suhtlemisele nõudluspoolsete survegruppide või tootjakesksete assotsiatsioonidega. Samuti on see otseselt seotud ka eespool mainitud seadusandliku regulatsiooniga – võib eeldada nõudluskeskse lähenemise suuremat reguleerituse taset võrreldes tootmiskeskse juhtimisega.

<sup>3</sup> Süsteemisisesed tegevused on antud juhul käsitletud uuritava ettevõtte haldamise alaseid tegevusi, tema struktuurielementide koostõugu.

<sup>4</sup> Trans-süsteemsed tegevused hõlmavad sisuliselt süsteemisisesest tegevustest reguleerituse olemust ja taset, st. mil määral ja kelle poolt ettevõtte haldamisalane tegevus on reguleeritud.

<sup>5</sup> Siirdeprotsessi edukusena käsitletakse riigipoolse sekkumise vähenemist, s.t liikumist skaalal riigi poolt juhitud – riigi poolt reguleeritud – survegruppide, erialaorganisatsioonide ja ühiskondlike normide poolt reguleeritud – turu poolt juhitud.

eeldada, et kogu ettevõtte haldamissüsteem funktsioneerib efektiivsemalt ja tõrgeteta. Lihtsustades tähendabki see seda, et ettevõtte poolt rakendatav haldamise süsteem peab olema kooskõlas turu ja turgu reguleerivate institutsioonide arengutasemega.

### **Ettevõtete haldamine Eestis**

Eesti üldine majanduslik ja poliitiline olukord annab tunnistust suhtelisest kõrgeast arengutasemest võrreldes teiste siirderiikidega. Ometi võib välja tuua mitmeid tegureid, mis efektiivse ettevõtete haldamissüsteemi väljaarendamist takistavad.

Tulenevalt ajaloolisest pärandist ei ole turumajanduses toimivad põhimõtted Eesti ettevõtjatele veel täielikult selgeks saanud. Tulenevalt agenditeooriast, eeldab hea haldamissüsteem eelkõige kõikide ettevõttega seotud agentide, eriti aga juhtide ja omanike realistlikku rollitunnetust (Nestor *et al.*, 2000). Kuivõrd sotsialistlikus süsteemis analoogilised rollid ettevõtluses praktiliselt puudusid, siis võtab niisugune kultuuriline nihe kindlasti omajagu aega. Massilise erastamise tulemusena on ettevõtetes terve hulk aktsionäre, kes ei ole oma omanikurolli, –õigusi ja –kohustusi veel adekvaatselt tajunud. Ka ettevõtete juhid eksivad, käitudes mitte aktsionäride agentide, vaid omanikena. Niisugune olukord on viinud suure pankrottide ja ühinemiste ning ülevõtmiste laineni siirdeprotsessi käigus.

Eesti endiste riigiettevõtete erastamise juures võib välja tuua neli peamist uue omaniku tüüpi (Purju *et al.*, 1998):

- 1) erastatava ettevõtte juhid või töötajad;
- 2) sisemaine ettevõtte;
- 3) välismaine ettevõtte;
- 4) finantsinvestor.

Purju ja Teder'i poolt läbi viidud uurimusest ilmneb, et aastatel 1993–1995 erastatud vaatlusalustest ettevõtetest peaaegu pooled müüdi sama ettevõtte juhtidele või töötajatele. Selle tulemusena said paljude ettevõtete juhid ühtlasi omanikeks, mis tõi kaasa juhtimise ja kontrolli funktsioonide segimineku. Välismaiste omanike käes olevates ettevõtetes oli situatsioon tunduvalt parem. Töötajate omandi märkimisväärne vähenemine sai alguse 1997. aastal, mil Eesti ettevõtete omanike struktuuris leidis aset oluline muutus (Jones *et al.*, 1999).

Taoline juhtimise ja kontrolli funktsioonide reguleerimatus ettevõtetes sai võimalikuks tänu vastava seadusandluse puudumisele. 1989.a. valitsuse määrusega oli küll pandud esimene alus aktsiaseltside loomiseks, kuid ettevõtete juhtimise ja kontrolli funktsioonid see ei reguleerinud. 1995.a. vastu võetud äriseadustiku kohaselt on aktsiaseltsi haldamissüsteemi peamiseks agentideks juhatus, mis esindab ettevõtet igapäevastes operatsioonides, ning nõukogu, mis paneb paika strateegilised prioriteedid ja teostab kontrolli juhatare üle (vt. Äriseadustik, § 308 lõige 3). Seega nõutakse tegevjuhtkonna eristamist kontrolli-instantsist. Nagu selgus Purju ja Teder'i poolt läbi viidud erastamisuuringust, tehti enne äriseadustiku vastuvõtmist paljudes ettevõtetes strateegilised otsused juhatare (st. tegevjuhtkonna), mitte nõukogu poolt (Purju *et al.*, 1998).

