

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Rahanduse ja majandusteooria instituut
Rahanduse ja panganduse õppetool

Joonas Pärenson

**DIVIDENDIPOLIITIKAT MÕJUTAVAD TEGURID EESTI
ETTEVÕTETES**

Magistritöö

Juhendaja: dotsent Ivo Karilaid

Tallinn 2014

Olen koostanud töö iseseisvalt.

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

Joonas Pärenson

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 123121TARM

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

Juhendaja dotsent Ivo Karilaid:

Töö vastab magistritööle esitatud nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(ametikoht, nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

ABSTRAKT	4
SISSEJUHATUS	5
1. DIVIDENDIPOLIITIKA EESMÄRK JA TEOREETILISED ALUSED.....	7
1.1. Dividendipoliitika ajalooline taust ja seosed ettevõtte väärtusega	7
1.2. Dividendipoliitika teooriad mittetäielike kapitaliturgude tingimustes	13
1.3. Olulisemad dividendipoliitika empiirilised uuringud ja tulemused.....	22
2. DIVIDENDIPOLIITIKA EESTI ETTEVÕTETES	32
2.1. Metoodika ja andmete kirjeldus.....	32
2.2. Analüüsi tulemused.....	36
2.3. Analüüsi järeldused.....	44
2.3.1 Dividendisignaali teooria testimise järeldused	44
2.3.2 Kliendimõju teooria testimise järeldused	46
2.3.3 Agentuurikulude teooria testimise järeldused	47
2.3.4 Dividende mõjutavate tegurite analüüsi järeldused.....	48
KOKKUVÕTE	50
VIIDATUD ALLIKAD	53
SUMMARY	57
LISAD	59
Lisa 1 – Mõistete selgitused	59
Lisa 2 – Normaalkaotusele vastavuse kontrolli tulemused	62

ABSTRAKT

Töö pealkiri on: Dividendipoliitikat mõjutavad tegurid Eesti ettevõtetes

Käesoleva töö eesmärk oli uurida, millised seaduspärasused kehtivad Eesti ettevõtetes dividendide maksmisel. Dividendipoliitika defineeriti kui ettevõtte poliitikat omanikele dividendide maksmisel, millest tulenevalt uuriti dividendide väljamaksete seoseid teiste ettevõtte näitajatega. Dividendisignaali, kliendimõju ja agentuurikulu teooriatele ning börsiettevõtete andmetele tuginevate empiiriliste uuringute tulemustele tuginedes püstitati hüpoteesid, millised seosed dividendide maksmise ja ettevõtte näitajate vahel oleksid ootuspärased arvestades Eesti konteksti. Töös kasutati kvantitatiivseid uurimismeetodeid teooriast tulenevate püstitatud hüpoteeside kontrollimiseks. Hüpoteeside paikapidavust testiti Eesti ettevõtete näitel tuginedes Äriregistri andmebaasis sisalduvale informatsioonile. Autorile olid kättesaadavad 2012. aasta aastaaruannete andmed 13 466 ettevõtte dividendimaksete kohta. Andmete analüüsimisel selgus, et oma peamistelt omadustelt ei erine Eesti ettevõtted dividendide maksmisel suurtest ja/või börsil noteeritud ettevõtetest, millele on senised empiirilised dividendipoliitika uuringud peamiselt keskendunud. Dividende maksavad pigem kasumlikumad, suurema bilansimahuga, vanemad, väiksema töötajate arvuga, 5-7 omanikuga ettevõtted. Töö tulemused on kooskõlas dividendisignaali ja agentuurikulude teooriatega. Tulenevalt andmete puudumisest ei olnud võimalik hinnata kliendimõju teooria kehtivust.

Märksõnad: ettevõtte rahandus, dividend, ettevõtte väljamaksepoliitika

SISSEJUHATUS

Antud töös käsitletakse dividendipoliitikat mõjutavaid tegureid, mis on olulised mistahes ettevõtte rahandusotsuse kavandamisel ja mõistmisel. Kapitalistruktuuri kujundamine, varade hindamine, liitumine ja ühinemine ning kapitali eelarvestamine sõltuvad arusaamast, kuidas ja miks ettevõtted teevad väljamakseid (Allen ja Michaely 2003). Dividendipoliitika käsitluste mõistmine aitab ettevõtte juhtidel langetada investeerimis-, finantseerimis- ja dividendiotsuseid, mis suurendavad ettevõtte väärtust ja seeläbi omanike rikkust (Damodaran 2012).

Kuigi dividendipoliitikat on uuritud juba alates eelmise sajandi keskpaigast, ei ole veel ühtset arusaama, mis mõjutavad dividendiotsuseid ning jätkuvalt on vajadus teoreetiliste ja empiiriliste uuringute järgi mõistmaks erinevate tegurite omavahelisi seoseid (Allen ja Michaely 2003). Hoolimata põhjalikest teoreetilistest ja empiirilistest analüüsides on dividendide temaatika senini ettevõtte rahanduse vastuoluliseks teemaks (Brav *et al.* 2002). Dividendiotsuste keerulisus ja käsitluste vastuolulisus tuleneb selle mõjust ettevõtte väärtusele ning küsimusest, kas teooriad selgitavad ettevõtte tegelikku finantskäitumist (Myers 1983). Jätkuvalt leitakse, et me tegelikult ei tea, miks mõned ettevõtted maksavad dividende ja teised mitte.

Käesolevas töös uuritakse dividendiotsuste seoseid muude ettevõtte näitajatega (sh omanike arvuga) mittetäielike kapitaliturgude tingimustes. Töö eesmärk on tuvastada, millised seaduspärasused kehtivad Eesti ettevõtetes dividendide maksmisel. Töö eesmärgi saavutamiseks on püstitatud järgmised uurimisküsimused:

- Mis on dividendipoliitika eesmärk ja miks see on ettevõtte rahanduse seisukohalt oluline?
- Mis on dividendipoliitika teoreetilised lähtekohad ning peamised eeldused?
- Millised dividendipoliitika teooriatest tulenevad seaduspärasused peavad paika Eesti ettevõtetes?
- Millist tüüpi ettevõtted maksavad enam dividende Eesti ettevõtete näitel?

Töö koosneb kahest peatükist: teoreetiline ja empiiriline peatükk. Teoreetiline peatükk annab ülevaate dividendipoliitika olemusest. Selles peatükis täidetakse esimesed kaks uurimisülesannet. Esimene alapeatükk annab ülevaate dividendipoliitika kujunemise ajaloost ning peamistest teoreetilistest lähtekohtadest, mis selgitavad ettevõtte väärtuse ja dividendipoliitika seoseid. Teine alapeatükk tutvustab dividendipoliitika teoreetilisi seisukohti ja kolmas alapeatükk annab ülevaate varem tehtud peamistest empiirilistest uuringutest ja nende tulemustest. Töös on püstitatud teooriast tulenevad väited, mille paikapidavust kontrollitakse Eesti ettevõtete näitel.

Töö empiiriline peatükk vastab kahele viimasele uurimisülesandele ja on jaotatud kolmeks alapeatükiks. Esimeses antakse ülevaade meetodikast ning püstitatud hüpoteesidest. Teises alapeatükis testitakse püstitatud hüpoteeside paikapidavust ning tuuakse välja analüüsi tulemused. Kolmandas alapeatükis tehakse analüüsi tulemustest järeldused ning hinnatakse dividendipoliitika teooriates toodud näitajate ja dividendimaksete vaheliste seaduspärasuste paikapidavust Eesti ettevõtete näitel. Kokkuvõtte on koondatud eraldi peatükki ning sisaldab ka töö piiranguid ning soovitusi edasisteks uuringuteks.

Töös kasutatakse kvantitatiivseid uurimismeetodeid püstitatud hüpoteeside kontrollimiseks. Ristandmed 13 466 ettevõtte näitajate (töötajate arv, omanike arv, müügitulu, puhaskasum, eelmiste perioodide jaotamata kasum, omakapital, rahavoog, bilansimaht, dividendimaksed, ettevõtte tüüp) kohta 2012. ja 2011. aasta kohta pärinevad Äriregistri andmebaasist ja tulenevad 2012. aasta aastaaruande andmetest.

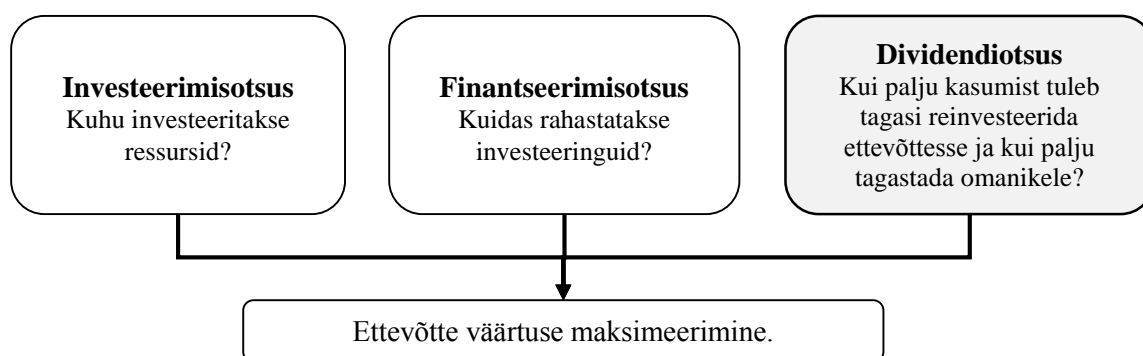
Lõpetuseks soovib autor tänada oma juhendajat, dotsent Ivo Karilaidu, otsekoheste märkuste ja arutelu eest, mis aitasid kaasa töö valmimisele. Kõige sügavamad tänusõnad aga lähevad perekonnale, ilma kelle toe ja kannatlikkusega ei oleks antud töö jõudnud kaante vahele. Aitäh, kallid naine Tuuli, et võimaldasid meie kolme poisi Toomase, Tormise ja Thori kõrvalt, kellest üks nägi ilmavalgust alles töö alustamise hetkel, leida aega töö kirjutamiseks ning olid igati toeks pere-, kooli- ja tööelu ühildamisel.

1. DIVIDENDIPOLIITIKA EESMÄRK JA TEOREETILISED ALUSED

1.1. Dividendipoliitika ajalooline taust ja seosed ettevõtte väärtusega

Käesolevas alapeatükis antakse ülevaade dividendipoliitika kujunemise ajaloost ning peamistest teoreetilistest lähtekohtadest, mis selgitavad ettevõtte väärtuse ja dividendipoliitika seoseid.

Iga ettevõtte eesmärk on väärtuse ja seeläbi omanike rikkuse maksimeerimine, mis toimub läbi investeerimis- (kuhu ressursid investeeritakse), finantseerimis- (kuidas rahastatakse investeeringuid) ja dividendiotsuste (kui palju kasumist tuleb tagasi reinvesteerida ettevõttesse ja kui palju tuleb tagastada omanikele) (vt joonist 1; Ross *et al.* 2003; Damodaran 2012). Kuna dividendiotsused mõjutavad ettevõtte bilansis kohustuste struktuuri ja kirjete suurust, siis määratletakse see finantseerimisotsuste hulka, kuid arvestades dividendiotsuste olulisust (Weigand ja Baker 2009; Al-Malkawi *et al.* 2010; Ilie 2011) on hakatud seda eraldiseisvalt välja tooma ja rõhutama.



Joonis 1. Ettevõtte väärtuse maksimeerimine

Allikas: Damodaran 2012

Dividendipoliitikat on defineeritud kui ettevõtte poliitikat aktsionäridele dividendide maksmisel (vt lisa 1; Mereste 2003, 122; Alver ja Alver 2011, 225). Kuna käesolev töö uurib kõiki Eesti ettevõtteid, mitte vaid aktsiaseltsina registreeritud ettevõtteid, siis käesolevas töös kasutatakse aktsionäride asemel üldisemat mõistet, milleks on omanikud. Dividendiotsus hõlmab valikut kahe alternatiivi vahel, kas kasum reinvesteerida tagasi ettevõttesse või jaotada aktsionäridele (Ilie 2011) ning samuti, kas väljamakseteks eelistada dividende või aktsiate tagasiostu (Allen ja Michaely 2003).

Ettevõtte kasumi jaotamise temaatika pärineb juba 16. sajandist, kui Hollandi ja Suurbritannia kaupmehed hakkasid väljastama investoritele kindlustusosakuid (*financial claims*), et hajutada kaubaveoga seotud riske. Iga reisi lõpus jaotati ülejääk seltsinglaste vahel. Edukad kaubareisid suurendasid usaldust, mis tõi omakorda kaasa suurenenud dividendimaksud. Läbi sellise omanikustruktuuri hakkasid tekkima aktsiakapitaliga ettevõtted (Al-Malkawi *et al.* 2010). 1613. aastal väljastas Briti Ida-India ettevõtte esimese nominaalväärtuses aktsia, millele järgnes 17. sajandil seda tüüpi ettevõtlusvormi laienemine ka teistesse valdkondadesse (kaevandus, pangandus, riidetööstus jne) (Al-Malkawi *et al.* 2010, 173). Seega dividendipoliitika areng on toimunud käsikäes kaasaegse ettevõtluse arenguga (Eije ja Megginson 2008). Kuigi ettevõtte dividendipoliitikat hakati aktiivsemalt uurima möödunud sajandi keskpaigast, on see jäänud üheks rahanduse vastakaks ning lahendamata teemaks (Baker ja Powell 2000; Allen *et al.* 2000; Weigand ja Baker 2009; Al-Malkawi *et al.* 2010; Fairchild 2010; Jardin ja Séverin 2011). Brealey ja Myers (2002) rahandusõpik on paigutanud dividendide temaatika kümne tähtsama lahendamata rahandusprobleemi hulka ning rõhutatud vajadust täiendavate teoreetiliste ja empiiriliste uuringute järgi (Bhattacharyya 2007, 4).

Dividendiotsuste keerulisus ja käsitluste vastuolulisus tuleneb selle mõjust ettevõtte väärtusele (Weigand ja Baker 2009) ning küsimusest, kas teooriad selgitavad ettevõtte tegelikku finantskäitumist (Myers 1983). Jätkuvalt leitakse, et me tegelikult ei tea, miks mõned ettevõtted maksavad dividende ja teised mitte. Vastus sellele küsimusele ei olegi nii iseenesest mõistetav (Jardin ja Séverin 2011).

Ajalooliselt on välja kujunenud kaks täiesti erinevat ja vastuolulist seisukohta dividendipoliitika mõjust ettevõtte väärtusele, mis on välja toodud tabelis 1. Tabelis on kajastatud teooriate peamised väited, eeldused, autorid ning kriitika.

Tabel 1. Dividendipoliitika vastuolulised käsitlused tulenevalt mõjust ettevõtte väärtusele

Teoreetilised lähenemised	Dividendid suurendavad ettevõtte väärtust	Dividendid ei mõjuta ettevõtte väärtust	Dividendid vähendavad ettevõtte väärtust
Seisukohad	Suuremad dividendid vähendavad ebamäärasust tuleviku rahavoogude suhtes ning kõrgem väljamaksemäär vähendab kapitali hinda ning suurendab aktsia hinda.	Dividendid ei mõjuta ettevõtte väärtust, kuna suuremad dividendid toovad kaasa täiendava kapitali kaasamise kapitaliturgudel.	Madalam dividendide väljamaksemäär vähendab ettevõtte kapitali hinda ja tõstab aktsia hinda.
Eeldused	-	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Valitseb täielik konkurents ehk kõik turuosalised on hinnavõtjad; ▪ Puuduvad otsesed ja kaudsed tehingukulud; ▪ Informatsioon on kõigile võrdselt kättesaadav; ▪ Kõik inividivid käituvad ratsionaalselt (puudub agendiprobleem). 	Dividende maksustatakse kõrgemalt kui kapitalitulumit.
Kriitika	Ettevõtte risk on seotud rahavoogude riskiga ning see ei sõltu sellest, kuidas jaotatakse kasumit. Ettevõtte risk mõjutab dividende ning mitte vastupidi. Suuremad dividendimaksed ei vähenda ettevõtte riski. Nõutav tulumäär või kapitali hind on dividendipoliitikast eraldiseisev.	Tegemist on mudeliga kuidas efektiivsed turud peaksid töötama, tegelik elu on palju keerulisem.	Piiratud andmestik, mille abil seda tõestada. Nõutav tulumäär või kapitalihind on dividendipoliitikast eraldiseisev.
Autorid	Gordon and Shapiro (1956); Gordon (1959, 1963); Linter (1962); Walter (1963).	Miller and Modigliani (1961); Black and Sholes (1974); Hess (1981); Miller (1986); Bernstein (1996).	Brennan (1970).

Allikas: autori koostatud (Al-Malkawi *et al.* 2010) põhjal

Ühe käsitluse järgi mõjutab dividendipoliitika ettevõtte väärtust. Antud lähenemise peamisteks autoriteks on Williams (1938), Gordon (1959) ja Linter (1956) ning mis paljude arvates selgitab ettevõtte dividendipoliitika kujundamist (Myers 1983). Seevastu Miller ja Modigliani (1961) panid aluse arusaamale, et täiusliku kapitalituru eeldustel ei oma dividendid ettevõtte väärtusele mõju ning on ebaolulised (Weigand ja Baker 2009; Fairchild 2010).

Dividendipoliitika mõjust ettevõtte väärtusele jagunevad samuti arvamused lahku. Ühed väidavad, et dividendide väljamaksed suurendavad (varblane peos teooria), teised, et vähendavad ettevõtte väärtust (maksueelise teooria). Ross *et al.* (2003) on võrrelnud dividendipoliitika vastuoluliste käsitluste mõistmist „kahe-käega advokaadi“ probleemina, mis pärineb Ameerika Ühendriikide presidendi Truman soovist konsulteerida enne olulise otsuse langetamist advokaadiga, kellel ei ole kahe käe probleemi. Kui talt küsiti, et mida see tähendab, siis ta vastas, et: „kahe-käega advokaat“ on see, kes ühest küljest soovib käituda nii ja nii sellistel põhjustel aga teisest küljest (*on the other hand*) soovib seda mitte teha järgmistel põhjustel“ (Ross *et al.* 2003, 606). Sama analoogia kehtib dividendiotsuste kohta. Ühest küljest on ettevõtetel palju põhjuseid, et maksta suuri dividende, aga teisest küljest leidub hulganisti argumente miks mitte maksta ja eelistada madalaid dividende.

Suuremad dividendid tõstavad ettevõtte väärtust (varblane peos hüpotees). Käsitlus, mille kohaselt suuremad dividendid tõstavad ettevõtte väärtust, sest investorid eelistavad dividende tuleviku kapitalitulumile (Allen ja Michaely 2003; Al-Malkawi *et al.* 2010).

Ettevõtluse varajases algusajaloos mõistsid ettevõtete juhid kõrgete ja stabiilsete dividendiväljamaksete olulisust, sest oldi veendunud, et investorid eelistavad võlakirjade tüüpi väärtpapereid. Investeerimisel aktsiatesse toodi analooge võlakirjadega, kus regulaarsed stabiilsed väljamaksed on olulised. Lisaks stabiilsetele väljamaksetele mõisteti, et dividendid vahendavad informatsiooni ettevõtte käekäigust, mis investorite silmis on isegi olulisem kui majandusaasta aruanded (Feldsteind ja Green 1983). Arvati, et dividendid peegeldavad ettevõtte tulevast käekäiku ning kõrgemad dividendiotsused tõid kaasa aktsiahinna tõusu. Samuti eelistasid investorid ebapiisava ja ebaregulaarse aruandluse korral dividende ettevõttesse reinvesteerimisele. Siiski seda võis ka juhtkond valesi ära kasutada eesmärgiga anda turgudele kindel sõnum rahavoogude ja kasumi kasvust (Al-Malkawi *et al.* 2010).

Käsitlus dividendide tähtsusest tuleneb diskonteeritud dividendimudelist ettevõtte väärtuse hindamiseks, mille kohaselt ettevõtte väärtus V_0 on päeval 0, kui esimesed dividendid on makstud ühe perioodi pärast päeval 1:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_t)^t} \quad (1)$$

kus

D_t = ettevõtte poolt makstud dividendid perioodi t lõpus

r_t = investori nõutav tulumäär perioodil t .

