

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Keit Viitkin

**NASDAQ TALLINNA BÖRSIL NOTEERITUD ETTEVÕTETE
DIVIDENDIPOLIITIKA**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Ilzija Ahmet, Ph.D.

Tallinn 2018

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

Keit Viitkin

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 131052TAAB

Üliõpilase e-posti aadress: keit.viitkin@gmail.com

Juhendaja: Ilzija Ahmet, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....

(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....

(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	4
SISSEJUHATUS	5
1. DIVIDENDIPOLIITIKA.....	7
1.1. Dividendipoliitika olemus.....	7
1.2. Dividendipoliitika teooriad	10
1.3. Dividendipoliitikad ettevõtetes	12
1.4. Väljamaksed aktsionäridele Eestis.....	14
2. TALLINNA BÖRSI EMITENTIDE DIVIDENDIPOLIITIKA	17
2.1. Emitentide dividendipoliitika Tallinna börsil	17
2.2. Intervjuu investori J. Roosaarega.....	28
2.3. Arutelu	29
KOKKUVÕTE	31
SUMMARY	34
VIIDATUD ALLIKAD	36
LISAD	39
Lisa 1. Ettevõtete aktsia hind 31.12.xxxx seisuga.....	39
Lisa 2. Keskmise TSRi ja OMXTGI võrdlus	40
Lisa 3. „Head dividendi maksad“ ja „nõrgad dividendi maksad“ keskmise TSRi võrdlus aastatel 2011-2017.....	41

LÜHIKOKKUVÕTE

Töö eesmärgiks on hinnata Tallinna börsil noteeritud Eesti ettevõtete dividendipoliitikat ning teada saada, kas ettevõtted järgivad mingit kindlat poliitikat dividendide jagamisel. Eesmärgi saavutamiseks on püstitatud ülesanded: uurida, kas börsil leiab seoseid ettevõtete kasumi ja dividendide maksmise vahel, uurida kas need ettevõtted, mis maksavad dividende annavad investoritele ka suuremat tootlust ning uurida millistesse aktsiatesse on Tallinna Börsil kasumlikum investeerida. Eesmärkidest tulenevalt on autor püstitanud kaks hüpoteesi:

H₁: Ettevõtte dividendipoliitika sõltub ettevõtte kasumist.

H₂: Investoritele kõrgemat dividendi maksvate ettevõtete tootlus on kõrgem, kui ettevõtetel, mis maksavad madalamat dividendi.

Esimeses peatükis annab autor ülevaate dividendipoliitikast üldiselt ning sellega seonduvatest teooriatest ning dividendide maksmise võimalustest. Teises peatükis kasutab autor kirjeldavat analüüsi, leidmaks vastuseid töö ülesannetele. Töö hõlmab ajaperioodi 2010 kuni 2017. Lisaks sisaldab teine osa intervjuud tuntud eesti aktsiainvestoriga.

Tulemustest selgus, et kõik Tallinna börsi põhinimekirjas olevad ettevõtted on seadnud endale dividendipoliitika eesmärgiks maksta oma aktsionäridele dividende, kuid erinevatel põhjustel seda igal aastal vaadeldaval perioodil teha ei saa. Samuti selgus, et dividendipoliitikat mõjutab ettevõtte kasum ning kui ettevõtte pole teeninud kasumit, siis enamik juhtudel ei maksa ettevõtte ka dividende. Töös on grupeeritud ettevõtted vastavalt dividendimaksete stabiilsusele ja suurusele kaheks. Ning analüüsist järeldas autor, et ettevõtted, mis on maksanud stabiilsemalt ning kõrgemat dividendi annavad investoritele kõrgemat tootlust, kui väiksemat dividendi maksvad ettevõtted. Töö tulemusi saab kasutada ka Tallinna börsiga sarnaste - Riia ja Vilniuse börsil, arvas J. Roosaare intervjuus.

Võtmesõnad: aktsiad, dividendid, investeerimine, dividendipoliitika, Nasdaq Tallinna börs

SISSEJUHATUS

Maailmas ulatub dividendipoliitika ajalugu 1700 aastate algusesse, mil tehti esimesed dividendimaksud. Esimene teadaolev dividendipoliitika teooria avaldati ligi 250 aastat hiljem Franco Modigliani ja Merton H. Milleri poolt. Eestis hakati dividendipoliitika vastu huvi tundma 1996. aastal kui avati Tallinna börs. Aastast aastasse on inimeste huvi antud teema vastu suurenenud ning investeerimine dividendiaksiatesse ja võimaliku tulu teenimine dividendide pealt järjest atraktiivsemaks muutunud.