Üheks oluliseks tururegulatsiooni taseme näitajaks on aktsiaturu toimimine. Ettevõtete haldamine on tihedalt seotud finantseerimisega ja investeerimisega. Kui sotsialistlikus majandussüsteemis sõltusid ettevõtete investeerimisvajadused ja –võimalused ennekõike valitsusest, siis turumajanduses hangitakse vahendeid kas börsi või finantsettevõtete kaudu (Nestor *et al.*, 2000). Eesti aktsiaturg on väga piiratud mahuga, kusjuures seda iseloomustab käibe pidev vähenemine. Börsil kaubeldavate aktsiate üliväike arv ja käibe langus annavad tunnistust

mittelikviidsest kapitaliturust, mistõttu ühe olulise ettevõtete haldamisega seotud eesmärgi – uute investorite ligitõmbamise – saavutamine on seatud küsimärgi alla. Samas näitab see, et Eesti ettevõtete omanike struktuur on suhteliselt püsiv ja kontsentreeritud, viidates Euroopa riikides enam rakendamist leidvale pankadele suunatud haldamissüsteemile.

Eesti aktsiaturu allakäigu põhjuste otsimine ei ole küll käesoleva artikli eesmärk, kuid siinkohal ei saa märkimata jätta, et üheks põhjuseks võib olla puudulik ettevõtete haldamissüsteem. Nestor, Yasui ja Guy (2000) on väitnud, et efektiivne ettevõtete haldamine on aktsiaturu arengu võtmeks nii arenenud kui ka siirderiikides. Põhimõte on väga lihtne. Esiteks, kui aktsia ei tooda piisavalt kõrget kasumit, siis ei taheta sellesse investeerida. Teiseks, kui aktsia väärtust on ebaadekvaatse või läbipaistmatu juhtimise tõttu valesti hinnatud, ka siis ei saa oodata aktiivsust selle ettevõtte aktsiaga kauplemisel. Teiste sõnadega, kui turul on piisavalt palju ettevõtteid, mille aktsiate tootlus on tänu õigetele juhtimisotsustele kõrge, siis on oodata turu kui terviku kasvu ning ettevõtete kapitalikulude alanemist. Vastasel juhul toob “halb haldamine” kaasa kulude suurenemise väheste turul tegutsevate edukate ettevõtete jaoks, mistõttu viimased üritavad turult lahkuda. Niisugune ebasoodsa valiku (*adverse selection*) efekt tekib Eestis Hansapanga aktsia börsilt lahkumise puhul.

Vaatamata eespool ilmnunud viidetele, et Eestile on iseloomulik pigem pankadele suunatud ettevõtete haldamissüsteem, ei ole eriti keeruline väita vastupidist. Nimelt võib öelda, et pankade otsene sekkumine Eesti ettevõtete tegevusse on olnud suhteliselt vähene. Otseselt on ettevõtete juhtimisse sekkunud vaid üksikutel juhtudel (nt. TV1 ülevõtmine Ühispanga poolt), mis annab tunnistust hoopis turule suunatud haldamissüsteemist. Nimetatud vastuolu näitab väga selgelt, et ühtegi riiki ei ole võimalik üheselt määratleda ühe või teise süsteemi kasutajaks.

Tururegulatsiooni taseme näitajatest osutub Eesti puhul oluliseks ka finants- ja tööstusgruppide olemasolu. Võib tuua mitmeid näiteid, kus ettevõtted on koondunud nn. *holding*-kompaniidesse. Eriti iseloomulik on niisuguste gruppide teke pangandus- ja kindlustusturul, kus ühe *holding*-kompanii alluvusse võivad kuuluda nii krediitiasutus, kindlustusfirma kui ka liisingfirma (nt. Sampo, Hansapank). Lisaks taoliste süsteemide suletuse ja läbipaistmatuse suurenemisele kaasneb sellega ka korrupsioon, mille tase Eesti väiksuse tõttu on niigi suhteliselt kõrge.

Nagu eespool öeldud, on paljudes siirderiikides säilinud sotsialistlikust majandussüsteemist pärit ettevõttega seonduvate andmete varjamise soov. Ka Eesti ei ole selles suhtes erand. Käesoleva artikli autoritel tuleb kahjuks tõdeda, et Eesti ettevõtted ei ole läbipaistvad, kuivõrd haldamisküsimuste analüüsimiseks vajalikud ettevõtete omandistruktuurid jäid isegi enamike börsil noteeritud ettevõtete puhul kättesaamatuks. Sellest võib järeldada, et informatsiooni liikumine on häiritud ega vasta potentsiaalsete välisinvestorite ootustele.