Gordon (1959) väitis, et investorite nõutav tulumäär r_t suureneb kasumi säilitamisel ja investeringute suurendamisel. Kuigi tuleviku dividendide maksed võivad eeldatavasti olla suuremad suurenenud investeringute tõttu (D_t kasvab kiiremini), kuid siiski kõrgem r_t varjutab selle efekti. Investori nõutava tulumäära suurenemise põhjus võib olla suurenenud ebamäärasus tulenevalt mahukatest investeringutest võrreldes dividendide turvalisusega (Allen ja Michaely 2003, 5). Ebakindlas ja ebatäiusliku informatsiooni valguses hinnatakse dividende erinevalt jaotamata kasumi või kapitalitulumile suhtes. Gordon ja Linter leidsid, et investorid eelistavad pigem dividende kapitalitulumile (Ilie 2011, 113). Suuremad hetke dividendid vähendavad ebamäärasust tuleviku rahavoogude suhtes (kõrgem väljamaksemäär võib vähendada kapitalihinda ja tõsta aktsia väärtust) (Al-Malkawi *et al.* 2010, 178).

Antud lähenemise kriitikud Miller ja Modigliani (1961) ja Bhattacharya (1979) tõid välja, et sellisel kujul on mudel ebatäiuslik ning tegelikult on tähtis ettevõtte investeerimispoliitika. Eelmiste perioodide jaotamata kasumi ja väljamakse muutmine ei oma mõju ettevõtte väärtusele nii kaua kuni investeerimispoliitika ei muutu (Allen ja Michaely 2003, 5). Nad lisasid, et ettevõtte risk on seotud rahavoogude riskiga ning see ei sõltu sellest, kuidas jaotatakse kasumit. Ettevõtte risk mõjutab dividende ning mitte vastupidi. Suuremad dividendimaksed ei vähenda ettevõtte riski (Al-Malkawi *et al.* 2010, 178). Kuigi Milleri ja Modigliani käsitlust dividendide ebaolulisuset vaieldakse tänaseni, on välja pakutud viis võimalikku turgude ebatäiuslikkuse tegurit, millega ettevõtte juhid peaksid arvestama dividendipoliitika kujundamisel (Allen ja Michaely 2003): maksud, informatsiooni assümeetria, ebatäiuslikud lepingud, institutsionaalsed piirangud ja tehingukulud, millest on pikemalt juttu käesoleva alapeatüki teises pooles.

Dividendid on ebatähtsad. Kuni 1960ndateni oldi veendunud, et ettevõtte eesmärk on maksta võimalikult kõrgeid dividende. Kapitaliturgude areng tõi aga arvamusi, et dividendid on muutumas investoritele üha ebaolulisemaks. Miller ja Modigliani (1958, 1961) postuleerisid, et täiuslike kapitaliturgude eeldustel on dividendipoliitika ja ettevõtte kapitalistruktuur ebaoluline ning see ei avalda mõju ettevõtte aktsiate ega kapitali hinnale ja seega ei mõjuta ettevõtte väärtust (Allen ja Michaely 2003; Al-Malkawi *et al.* 2010, 174; Ilie 2011; Jardin ja Séverin 2011). Nad väitsid, et omanike rikkust mõjutavad investeerimisotsused ning tekkivad positiivsed rahavood, mitte finantseerimis- või väljamakse otsused (Baker *et al.* 2002, 242; Allen ja Michaely 2003; Brav *et al.* 2005; Weigand ja Baker 2009). Miller ja Modigliani (1961)

käsitlus põhineb ratsionaalse investori ja täiuslike kapitaliturgude eeldustel, mis on järgmised (Miller ja Modigliani 1961, 412):

- valitseb täielik konkurents ehk kõik turuosalised on hinnavõtjad;
- puuduvad otsesed ja kaudsed tehingukulud;
- informatsioon on kõigile võrdselt kättesaadav;
- kõik inividid käituvad ratsionaalselt (puuduvad agentuurikulud).

Antud käsitluse järgi tekib dividendide suurendamisel täiendav vajadus omakapitali kaasamiseks finantseerimaks investeringuid, mis toob kaasa aktsiakapitali suurenemise nii, et kasvumäär aktsia kohta väheneb. Seega enam aktsiad toob kaasa madalama kasvumäära, mis jätab hinna aktsia kohta muutumatuks (Ilie 2011, 113). Black (1976) omakorda täiendas Miller ja Modigliani seisukohti väites, et kui dividendide maksmisel arvestada maksumõjudega, siis väljamaksed isegi vähendavad ettevõtte väärtust (Weigand ja Baker 2009, 482).

Antud käsitluse kriitikana on välja toodud, et tegemist on mudeliga, mis eeldab täiuslikke kapitaliturge, samas tegelik elu on palju keerulisem ning ettevõtete praktilisest käitumisest võib järeldada, et dividendipoliitika on oluline ja mõjutab ettevõtte väärtust (Baker *et al.* 2002; Al-Malkawi *et al.* 2010; Ilie 2011). Ettevõtete jaoks on oluline leida kõige sobivam dividendipoliitika (Ross *et al.* 2003). Turu ebatäiuslikkused nagu erinevad maksumäärad, informatsiooni asümeetria, agentuurikulu, tehingukulud ning investorite mitteratsionaalne käitumine võib teha dividendi otsuse oluliseks (Baker *et al.* 2002, 242). DeAngelo ja DeAngelo (2006) on kritiseerinud Miller ja Modigliani (1961) ja Black (1976) seisukohti ning argumenti, et „ainult investeerimispoliitika on oluline“, kuna see tuleneb mudelist, kus piiratakse ettevõtte väljamakse poliitikaid, mis jagavad igal perioodil 100% vaba rahavoogu. See sunnib fikseeritud väljamaksepoliitikad tasemini, kus ainult investeerimispoliitika mõjutab ettevõtte väärtust. Seega nii investeerimis- kui ka väljamaksepoliitika on esmajärjekorras ettevõtte väärtuse mõjutajad (DeAngelo ja DeAngelo 2007, 11).

Seeläbi on mitmeid uurijad eksitatud valele teele ning dividendipoliitika on tegelikult läbi aja olnud oluline (DeAngelo ja DeAngelo 2007; Weigand ja Baker 2009). Uurijad on dividendide ebaolulisuse teooria vastuseks pakkunud välja mitmeid konkureerivaid hüpoteese selgitamaks, miks ettevõtted maksavad dividende ja miks investorid pööravad dividendiotsustele tähelepanu.

Suuremad dividendid vähendavad ettevõtte väärtust (maksumõju teooria). Antud lähenemise pooldajad leiavad, et Miller ja Modigliani ei arvestanud võimalike maksumõjudega,

kus eeldati, et dividendide ja kapitalitulumi vahel ei ole maksude arvestamisel erisusi. Tegelikult aga on maksudel oluline mõju dividendipoliitikale ning ettevõtte väärtusele. Üldiselt on maksuerisused dividendide ja kapitalitulumi vahel ja enamus investoreid on huvitatud maksudejärgsest tulust. Maksud võivad mõjutada investorite nõudlust dividendide järgi. Maksud võivad ka mõjutada dividendide pakkumist, kui ettevõtte juhid püüavad suurendada ettevõtte väärtust suurendades kasumi säilitamismäära (Al-Malkawi *et al.* 2010, 179). Käsitluse eelduseks on, et dividende maksustatakse kõrgemalt kui kapitali kasvu. Kui dividende maksustatakse koheselt, siis kapitali müügist saadav tulu maksustatakse alles siis, kui aktsia on tegelikult müüdnud. Seega kapitali kasvu maksueelised dividendide üle soodustavad investoreid, kes eelistavad erinevat maksukäitumist ning eelistades ettevõtteid, kes eelistavad kasumit mitte välja jaotada. Investorid väärustavad kapitali kasvu rohkem kui dividende. Madalam dividendide väljamaksemäär alandab omakapitali hinda ning suurendab aktsia hinda ja seeläbi ettevõtte väärtust (Al-Malkawi *et al.* 2010, 179).

Seega puudub ühene arusaam, kas dividendipoliitika mõjutab ettevõtte väärtust või see on ebaoluline. Kuigi ettevõtte väärtuse arvutamiseks on olemas erinevaid mudeleid, siis faktiline rahavoog tekib omaniku jaoks ikkagi alles siis, kui reaalne dividendimakse või ostumüügitehing aset leiab. Klassikaliselt eeldatakse dividendipoliitika teooriates kapitaliturgude täiuslikkust, mis loob alternatiivi dividendidest tekkivatele rahavoogudele investori jaoks. Eesti praktikas on alust selle eelduse kehtivuses kahelda. Mõistmaks ettevõtete tegelikku finantskäitumist on hakatud ühe rohkem pöörama tähelepanu käitumuslikele lähenemistele dividendietsuste mõistmiseks, mis aga on dividendipoliitika alases kirjanduses seni marginaalset rolli mänginud.

1.2. Dividendipoliitika teooriad mittetäielike kapitaliturgude tingimustes

Täiuslike turgude puudumisel praktilisi finantsotsuseid kirjeldavateks teooriaateks, mida tuleb dividendietsustamisel arvesse võtta on välja toodud järgmised: dividendisignaali, kliendimõju ja agentuurikulu teooria (Al-Malkawi *et al.* 2010; Ilie 2011) ning vähem tähelepanu pälvinud tehingu- ja emiteerimiskulude ja mitteratsionaalse investori käsitlused (Baker *et al.* 2002, 243). Kui turu ebatäiuslikkused ei ole olulised või ei ole empiirikas kinnitust leidnud, võib Milleri ja Modigliani käsitlus dividendi ebaolulisusest kehtida. Teisel juhul need

turu ebatäiuslikkused on olulised dividendide määratlemisel ja dividendiotsustel on mõju ettevõtte väärtusele (Baker *et al.* 2002).

Dividendisignaali teooria (informatsiooni asümmeetria). Dividendisignaali teooria postuleerib, et muutused dividendides sisaldavad olulist informatsiooni ettevõtte tulevikuväljavaadete kohta (Bhattacharya 1979; Benartzi *et al.* 1997; Grullon *et al.* 2005; Hobbs ja Schneller 2012). Antud käsitus tuleneb Linteri (1956) ettevõtete dividendipoliitika uuringust, mille kohaselt dividendiotsus sisaldab muuhulgas juhtkonna ootusi ettevõtte pikemaajalise kasumi kohta. Dividendiotsuse langetamisel arvestavad ettevõtte juhid kõige enam muutustega kasumis ning olemasolevas dividendimääras (Linter 1956, 101-102) mistõttu dividendide suurendatakse üksnes juhul, kui ollakse veendunud, et kasum on püsivalt kasvanud (DeAngelo *et al.* 1992; Guttman *et al.* 2010; Ali ja Urcan 2012). Seega signaaliteooria kohaselt ettevõtted, kes teavad dividendiotsusest, annavad positiivse signaali kapitaliturgudele kõrgetest tuleviku rahavoogudest ja kasumist (Hobbs ja Schneller 2012).

Kasumi suurenemine ei taga aga alati dividendide jätkusuutlikkust. Dividendide maksmisel võib ettevõtet ohustada rahapuudujääk, mistõttu tuleb loobuda väärtuslikest investeerimisvõimalustest või kaasata kallist väliskapitali (Lie 2005). Goergen *et al.* (2005), kes uurisid Saksamaa ettevõtete kasumite ja dividendide suhet, seevastu järeldasid, et kuigi ettevõtetel on seatud pikaajalised dividendimäärad, millest lähtutakse, siis oluline seos on rahavoogudel ja dividendidel, sest rahavood on paremad tulemuslikkuse indikaatorid kui kasum (Jardin ja Séverin 2011, 39). Seega otsus dividendide suurendamiseks kannab signaali, et ettevõtte on akumulierenud ülemäärast fianantspainsidlikkust (kõrge rahatase või madal laenumäär) või juhtkond on tajunud, et rahavood on muutunud tugevamaks ja kindlamaks, ning vastupidi dividendide vähendamise kohta (DeAngelo *et al.* 1992; Lie 2005, 2179).

Miller ja Modigliani (1961) täiendasid antud käsitlust ja lisasid, et dividendid annavad edasi informatsiooni ettevõtte tulevaste rahavoogude kohta ebatäiuslike turgude tingimustes (Benartzi *et al.* 1997, 1007). Võttes arvesse informatsiooni asümmeetriat arendavad Bhattacharya (1979), Miller ja Rock (1985), John ja Williams (1985) antud käsitlust edasi ning väidavad, et dividendiotsuseid ei kanna edasi üksnes infot ettevõtte kohta, vaid need sisaldavad selgesõnaliselt signaale tulevikukasumite kohta (Feldstein ja Green 1983; Weigand ja Baker 2009), mida edastatakse ettekavatsetult ning mis toob ettevõttele kaasa kulu (Bhattacharya 1979; Benartzi *et al.* 1997). Nad väidavad, et juhtkonnal on huvi anda turgudele edasi signaale, et aktsia turuväärtus on allapool sisemist väärtust (Baker *et al.* 2002, 244). Charitou *et al.* (2010)

väidavad, et dividendide vähendamine annab isegi tugevama signaali ettevõtte tulevikukasumite kohta (Charitou *et al.* 2010).

Selgitamaks seoseid rahavoogude, kasumi ja dividendimaksete vahel sõnastati empiirilises osas testimiseks järgnevad hüpoteesid:

Hüpotees 1. „Jooksva perioodi netorahavoo suurus on positiivses korrelatsioonis eelmise perioodi dividendide suurusega“.

Hüpotees 2. „Jooksva perioodi kasum on positiivses korrelatsioonis eelmise perioodi dividendide suurusega“.

Kuigi signaalid edastavad infot ettevõtte finantsolukorra läbipaistvuse, likviidsuse ja juhtkonna ootuste kohta tuleviku rahavoogude ja dividendimaksete suhtes (Ilie 2011, 114), siis selle sõnumi tõlgendamine võib olla vastuoluline. Dividendide suurendamine võib anda negatiivse signaali, et ettevõttel puuduvad kasvuvõimalused ning dividendide kärpimine positiivse sõnumi, et ettevõttel on kasvuvõimalusi, millesse investeerida (Fairchild 2010, 405). Seega antud hüpoteesi kohaselt ettevõtte otsus suurendada või vähendada dividende toob kaasa positiivse või negatiivse aktsiahinnamuutuse (Weigand ja Baker 2009; Fairchild 2010). Dividendide konservatiivsus tuleneb asjaolust, et turud karistavad dividendide maksmise vahele jätmist või dividendi vähendamist rohkem kui premeeritakse dividende väljastavaid või suurendavaid ettevõtteid (Brav *et al.* 2005; Hobbs ja Schneller 2012). Siiski tuleb aga arvestada laiemat konteksti. Näiteks Saksa ettevõtte Telefonica teatas 1998. aastal, et ettevõtte enam ei maksa dividende ja suunas selle raha äri arendustesse, mis tõi kaasa aktsiahinna tõusu 9% võrra (Jardin ja Séverin 2011, 37). De Angelo *et al.* (2000) järeldasid, et dividendid sisaldavad informatsiooni üksnes siis, kui ettevõtte maksab dividende korraliselt. Lisa- või ühekordsed dividendid ei sisalda sama informatsiooni tulevikukasumi kohta võrreldes korraliste dividendidega (Jardin ja Séverin 2011, 9).

Antud hüpoteesi kontrollimiseks on läbi viidud mitmeid empiirilisi uuringuid, mille kohaselt on leitud dividendide ja tuleviku rahavoogude vahel positiivset korrelatsiooni (Watts 1973; Gonedes 1978; Aharony ja Swary 1980; Asquith ja Mullins 1983; Kalay ja Lowenstein 1986; Ofer ja Siegel 1987; Healy ja Palepu 1988; Kao ja Wu 1994; Nissim ja Ziv 2001) aga siiski leidub ka uuringuid, mille kohaselt antud korraltsiooni ei teki (Gonedes 1978; Watts 1973; Palepu 1988; Benartzi *et al.* 1997; Dyl ja Weigand 1998; Grullon *et al.* 2002; Swaminathan 2002; Koch ja Sun 2004; Grullon *et al.* 2005). Viimase aja uuringute kohaselt on üldiseks konsensuseks, et otsus suurendada ettevõtte dividende põhineb mineviku või hetke kasumi

kasvul ning mitte tuleviku kasumi arvelt. Ettevõtted võivad suurendada dividende ka üksnes lähtuvalt investorite nõudlusest (Baker ja Wurgler 2004; Ali ja Urcan 2012), sellest kirjutatakse lähemalt aga agentuurikulude juures. Baker *et al.* (2006) toovad välja, et dividendide signaliseeriv roll on olulisem USA ettevõtetele võrreldes Norra ettevõtetega (Jardin ja Séverin 2011).

See aga ei tähenda, et dividendide väljamaksed ei annaks infot turgudele, vaid need pigem kinnitavad ilma tulevikuprognosideta, et kasumid on senid olnud püsivad (Weigand ja Baker 2009). Lie (2005) leidis oma töös, et väljamakseid suurendavatel ettevõtetel kaasneb kasumi paranemine ning madal ja vähenev kasumi volatiilsus (Lie 2005, 2181). Kaasnev kasumi paranemine on suurem ettevõtetel, kes suurendavad dividende kui neil, kes ostavad tagasi aktsiaid. Samal kehtib ka volatiilsuse kohta. Ettevõtetel, kes finantseerivad aktsiate tagasiostu läbi võla, kogevad madalamat müügitulu kui need, kes kasutavad selleks omavahendeid. Seega laenuga finantseeritud aktsiate tagasiostud on sarnased regulaarsete dividendide suurendamisega, kuna mõlemad sündmused tagavad, et tuleviku rahavood makstakse omanikele välja (Lie 2005).

Kliendimõju teooria (maksueelise hüpoteesi). Üks varasemaid selgitusi dividendide maksmiseks põhineb maksu-eelise argumendil, mille kohaselt investorid, kes saavad maksusoodustusi kapitalikasvult (madalam kapitalikasvu maksumäär ja kapitalikasvu maksu edasilükkamine) võivad eelistada madala dividendiväljamaksega aktsiaid. Seega erinevad dividendipoliitikad võivad omada maksudest tulenevat kliendimõju (Baker *et al.* 2002, 243) ning erineva väljamaksepoliitikaga ettevõtted pakuvad huvi eri tüüpi investoritele. Muutus väljamaksepoliitikas toob kaasa muutused omanikustruktuuris (Jardin ja Séverin 2011, 5). Siiski väljamakse muutus ei mõjuta ettevõtte väärtust kuna ükski omanik ei ole parem teisest (Jardin ja Séverin 2011).

Ameerika Ühendriikides olid kuni 1982. aastani dividendid maksustatud kuni 70% maksumääraga ning kapitalitulul, mis kajastus jaotamata kasumina ja mida maksustatakse alles siis, kui aktsia on müüdud, moodustas maksumäär kuni 40%. Olenemata olulistest maksumäärade erinevustest jätkasid ettevõtted siiski põhiosa kasumi jaotamisest dividendidena (Feldstein ja Green 1983, 17). Pärast 2003. aasta maksumuudatusi need erisused Ameerika Ühendriikides kaotati (Brown *et al.* 2009).

Investorid eraldiseisvalt võivad olla mõjutatud turu ebatäiuslikkusest nagu tehingukulud ja erinevad maksumäärad, mistõttu investeerimisportfelli koostamisel võidakse eelistatakse

erinevate dividendide ja kapitalikasvuga ettevõtteid nende kulude vähendamiseks (Al-Malkawi *et al.* 2010, 182; Becker *et al.* 2011). Aktsiaseltsid on seevastu ainukesed investorid, kellel on dividendide puhul maksueelis (Black 1976). Seega aktsiaseltsid kalduvad eelistama kõrgeid dividende maks vaid aktsiaid tavalise dividendi-kliendi stsenaariumi korral. Kui aktsiaseltsid hoiavad suuri osalusi, siis nad saavad omakorda mõjutada dividendimakseid, seega maksueelise hüpoteesi prognoosib positiivset suhet dividendide väljamaksmise ja aktsiaseltside aktsiate omamise vahel (Barclay *et al.* 2009). Siiski see võib olla mõjutatud erinevatest maksustamismääradest ja –eripäradest, mida tuleb arvestada kliendimõju hindamisel.

Miller ja Modigliani (1961) väidavad, et kuigi kliendimõju efekt võib muuta ettevõtte dividendipoliitikat, meelitamaks teatud tüüpi investoreid, siis täiuslike turgude olukorras on iga klient üksteisega võrdne ja ettevõtte väärtuse hindamine ei ole sellest mõjutatud ning dividendipoliitika püsib ebaoluline (Al-Malkawi *et al.* 2010; Ilie 2011; Jardin ja Séverin 2011). Miller ja Modigliani (1961) tõid ka näite, et kui investori tunnused on olulised, siis nooremad eelistavad aktsiaid, mis maksavad madalaid või üldse mitte dividende, seevastu vanemad inimesed võivad eelistada kõrgeid dividende, et säilitada ostujõudu (Jardin ja Séverin 2011). Seega dividendide optimaalne tase sõltub sellest, kas investoriteks on eraisikud või institutsionaalsed investorid. Empiirika on vastuoluline. Hess (1982) või Barclay (1987) ei kinnita kliendimõju teooriat. DeAngelo *et al.* (2004) on seevastu väitnud, et kliendimõju on efekt on kõigest üks teisejärguline tegur, mis võimaldab selgitada dividendipoliitikat (Jardin ja Séverin 2011). Becker *et al.* (2011) seevastu leidsid, et investorite nõudlus on see, mis selgitab ettevõtte väljamaksevalikuid (Becker *et al.* 2011).

Täiuslike turgude eelduse kehtivuses ei saa Eesti näitel kindel olla. Seega on kahtluse all, kas Eesti ettevõtted kasutavad dividendipoliitikat „*sobilike investorite ligimeelitamiseks*“. Pigem võib paika pidada väide, et omanikud (kes sageli on ka ettevõtte juhtideks – võimalik agendikonflikt) optimeerivad saadavaid rahavooge läbi väiksema maksuga väljamaksete kaaludes seda alternatiivina palga maksmisele (Talur 2013).

Eestis kehtivate seduste kohaselt esitab kasumi jaotamise ettepaneku nõukoguga kooskõlastatult äriühingu juhatus, mis kinnitatakse üldkoosoleku poolt (Äriseadustik, § 278). Seega sisuliselt on ettevõtte dividendipoliitika enamusomaniku kontrolli all. Dividendide maksustamist reguleerib Tulumaksuseadus, mille kohaselt *maksab residendist äriühing tulumaksu dividendide või muude kasumieraldistena jaotatud kasumilt vaid nende väljamaksmisel. Siiski tulumaksuga ei maksustata fondiemissiooni korras jaotatud kasumit*

(Tulumaksuseadus, § 50 lg 1). Fondi emissiooni korral ei liigu rahavoog otseselt omaniku poole. Üldreeglina kuuluvad väljamakstud maksustamisele ettevõtte tulumaksumääraga, mis on 2014. aastal 21% ning alates 2015. aastast 20% (Tulumaksuseadus, § 4 lg 1 ja 2). Reinvesteeritud kasumil tulumaks puudub. Dividendid on vähem maksustatud kui tööjõud, millele lisandub ka sotsiaalmaks¹ ning mis seetõttu võib anda teiste ettevõtete ees ebaausa eelise (Zirnask 2009). Siiski kuigi ei saa üheselt samastada dividendide ja töötasu maksmist, kuna tegemist on kahe erineva asjaga, tasub testimist, kas on alust arvata, et osa tööjõukuludest asendatakse dividendimaksetega.

Seetõttu on huvi uurida, kas on põhjust uskuda, et väiksemad ettevõtted maksavad pigem suuremaid dividende. Seda eelkõige väikese töötaja arvuga ettevõtetes ja sellistes ettevõtetes, kus juhtkond kuulub omanikeringi. Kusjuures suuremaid dividende on võimalik maksta tänu töötasude minimeerimisele või asendamisele dividendi maksetega. Sisuliselt on erinev, kas tasu makstakse töö või ettevõtlusriski võtmise eest. Laiemalt on küsimus selles, kas maksutamisest tulenevalt jäetakse praktikas see jaotus õiglaselt kajastamata, kuid antud töö lähenemine on kitsam ning seetõttu uuritakse vaid seda, kas omanike arvu, käibe suuruse ja dividendimaksete vahel on seos. Dividendimaksete seost kasumiga ei uurita, sest juhul, kui paika peab väide, et töötasud jäetakse kuludena vormistamata, siis sellest tulenevalt on ka kasum suurem ja ei kajasta õiglaselt majandustegevuse tulemust. Kuna sellise asendamise korral vähenevad ettevõtte tegevuskulud on dividendide kasumiga võrdlemise asemel õigem võrrelda dividendide suhet käibesse. Eelnevat kokkuvõttes on püstitatud järgmine hüpotees, mida testitatakse 2. peatükis:

Hüpotees 3. „Väiksema töötajate arvuga ettevõtted maksavad dividendideks suurema osa käibest (võrreldes suurema töötajate arvuga ettevõtetega)“. Hüpotees on püstitatud mõõndusega, et kuigi tavapärast makstakse dividende kasumist, mitte käibest, siis võib eeldada, et töötasu maksmata jätmise korral on ka ettevõtte kasum suurem, mistõttu ei pruugi anda dividendide suhe kasumisse vastust väitele ega vastavad andmed töötasude ja maksude kohta olla kättesaadavad.

Agentuurikulude teooria. Miller ja Modigliani (1961) üheks ideaalse kapitalituru eelduseks on põhimõte, et kõik invidiidid käituvad ratsionaalselt ja maksimeerivad oma kasulikkust ehk puuduvad konfliktid omanike ja võlakirjaomanikega (Jardin ja Séverin 2011). Antud käsitluse eelduseks on põhimõte, et investoritel ja juhtkonnal on sama informatsioon

¹ Sotsiaalmaksu määr on Eestis 2014. aastal 33%

ettevõtte kasumi ja tulevikuvõimaluste kohta (Miller ja Rock 1985, 1031) ning omanike poolt valitud ettevõtte juhtkond tegutseb omanike huvides (Jardin ja Séverin 2011). Praktikas on aga see eeldus küsitav, sest omanikud on ettevõtte juhtimisest kaugel ning valitseb informatsiooni asümmeetria (Al-Malkawi *et al.* 2010). Omanikud võivad teha täiendavaid kulutusi selleks, et kontrollida ettevõtte juhtkonda, kuna juhtkond võib langetada otsuseid, mis ei suurenda ettevõtte väärtust ja seeläbi omanike rikkust. Näiteks võib juhtkond otsustada vähendada dividende selleks, et investeerida negatiivse nüüdisväärtusega (NPV – *net present value*) projektidesse, saades ise sellest erahüvesid. Sama võib kehtida ka vastupidises olukorras, kus juhtkond keeldub vähendamast dividende ning loobub investeerimast positiivse NPV-ga tulusatesse projektidesse (Fairchild 2010, 396). Seega omanikud teevad võimaliku huvidekonflikti vältimiseks kulusid (nt nõukogu tasustamine), et jälgida juhatuse käitumist. Eeldades, et Eesti tingimustes on omanikud huvitatud pigem suurtest dividendi väljamaksetest (tulenevalt omanikule suunatud rahavoogude maksimeerimise huvist), siis on agenditeooria paikapidavuse testimiseks sõnastatud järgmine hüpotees:

Hüpotees 4: „Väljamakstavate dividendide määr sõltub ettevõtte tüübist.“ Antud hüpoteesi läbi kontrollitakse, kas leiab kinnitust, et äriühingutes, kus on nõukogud, makstakse välja rohkem dividendide kui ettevõtetes, kus nõukogu puudub.

Teine võimalik agendikulu probleem dividendipoliitikaga on potentsiaalne konflikt omanike ja võlausaldajate vahel. Omanikke võib pidada agentideks võlausaldajate fondides. Sellisel juhul ülemääraste dividendide maksmist võib käsitleda kui omanike katset võõrandada võlausaldajate rikkust (Al-Malkawi *et al.* 2010, 190). Omanikel on piiratud kohustus ja nad saavad ligi ettevõtte rahale enne võlausaldajaid, seega võlausaldajad võivad seada piiranguid dividendide väljamaksetele (Al-Malkawi *et al.* 2010).

Easterbrook (1984) väidab, et dividendid annavad investoritele võimaluse jälgida juhtimiskäitumist, mis on oluline, et vähendada võimalikku agendi probleemi (Baker *et al.* 2002), samuti võib olla üheks kontrollmehhanismiks võlg (Jardin ja Séverin 2011). Ettevõtted, kes maksavad dividende selle asemel, et see investeerida uutesse projektidesse peavad täiendavat kapitali kaasama kapitaliturgudelt. See aga toob kaasa täiendava investorite tähelepanu investeerimis- ja tegevusotsustele (Weigand ja Baker 2009). Jensen (1986) leiab, et küpsed ettevõtted peaksid ettevõtte väärtuse suurendamiseks välja maksma kogu kasumi, mida ei suudeta kasumlikult reinvesteerida. Siegel (2002) laiendab seda käsitlust ja tõestab, et ajalooliselt kõrged dividendimaksud on aidanud vähendada raamatuspidamispettusi.

Allen *et al.* (2000) väidavad, et dividendid kujundavad omanikeringi, kui suuremad institutsionaalsed investorid on maksustatud madalamalt kui individid ja suuremad dividendimaksjad on suurematele investoritele atraktiivsemad (Weigand ja Baker 2009). Suurinvestorite lisandumine omanikeringi aga eeldatavalt suurendab ettevõtte läbipaistvust, kuna neil on suuremad huvid jälgimaks ettevõtte käekäiku kui väikeinvestoritel. Seega dividendimaksed võivad leevendada agendiprobleeme ka institutsionaalsete investorite tulekuga (Rozeff 1982; Easterbrook 1984; Jensen 1986). Sama võib kehtida ka siis, kui väikeinvestoritel on piisavalt mõjujõudu nõudmaks dividende (La Porta *et al.* 2000). Suurinvestorite ja dividendide suuruse seoste kontrollimiseks on püstitatud järgnevad hüpoteesid:

Hüpotees 5. „Väiksema omanike arvuga ettevõtted maksavad dividendideks suurema osa kasumist (võrreldes suurema omanike arvuga ettevõtetega)“.

Hüpotees 6. „Suurema omanike arvuga ettevõtetel korral on tugevam seos erinevate perioodide dividendimakssete vahel“.

Hüpotees 6 tuleneb eeldusest, et väiksema omanikearvuga ettevõtetel on omanikud paremini kursis ettevõtte käekäiguga ja on valmis kiiresti reageerima oma dividendiootustes. Samas kui suurema omanike arvuga ettevõtetes eelistavad omanikud „igaks juhuks“ stabiilset rahavoogu.

Agendikulu hüpoteesi on käsitletud paljudes ettevõtte dividendipoliitika empiirilistes uuringutes. Siiski uuringute tulemused varieeruvad. Uurijate Land and Litzenberger (1989); DeAngelo *et al.* (2006); Borokovich *et al.* (2005) empiirilised uuringud toetavad suuremat dividendide maksmist, et vähendada agentuurikulu. Seevastu autorid Denis *et al.* (1994); Yoon ja Starks (1995); Lie (2000) pakuvad sellele vähe või üldse mingit toetust (Weigand ja Baker 2009, 484). Seevastu Adjaoud ja Ben-Amar (2010), kes hindasid 714 Toronto börsil noteeritud ettevõtte majandustulemusi perioodil 2002-2005 leidsid, et ettevõtetted, kus on tugevam ettevõtte valitsemine, on kõrgem dividendide väljamaksemäär (Adjaoud ja Ben-Amar 2010).

Tabelis 2 on välja toodud ülevaade dividendisignaali, agentuurikulude ja kliendimõju teooriatest, millega on oluline arvestada dividendipoliitika kujundamisel.

Tabel 2. Dividendisignaali-, agentuurikulude- ja kliendimõju teooria peamised lähtekohad

	Dividendisignaali teooria	Agentuurikulude teooria	Kliendimõju teooria
Definitsioon	Ettevõtte teadaanded dividendi väljamaksete suurendamisest on heade tulevikuväljavaadete indikaatoriks.	Kulud, mis tekivad siis kui agendid ei tegutse printsipaalide huvides.	Muutus vastavalt investori nõudlusele ja eesmärkidele.
Argumendid	Muutused dividendides sisaldavad olulist informatsiooni ettevõtte tulevikuväljavaadete kohta, mida edastatakse ettekavatsetult ning mis toob ettevõttele kaasa kulu.	Omanikud on ettevõtte juhtimisest kaugel, mis võib kaasa tuua huvidekonflikti.	Investorid, kes saavad maksusoodustusi kapitalikasvult võivad eelistada madala dividendiväljamaksega aktsiaid.
Peamised autorid	Linter (1956), Bhattacharya (1979), Kalay (1980); John ja Williams (1985), Miller ja Rock (1985); Denis ja Obosov 2008	Easterbrook (1984), Rozeff (1982), Jensen (1986), Siegel (2002), Allen <i>et al.</i> (2000)	Elton ja Gruber (1970); Dong <i>et al.</i> (2005)

Allikas: autori koostatud kirjanduse põhjal

Kirjanduses on viidatud veel kolmele mittetäiuslike turgude tingimustele, mis võivad muuta dividenditsuse oluliseks: tehingu- ja emissioonikulud ning mitteratsionaalse investori käitumine (Baker *et al.* 2002, 245). Lease *et al.* (2000) on väitnud, et tegemist on suhteliselt väikeste ebatäiuslikkustega, millele on pööratud seni vähe tähelepanu. Siiski üha olulisemaks on muutumas käitumislikud selgitused dividendipoliitika kujunemisele (Baker *et al.* 2002).

Miller ja Modigliani käsitluse järgi, kus puuduvad tehingu- ja maksukulud saab investor ise kujundada oma dividendipoliitika ilma kaasnevate kuludeta. Investorid saavad luua endale meeldiva rahavoo taseme, kas müües aktsiaid, et luua „isetehtud“ dividende või kasutades mittesoovitavaid dividende, et osta täiendavalt ettevõtte aktsiaid. Sellistes tingimustes on iga dividendipoliitika sama hea kui iga teine. Praktikas aga eksisteerivad tehingukulud ja maksud, mis muudavad dividendid oluliseks (Baker *et al.* 2002).

Eeldades, et ettevõttel on rohkelt atraktiivseid investeerimisvõimalusi, mis nõuavad rohkem vahendeid, kui on sisemiselt pärast dividendikohustuste täitmist ning eeldades, et puuduvad aktsiate emiteerimiskulud, võimaldaks Miller ja Modigliani käsitus ettevõtetel kaastata täiendavat kapitali tegemata selleks kulusid. Ilma emissioonikuludeta ei ole ettevõtte jaoks vahet, kas kasutada sisemisi- või välisvahendeid selleks eesmärgiks. Praktikas puutuvad ettevõtted finantsturgudel kokku emissioonikuludega, kui nad soovivad kaasata täiendavat

kapitali, et finantseerida sobivaid investeerimisvõimalusi. Seega, ettevõtte juhid võivad teenida omanike huve, järgides jääkdividendi poliitikat, kus makstakse dividende üksnes juhul, kui on täidetud investeerimisvajadused ja tagatud nõutav laenu-omakapitali suhe (Baker *et al.* 2002, 245).

Antud käsitlused põhinevad eeldusel, et investorid on ratsionaalsed ning eelistavad maksimeerida oma kasulikkust. Siiski on leitud, et investorid ei ole alati ratsionaalsed, mis tõstatab küsimuse, kas dividende saab selgitada ratsionaalse otsustamise tingimustes või tuleks eelistada käitumislikku lähenemist (Garrett ja Priestley 2000), mis aitaks paremini selgitada dividendietsuste tausta? (Brav *et al.* 2002).

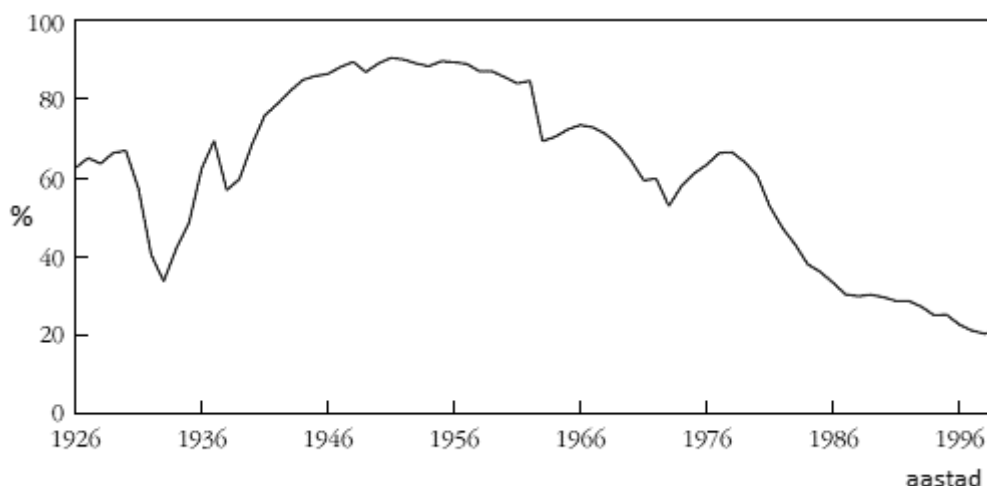
Mõistmaks ettevõtete tegelikku finantskäitumist (sõltumata seostest ettevõtte väärtusega) on hakatud ühe rohkem pöörama tähelepanu käitumuslikele lähenemistele dividendietsuste mõistmiseks, mis aga on dividendipoliitika alases kirjanduses seni marginaalset rolli mänginud.

1.3. Olulisemad dividendipoliitika empiirilised uuringud ja tulemused

Antud alapeatükis antakse ülevaade dividendide maksmise üldisest trendist ning peamistest empiirilistest järeldustest. Kuigi dividendipoliitika kohta on läbi viidud hulganisti teoreetilisi ja empiirilisi uuringuid, siis pole jõutud ühesele arusaamale ning tihti isegi vaieldakse samade empiiriliste tulemuste üle (Al-Malkawi *et al.* 2010).

Dividendide maksmise üldine trend nii Ameerika Ühendriikides kui ka Euroopa Liidus on sama. Ühe vähem ettevõtteid maksab dividende (vt joonist 2), samal ajal aga väljamakstud dividendide maht kasvab ning aktsiate tagasiost on üha enam kasutatav võimalus omanikele raha tagastamiseks (Fama ja French 2001; Eije ja Megginson 2008). Osbov (2005) kinnitab sama trendi jätkumist ka Kanadas ja Jaapanis.

Dividende maksvate ettevõtete arv kukkus USAs järsult 1980ndatel ja 1990ndatel. Kui 1973. aastal maksid 52,8% börsil (NYSE, AMEX ja NASDAQ) noteeritud ettevõtetest (va kommunaalettevõtted ja pangad) dividende ja 1978. aastaks kasvas see arv 66,5%ni, siis 1999. aastaks oli vastav näitaja kukkunud 20,8%-ni (joonist 2; Fama ja French 2001, 67). Selle trendi iseloomustamiseks on hakatud antud ajaperioodi nimetama kaduvate dividendide ajastuks (Hobbs ja Schneller 2012). Järgneval joonisel on välja toodud dividendide maksvate ettevõtete arv USAs perioodil 1926-1998.



Joonis 2. Dividende maksvate ettevõtete arv USAs perioodil 1926-1998, %

Allikas: (Fama ja French 2001, 69)

Dividendide maksmise vähenemise põhjustena on toodud välja, et muutunud on ettevõtete meelsus dividende maksta või ettevõtted, kes on dividende maksnud ei eelista jätkata väljamaksetega (Hobbs ja Schneller 2012). Fama ja French (2001) väidavad oma töös, et dividendide maksmist mõjutavad eelkõige kolm tegurit: kasumlikkus, kasv ja suurus. Suuremad ja kasumlikumad ettevõtted maksavad meelsamini dividende kui kiire kasvu faasis olevad ettevõtted. Ühe maksete vähenemise põhjusena toovad nad välja, et alates 1980ndatest on kasvanud väikeste noteeritud ettevõtete arv, kellel puuduvad kasumid ning kes on kiire kasvu etapis (Fama ja French 2001, 67-68). Fama ja Frenchi väited tulenevad ettevõtte elutsükli teooriast, mille kohaselt ongi erinevas kasvufaasis oleval ettevõttel erinev kapitalstruktuur ja kapitalivajadus (Allen ja Michaely 2003).