### **Ettevõtete haldamissüsteemi arendamise perspektiivid Eesti jaoks**

Eelnev analüüs näitab, et Eesti ettevõtete haldamissüsteemi hindamine on nii teoreetilise kontseptsiooni keerukuse kui ka andmete puudumise tõttu oluliselt raskendatud. See ei tähenda aga, et hindamisest võiks loobuda. Kuivõrd Eestil ei ole veel väljakujunenud ettevõtete haldamissüsteemi, siis tuleb ka hinnang iga üksiku süsteemilehendi kohta terviku väljatöötamisele kasuks. Ettevõtete haldamissüsteemi väljaarendamine peaks kindlasti olema lähiaastate majanduspoliitika üheks prioriteediks. Euroopa Liiduga ühinemine toob kaasa vajaduse võtta eeskujuna Euroopa riikides edukalt rakendunud haldamissüsteemidest, tuues need üle kohalikku keskkonda. Samal ajal peaksime vältima teiste riikide poolt tehtud vigu.

Keerukaks muudab nimetatud ülesande teostamise asjaolu, et Euroopas rakendatavad haldamissüsteemid on väga erinevad ning seetõttu tekib küsimus, missugusele süsteemile toetuda. Arvestades asjaolu, et ideaalset haldamissüsteemi ei ole olemas, tuleb ka Eestil osa saada Euroopa riikide ees seisvast ettevõtete haldamise dilemmast, kus on vaja leida õige vahekord kapitalituru likviidsuse ja ettevõtete kontrolli vahel. Esimene eeldab aktsiaomandi hajutatust paljude väikeinvestorite vahel, teine aga kontsentreerumist väiksema hulga suuromanike kätte.

Eesti jaoks lihtsustab veidi olukorda tõsiasi, et integratsioon on põhjustanud Euroopa riikide haldamissüsteemide muutumise. Tänu majandussüsteemide uuendamisele ning muutustele kapitaliomanike jaotuses on Euroopa Liidus toimumas haldamissüsteemide konvergeerumine. Konvergensti peamiseks põhjuseks peetakse ühtse valuuta kasutuselevõttu ning seeläbi toimunud kapitalituru liberaliseerumist. Küllaltki suurt rolli on etendanud ka institutsionaalsete investorite huvi suurenemine nimetatud turu suhtes. Väidetavalt valdab enamikes riikides tendents turule suunatud haldamissüsteemi poole, mis toob endaga kaasa suurema surve väikeaktsionäride huvide kaitsmisele. Groenewegen (2000) on peamiste muutustena nimeanud riigi rolli vähenemist seoses paljude rahvuslike valitsuste õiguste üleminekuga Brüsselisse, samuti tendentsi detsentraliseerumise suunas ning ristomanduse vähenemist.

On alust arvata, et nimetatud muutuste tulemusena püüeldakse majanduse struktuuri parandamise seisukohalt efektiivsema haldamissüsteemi poole. Seega peaks ka Eesti majanduspoliitika antud küsimuses Euroopa riikide poolt valitud suunda järgima. Samas ei tohi unustada, et süsteemi ülekandmine eeldab kohaliku majanduskeskkonna eripärade tundmist ja arvestamist. Eesti puhul ei tohiks enam oluliseks takistuseks saada turu arengutase või poliitiline ebastabiilsus, küll aga esineb puudusi regulatsioonides (eriti puudutab see ettevõtete läbipaistvust ja kapitalituru likviidsust). Efektiivse süsteemi väljaarendamist segavad kindlasti ka Eesti väiksusest tulenevad probleemid – eelkõige finants- ja tööstusgruppide olemasolu ning korrupsioon.