Damodaran (2012) on eristanud ettevõtte elutsükli viis etappi: start-up, kiire laienemine, kiire kasv, küpse kasv ning allakäik ning see, millises kasvufaasis on parasjagu ettevõtte mõjutab otseselt dividendipoliitikat (Damodaran 2012). Antud käsitluse kohaselt kiire kasvufaasis olevad ettevõtted, kellel on suurepärased investeerimisvõimalused ei maksa üldjuhul dividende, samas kui stabiilsed ettevõtted, kellel on suured rahavood ja vähem projekte, kalduvad maksuma suurema osa oma kasumist välja dividendidena (Damodaran 2012).

Siiski Fama ja French (2001) leiavad, et ettevõtted üldiselt on vähem motiveeritud maksuma dividende, millest võib järeldada, et dividendidest saadav kasu on aja jooksul vähenenud (Fama ja French 2001) või on suurenenud riskid (Hoberg ja Prabhala 2009). Fama

ja French (2001) on ka analüüsinud dividendimaksjate profiili kasumlikkuse, kasvu ja suuruse näitajatest lähtuvalt (vt tabel 3).

Tabel 3. Dividende maksvate USA ettevõtete profiil aastatel 1963-1998

Tunnused	Dividende maksvad ettevõtted	Dividende mittemaksvad ettevõtted
Kasumlikkus	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Üldjuhul kõrgem kasumlikkus võrreldes mittemaksjatega. Keskmise kogukasumi (enne intresse) suhe koguvarasse 7,82%. ▪ Aktsiate kogukasum suhtena omakapitali (<i>book equity</i>) oli 12,75%. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Madalam kasumlikkus. Keskmise kogukasumi (enne intresse) suhe koguvarasse 5,37% (6,11% ettevõtetel, kes ei ole kunagi maksnud dividende ning 4,54% ettevõtetel, kes varasemalt olid dividendimaksjad). ▪ Aktsiate kogukasum suhtena omakapitali (<i>book equity</i>) oli 6,15%.
Kasvumäär	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Varade kasvumäär 8,78% aastas. ▪ <i>Market-to-book</i> suhe 1,39. ▪ Teadus- ja arenduskulutused, 1,61% varadest. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kiirem kasvumäär. Varade kasvumäär 16,5% aastas. ▪ <i>Market-to-book</i> suhe 1,64. ▪ Teadus- ja arenduskulutused, 2,76% varadest
Suurus	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dividendimaksjad on tavaliselt suuremad ettevõtted (varade maht seitse korda suurem ning kasvab). 1993-1998 oli suhe juba 13 kordne. 	Väiksed.

Allikas: autori koostatud (Fama ja French 2001) põhjal

Antud tabelist selgub, et kuigi ettevõtted, kes pole kunagi maksnud dividende on vähem kasumlikud võrreldes dividendimaksjatega, on neil rohkem kasvuvõimalusi. Samuti tuleb Fama ja French (2001) tööst välja, et endised dividendimaksjad on vähekasumlikud ja ei oma ka kõrget kasvumäära. Samas dividende maksvad ettevõtted on suured ja kasumlikud ettevõtted (Fama ja French 2001; Weigand ja Baker 2009). Fama ja French (2001) leiavad, et dividendide vähendamise trend tuleneb „uuest majandusest“ ja börsil noteerimise (IPO – *Initial Public Offering*) kasvust. USA ettevõtted on väiksemad ja neil on rohkem kasvuvõimalusi võrreldes varasemaga. Seda trendi on nimetatud ka *catering* teooriaks (Jardin ja Séverin 2011, 51). Samad ettevõtte karakteristikud ja järeldused kehtivad ka Euroopa ettevõtete kohta (Eije ja Megginson 2008, 348).

Antud väidete paikapidavuse kontrollimiseks on püstitatud järgmised hüpoteesid, mida testitatakse 2. peatükis:

Hüpotees 7. „Dividende maksvate ettevõtete kogukasumi suhe koguvarasse on suurem kui mittemaksvatel“.

Hüpotees 8. „Suurema bilansimahuga ettevõtted maksavad suurema tõenäosusega dividende, kui väikese bilansimahuga ettevõtted“.

Hüpotees 9. „Kiires kasvufaasis olevad ettevõtted maksavad vähem dividende“.

Dividendid on olnud pikka aega mõistatuseks, sest need on olnud kõrgemalt maksustatud kui kapitalitulum, mistõttu nad on eeldatavasti ka vähem väärtuslikud. Siiski on keeruline selgitada fakti, miks mõned ettevõtted jätkavad dividendide maksmist. Kalduvus oleks öelda, et dividendide maksmise vähenemine on põhjustatud maksumõjudest (*tax disadvantages*) dividendidele. Lisaks on välja toodud ka tehingukulude alanemist aktsiate müümisel, keerulisemaid ettevõtte valitsemise tehnikaid ja suuremaid aktsiaoptioone juhtidele, kes eelistavad kapitalitulumit dividendidele (Fama ja French 2001, 79).

Dividendipoliitika mõõtmiseks ja iseloomustamiseks kasutatakse dividendi väljamaksekindajate ja dividendimäära. Dividendimäär on kukkunud alates 1980ndatest 5,5%-lt kuni 2%-ni 1999. aastal, millest alates on toimunud näitaja paranemine tulenevalt suurematest dividendidest ja ka aktsiahindade kukkumisest 2000. aastal. Samuti on kukkunud dividendide väljamaksemäär. Antud trendi iseloomustab osalt nimetajate väärtuse tõus (aktsiahinnad dividendimäära suhtes ja kasumid dividendi väljamaksekindaja suhtes), kuid osalt võib seda iseloomustada ka kasvuettevõtjate börsile tulek, millest oli juttu alapeatüki alguses. Samuti võib see viidata, et dividendide väljamaksmise asemel eelistatakse üha enam aktsiate tagasioste (Damodaran 2012).

Siiski aktsiate tagasiostud ei ole asendanud dividende kui peamist väljamaksevahendit. Isegi 1996. aastal, kui tehti kõige enam tagasioste moodustasid dividendid rohkem kui pool aktsiate tagasiostust. Ettevõtted siiski suurendavad dividende iga-aastaselt ning fakt, et nad nii käituvad ja mitte ei suurenda rohkem aktsiate tagasioste viitab sellele, et on siiski dividendi pusle, mis ei lähe omavahel kokku (Jagannathan *et al.* 2000, 357).

Dividendipoliitika kujundamisel tuleb arvestada mitmete oluliste teguritega, mis mõjutavad dividendipoliitikat ning mis on määravad ka erinevate väljamakseviiside üle otsustamisel. Kirjanduses on eristatud järgmisi dividendipoliitikaid:

Jääkdividendipoliitika (*residual dividend approach*). Kõrgema dividendimaksega ettevõtted peavad müüma sagedamini aktsiaid, mis võib olla väga kulukas. Seega võib eeldada, et ettevõtte soovib vähendada vajadust müüa omakapitali ning hoida hetke *kapitalstruktuuri*. *Kui ettevõtte soovib piirata omakapitali müüki, siis ta peab tuginema* tekkivatel rahavoogudel, et finantseerida uusi positiivse NPV-ga projekte. Sellest tulenevalt makstakse dividendide välja

ükses ülejääv osa. Jääkdividendipoliitikaga ettevõtte eesmärk on esmalt rahuldada ettevõtte investeerimisvajadused ning säilitada piisav võla-omakapitali suhe enne dividendide maksmist (Ross *et al.* 2003).

Kompromissipoliitika (*compromise dividend policy*, mis põhineb viiel eesmärgil (Ross *et al.* 2003, 621).

- 1.1. Vältida positiivsete NPV-ga projektide vähendamist eesmärgiga suurendada dividendimakseid;
- 1.2. Vältida dividendide vähendamist;
- 1.3. Vältida vajadust müüa omakapitali;
- 1.4. Hoida soovitud võla-omakapitali suhet;
- 1.5. Hoida soovitud dividendide väljamaksemäära.

Antud eeldused on toodud välja tähtsuse järjekorras. Jääkdividendipoliitikas eeldatakse, et ettevõtte peab kinni fikseeritud võla-omakapitali suhtest. Kompromissi lähenemise kohaselt käsitletakse võla-omakapitali suhet kui pikemaajalist eesmärki ning see võib varieeruda lühiajaliselt, et vältida dividendide vähendamist või omakapitali müüki. Antud käsitluse kohaselt on seatud kindel pikaajaline dividendide väljamaksemäär, millest hoitakse kinni, mis võib samuti lühiajaliselt varieeruda sõltuvalt ettevõtte käekäigust.

Dividendide ebastabiilsust saab vähendada kui anta välja kahte tüüpi dividende korralisi ja täiendavaid. Seejuures hoitakse korralised dividendide madalad, et seda oleks võimalik pikemaajaliselt hoida. Lisadividende makstakse välja juhul, kui lühiajaliselt on toimunud kasumi kasv. Siiski antud võimalust kasutavad reaalsuses vähesed ettevõtted, kuna eelistatakse pigem aktsiate tagasiostu (Ross *et al.* 2003).

Ettevõtetel on mitmeid valikuid. Kas tagastada raha omanikele dividendidena või aktsiate tagasiostu. Dividendid moodustasid kunagi olulise osa investori kogutulust aga see osakaal on ajas pidevalt vähenenud. Kuigi mitmed ettevõtted siiski maksavad dividende on muutunud üha atraktiivsemaks aktsiate tagasiost, mis moodustab nüüdseks olulise osa ettevõtte väljamaksepoliitikast. Grullon ja Ikenberry (2000) kinnitavad, et USA ettevõtted väljastasid rohkem raha omanikele kasutades fondi emissiooni dividendide asemel juba 1998. aastal (Grullon ja Ikenberry 2000, 31). Kuigi on tehtud palju uuringuid, ei ole täna üheselt selge, et miks ettevõtted eelistavad üht väljamakseviisi teisele (Weigand ja Baker 2009). Siiski olenemata aktsiate tagasiostu populaarsusest on peamiseks väljamaksevahendiks ikkagi dividendid.

Esimese empiirilise ja palju viidatud uurimuse dividendipoliitika kohta koostas kaasaegse dividendipoliitika käsitluse rajaja John Linter, kes oma (1956) uurimistöös küsitles ettevõtte juhte mõistmaks, kuidas langetatakse ettevõtetes dividendiootsuseid (Linter 1956; Weigand ja Baker 2009). Oma töös tegi ta järelduse, et dividendid on (Brav *et al.* 2005, 1):

- püsivad (*sticky*);
- seotud pikemaajalise kasumiga;
- makstakse küpsete ettevõtete poolt;
- tasandatakse aastast-aastasse ning;
- ettevõtte juhid seavad dividendipoliitika kujundamisel pikemaajalisi väljamakse eesmärke.

Sarnase uuringu viis läbi Brav *et al.* (2005) eesmärgiga mõista, kuidas dividendi ja aktsiate tagasiostu poliitikad kujundatakse 21. sajandi alguses. Töös järeldati, et dividendide väljamaksetaseme säilitamine on võrdväärselt oluline investeerimisotsustega. Ettevõtete juhtkonnad soovivad vältida dividendide vähendamist va erakordsetes olukordades ning dividendide suurendamist kaalutakse üksnes juhul, kui investeerimis- ja likviidsusvajadused on kaetud (Brav *et al.* 2005). Samuti, et dividende mitte maksvad ettevõtted alustavad dividendide maksmisega kahel põhjusel: kestlik kasumi kasv ja institutsionaalse investori nõudmisel (Brav *et al.* 2005, 1).

Mitmed ettevõtte juhid leiavad, et fondiemissioon (aktsiate tagasiost) on paindlikum kui dividendide maksmine ning seda paindlikkust kasutatakse ajastatult eesmärgiga tõsta madalat aktsiahinda. Ettevõtete finantsjuhid on teadlikud, kuidas aktsiate tagasiost mõjutab kasumit aktsia kohta, seetõttu eelistatakse osta tagasi aktsiaid kui häid investeeringuid on keeruline leida, kui aktsiahinna muutus on sobiv ning selleks, et teha tasa optioonide lahjendamine (Brav *et al.* 2005). Juhid leiavad, et dividendid ja aktsiate tagasiost toimetab edasi investoritele informatsiooni aga see ei ole seotud teadlikult dividendisignaalteooriaga. Dividendide maksmisel ei ole eraldi eesmärk anda turgudele signaale. Kuigi leidub tõendeid, et fondiemissiooni kasutatakse selleks, et vähendada vaba rahavoogu (samalaadselt Jenseni 1986 vaba rahavoo hüpoteesiga), siis Brav *et al.* (2005) ei leidnud kinnitust, et juhtkond kasutaks väljamaksepoliitikat selleks, et meelitada teatud investoreid, kes võiks monitorida nende tegevust. Juhtkond usub, et dividendid on atraktiivsed individuaalsetele investoritele ning dividendid ja aktsiate tagasiost on võrdselt atraktiivsed institutsionaalsetele investoritele. Samuti leiti, et maksud on teisejärguline väljamakse temaatika (Brav *et al.* 2005).

Linteri järeldusi toetavad mitmed uuringud Brittain (1964, 1966) ja Fama ja Babiak (1968), Benartzi *et al.* (1997) ning on järeldatud, et Linteri dividendimudel pakub parimaid selgitusi dividendide kujundamisest (Brav *et al.* 2002, 248).

Tabel 4. Empiirilised uuringud dividendipoliitikat mõjutavates teguritest

Autorid (aasta)	Dividendiotsust mõjutavad tegurid	Muud järeldused
Harkins ja Walsh (1971)	Kasum; rahavood, maksete regulaarsus; maksemäära stabiilsus; omanike vajadused ja ootused. Ühtlasi võetakse arvesse laenu provisjone ja jaotamata kasumi makse.	-
Baker, Farrelly ja Edelman (1985) ja Farrelly, Baker ja Edelman (1986)	Oodatavad tulevikukasumid; dividendimaksete muster; raha olemasolu ning soov hoida või tõsta aktsia hinda. Ettevõtte peaksid hoiduma dividendimäära muutmisest, mida on vajalik õige pea vastupidiselt muuta, dividendimaksete mustrit tuleks hoida, on väljamaksemäära siht ning perioodiliselt tuleb väljamaksed eesmärgi suhtes üle vaadata.	Dividendid annavad signaale ning turud kasutavad dividendi teadaandeid, et hinnata ettevõtte aktsiate väärtust. Dividendisõnum erineb sõltuvalt sektorist.
Farrelly ja Baker (1989)	-	Dividendide suurendamine omab positiivset mõju aktsia hinnale. Eelistatakse kapitalikasvu dividenditulule.
Pruitt ja Gitman (1991)	Kasum ja eelnevate aastate dividendid.	Ettevõtte juhtkond teeb dividendiotsuse eraldiseisvalt investeerimis- ja finantseerimisotsusest.
Baker ja Powell (1999)	Ühtivad Linteri (1956) järeldustega.	Dividendipoliitika mõjutab ettevõtte väärtust. Toetatakse dividendisignaali käsitlust.
Hoberg ja Prabhala (2009)	Tuleb arvestada riskidega.	
Baker, Veit ja Powell (2011)	Eelmiste perioodide dividendimaksmise muster, maksete stabiilsus, hetke ja tulevased rahavood.	

Allikas: autori koostatud (Brav *et al.* 2002; 2005) ja (Hoberg ja Prabhala 2009) põhjal

Mida saab ettevõtte teha tekkivate rahavoogudega? Ettevõttel, kellel on positiivse nüüdisväärtusega projekte võib otsustada finantseerida kasumi nendesse võimalustesse. Väikese- ja keskmise suurusega kasvufaasis olevad ettevõtted võivad reinvesteerida kogu kasumi ettevõtte laienemisse. Vanemad, konsolideeritud kasumlikud ettevõtted võivad olla seisus, kus tekkivaid rahavooge on rohkem kui vajadust ning tekib võimalus osa vahendeid

jaotada omanikele (Ilie 2011, 110). Antud väite paikapidavuse kontrollimiseks on püstitatud **hüpotees 10**: „Dividendide väljamakse tõenäosus on seotud ettevõtte vanusega.“

Kõrgem väljamaksemäär vähendab investeerimiseelarvet, mis vähendab võimalikke uusi tekkivaid rahavooge. Kõrgemad dividendid võrduvad madalama kasumi ja dividendide kasvumääraga (Ilie 2011). Dividendide otsustamisel tuleb võtta arvesse mitmeid kvalitatiivseid aspekte (Ilie 2011, 111-112):

1. Õiguslikud aspektid loovad dividendiotsustele raamistiku. Kas kreditorid on kehtestanud dividendide maksmisel piiranguid? Kas kehtivad seadused, mis piiravad maksta dividende, kui ettevõtte on maksejõuetu või seeläbi muutub maksejõuetuks? Seejuures tuleb arvestada, et dividende tuleb maksta tekkinud kasumi eelmiste perioodide jaotamata kasumi arvelt, mis on kajastatud aastaaruandes;
2. Ettevõtte likviidsus. Rahadividende saab maksta üksnes rahas ning selle puudumisel ei saa teha dividendimakseid. Dividendimaksed annavad signaali ettevõtte kasumlikkusest ja likviidsusest. Kõrge rahapositsiooniga ettevõtted on motiveeritud maksta dividende vähemalt kahel põhjusel: pakkuda omanikele kompensatsiooni; vähendamaks rahapositsiooni ja seeläbi vähendada võimalust ülevõtmiseks.
3. Rahalised vajadused ja alternatiivid. Sõltuvad ettevõtte elutsüklist. Kasvav ettevõtte vajab rohkem kapitali kuna ligipääs kapitalile on piiratud, mis tähendab vajadust kasumi ettevõttesse reinvesteerida. Seevastu vanem ettevõtte, kellel on ligipääs kapitaliturgudele ja rohkem finantseerimisalternatiive saab maksta osa kasumist tagasi omanikele. Dividendipoliitika sõltub võla ja omakapitali hinnast. Mida väiksemad need on, seda paindlikum saab olla dividendipoliitika.
4. Kontroll. Säilitamaks kontrolli ettevõtte üle, kasum reinvesteeritakse suuresti, et vältida uute aktsiate väljastamist ja vähendamaks peamiste omanike osalust. Omanikud võivad olla vastumeelsed uute aktsiate müügi suhtes ning selleks, et mitte kaotada kontrolli ettevõtte üle, võivad eelistada kogu kasumi reinvesteerimist.
5. Informatsiooni efektid. Iga dividendiotsus annab signaali turule, seega juhtkond on ettevaatlik muutmaks dividendi väljamakseid.
6. Õiguslik list („*legal list*“). Järjestikel aastatel dividendide maksmiseks võib olla eeltingimuseks, et mõni institutsionaalne investor saaks investeerida ettevõttesse.

Seega kui ettevõtte soovib saada omanikeks suuremaid institutsionaalseid investoreid, tuleb eelistada ka suuremaid väljamakseid.

Dividende võib maksta rahalisi (regulaarsed ja/või täiendavad dividendid) või mitterahalisi (aktsiadiividendid).

Kuidas ettevõtted kujundavad dividendipoliitikat? John Linter (1956) uuris, kuidas erinevates ettevõtetes tehakse otsus dividendimaksete kohta (Ilie 2011, 115):

- Ettevõtetel on pikaajalised väljamakse eesmärgid: vanematel ettevõtetel on kõrgemad sihid kui noorematel ettevõtetel;
- Juhtkond keskendub dividendimuutustele ning mitte nende absoluutväärtustele;
- Juhtkond pehmenab dividende. Dividendi muutused leiavad aset üksnes kestlikel pikaajalistel kasumitel.
- Juhid on vastumeelsed muutmaks dividendimakseid.

Seega Linteri mudeli kohaselt saab järeldada, et dividendid sõltuvad:

- Ettevõtte kasumist
- Eelmiste aastate dividendidest
- Tuleviku väljavaatest.

Baker ja Powell (1997) uurisid NYSE börsiettevõtete dividendipoliitikat eesmärgiga mõista, mis tegurid mõjutavad dividendipoliitikat. Uuringu tulemusena leiti, et kõige olulisemalt mõjutasid hetke ja prognoositav kasum ning dividendide väljamakse muster (Baker ja Powell 2000). Baker *et al.* (2002, 256) on välja toonud peamised tegurid, mis mõjutavad dividendipoliitikat:

1. Turgude ebatäiuslikkus: maksud, informatsiooni asümmeetria, agentuurikulud, tehingu- ja emissioonikulud;
2. Käitumislikud aspektid: investorite mitteratsionaalne käitumine, omanike käitumislikud vajadused ja ettevõtte harjumuslik käitumine;
3. Ettevõtte näitajad: kasumlikkus, investeerimisvõimalused, suurus, raha olemasolu, prognoos tuleviku rahavoogude ja kasumi osas.
4. Juhtkonna eelistused: soov siluda dividende, et hiljem vältida dividendide vähendamisi.

Senise dividendipoliitikate uurimise praktika saab jagada kolmeks:

- esiteks uuringud, mis keskenduvad dividendiväljamaksete ja ettevõtte näitajate (sh nii finantsnäitajate kui ka suurus, vanus jms) seoste leidmisele ning seda valdavalt börsiettevõtete näitel;
- teiseks kvantitatiivsed uuringud, mis tuginevad omanike omaduste ja dividendimaksete seostele reeglina börsiettevõtete näitel;
- kolmandaks kvalitatiivsed uuringud, mis tuginevad juhtkonna arvamustel dividendide määramisest.

Eesti näitel ei anna reaalsest olukorrast eriti asjakohast ülevaadet, kui keskenduda vaid börsi- või suurtele ettevõtetele. Valdava osa Eesti ettevõtetest on väike- ja keskmise suurusega ettevõtted, kes ei ole börsil noteeritud. Selliste ettevõtete kohta on seni väga vähe analüüsi. Käesolevas töös uuritakse, kas suurettevõtete korral kehtivad seaduspärasused ettevõtete andmete ja dividendide suuruse kohta peavad paika ka börsil noteerimata väike- ja keskmise suurusega Eesti ettevõtetes.

2. DIVIDENDIPOLIITIKA EESTI ETTEVÕTETES

2.1. Metoodika ja andmete kirjeldus

Käesoleva töö eesmärk on uurida, millised seosed kehtivad Eesti ettevõtetes dividendide maksmisel. Peatükis 1.3 sai välja toodud, et valdavalt tuginevad senised dividendipoliitika empiirilised analüüsid börsil noteeritud ettevõtete andmetele. Börsiettevõtete analüüsimine ei anna aga ülevaadet Eesti reaalsest olukorrast, kuna börsil on vaid väga väike hulk ettevõtteid. Huvitavam on analüüsida, kas ja millised teooriad peavad paika ettevõtetes, mille korral reeglina ei saa eeldada kapitaliturgude täiuslikkust.

Käesolevas töös tugineti kahele eeldusele. Esiteks, et Eestis puudub efektiivne kapitaliturg. Arvamusartiklites on Eesti kapitaliturgude olukorda nimetatud ka kapitaliturgude puudumiseks (nt Tanilas² 2013, Viisemann³ 2013, Sorainen⁴ ja Hammerberg 2013). Ettevõtjatele kapitalile ligipääsu parandamine on ühe olulisema eesmärgina välja toodud Eesti konkurentsivõime kavas „Eesti 2020“ ühe strateegilise eesmärgina (Eesti 2020 konkurentsivõime kava, 2014).

Teiseks eeldati, et tingituna vähesest aktiivsusest osade ja aktsiatega kauplemisel, on Eesti turul omanikud huvitatud oma suurenenud rikkuse realiseerimisest dividendi väljamaksetena. Mittenoteeritud ettevõtete omanikele kuuluvate aktsiate/osade turuhind on mõnikord peaaegu nullilähedane tingituna toimiva turu puudumisest, mistõttu ettevõttesse tehtud investeeringult pole omanikul võimalik tulu realiseerida muul moel kui läbi kasumi jaotamise dividendidena. Töös ei käsitleta omaaktsiate tagasiostu temaatikat.

Töös kasutatakse kvantitatiivseid uurimismeetodeid teooriast tulenevate hüpoteeside (kokkuvõtte tabelis 5) kontrollimiseks. Analüüs teostatakse tarkvaraprogrammiga SPSS.

² Swedbanki vanem investeringute juht

³ LHV pensionifondide fondijuht

⁴ Advokaadibüroo Sorainen asutaja ja partner. Soraineni advokaadibüroo pakub ka kapitaliturgude alaseid konsultatsioone.

Tabel 5. Püstitatud hüpoteesid

Teooria	Hüpotees		Sõltuv muutuja	Sõltumatu(d) muutuja(d)
Dividendi-signaali teooria	1	Jooksva perioodi netorahavoo suurus on positiivses korrelatsioonis eelmise perioodi dividendide suurusega.	Netorahavoog 2011. ja 2012. aastal	Dividendid 2011. ja 2012. aastal
	2	Jooksva perioodi kasum on positiivses korrelatsioonis eelmise perioodi dividendide suurusega	Kasum 2011. ja 2012. aastal	Dividendid 2011. ja 2012. aastal
Kliendimõju teooria	3	Väiksema töötajate arvuga ettevõtetes moodustavad dividendimaksud käibest suurema osa.	2012. aastal makstud dividendide suhe 2011. aasta käibesse	Töötajate arv (kui arv- kui kategoorialise tunnuseks)
Agentuuri-kulude teooria	4	Väiksema omanike arvuga ettevõtted maksavad dividendideks suurema osa kasumist (võrreldes suurema omanike arvuga ettevõtetega).	2012. aastal makstud dividendide suhe 2011. aasta kogukasumisse	Omanike arv (nii arv- kui kategoorialise tunnuseks)
	5	Väljamakstavate dividendide määr sõltub ettevõtte tüübist	2012. aastal makstud dividendide suhe 2011 aasta kogukasumisse	Ettevõtte tüüp (kategoorialine tunnus)
	6	Suurema omanike arvuga ettevõtete korral on tugevam seos erinevate perioodide dividendimaksete vahel.	Dividendide kasvumäära absoluutväärtus	omanike arv (nii arv- kui kategoorialise tunnuseks)
Dividendide maksmist mõjutavad tegurid (senised empiirilised uuringud)	7	Dividende maksvate ettevõtete kogukasumi suhe koguvarasse on suurem kui mittemaksvatel.	2012. aasta kogukasumi suhe koguvarasse	Dividendide maksmine 2012 (binaarse jah/ei valikvastusena ning arvtunnusena)
	8	Suurema bilansimahuga ettevõtted maksavad suurema tõenäosusega dividende, kui väikese bilansimahuga ettevõtted.	Varade maht	Dividendide maksmine 2012 (binaarse jah/ei valikvastusena ning arvtunnusena)
	9	Kiires kasvufaasis olevad ettevõtted maksavad vähem dividende.	2012. aastal välja makstud dividendid	Netokäibe kasvumäär (arvtunnus)
	10	Dividendide väljamakse tõenäosus on seotud ettevõtte vanusega.	2012. aastal välja makstud dividendid	Ettevõtte vanus (arvtunnus)

Allikas: (alapeatükid 1.2., 1.3.)

Ristandmed pärinevad Äriregistri andmebaasist. Analüüsimisel võetakse aluseks 2012. aasta aastaaruande Äriregistri andmeid (töötajate arv, omanike arv, müügitulu, puhaskasum,

eelmiste perioodide jaotamata kasum, omakapital, rahavood, bilansimaht, dividendimaksud, ettevõtte tüüp) 90 788 ühingu kohta. Antud hulgast arvati välja 59 muud ühingu (sihtasutused, mittetulundusühingud, korteriühistud), 590 ühingu millel puudus ettevõtte liik, 65 äriühingu millel oli esitatud puudulik dividendiinfo ning 76 922 äriühingu, kus dividendiinfo puudus täielikult. Vastavalt Äriseadustikule võib teha aktsionäridele/osanikele väljamakseid ainult puhaskasumist või eelmiste majandusaasta jaotamata kasumist, millest on maha arvatud eelmiste aastate katmata kahjum, vastavalt seadusele. Seetõttu eemaldati moonutuste vältimiseks andmetest ettevõtted (10 678), mille eelmiste perioodide kasumi ja majandusaasta kasumi summa on nii perioodil 2011 kui ka perioodil 2012 väiksem nullist. Mahaarvamistega jäid küll valimisse kallutatult kasumlikumad ettevõtted (rikub juhuvalimi nõudeid) võrreldes kõikide ettevõtetega, kuid samas tulenesid need piirangud uuritavast temaatikast ja lisasid kindlust esitatud andmete korrektsusele. Pikema perioodi ettevõtete majandusaasta aruanded ei olnud autorile kättesaadavad.

Valimisse jäi 13 466 äriühingu (12 385 osaühingu, 1015 aktsiaseltsi, 29 usaldusühingu, 25 tulundusühistut, 12 täisühingu). Nendest 76 olid suurettevõtted ja 13 390 väike- ja keskmise⁵ (VKE) suurusega ettevõtted (10 741 mikro-, 2104 väike- ja 545 keskmise suurusega ettevõtet). VKE-de suur osakaal on iseloomulik ka Eesti ettevõtete üldpopulatsioonile. 2012. aastal moodustasid 99,7% ettevõtetest VKE-d, pakkudes tööd 301,8 tuhandele inimesele (78,3%-le ettevõtlusega hõivatutest). Suurem osa VKE-dest on mikroettevõtted 88%, kus töötab alla kümne inimese.

Valitud ettevõtetes töötas 2012. aastal kokku 107,8 tuhat töötajat. Seejuures 3851 ettevõttel töötajaid puudusid (28,6%) või oli üks töötaja 3021 (22,4%). Ettevõtteid, kus töötas rohkem kui 250 töötajat oli valimis 30. Valimist 8462 ettevõttel oli üks omanik (63%) ja kaks omanikku 3268 (24%) ettevõtetest. 10 või enama omanikuga ettevõtteid oli 57.

Valimist (13 466) maksid mõlemal aastal dividende 5804 ettevõtet (43%), ainult 2011. aastal 7678 ettevõtet ning ainult 2012. aastal 9205 ettevõtet. Dividende ei maksnud kummalgi aastal 2387 (18%) ettevõtetest, 2011. aastal 5788 ettevõtet ja 2012. aastal 4261 ettevõtet. Valimi keskmine välja makstud dividendide summa oli 2011. aastal 61 781 EUR ning 2012. aastal 71 095 EUR, mediaaniks 2237 EUR 2011. aastal ja 5000 EUR 2012. aastal. Maksimaalselt välja makstud dividendisumma oli 74,8 mln EUR 2011. aastal ja 65 mln EUR 2012. aastal.

⁵ Väikese ja keskmise suurusega ettevõtted (edaspidi VKE) on määratletud komisjoni määrusega (EÜ) nr 364/2004

Kogusummana maksti dividendidena välja 831 mln EUR 2011. aastal ja 957 mln EUR 2012. aastal.

Andmete analüüsimiseks tuleb valida õige test, seejuures igal testil peavad olema täidetud kindlad eeldused, mis sõltuvad andmete tüübist ja püstitatud hüpoteesidest. Enne kindlate eelduste täitmist ei saa testi kasutada. Parameetrilise statistika meetodid eeldavad tunnuse jaotumist vastavalt normaaljaotuse seaduspärasustele. Enne hüpoteeside testimist kontrolliti andmete vastavust normaaljaotusele nii graafilise vaatluse kui ka arvulise kontrolli käigus. Töös eelistatakse arvulist kontrolli graafilisele vaatlusele.

Normaaljaotuse testimiseks kasutatakse Kolmogorov-Smirnov testi. Antud testide nullhüpoteesi korral allub valim normaaljaotusele. Kui tuleb nullhüpotees tagasi lükata, siis võib järeldada, et valim ei allu normaaljaotusele.

Kuna selgus, et andmed ei vasta normaaljaotusele (vt lisa 2) ja ka logaritmine ega erandlike vaatluste eemaldamine (5% koguhulgast) ei aidanud normaaljaotusele lähenemist saavutada, tuleb seoste uurimiseks kasutada mitteparameetrilisi teste. Mitteparameetrilised testid on oma statistiliselt jõult nõrgemad kui parameetrilised testid ja see tähendab, et erinevused rühmade vahel peavad olema oluliselt suuremad selleks, et test tunnistaks seose olemasolu (st suurem on II tüüpi vea olemasolu, kus erinevus on küll olemas, kuid test seda ei tunnista).

Töös kasutati kolme tüüpi mitteparameetrilisi teste. Esiteks - astakorrelatsioonikordaja ehk Spearmani korrelatsioonikordaja. Spearmani test asendab väärtused järjekorranumbrite/järkudega (väiksemast suuremini) ning kasutab seejärel Pearsoni kordaja valemit tunnuste järjekorras seaduspärasuste tuvastamiseks.

Kahe sõltumatu grupi vahelisi erinevusi analüüsitakse Mann-Whitney U testiga. Binaarse võrdlusaluse tunnuse tüübi korral kasutati Mann-Whitney U testi, mis on kasutusel kahe sõltumatu rühma erinevuste hindamiseks, kui sõltuv muutuja on kas ordinaalne või pidev, aga ei vasta normaaljaotusele. Kaaluti Mann-Whitney ja Kolmogorov-Smirnov testi vahel ning otsustati Mann-Whitney testi kasuks, kuna Kolmogorov-Smirnov test on eelkõige tundlik selles osas, et hindab kahe grupi jaotuse sarnasust. Mann-Whitney test on tundlik eelkõige mediaani erinevuste osas. Kuna töö autori on huvi teada, kas väärtus on pigem suurem või väiksem erinevates gruppides, siis on asjakohasem Mann-Whitney test. Mann-Whitney test järjestab esialgu kõik väärtused madalamast kõrgemani sõltumata nende jaotusest erinevate gruppide vahel ja seejärel vaatleb keskmise järgu erinevust erinevates gruppides. Mann-Whitney p vastab

küsimusele: kui grupid on sama populatsiooni sarnase jaotusega valimid, siis milline on tõenäosus, et juhusliku valimi tulemusel saadakse oluliselt erineva keskmise järguga grupid?

Kui sõltumatu muutuja on kateegoorialine tunnus, milles enam kui kaks väärtust, siis kasutati mitteparameetrilist Kruskal-Wallis testi. See on parameetrilise ANOVA testi analoog, millega on võimalik analüüsida erinevusi enam kui kahe erineva grupi vahel (selles mõttes on Kruskal-Wallise test Mann-Whitney U testi edasiarendus). Kruskal-Wallise test on kasutatav kui sõltuv muutuja on mõõdetav ordinaal või intervall-skaalal ning sõltumatu muutuja omab kahe või enama kateegoorialise sõltumatu grupi väärtused. Normaalsootuse eeldus ei ole Kruskal-Wallis testi korral nõutav.

Kuna mitteparameetriliste testide korral ei ole erandite eemaldamine hädavajalik (kuna andmed teisendatakse järkudeks ja nende algsed väärtused ei mängi seose tuvastamise seisukohalt rolli), siis jäeti need analüüsimisel valimisse sisse.

Valitud testid ei anna informatsiooni sündmuste põhjuslike seoste kohta. Testida on võimalik seda, kas piisava statistilise kindlusega teatud omadustega ettevõtted omavad teatud teisi sarnaseid omadusi.

2.2. Analüüsi tulemused

Antud alapeatükis kajastatakse püstitatud hüpoteeside testimise tulemusi. Iga teooria kontrollimiseks püstitatud hüpoteeside testimise tulemused esitatakse ülevaatlikus tabelis.

Tabel 6. Dividendisignaali teooria testide tulemused

Hüpotees	Test	Tulemus	Järeldus
Hüpotees 1. Jooksva perioodi netorahavoo suurus on positiivses korrelatsioonis eelmise perioodi dividendide suurusega.	Spearmani korrelatsioonikordaja	2012. aasta korral $r(13464) = -0,031$; $p = 0,000$ 2011. aasta korral $r(13423) = -0,103$; $p = 0,000$	Seos on statistiliselt oluline kuid vastupidise märgiga
Hüpotees 2. Jooksva perioodi kasum on positiivses korrelatsioonis eelmise perioodi dividendide suurusega	Spearmani korrelatsioonikordaja	2012. aasta korral $r(13466) = 0,500$; $p = 0,000$. 2011. aasta korral $r(13399) = 0,35$; $p = 0,000$.	Seos on statistiliselt oluline ja ootuspärase märgiga

Allikas: autori arvutused statistikaprogrammiga SPSS

Hüpotees 1. Jooksva perioodi netorahavoo suurus on positiivses korrelatsioonis sama perioodi dividendide suurusega.

Kuna algandmed ei vasta normaaljaotusele, siis otsustati analüüsida Spearmani korrelatsioonikordajat, mille väärtuseks saadi $r(13464) = -0,031$ ($p=0,000$). Leidis kinnitust, et seos jooksva perioodi rahavoo suuruse ja sama perioodi dividendide vahel on oluline, kuid suurema dividendi väljamaksega kaasneb reeglina suhteliselt väiksem netorahavoog. Ehk need ettevõtted, kes on teinud suuremaid dividendi väljamakseid omavad pigem väiksemat rahavoogu. Sama reegel kehtis ka 2011. aasta andmete pinnalt ($r(13423) = -0,103$; $p=0,000$). Samas 2011. aasta dividendide ja 2012. aasta netorahavoogude vahel statistiliselt olulist seost ei leitud ($p=0,748$).

Dividendisignaali teooria täiendavaks testimiseks uuriti, kas need seaduspärasused erinevad suurema omanike arvuga ettevõtetes. Kruskal-Wallise testiga ei suudetud eristada sellise omanike arvuga rühmasid, kelle dividendide ja netorahavoo suhtarv erineks statistiliselt olulisel määral. Kui uuriti vaid suurema arvu omanikega ettevõtete näitajaid Spearmani korrelatsioonikordajaga, siis ei suudetud statistiliselt olulisi seoseid tuvastada. Vastavad tulemused on toodud tabelis 7.

Saamaks kindlust, et korrelatsioonikordaja märk ei ole kõigutatud nende ettevõtete vaatluste tulemustest arvutati Spearmani korrelatsioonikordaja ka nende ettevõtete jaoks, millel on kolm või vähem omanikku. Statistike väärtused saadi vastavalt 2012 aasta jaoks $r(12675) = -0,033$; $p=0,000$ ja 2011. aasta jaoks $r(12675) = -0,016$; $p=0,000$. Tulemused sellest ei muutunud.

Tabel 7. Suurema omanike arvuga ettevõtete netorahavoogude ja dividendimaksete vahelised seosed

Omanike arv ettevõttes	2012	2011
Enam kui 3	$r(712) = -0,021$; $p=0,580$	$r(712) = -0,059$; $p=0,116$
Enam kui 4	$r(295) = 0,033$; $p=0,578$	$r(295) = -0,017$; $p=0,771$
Enam kui 5	$r(181) = 0,049$; $p=0,515$	$r(181) = -0,069$; $p=0,353$

Allikas: autori arvutused statistikaprogrammiga SPSS

Hüpotees 2. Aruande aasta kasum on positiivses korrelatsioonis sama perioodi dividendide suurusega.

Kuna aruandeaasta kasumid ega dividendide suurused ei allu normaaljaotusele, siis kasutati testimiseks Spearmani korrelatsioonikordajat. Leidis kinnitust, et dividendimaksed on positiivses korrelatsioonis sama perioodi aruandeaasta kasumiga. 2012. aasta korral $r(13466)=0,500$; $p=0,000$. 2011. aasta korral $r(13399)=0,35$; $p=0,000$.

Tabel 8. Kliendimõju teooria testide tulemused

Hüpotees	Test	Tulemus	Järeldus
Hüpotees 3. Väiksema töötajate arvuga ettevõtetes moodustavad dividendimaksed käibest suurema osa. Selgitus: töötasu asendatakse dividendidega	Spearmani korrelatsioonikordaja	$r(12287)=-0,19$; $p=0,000$	Seos on statistiliselt oluline ja ootuspärase märgiga
	Kruskal Wallis	$H(2)=431,016$, $p=0,000$	Kõige suurema osa käibest maksavad dividendideks 0-1 töötajaga ettevõtted, neile järgnevad 2-9 töötajaga ettevõtted ning kõige vähem maksavad käibest dividendideks 10 või enama töötajaga ettevõtted.

Allikas: autori arvutused statistikaprogrammiga SPSS

Kuna andmete põhjalikumal analüüsimisel tekkis teatav kahtlus, et töötajate arvuks on 0 märgitud ekslikult (kuna 0-töötajaga esines ka 194 väikest, 16 suurt ja 56 keskmist ettevõtet), siis kontrolliti järelduste kehtivust ka juhul, kui 0-töötajaga ettevõtted on valimist eemaldatud. Ka sellisel juhul tuvastati Kruskal Wallise testidega gruppide vahel statistiliselt olulised erinevused ($H(2)=328$; $p=0,000$) ning erinevused kõigi gruppide vahel ($p=0,000$).