### **Kasutatud kirjandus**

1. **Bailey, D.** Accounting in transition in the transitional economy. – *The European Accounting Review* 4 (4), 1995, pp. 595–624.
2. **Becht, M., Röell, A.** Blockholdings in Europe: An international comparison. – *European Economic Review* 43 (1999), pp. 1049–1056.
3. **Dräger, C., Pissulla, P.** (eds) *Economies in Transition and Globalised Markets: The Challenge to International Economic Organisations.* – Proceedings from the XI Malente Symposium, Baden-Baden: Nomos Verl. 1997, 179 p.
4. **Garrod, N.** Environmental contingencies and sustainable modes of corporate governance. – *Journal of Accounting and Public Policy* 19, 2000, pp. 237–261.
5. **Groenewegen, J.** European Integration and Changing Corporate Governance Structures: The Case of France. – *Journal of Economic Issues*, Vol. 34 Issue 2, 2000, pp. 471–479
6. **Harrison, G.L., McKinnon, J.L.** Culture and accounting change: a new perspective on corporate reporting regulation and accounting policy formulations. – *Accounting Organisations and Society* 11 (3), 1986, pp. 233–252.
7. **Heinrich, R.** Corporate Governance: a Systemic Approach with an Application to Eastern Europe. – in: Rosenbaum, E.F., Bönker, F., Wagener, H-J. *Privatization, Corporate Governance and the Emergence of Markets.* – London, 2000, pp. 83–97.
8. **Jones, D.C., Mygind, N.** The Nature and Determinants of Ownership Changes after Privatization: Evidence from Estonia. – *Journal of Comparative Economics* 27, 1999, pp. 422–441.



9. **Leppämäki, M.** Corporate Governance - seminaari. – Kansantaloudellinen aikakauskirja, 1/1999, s. 138–149.
10. **McMahon, G.** Lessons in Economic Policy for Eastern Europe from Latin America. London: Macmillan, 1996, 256 p.
11. **Nestor, S., Yasui, T., Guy, M-L.** The Relevance of Corporate Governance to Eurasian Transition Economies. – [<http://www.oecd.org/daf/corporate-affairs/governance/roundtables/in-Eurasia/nestoryasuiguy.pdf>]
12. OECD. News Release: World Bank Group launch Eurasian Corporate Governance Roundtable. Kiev, October 19–20, 2000. [<http://www.oecd.org/media/release/nw00-95a.htm>] 16.02.2001
13. **Purju, A., Teder, J.** Company Adjustment and Restructuring Problems in Estonia between 1992–1995. – Tallinn Technical University Working Papers in Economics, No. 11, March 1998, 67 p.
14. Standard&Poors. Corporate Governance Issues in the Russian Federation: What investors should know. November 2000. [<http://www.standardandpoors.com/emergingmarkets/highlights/corp.pdf>] 16.02.2001
15. **Streeck, W., Schmitter, P.C.** Community, market, state and associations. In: Streeck, W., Schmitter, P.C. (Eds.), Private Interest Government and Public Policy. Sage, London, 1985, pp. 1–29.
16. **Vives, X.** Corporate Governance. Theoretical and Empirical Perspectives. – Cambridge, 2000, 238 p.
17. Äriseadustik. – Riigi Teataja I, 1998, 91–93, 1500

## Summary

### DEVELOPMENT OF ESTONIAN CORPORATE GOVERNANCE SYSTEM IN THE LIGHT OF EUROPEAN INTEGRATION

Kairi Andresson, Katrin Tamm  
University of Tartu

Corporate governance has recently come to the forefront of policy debates around the world. The issue has a growing importance, resulting from the need to harmonise different systems of corporate governance due to the European integration. The harmonisation problem does not only exist in countries being invited to the first round of accession, but even in the European Union member countries, which are using quite different systems of corporate governance now.

In Eastern European transition countries, corporate governance was assumed to appear automatically, as a direct result of ownership transformation. In fact, experience of transition countries shows that the transfer of corporate ownership to private hands is far from sufficient to ensure the development of a robust corporate sector. A key reason why transition countries have not been very successful in corporate restructuring is the lack of proper corporate governance.

The purpose of the present article is to investigate the ideology of forming systems of corporate governance in developed countries, possibilities and problems of transferring them into transition countries and the perspectives of developing an efficient system of corporate governance in Estonia.

The analysis of corporate governance in Estonia indicates to similarities both with market-oriented and bank-oriented systems. Despite that, the efficiently working system is not present now. Developing of it should be a priority of the Estonian economic policy for the next couple of years. On the one hand, there is a need to follow the principles used by European Union countries, but on the other hand, it is possible to avoid mistakes made by them.

It will be quite hard for Estonia to follow the systems of corporate governance used by European countries, because of the differences between them. A dilemma between capital market liquidity and control over managers should be solved, consisting mainly in the choice between dispersed or concentrated ownership. Fortunately, the problem will be simplified for Estonia, because of the changes in European corporate governance systems. Due to the integration process, and particularly the liberalisation of the capital market, these systems will converge towards the market-oriented systems.

Presuming that the changes mentioned above will make the European systems more efficient, the same direction should be held by Estonian policy-makers. At the same time, one cannot forget about the problems of transferring corporate governance systems into the environment of a transition economy. Regarding Estonia, neither development level of the market nor the political situation will hinder this process. However, there are deficiencies in some regulations, particularly concerning the capital market liquidity and the transparency of enterprises. Another problem is related to the smallness of the country, which causes corruption.