Hüpotees 3. Väiksema töötajate arvuga ettevõtetes moodustavad dividendimaksed käibest suurema osa.

Töötajate arvu ja suhtarvu (dividendid/käive) analüüsimisel Spearmani korrelatsioonikordajaga tuvastati negatiivne statistiliselt oluline seos ($r(12287)=-0,19$; $p=0,000$) ehk sai kinnitust, et suurema töötajate arvuga ettevõtted maksavad dividendideks väiksema osa käibest.

Täiendavaks analüüsiks kasutati ettevõtete jagamiseks töötajate arvu kateoorialist väärtust, kus eristati ettevõtted, millel töötajad puuduvad, on 1 töötaja, on 2-9 töötajat, on 10-49 töötajat, on 50-249 töötajat, 249 või enam töötajat. Kruskal Wallis test kinnitas, et erineva

töötajate arvuga ettevõtetes on dividendide suhe käibesse oluliselt erinev ($H(5)=431,016$, $p=0,000$), kusjuures keskmine järk

- töötajate puudumise korral oli 6860;
- 1-töötajaga ettevõtetes 6632,
- 2-9 töötajaga ettevõtetes 5921,
- 10-49 töötajaga ettevõtetes 4974,
- 50-249 töötajaga ettevõtetes 4769,
- enam kui 250 töötajaga ettevõtetes 5712.

Tuvastati, et statistiliselt oluliselt erinevad vähem kui 10 töötajaga (nii 0, 1 kui 2-9 töötajaga ettevõtete) ettevõtted enam kui 249 töötajaga ettevõtetest ($p=0,000$) ja ka 10-49 töötajaga ettevõtetest ($p=0,000$). Vähem kui 10 töötajaga ettevõtete dividendimaksed moodustavad käibest suurema osa kui suurema töötajate arvuga ettevõtted. 10 või enama töötajaga ettevõtete vahel olulisi erisusi ei tuvastatud.

Tuvastati, et 2-9 töötajaga ettevõtted erinevad oluliselt 0-1 töötajaga ettevõtetest ($p=0,000$), kui ilma töötajateta ja 1-töötajaga ettevõtete vahel statistiliselt olulisi erinevusi ei tuvastatud. Ehk kõige suurema osa käibest maksavad dividendideks 0-1 töötajaga ettevõtted, neile järgnevad 2-9 töötajaga ettevõtted ning kõige vähem maksavad käibest dividendideks 10 või enama töötajaga ettevõtted.

Kuna töötajate arv on vaid üks osa ettevõtte suuruse näitajast, siis testiti ka sama suhtarvu seost ettevõtte suurusega. Kruskal Wallis test kinnitas, et erineva suurusega ettevõtetes on dividendide suhe käibesse oluliselt erinev ($H(3)=204$, $p=0,000$), kusjuures keskmine järk oli mikroettevõtetel 6379, väikeettevõtetel 5271, keskmise suurusega ettevõtetel 5264, suurte ettevõtetel 5992. Ka selle testiga ei tuvastatud erisusi keskmiste ja suurte ettevõtete vahel. Küll aga eristusid mõlematest mikroettevõtetest (mõlemal juhul $p=0,000$), kusjuures mikroettevõtted maksavad dividendideks käibest suurema osa.

Tabel 9. Agentuurikulude testide tulemused

Hüpotees	Test	Tulemus	Järeldus
Hüpotees 4. Väiksema omanike arvuga ettevõtted maksavad dividendideks suurema osa kasumist (võrreldes suurema omanike arvuga ettevõtetega).	Kruskal-Wallis	H(2)=12, p=0,002	Oluliselt erinevad üksteisest: 1-4 omanikuga ettevõtted, 5-7 omanikuga ettevõtted enam kui 7 omanikuga ettevõtted Kõige rohkem maksavad dividendideks kogukasumiga võrreldes 5-7 omanikuga ettevõtted
Hüpotees 5. Väljamakstavate dividendide määr sõltub ettevõtte tüübist	Kruskal-Wallis	H(4)=63, p=0,000	Aktsiaseltsid maksavad dividendideks väiksema osa kogukasumist kui osühingud või täisühingud.
Hüpotees 6. Suurema omanike arvuga ettevõtete korral on tugevam seos erinevate perioodide dividendimaksete vahel.	Spearman	r(7646)=-0,041; p=0,000	Seos on statistiliselt oluline ja ootuspärase määrgiga
	Kruskal-Wallis	H(2)=22, p=0,000	Oluliselt erinevad üksteisest: 1-2 omanikuga ettevõtted, 3-5 omanikuga ettevõtted, enam kui 5 omanikuga ettevõtted. Suurema omanike arvuga ettevõtete korral on kasvumäärade absoluutväärtused väiksemad

Allikas: autori arvutused statistikaprogrammiga SPSS

Hüpotees 4. Väiksema omanike arvuga ettevõtted maksavad dividendideks suurema osa kogukasumist (võrreldes suurema omanike arvuga ettevõtetega).

Analüüsi tehti neid ettevõtteid, mille korral info omanike arvu kohta oli teada. Seepärast jäi valimisse 12667 vaatlust. Analüüsi, millise omanike arvuga ettevõtted erinevad üksteisest enim ja jõuti jaotuseni 1-4 omanikuga ettevõtted, 5-7 omanikuga ettevõtted ja enam kui 7 omanikuga ettevõtted. Nende jaotuste siseselt statistiliselt oluliselt erisusi ei tuvastatud. Kruskal-Wallise testi sellise kateegoorialise jaotuse korral võimaldas järeldada, et erineva omanike arvuga ettevõtted maksavad dividendideks erineva osa kogukasumist (H(2)=12, p=0,002), kusjuures keskmine järk:

- 1-4 omanikuga ettevõtetes oli 6327;
- 5-7 omanikuga ettevõtetes 7070;
- enam kui 7 omanikuga ettevõtetes 5581.

Statistiliselt olulised on erinevused 1-4 omanikuga ettevõtete ja 5-7 omanikuga ettevõtete vahel (kohandatud p=0,011) ning 5-7 ja enam kui 7 omanikuga ettevõtete vahel

(kohandatud $p=0,005$). See tähendab, et enim maksavad dividendideks (võrreldes kogukasumiga) 5-7 omanikuga ettevõtted. Vähem maksavad 1-4 ja enam kui 7 omanikuga ettevõtted, aga kumb neist kõige vähem, ei ole võimalik praeguste analüüside pinnalt öelda.

Hüpotees 5. Väljamakstavate dividendide määr sõltub ettevõtte tüübist.

Ei olnud võimalik saada informatsiooni nõukogu olemasolu kohta. Vastavalt äriregistrile on nõukogu nõutav aktsiaseltside korral ja osaühingute korral kui nii sätestab osaühingu põhikiri. Järgnevas analüüsis on tehtud eeldus, et ilmselt suurel osal osaühingutel nõukogu puudub. 2012 aastal makstakse välja dividendid, mis otsustatakse 2011. aasta aruande pinnalt. Seepärast leiti suhtarv, mis kirjeldab 2012. aastal makstud dividendide osakaalu 2011. aasta kogukasumisse. Analüüsiit võid neid ettevõtteid, mille korral ettevõtte liik oli teada. Seepärast jäi valimisse 12 729 ettevõtet.

Kruskal Wallise test kinnitas, et esineb olulisi erinevusi dividendide suhtes kogukasumisse sõltuvalt äriühingu liigist ($H(4)=63$, $p=0,000$), kusjuures keskmine järk aktsiaseltsides oli 5546, täisühingutes 9294, usaldusühingutes 6957, osaühingutes 6434, tulundusühingutes 5451. Paaride võrdluses leiti statistiliselt oluline erinevus osaühingute ja aktsiaseltside suhtarvu suuruses (kohandatud $p=0,000$) ning aktsiaseltside ja täisühingute vahel (kohandatud $p=0,021$). Kusjuures aktsiaseltsid maksavad dividendideks väiksema osa kogukasumist kui osaühingud või täisühingud.

Hüpotees 6. Suurema omanike arvuga ettevõtete korral on tugevam seos erinevate perioodide dividendimaksete vahel.

Erinevate perioodide dividendimaksete vahelist seost kirjeldab dividendide kasvumäära absoluutväärtus. Mida lähemal on see nullile, seda stabiilsemad on dividendimaksed, st kasv on samaväärne vähenemisega. Dividendide kasvumäär leiti valemiga (dividendid 2012 aastal – dividendid 2011 aastal) / dividendid 2011 aastal. Dividendide kasvumäära saab antud andmete korral arvutada vaid juhul, kui 2011. aastal maksti dividende. Pikema perioodi andmete olemasolul oleks eelistatud kasutada selle perioodi (geomeetrilist) keskmist kasvumäära. Seoses dividendide puudumisega aastal 2011. jäi valimi mahuks selles testis 7646. Spearmani korrelatsioonikordaja kohaselt sai kinnitust, et suurema omanike arvuga ettevõtete kasvumäära absoluutväärtus on väiksem, mis kinnitab, et suurema omanike arvuga ettevõtete dividendimaksed on püsivamad ($r(7646)=-0,041$; $p=0,000$).

Täiendavalt analüüsiit dividendimaksete püsivuse seost omanike arvu kategooriate lõikes; sealjuures püüti leida sellised kategooriad, mille korral on võimalik tuvastada enim

erisusi. Sellisteks kategooriateks kujunesid: 1-2 omanikuga ettevõtted, 3-5 omanikuga ettevõtted ja enam kui 5 omanikuga ettevõtted. Kruskal-Wallise testi tulemusel võib öelda, et erineva omanike arvuga rühmadel on erinev dividendi kasvumäär ($H(2)=22$, $p=0.000$), kus keskmine järk 1-2 omanikuga ettevõtete jaoks on 3862, 3-5 omanikuga 3644, 6 või enama omaniku korral 3098. *Post-hoc* testina võrreldi erisusi paaride kaupa. Test kinnitas, et viie või enama omanikuga ettevõtted erinevad oluliselt 1-2 (kohandatud $p=0,000$) ja 3-5 omanikuga ettevõtetest (kohandatud $p=0,029$). Samuti erinevad üksteisest 1-2 omanikuga ettevõtted 3-5 omanikuga ettevõtetest ($p=0,013$). Ka selle testi korral sai kinnitust, et suurema omanike arvuga ettevõtete korral on kasvumäärade absoluutväärtused väiksemad, kusjuures ei tuvastatud statistiliselt olulisi erinevusi 1 ja 2 omanikuga ettevõtete siseselt; 3-5 omanikuga ettevõtete siseselt ega enam kui 5 omanikuga ettevõtete siseselt.

Tabel 10. Dividende mõjutavate tegurite analüüsi tulemused

Hüpotees	Test/tulemus	Järeldus
Hüpotees 7. Dividende maksvate ettevõtete kogukasumi suhe koguvarasel on suurem kui mittemaksvatel.	Mann Whitney $U=12683469$; $z=-30,799$; $p=0,000$	Hüpotees sai kinnitust ja ootuspärase suunaga
Hüpotees 8. Suurema bilansimahuga ettevõtted maksavad suurema töönaosusega dividende, kui väikese bilansimahuga ettevõtted.	Mann Whitney $U=13601738$; $z=-29,59$; $p=0,000$	Hüpotees sai kinnitust. Nendel ettevõtetel, kes dividende ei maksnud, on bilansimahu järk oluliselt madalam
	Spearman $r(13463)=0,508$; $p=0.000$	Suurema bilansimahuga ettevõtted maksavad suuremaid dividende. Seos on statistiliselt oluline ja ootuspärase märgiga
Hüpotees 9. Kiires kasvufaasis olevad ettevõtted maksavad vähem dividende.	Kruskal Wallis $H(3)=243$, $p=0,000$	Kõige väiksem oli kasvumäär ettevõtetes, kus maksti 2011. aastal dividende. Sellele järgnesid kasvumääralt samaväärselt nii need ettevõtted, kus üldse dividende ei makstud ja kus maksti mõlemal aastal dividende). Kõige kõrgem kasvumäär oli ettevõtetes, mis maksid 2012. aastal dividende.
Hüpotees 10. Dividendide väljamakse töönaosus on seotud ettevõtte vanusega.	Spearman $r(12976)=0,201$; $p=0,000$	Vanemad ettevõtted maksavad suuremaid dividende. Seos on statistiliselt oluline ja ootuspärase märgiga.
	Spearman $r(12976)=0,12$; $p=0.000$	Vanemad ettevõtted maksavad suurema töönaosusega dividende. Seos on statistiliselt oluline ja ootuspärase märgiga.

Allikas: autori arvutused statistikaprogrammiga SPSS

Hüpotees 7. Dividende maksvate ettevõtete kogukasumi suhe koguvarasse on suurem kui mittemaksvatel.

Mann Whitney U testi kohaselt on dividende maksvate ja dividendi mittemaksvate ettevõtete kogukasumi suhe koguvarasse väärtus oluliselt erinev ($U=12683469$; $z=-30,799$; $p=0.000$). Nendel ettevõtetel, kes dividende ei maksnud, on kogukasumi suhte koguvarasse järk oluliselt madalam ($n=4132$; keskmine järk=5136) võrreldes nende ettevõtetega, kus dividende maksti ($n=9204$; keskmine järk=7356). Järelikult sai hüpotees kinnitust.

Hüpotees 8. Suurema bilansimahuga ettevõtted maksavad suurema tõenäosusega dividende kui väikese bilansimahuga ettevõtted.

Dividendide maksmist vaadeldi binaarse tunnusena ning analüüsiti selle tunnuse sõltuvust bilansimahust. Mann Whitney testi kohaselt sai hüpotees kinnitust, kuna dividende maksvate ja dividendi mittemaksvate ettevõtete bilansimaht on oluliselt erinev ($U=13601738$; $z=-29,59$; $p=0,000$). Nendel ettevõtetel, kes dividende ei maksnud, on bilansimahu järk oluliselt madalam ($n=4258$; keskmine järk=5324) võrreldes nende ettevõtetega, kus dividende maksti ($n=9205$; keskmine järk=7383). Sama hüpoteesi toetab ka see, et dividendide väljamakse summa korreleerub positiivselt bilansimahuga (Spearmani $r(13463)=0,508$; $p=0,000$)

Hüpotees 9. Kiires kasvufaasis olevad ettevõtted maksavad vähem dividende.

Kasvufaasi kirjeldavaks muutuvaks valiti käibe kasvumäära näitaja, mis arvutati (käive aastal 2012 – käive aastal 2011/ käive aastal 2011). Spearmani korrelatsioonikordaja kohaselt on 2011 ja 2012 aasta pinnalt arvutatud käibe kasvumäär oluliselt seotud nii 2011. kui 2012. aasta dividendide suurusega (vastavalt 2011 $r(12293)=0,053$; $p=0,000$); 2012 $r(12293)=-0,1$ $p=0,000$). Tulemused on väga huvitavad, sest kuigi seos on oluline mõlema aasta dividendide suurust vaadates, siis erinevate aastate korral on korrelatsioonikordaja märk erinev, mis tähistab vastupidist seost erinevatel aastatel. Selles erisuses selguse saamiseks uuriti lisaks, kas käibe kasvumäär on seotud kahe aasta dividendide summaga (sama tulemuse annaks Spearmani kordaja korral ka kahe aasta dividendide keskvärtus). Nende näitajate vahel, aga statistiliselt olulist seost ei leitud ($p=0,10$). Kuna ei saadud täit kindlust, et tegu pole petteregressiooniga, siis genereeriti näitaja, mis võrdleks omavahel ettevõtteid:

- kes pole kumbalgi aastal dividende maksnud,
- kes on maksnud aastal 2011. dividende,
- kes on maksnud 2012. aastal dividende ja
- kes on mõlemal aastal dividende maksnud.

Kruskal Wallise testi kohaselt esineb sellise jaotuse korral keskmisest oluliselt erinevaid gruppe ($H(3)=243$, $p=0,000$). Kusjuures kõikide paaride, va need ettevõtted, kes üldse ei maksnud ja kes maksid mõlemal aastal, on olulised erinevused ($p=0,000$). Ehk kõige väiksem oli kasvumäär ettevõtetes, kus maksti 2011. aastal dividende ($n=1777$; keskmine järk=5458). Sellele järgnesid kasvumääralt samaväärselt nii need ettevõtted, kus üldse dividende ei makstud ($n=1644$; keskmine järk 6020) ja kus maksti mõlemal aastal dividende ($n=5630$; keskmine järk 5952). Kõige kõrgem kasvumäär oli ettevõtetes, mis maksid 2012. aastal dividende ($n=3242$; keskmine järk 6927).

Hüpotees 10. Dividendide väljamakse tõenäosus on seotud ettevõtte vanusega.

Antud hüpoteesi korral testitakse, kas ettevõtte vanuse ja 2012. aastal ja 2011. aastal kokku välja makstud dividendide vahel on seos. Positiivne statistiliselt oluline seos leiti mõlemal korral ja hüpotees sai Spearmani korrelatsioonikordajaga analüüsidest kinnitust. Vanemad ettevõtted maksavad suuremaid dividende ($r(12976)=0,201$; $p=0,000$) ning vanemad ettevõtted maksavad suurema tõenäosusega dividende ($r(12976)=0,12$; $p=0,000$). Seose selgemaks uurimiseks jagati valimi 12 976 ettevõtet vanuse järgi viieks nii, et eristati kuni kolme aastased ettevõtted, 3-4 aastased ettevõtted, 5-9 aastased ettevõtted, 10-15 aastased ettevõtted ja vanemad kui 15 aasta vanused ettevõtted.

Hüpotees sai kinnitus ka Kruskal Wallise testi kohaselt. Sellise jaotuse korral esineb keskmisest oluliselt erinevaid gruppe juhul, kui uurida kahe aasta peale kokku makstud dividendide suurust ($H(3)=39$, $p=0,000$) võrrelduna ettevõtte vanuse rühmaga. Kõik vanuserühmad erinevad üksteisest oluliselt ($p=0,000$) ja nii, et vanemad ettevõtted maksavad rohkem dividende. Keskmine järk vastavalt kuni 3 aastastes ettevõtetes 4943 ($n=1081$), 3-4 aastastes ettevõtetes 5576 ($n=1591$), 5-9 aastastes ettevõtetes 6233 ($n=4145$); 10-15 aastastes ettevõtetes 6918 ($n=3317$) ja üle 15 aasta vanustes ettevõtetes 7460 ($n=2842$).

2.3. Analüüsi järeldused

2.3.1 Dividendisignaali teooria testimise järeldused

Dividendisignaali teooria kohaselt antakse dividendide maksmisega ettekavatsetult investoritele signaale, et ettevõtte on võimeline püsivalt häid majandustulemusi näitama ning

ettevõtte kasum ja rahavood on tugevad. Ettevõtte juhtkond suurendab dividende üksnes juhul, kui ollakse veendunud, et kasum on püsivalt kasvanud.

Testimise käigus sai kinnitust, et dividendide maksmine on ka Eesti ettevõtetes ja lühikesel perioodil (1 aasta) positiivselt seotud järgmise perioodi kasumiga (hüpotees 2.). Kuna testiti vaid lühikest ajaperioodi, siis ei ole võimalik anda hinnanguid selle kohta, kas dividendide maksmine Eesti turul sisaldab endas signaale pikema perioodi tuleviku kasumite kohta. Siiski Kariler (2013), kes kasutas Eesti ettevõtete dividendide agregeeritud andmeid aastatel 2000-2010 jõudis järeldusele, et dividendid üldjoontes kalduvad järgima kasumeid ning tuntavam oli seos kuni 2009. aastani (Kariler 2013, 69). Korrelatsioonikordaja pinnalt ei saa teha järeldusi ka põhjuslike seoste kohta, kuid tulemused toetavad muude riikide (valdavalt börsiettevõtete) uuringuid, mille kohaselt dividendide maksmise otsus on seotud mineviku või hetke kasumiga.

Testimise käigus sai kinnitust, et dividendide maksmine käib Eesti ettevõtetes käsikäes netorahavoo vähenemisega. See tulemus on aga dividendisignaali teooriaga vastuolus. Kuna vastupidiselt ootusele selgus, et dividendide maksmine ei kannu endas signaale rahavoo kasvu kohta, vaid hoopis vähendab seda, siis tundub paika pidavat Fairchild (2010) toodud kriitika, mille kohaselt dividendide maksmine võib signaliseerida, et ettevõttel puuduvad kasvuvõimalused (ja netorahavoogu on põhjust vähendada dividendide väljamaksega).

Püsiv kasumlikkus, kuid vähene vajadus investeringuteks viitavad ettevõtte küpsusfaasile. Kasvufaasis ettevõtte vajaks hoolimata kasvavast kasumlikkusest mahukaid investeringuid. Kahe hüpoteesi (1 ja 2) koondina võib järeldada, et dividendide maksmine võib mittetäiuslike kapitaliturgude korral kasvuväljavaadete asemel signaliseerida, et tegu on küpsusfaasis ettevõttega, millel olulised kasvuvõimalused puuduvad, kuid sellest hoolimata on põhjust eeldada püsivat kasumit (vähemalt lühiajalisel perioodil).

Samas võib mittetäielike kapitaliturgude tingimustes, kus omanikud on suhteliselt püsivad, olla küsitav, kas on põhjust rääkida signaalimisest või ongi sel juhul tegu olukorraga, kus informatsiooni asümmeetria on suhteliselt väike ning omanikud on teadlikud ettevõtte seisukorrast. Sellele võib viidata ka see, et Eesti turul ei suudetud enam kui 3 omanikuga ettevõtete korral tuvastada statistiliselt olulist seost ettevõtte netorahavoogude ja dividendimaksete vahel.

2.3.2 Kliendimõju teooria testimise järeldused

Kliendimõju teooria oma põhiolemuses väidab, et dividendipoliitikaga meelitab ettevõtte ligi teatud tüüpi investoreid, kelle jaoks saavutatakse maksude optimeerimine sobivalt suurte dividendiväljamaksetega. See eeldab täiuslikke turge, mille tingimustes omanikel ja ka potentsiaansetel omanikel on täielik informatsioon, puuduvad tehingukulud ja nad on ratsionaalsed oma osade/aktsiatega kaubeldes. Täiuslike turgude eelduse kehtivuses ei saa Eesti näitel kindel olla.

Kliendimõju teooriat kohandati Eesti oludele nii, et testimiseks valiti sellest vaid osa, kas omanikud, kes suure tõenäosusega on suhteliselt vähe muutuvad, optimeerivad läbi dividendide maksmise tasutavaid makse. Täpsemini keskenduti küsimusele, kas on alust arvata, et väiksemad (ja väiksema töötajate arvuga ettevõtted) asendavad tööjõukulusid, dividendide maksmisega.

Kahjuks ei olnud kättesaadav info selle kohta, millistes ettevõtetes on omanikud ühtlasi ettevõtte töötajateks ega ka tööjõukulude suuruse kohta. Kinnitust sai see, et väiksema töötajate arvuga ettevõtetes makstakse dividendideks suurem osa käibest. Kõige suurem osa käibest makstakse dividendideks 0-1 töötajaga ettevõtetes, järgnevad 2-9 töötajaga ettevõtted ja kõige väiksema osa käibest maksavad dividendideks 10 või enama töötajaga ettevõtted. Kuna tekkis kahtlus 0-töötajaga ettevõtete andmete esitamise korrektsuses, siis eraldati nad kirjeldamise jaoks 1-töötajatega ettevõtetest. Neid ettevõtte rühmasid iseloomustavad järgmised näitajad (tabel 11).

Tabel 11. Ettevõtete võrdlus lähtuvalt töötajate arvust

Töötajate arv	Jaotus valimis	Keskmine kasum 2012 (tuh. EUR)	Keskmine bilansimaht 2012 (tuh. EUR)	Dividendid 2012 (tuh. EUR)	Käive 2012	Dividendide suhe käibesse	Kasumi suhe käibesse	Keskmine osanike arv
0	3848	83	819	42	560	4,54	12,2	1,48
1	3021	30	278	21	149	0,67	0,86	1,29
2-9	4547	80	648	48	650	0,24	-0,57	1,86
Enam kui 10	2047	424	5407	250	5297	0,10	0,14	2,63
Kokku	13463	122	1337	71	1232			1,74

Allikas: autori arvutused Äriregistri 2012 aasta aastaaruannete andmetega statistikaprogrammi SPSS vahendusel

Nendest andmetest on näha, et väiksema töötajate arvuga ettevõtted on küll väiksemad, kuid keskmiselt väiksema omanike arvuga ja keskmiselt ka kasumlikumad. Seega ei saa teha järeldusi otseselt kliendimõju teooria kehtivuse ega dividendide maksamise põhjuste kohta. Samas võib paika pidada oletus, mille kohaselt kõrgem kasumlikkus võib olla saavutatud läbi tööjõukulude ebakorrektselt kajastamise. Kuna aga tööjõukulude kohta info ei olnud kättesaadav, siis kindlalt seda väita ei saa. Kõrge dividendide väljamaksemaär võib tuleneda ka muudest põhjustest kui maksude optimeerimine. Käesolevate andmetega ei ole võimalik maksumõju hinnata. Küll aga sai kinnitust, et väiksema töötajate arvuga ettevõtted maksavad käibega võrreldes enam dividende.

2.3.3 Agentuurikulude teooria testimise järeldused

Kuna suurema omanike arvuga ettevõtete korral on dividendimaksud püsivamad (hüpotees 6), siis see selgitab, et agentuuri ja signaaliteooria töötavad, kuna suurema omanike arvuga ettevõttes on alust enam dividendide kaudu signaale anda. Väiksema omanike arvuga ettevõtetes (eeldades, et omanikering on püsiv) leitakse suurema tõenäosusega odavamaid info andmise võimalusi. See kinnitab kaudset informatsiooni asümmeetria suurenemist omanike arvu kasvamisega.

Eeldades, et Eesti tingimustes on omanikud huvitatud dividendi väljamaksetest tulenevalt omanikule suunatud rahavoogude maksimeerimise huvist (millele viitavad ka kliendimõju teooria järeldused), siis saab järeldada, et kõige vähem saavad omanikud oma soovi realiseerida aktsiaseltsides (võrreldes osühingute või täisühingutega), mis on kooskõlas agentuurikulude teooriaga, mille kohaselt aktsiaseltsis on juhatuse omanikest kaugemal ja informatsiooni asümmeetria suurem.

Kogukasumiga võrreldes maksavad kõige enam dividende 5-7 omanikuga ettevõtted. See võib anda veelkord kinnitust agentuurikulude teooriale, mille kohaselt suurema omanike ringiga ettevõtetel on omanike ja juhtkonna vahel informatsiooni asümmeetria suurem. Siiski suurema omanike arvuga ettevõtetes makstakse dividendideks välja rohkem, mis võib viidata sellele, et omanikud soovivad vähendada juhtkonna kasutada olevat vaba rahavoogu ning seeläbi ka üleinvesteeringu võimalust. Isegi kui see võib kaasa tuua vajaduse täiendava kapitali kaasamiseks kapitaliturgudelt või suurendatakse laene.

Hüpoteeside 4 ja 6 tulemused ühiselt kinnitavad püstitatud eeldust, et omanikud on huvitatud rahavoo maksimeerimisest dividendi väljamaksetena (varblane peos hüpotees). Võib

arvata, et väikese omanike arvuga ettevõtetes on asümmeetria väike ja nendes ettevõtetes on võimalik paindlikult muuta dividendipoliitikat tulenevalt ettevõtte käekäigust. 5-7 omanikuga ettevõtetes on omanikel veel piisavalt adekvaatne informatsioon ettevõtte olukorra kohta, mis võimaldab maksimeerida dividendimakseid. Suurema omanikeringiga ettevõtetes on informatsiooni asümmeetria aga nii suur, et on alust enam tugineda signaalimisele ning eelistada stabiilsust dividendi kasvule.

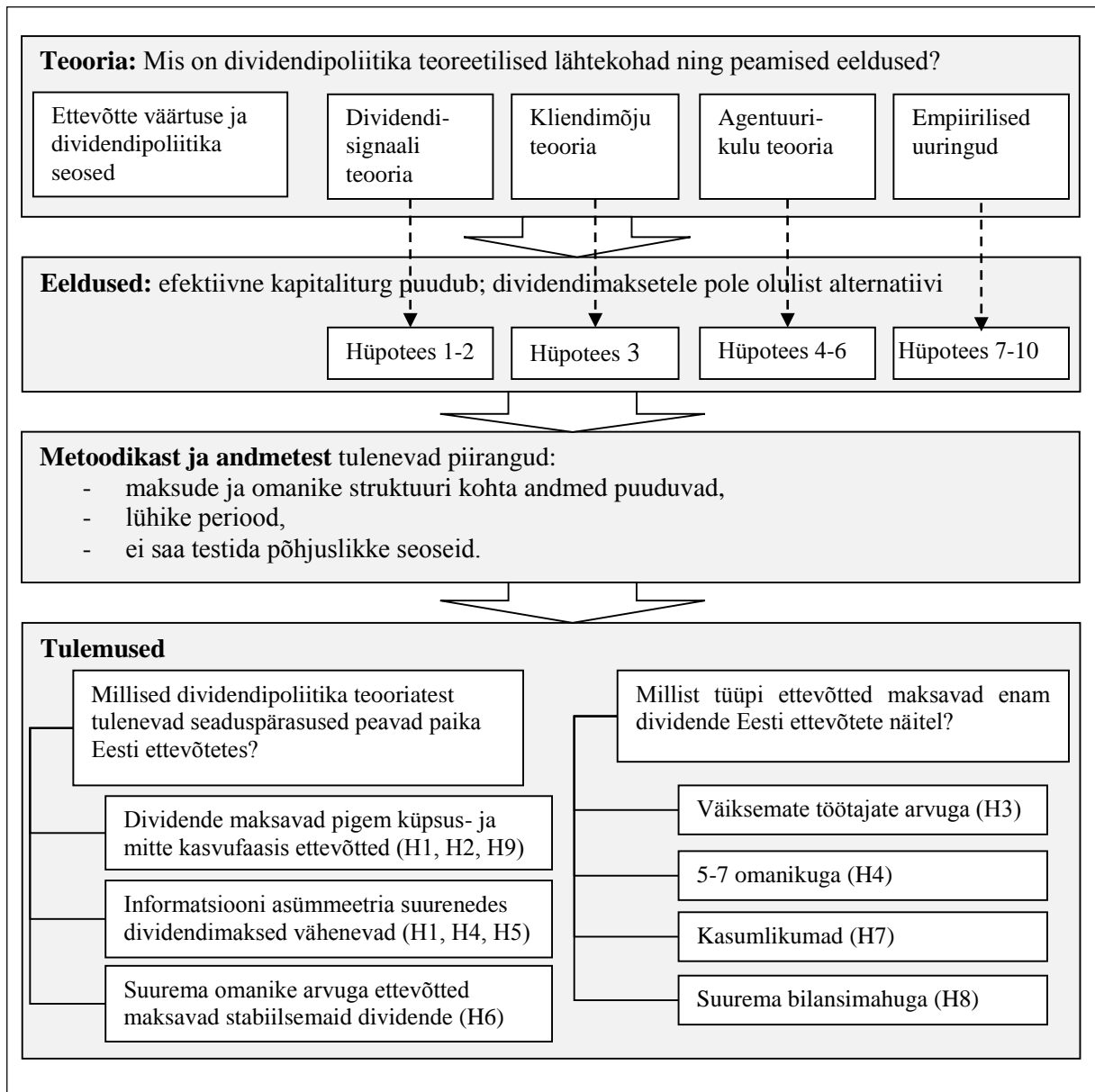
2.3.4 Dividende mõjutavate tegurite analüüsi järeldused

USA (NYSE, AMEX ja NASDAQ) börsiettevõtetes kehtinud seaduspärasused leidsid kinnitust ka Eesti valdavalt börsil mittenoteeritud ettevõtetes. Dividende maksavad suurema tõenäosusega ja suuremas summas kasumlikumad ettevõtted; suurema bilansimahuga ettevõtted ja vanemad ettevõtted.

Käesolev analüüs ei andnud kindlust dividendide maksmise ja ettevõtte kiire kasvu seoste kohta. Kuigi statistiliselt olulised seosed tuvastati käibe kasvumäära ja dividendimaksete vahel, siis nii lühikese perioodi korral on keeruline nendest tõsisemaid järeldusi teha. Tulemused võivad viidata Fairchild (2010) agentuurikulude teooriale toodud kriitikale, mille kohaselt dividendide maksmine võib signaaliseerida, et ettevõttel puuduvad kasvuvõimalused, kuna vaid 2011. aastal dividende maksnud ettevõtete kasvumäär järgneva aasta jooksul oli oluliselt madalam kui teistel ettevõtetel.

Uurimisküsimusele, millist tüüpi ettevõtted maksavad enam dividende, saadi vastus võrreldes varasemaid empiirilisi uuringuid Eesti praktikaga. Pigem üllatavalt selgus, et seaduspärasused, mis kehtivad suur- ja börsiettevõtetes peavad paika ka Eesti näitel: dividende maksavad pigem väiksemate töötajate arvuga, 5-7 omanikuga, kasumlikumad ja suurema bilansimahuga ettevõtted.

Hüpoteeside tulemusel võib vastusena uurimisküsimusele, millised dividendipoliitika teooriatest tulenevad seaduspärasused peavad paika Eesti ettevõtetes vastata, et dividende maksavad pigem küpsus- ja mitte kasvufaasis ettevõtted, informatsiooni asümmeetria suurendes dividendimaksed vähenevad ja suurema omanikearvuga ettevõtted maksavad vähem dividende. Tulenevalt andmete kättesaadavusest ei olnud võimalik põhjalikumalt testida kliendimõju teooriast tulenevaid seaduspärasusi. Tulenevalt lühiajalisest perioodist on keeruline teha järeldusi signaaliteooria kehtivusele pikemas ajaperspektiivis.



Joonis 4. Töö järeldused tulenevalt uurimisküsimustest, teooriast, tehtud eeldustest, püstitatud hüpoteesidest, metoodikast ja andmetest.

Allikas: autori koostatud

Kuigi töö pinnalt saab järeldada, et informatsiooni asümmeetria suurenedes dividendimaksed vähenevad ning suurema omanikearvuga ettevõtted maksavad vähem dividende, siis üheks võimalikuks edasiseks uurimisteemaks võiks olla ettevõtte valitsemise, omanikestruktuuri ja dividendimaksete vaheliste seoste uurimine, mis aitaks paremini selgitada, miks ettevõtted maksavad dividende ning kas ja kuidas omanikestruktuur ja ettevõtte valitsemise kvaliteet seda mõjutab.

KOKKUVÕTE

Käesoleva töö eesmärk oli uurida, millised seaduspärasused kehtivad Eesti ettevõtetes dividendide maksmisel. Dividendipoliitika defineeriti kui ettevõtte poliitika omanikele dividendide maksmisel, millest tulenevalt uuriti dividendide väljamaksete seoseid teiste ettevõtte näitajatega.

Dividendisignaali, kliendimõju ja agentuurikulu teooriatele ning börsiettevõtete empiirilistele uuringutele tuginedes püstitati hüpoteesid, millised seosed dividendide maksmise ja ettevõtte näitajate vahel peaksid esinema. Töös jäeti testimisest kõrvale teooriad, mille korral eeldatakse efektiivset kapitaliturgu, mis võimaldab ettevõtte väärtust ajas õiglaselt hinnata. Põhjuseks see, et Eesti näitel ei ole põhjust sellise efektiivse kapitalituru olemasolusse uskuda. Ka eelpool nimetatud teooriad eeldavad, et omanikel on lisaks dividendide saamisele muid alternatiive, mille kaudu omanike rikkus saaks muutuda reaalseks omanikele suunatud rahavooks (nt osade/aktsiate müümine). Kuigi ka selle eelduse paikapidavuses on Eesti oludes põhjust kahelda, siis sellest hoolimata on need teooriad reaalsusele Eesti oludes lähemal.

Käesolevas töös tugineti kahele eeldusele. Esiteks, et Eestis puudub efektiivne kapitaliturg. Teiseks eeldati, et tingituna vähesest aktiivsusest osade ja aktsiatega kauplemisel, on Eesti turul omanikud huvitatud oma suurenenud rikkuse realiseerimisest dividendi väljamaksetena. Teostatud analüüs loob eelkõige väärtust seetõttu, et on üks esimesi töid, mis uurib dividendipoliitikaid turgudel, kus pole alust eeldada turgude eelduste paikapidavuses. Senised kvantitatiivsed empiirilised uuringud dividendipoliitikast on keskendunud valdavalt suurtele ja/või börsil noteeritud ettevõtetele.

Hüpoteeside paikapidavust testiti Eesti ettevõtete näitel tuginedes Äriregistri andmebaasis sisalduvale informatsioonile. Autorile olid kättesaadavad 2012. aasta aastaaruannete andmed 13 466 ettevõtte dividendimaksete kohta. Täiendavalt olid kasutada ettevõtte töötajate arv, omanike arv, müügitulu, puhaskasum, eelmiste perioodide jaotamata kasum, omakapital, rahavood, bilansimaht, ettevõtte tüüp.

Andmete analüüsimisel selgus, et oma peamistelt omadustelt ei erine Eesti ettevõtted dividendi maksmisel suurtest ja/või börsil noteeritud ettevõtetest. Testimise käigus sai

kinnitust, et dividendide maksmine on ka Eesti ettevõtetes ja lühikesel perioodil (1 aasta) positiivselt seotud järgmise perioodi kasumiga (hüpotees 2). Kuna testiti vaid lühikest ajaperioodi, siis ei ole võimalik anda hinnanguid selle kohta, kas dividendide maksmine Eesti turul sisaldab endas signaale pikema perioodi tuleviku kasumite kohta. Tulemused toetavad muude riikide (valdavalt börsiettevõtete) uuringuid, mille kohaselt dividendide maksmise otsus on seotud mineviku või hetke kasumiga. Dividende maksavad pigem kasumlikumad (hüpotees 7), suurema bilansimahuga (hüpotees 8), vanemad (hüpotees 10), väiksema töötajate arvuga (hüpotees 3), 5-7 omanikuga ettevõtted (hüpotees 4).

Tulenevalt andmete puudumisest ei olnud võimalik hinnata kliendimõju teooria kehtivust maksude optimeerimisele. Kuigi tuvastati, et väiksemates ettevõtetes on kõrgem dividendide väljamaksemäär, siis see võib tuleneda ka muudest põhjustest kui maksude optimeerimine.

Börsil noteeritud ettevõtete empiirilised uuringud viitavad sellele, et dividende mittemaksvad ettevõtted peaksid asuma kiiremas kasvu faasis võrreldes dividendide maksvate ettevõtetega. Testimise käigus sai kinnitust, et dividendide maksmine käib Eesti ettevõtetes käsikäes netorahavoo vähenemisega (hüpotees 1). Kuigi statistiliselt olulised seosed tuvastati käibe kasvumäära ja dividendimaksute vahel, siis järjestikel aastatel tuvastati vastupidised seosed (hüpotees 9). Kõige madalam kasvumäär tuvastati nendes ettevõtetes, mis maksid dividende 2011 aastal (kuid 2012 aastal ei maksnud). Kõige kõrgem kasvumäär aga nendes ettevõtetes, mis 2011 aastal dividende ei maksnud (kui 2012 aastal maksid).

Kuigi nii lühikese perioodi korral on keeruline nendest tõsisemaid järeldusi teha, siis tulemused võivad viidata Fairchild (2010) agentuurikulude teooriale toodud kriitikale, mille kohaselt dividendide maksmine võib signaliseerida, et ettevõttel puuduvad kasvuvõimalused. Püsiv kasumlikkus, kuid vähene vajadus investeringuteks viitavad ettevõtte küpsusfaasile. Kasvufaasis ettevõtte vajaks hoolimata kasvavast kasumlikkusest mahukaid investeringuid. Kolme hüpoteesi (1, 2 ja 9) koondina võib järeldada, et dividendide maksmine võib mittetäiuslike kapitaliturgude korral kasvuväljavaadete asemel signaliseerida, et tegu on küpsusfaasis ettevõttega, millel olulised kasvuvõimalused puuduvad, kuid sellest hoolimata on põhjust eeldada püsivat kasumit (vähemalt lühiajalisel perioodil).

Samas võib mittetäielike kapitaliturgude tingimustes, kus omanikud on suhteliselt püsivad, olla küsitav, kas on põhjust rääkida signaalimisest või ongi sel juhul tegu olukorraga, kus informatsiooni asümmeetria on suhteliselt väike ning omanikud on teadlikud ettevõtte

seisukorrast ning maksimeerivad pigem dividendimakseid kui fiktiivsemat ettevõtte väärtuse kasvu, mida turu puuduste tõttu pole võimalik reaalseks rahavooks muuta. Sellele, et informatsiooni asümmeetria suurenedes vähenevad dividendiväljamaksed viitavad ka järgmised asjaolud:

- Eesti turul ei suudetud enam kui 3 omanikuga ettevõtete korral tuvastada statistiliselt olulist seost ettevõtte netorahavoogude ja dividendimaksete vahel (hüpotees 1);
- kogukasumiga võrreldes maksavad kõige enam dividende 5-7 omanikuga ettevõtted (hüpotees 4);
- aktsiaseltsid maksavad väiksema osa kasumist dividendideks kui osäühingud ja täisühingud (hüpotees 5).

See, et informatsiooni asümmeetria näib omavat suurt rolli dividendipoliitikale, on senises kirjanduses suhteliselt vähe tähelepanu leidnud ja väärrib täiendavaid uuringuid. Kui see seaduspärasus leiab kinnitust, siis võib see lisada täiendavaid argumente dividendipoliitika uurimiseks finantseerimisotsustest sõltumatult. Eelkõige seetõttu, et finantseerimisotsuseid analüüsitakse reeglina lähtuvalt ratsionaalse investori vaatepunktist, samas kui dividendipoliitika korral on sellise investori olemasolu küsitav.

Sai kinnitust, et ka Eestis maksavad püsivamaid/stabiilsemaid dividende suurema omanike arvuga ettevõtted (hüpotees 6), mis kinnitab kaudselt nii informatsiooni asümmeetria suurenemist omanike arvu kasvamisega ning koos hüpoteesi 4 tulemustega kinnitab püstitatud eeldust, et omanikud on huvitatud rahavoo maksimeerimisest dividendi väljamaksetena (varblane peos hüpotees). Võib arvata, et väikese omanike arvuga ettevõtetes on asümmeetria väike ja nendes ettevõtetes on võimalik paindlikult muuta dividendipoliitikat tulenevalt ettevõtte käekäigust. 5-7 omanikuga ettevõtetes on omanikel veel piisavalt adekvaatne informatsioon ettevõtte olukorra kohta, mis võimaldab maksimeerida dividendimakseid. Suurema omanikeringiga ettevõtetes on informatsiooni asümmeetria aga nii suur, et on alust enam tugineda signaalimisele ning eelistada stabiilsust dividendi kasvule.

Käesolevas töös analüüsiti vaid lühikest perioodi kvantitatiivsete meetoditega. See ei võimalda teha järeldusi nähtuste põhjuslike seoste kohta. Kuna aga eesmärgiks oli teatud seaduspärasusi kontrollida, siis see eesmärk saavutati. Andmete puudumise tõttu jäid uurimistöö fookusest välja maksude optimeerimise ja omanike struktuuriga seotud küsimused, mis võiksid olla ühed edasised uurimisteemad.

VIIDATUD ALLIKAD

Adjaoud, F., Ben-Amar, W. (2010). Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders Protection or Expropriation? – *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 37, No. 5-6, pp. 648-667.

Ali, A., Urcan, O. (2012). Dividend increases and future earnings. – *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, Vol. 19, No. 1, pp. 12-25.

Allen, F., Antonio E. B., Ivo W. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles, - *Journal of Finance* 55, pp. 2499-2536.

Allen, F., Michaely, R. (2003). Payout policy. In: Constantinides, Harris, G., Stulz, R. (eds). *Handbook of Economics*. North Holland: Amsterdam, pp. 337-430.

Al-Malkawi, H-A. N., Rafferty, M., Pillai, R. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. - *International Bulletin of Business Administration*, Issue 9, pp. 171-200.

Alver, J., Alver, L. (2011a). *Majandusarvestus ja rahandus: leksikon A-L*. Tallinn: Deebet.

Alver, J., Alver, L. (2011b). *Majandusarvestus ja rahandus: leksikon M-Y*. Tallinn: Deebet.

Baker, H. K., Powell, G. E. (2000). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms. - *Financial Practice & Education*, Vol. 10 Issue 1, pp. 29-40.

Baker, H. K., Powell, G. E. ja Veit, E. T. (2002). Revisiting the dividend puzzle. Do all of the pieces now fit? - *Review of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 241-261.

Baker, M., Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. – *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 3, pp. 1125-1165.

Barclay, M. J., Holderness, C. G., Sheehan, D. P. (2009). Dividends and Corporate Shareholders. - *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 6, pp. 2423-2455.

Becker, B., Ivkovic, Z., Weisbenner, S. (2011). Local Dividend Clienteles. – *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 2, pp. 655-683.

Benartzi, S., Michaely, R., Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? - *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, pp. 1007-1034.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and „The Bird in the Hand“ Fallacy. - *The Bell Journal of Economics*. Vol. 10, No. 1, pp. 259-270.

Bhattacharyya, N. (2007). Dividend policy: a review. - *Managerial Finance*, Vol. 33 No. 1, pp. 4-13.

Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. ja Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. - *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 483-527.

Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen F. (2011). - *Principles of Corporate Finance (10th ed)*. New York: McGraw-Hill.

Brown, J. R., Liang, N., Weisbenner, S. (2007). Executive Financial Incentives and Payout Policy: Firm Responses to the 2003 Dividend TaxCut. – *The Journal of Finance*, Vol. 62, No. 4, pp. 1935-1965.

Charitou, A., Lambertides, N., Theodoulou, G. (2010). The Effect of Past Earnings and Dividend Patterns on the Information Content of Dividends When Earnings Are Reduced. – *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, Vol. 46, No. 2, pp. 153-187.

Damodaran, A. (2012). *Applied Corporate Finance* (3rd ed). New York: John Wiley & Sons.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. (2007). Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why. - *European Financial Management*, Vol. 13, No. 1, pp. 11-27.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D. J. (1992). Dividends and Losses. – *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5, pp. 1837-1863.

Dong, M., Robinson, C., Veld, C. (2005) Why individual investors want dividends. – *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, No. 1, pp. 121-158.

Eesti 2020 konkurentsivõime kava (2014).

[https://valitsus.ee/UserFiles/valitsus/et/riigikantselei/strateegia/Eesti%202020/Eesti2020%2008.05.2014%20KINNITATUD_kodulehele.pdf] 09.05.2014.

Eije, H., Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. – *Journal of Financial Economics*, Vol 89, pp. 347-374.

Fairchild, R. (2010). Dividend policy, signalling and free cash flow: an integrated approach. - *Managerial Finance*, Vol. 36, No. 5, pp. 394-413.

Fama, E. F., French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? - *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14, No. 1, pp. 67-79.

Feldstein, M., Green, J. (1983). Why Do Companies Pay Dividends? - *The American Economic Review*, Vol. 73, No. 1, pp. 17-30.

Garrett, I., Priestley, R. (2000). Dividend Behavior and Dividend Signaling. - *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, No. 2, pp. 173-189.

- Grullon, G., Ikenberry, D. L. (2000). What Do We Know About Stock Repurchases? – *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, No. 1, pp. 31-51.
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., Thaler, R. (2005). Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. – *The Journal of Business*, Vol. 78, No. 5, pp. 1659-1682.
- Guttman, I., Kadan, O., Kandel, E. (2010). Dividend Stickiness and Strategic Pooling. - *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 12, pp. 4455-4495.
- Hobbs, J., Schneller, M. I. (2012). Dividend signalling and sustainability. - *Applied Financial Economics*, Vol. 22, Iss. 17, pp. 1395-1408.
- Hoberg, G., Prabhala, N. R. (2009). Disappearing Dividends, Catering, and Risk. – *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 1, pp. 79-116.
- Ilie, L. (2011). Dividend Controversy: A Theoretical Approach. - *Studies in Business and Economics*, Vol. 6, Issue 3, pp.110–118.
- Jagannathan, M., Stephens, C. P., Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. – *Journal of Financial Economics*, Vol 57, pp. 355-384.
- Jardin, P., Séverin, E. (2011). Dividend Policy. – *Bankers, Markets & Investors*, Issue. 115, pp. 37-54.
- Kariler, J. (2013). Dividendipoliitika Eesti ettevõtetes. Tartu Ülikool Ettevõtetemajanduse instituut. 96 lk. (Magistritöö).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Scleifer, A., Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. – *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, pp. 1-33.
- Lie, E. (2005). Financial Flexibility, Performance, and the Corporate Payout Choice. - *The Journal of Business*, Vol. 78, No. 6, pp. 2179-2202.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Tax. - *The American Economic Review*, Vol. 46, No. 2, pp. 97-113.
- Mereste, U. (2003). *Majandusleksikon I*. Tallinn: Eesti Entsüklopeediakirjastus.
- Miller, M. H., Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. - *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, pp. 411-433.
- Miller, M. H., Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. - *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4, pp. 1031-1051.
- Myers, S. C. (1983). The Capital Structure Puzzle. - *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp 575-592.

Ross, S., Westerfield, R., Jordan, B. (2003). *Fundamentals of Corporate Finance (6th ed)*. McGraw-Hill/Irwin: New York.

Sorainen, A., Hammerberg, R. (2013). Kohalik kapitaliturg on hädavajadus, mitte luksus. - *Äripäev*, 28. mai. <http://www.sorainen.com/UserFiles/File/Publications/article.kohalik-kapitaliturg-on-h%C3%A4davajadus.2013-05-28.est.akus-reimoh.pdf> (08.04.2014).

Zirnask, V. (2009). Dividendide ja töötasu juhend on küündimatu. – Eesti Päevaleht, 03. august. <http://epl.delfi.ee/news/arvamus/villu-zirnask-dividendide-ja-tootasu-juhend-on-kuundimatu.d?id=51174706> (24.04.2014).

Talur, E. (2013). Kas maksta juhile palka, dividende või osta temalt juhtimisteenust? – *Postimees*, 18. oktoober. <http://e24.postimees.ee/2564080/kas-maksta-juhile-palka-dividende-voi-osta-temalt-juhtimisteenust> (20.04.2014).

Tanilas, T. (2013). Eesti kapitaliturg – mis on sellel pildil valesti? - *Äripäev*, 12. aprill. <http://www.aripaev.ee/blog/2013/4/12/eesti-kapitaliturg-mis-on-sellel-pildil-valesti> (08.04.13).

Tulumaksuseadus. Vastu võetud Riigikogus 15.12.1999. a - RT I, 23.12.2013, 23.

Weigand, R. A., Baker, H. K. (2009). Changing perspectives on distribution policy: The evolution from dividends to share repurchase. - *Managerial Finance*, Vol. 35, No. 6, pp. 479-492.

Viiseman, A. (2013). Eestis sisuliselt puudub kapitaliturg. - *Postimees*, 06. august. <http://e24.postimees.ee/1323004/viisemann-eestis-sisuliselt-puudub-kapitaliturg> (08.04.13).

Äriregistri andmebaas, 2011-2012 – Eesti Äriregistri materjalid, 2014.

Äriseadustik. Vastu võetud Riigikogus 15.02.1995. a - RT I, 21.03.2014, 21.

SUMMARY

DETERMINANTS OF DIVIDEND POLICIES IN ESTONIAN ENTERPRISES

Joonas Pärenson

Despite decades of study explaining dividend policy has been one of the difficult challenges facing financial economists. It has been concluded that much more empirical and theoretical research is required before a consensus can be reached to completely understand the factors that influence dividend policy. The aim of the present thesis was to study what determine dividend policies in Estonian enterprises. Dividend policy was defined as company's policy in making pay-outs for the owners. The determinants between pay-outs and other indicators of the companies were studied.

The present study consists of two major parts: theoretical and empirical. The theoretical part is based on the theoretical and empirical foundation of dividend policies. It is given a comprehensive understanding of the major paradigms of dividend policy (dividend signalling, clientele effect and agency costs). Based on the theory 10 hypothesis were set, which stated the expected determinants between dividend pay-outs and other enterprise indicators taking into concern the Estonian context. The empirical part focuses on the testing of the hypothesis which was set based on a literature. Additionally it was estimated if Estonian companies differ from big or notated companies which have so far been the focus of empirical dividend policy studies. The assumptions for Estonian market stated that Estonia does not have effective capital market and therefore the owners prefer dividend pay-outs to other sorts of capital gain realisations.

The quantitative analyses were based on the data which originated from annual reports of 2012 submitted to Estonian Business Register (Äriregister). The results revealed that main characteristics of Estonian companies in relation to their dividend policies do not differ from big or notated companies. Dividends are rather to be expected from companies which are more profitable, have bigger balance sheet total, are older, have smaller amount of employees, have 5-7 owners. Results support the conclusions of the dividend signalling theory and the agency cost theory. Dividends convey the information about the future profit (one year) of a firm. It

was discovered that increase of information asymmetry decreases the dividend pay-outs. The available data did not enable testing the clientele effect or other aspects concerning the structure of the owners.

LISAD

Lisa 1 – Mõistete selgitused

Agentuurikulud (*agency costs*) – kulud, mis tekivad sellest, et esindajad ehk agendid ei tegutse printsipaalide huvides. Agentuurikulud hõlmavad nii neid kulusid, mida tehakse agentide tegevuse kontrollimiseks, kui ka kulusid, mis tekivad seoses sellega, et agendid tegutsevad isiklikest, mitte aga printsipaalide huvidest lähtudes (Alver ja Alver 2011a, 27).

Asümmeetriline informatsioon (*asymmetric information*) – info, mida tehingu- või lepingupooltel on märgatavalt erineval määral. Näiteks aktsiaseltsi juhatusel on infot kasumiväljavaadete kohta rohkem kui aktsionäridel, laenuvõtjatel on infot oma võimaluste kohta rohkem kui laenuandjal, kindlustusettevõtja tunneb oma riske paremini kui kindlustusandja (Alver ja Alver 2011a, 93).

Dividend (*dividend*) – osanikele (aktsionäridele) jaotatav kasumiosa. Dividende makstakse välja tavaliselt rahas, kuid selleks võib kasutada ka muud vara (Alver ja Alver 2011a, 223).

Dividendi ebaolulisus (*dividend irrelevance*) – teooria, et kui firmal on pidev välisfinantseerimise võimalus, pole firma väärtustamise seisukohalt oluline, kas dividendi makstakse või mitte (Alver ja Alver 2011a, 224).

Dividendimäär (*dividend yield*) – tavaliselt protsentides väljendatav suhtarv, mis leitakse ühe aktsia kohta tuleva dividendi ja aktsia turuhinna (majandusaasta lõpu seisuga) jagatisena. Dividendimäära abil võrreldakse eri aktsiate tulusust, samuti võib aktsiate dividendimäära võrrelda teiste väärtpaberite (näited võlakirjade) tulumääradega. Dividendimäära kasutatakse mõnikord ka aktsiaturu üldise arengutrendi prognoosimiseks. Mõned finantsanalüütikud arvavad, et kui aktsiaturu keskmine dividendimäär on madal, siis on oodata aktsiahindade langust ja vastupidi (Alver ja Alver 2011a, 224-225).

Dividendipoliitika (*dividend policy*) – ettevõtte poliitika aktsionäridele/osanikele dividendi maksmisel (Mereste 2003, 121; Alver ja Alver 2011a, 225). Eristatakse stabiilset aktsiapõhist dividendipoliitikat, püsivale dividendi väljamaksekordajale põhinevat dividendipoliitikat, kompromissipoliitikat ja jääkdividendipoliitikat (Alver ja Alver 2011a, 225).

Dividendisignaali teooria (*theory of dividend signaling, dividend signaling*) – teooria, mille kohaselt ettevõtte teadaanded dividendi väljamaksete suurendamisest on heade tulevikuväljavaadete indikaatoriks (Alver ja Alver 2011a, 225).

Dividenditulu (*dividend income*) – dividendina saadav tulu aktsiatesse tehtud investeeringult (Alver ja Alver 2011a, 226).

Dividendi väljamaksekindaja (*dividend payout ratio*) – suhtarv, mis näitab väljamakstava dividendi osatähtsust puhaskasumist. Praktikast arvutatakse seda näitajat kahel viisil (Alver ja Alver 2011, 226a):

$$\text{Dividendi väljamaksekindaja} = \frac{\text{Dividend aktsia kohta}}{\text{Aktsiakasum}}$$

$$\text{Dividendi väljamaksekindaja} = \frac{\text{Dividendi kogusumma}}{\text{Puhaskasum}}$$

Dividend ühe aktsia kohta (*dividend per share, DPS*) – aktsiaseltsi poolt ühe (liht) aktsia kohta väljamakstav dividend (seejuures võetakse arvesse vahedividendid, kuid mitte erakorralised dividendid; Alver ja Alver 2011a, 226):

$$DPS = \frac{D - SD}{n}$$

,kus DPS - dividend ühe aktsia kohta;

D - perioodi jooksul makstud dividendide kogusumma;

SD - erakorralised (ühekordsed) dividendid;

n - perioodi jooksul käibes olnud aktsiate arv.

Kapitalitulum (*capital gain*) – 1) põhivahendi müügihinna ja jääkmaksumuse erinevus, kui müügihind on jääkmaksumusest kõrgem; 2) finantsinstrumendi müügitulum, mis tekib finantsinstrumendi müügihinna ja soetushinna erinevusest, kui müügihind on soetushinnast kõrgem (Alver ja Alver 2011a, 498).

Kliendimõju (*cliente effect*) – teoreetiline seisukoht, et firma aktsiahind muutub vastavalt investorite nõudlusele ja eesmärkidele, olles reaktsiooniks maksupoliitika, dividendipoliitika jms muutumisele (Alver ja Alver 2011a, 547).

Modigliani-Milleri teoreem (*Modigliani-Miller theorem*) – teoreem, mis on kapitalstruktuuri nüüdisteooria nurgakivi. Selle kohaselt ei sõltu maksude, pankrotikulude ja asümmeetrilise info puudumisel ettevõtte väärtus finantseerimise viisist (st omakapitali võlasiduvusest). Pole oluline, kas raha saadakse aktsiate või võlakirjade emiteerimisest, samuti ei avalda ettevõtte

väärtusele mõju dividendipoliitika. Modigliani-Milleri teoreem lähtub eeldusest, et ideaalses maailmas ei ole vahet võõrkapitalil (laenukapitali) ja omakapitalil vahel (Alver ja Alver 2011b, 68).

Lisa 2 – Normaaljaotusele vastavuse kontrolli tulemused

Andmed	Nullhüpotees	p	Järeldus
Dividendid 2011	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 61 781,672 ja standardhälbega 1 048669,08	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Dividendid 2012	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 71 095,644 ja standardhälbega 973 427,46	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Netorahavoog 2011	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 587 762,274 ja standardhälbega 4 542 677,85	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Netorahavoog 2012	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 9 659,808 ja standardhälbega 333 578,70	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Käive 2011	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 1 150 918,933 ja standardhälbega 9 068 604,78	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Käive 2012	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 1 231 920,553 ja standardhälbega 9 414 097,22	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Dividendid 2012 / käive 2011	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 1,310 ja standardhälbega 64,97	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Töötajate arv	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 1,742 ja standardhälbega 6,29	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Dividendid 2012 / kogukasum 2011	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 0,541 ja standardhälbega 13,79	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Omanike arv	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 8,004 ja standardhälbega 46,22	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Dividendide kasvumäära absoluutväärtus	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 1,817 ja standardhälbega 50,04	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Kogukasum/koguvara 2012	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega -0,748 ja standardhälbega 81,5	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Bilansimaht 2011	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 1202122 ja standardhälbega 16392599	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Bilansimaht 2012	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 1337 310,264 ja standardhälbega 20 785555,45	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata

Andmed	Nullhüpotees	p	Järeldus
Käibe kasvumäär	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 3 429 ja standardhälbega 418	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Kasum/Käive 2012	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 2,836 ja standardhälbega 401,76	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Kogukasum 2011	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 587 762,274 ja standardhälbega 4216 231,01	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata
Kogukasum 2012	Jaotus vastab normaaljaotusele keskväärtusega 640 873,810 ja standardhälbega 4 542 677,85	0.000	Nullhüpotees tagasi lükata