Viimase aasta-paari jooksul on toimunud üliõpilastele mitmeid erinevaid investeerimisalaseid loenguid ning seminare, millest töö koostaja on osa võtnud. Samuti on populaarsust kogunud noorte investeerimishuviliste kommuun Investeerimisklubi, mis korraldab loenguid nii Tallinnas kui Tartus ning ka seal on mitmeid kordi olnud loengu teemaks Tallinna börs ja dividendiaksiad. Lisaks eelnevale kuulub autor ning veel kümme tuhat ja natuke peale naist *Facebook*'is loodud Naisinvestorite klubi grupp, milles jagatakse ja postitatakse soovitusi ning isiklikke kogemusi börsil toimuva kohta. Töö autor peab oma üheks olulisimaks eeskujuks finants- ja börsimaailmas Jaak Roosaaret, kes avaldas 2016. aasta alguses oma kolmanda investeerimisraamatu „Aksiatega rikkaks saamise õpik“. See kõik on suurenenud ka autori enda huvi dividendiaksiate ning Balti börsil toimuva vastu ning samas on tõstatanud ka küsimusi, millele lähtuti bakalaureusetöö koostamisel.

Käesoleva töö eesmärgiks on hinnata Tallinna börsil noteeritud Eesti ettevõtete dividendipoliitikat ning teada saada, kas ettevõtted üldse järgivad mingit kindlat poliitikat dividendide jagamisel. Eesmärgi saavutamiseks on püstitatud ülesanded:

- a) uurida, kas börsil leiab seoseid ettevõtete kasumi ja dividendide maksmise vahel,
- b) uurida kas need ettevõtted, mis maksavad dividende annavad investoritele ka suuremat tootlust,
- c) uurida millistesse aksiatesse (dividendi või mitte) on Tallinna Börsil kasumlikum investeerida.

Eesmärkidest tulenevalt on autor püstitanud hüpoteesid, mida töö käigus saadud tulemuste põhjal kas kinnitada või tagasi lükata.

H₁: Ettevõtte dividendipoliitika sõltub ettevõtte kasumist. EPS --> DPS

H₂: Investoritele kõrgemat dividendi maksvate ettevõtete tootlus on kõrgem, kui ettevõtetel, mis maksavad madalamat dividendi.

Töö on jaotatud kaheks peatükiks, millest esimeses peatükis käsitletakse dividendipoliitika teoreetilisi aluseid ning töö teises peatükis keskendutakse empiirilisele analüüsile. Teoreetilises osas selgitatakse esmalt välja dividendipoliitika olemus ja mis on dividendipoliitika eesmärgid. Vaadeldakse, millised on dividendipoliitikale iseloomulikud käitumisjooned ning mis sammud on juhtkonnal vaja läbida dividendiotsusteni jõudmiseks. Lisaks käsitletakse teoreetilises osas ka dividendipoliitika teooriaid ning maailmas väljakujunenud dividendipoliitikaid. Esimese osa lõpetuseks saab lugeja ülevaate ka erinevatest dividendide maksmise võimalustest.

Käesoleva töö teine osa koosneb Tallinna börsil põhinimekirjas noteeritud ettevõtete kirjeldavast analüüsist ja nende dividendipoliitika hindamisest. Analüüsitavaid ettevõtteid on kokku 13 ning töös vaadeldav periood jääb vahemikku 2010 kuni 2017. Autor hindab ettevõtete tehtud dividendimakseid ning seejärel leiab, kui suured on olnud ettevõtete tulud aktsia kohta ning kui suure osa on moodustanud dividendimaksed teenitud tulust dividendi kohta. Nende andmete põhjal saab hinnata ettevõtete dividendipoliitikaid ning vastavust ettevõtete majandusaasta aruannetes kajastatule. Samuti analüüsib autor ettevõtete dividenditootlust, et teada saada, kui suurt tootlust ettevõtete aktsiad investoritele tegelikult pakuvad. Töö teises pooles on eesmärgiks leida ka tõestus Tallinna börsil investeerijatele, milliste ettevõtete aktsiad on investoritele parema tootlikusega vaadeldaval perioodil.

Teise peatüki lõpus on ülevaatlik alapeatükk, mis võtab kokku empiirilise osa peamised tulemused. Tulemuste kohta oli autoril võimalus arvamust küsida ka eelpoolmainitud finantsgurult Jaak Roosaarelt, kes saadud tulemustele omapoolse seisukoha andis.

1. DIVIDENDIPOLIITIKA

Dividendipoliitikal on juba pikk ajalugu, ulatudes tagasi 16. sajandi algusesse Hollandisse ja Suurbritanniasse, kus laevade kaptenid hakkasid investoritele müüma oma rahalisi nõudeid ning seejärel peale merereisi jagasid kasumi investorite vahel ära. Sajandi lõpus hakati samade nõuetega kauplema juba Amsterdami börsil ja hakati kasutama aktsiaid. Ettevõtete juhid mõistsid varakult kui tähtis on aktsionäridele dividendide maksmine ning et see mõjutab ka ettevõtte aktsia hinda börsil. Seega on dividendipoliitika ettevõtete jaoks ülimalt oluline ning on pakkunud majandusteadlastele arutelu juba aastakümneid. (Al-Malkawi 2010, 173)

Järgnev peatükk jaguneb neljaks alapeatükiks ning annab esmalt lugejale ülevaate dividendipoliitika olemusest ja eesmärkidest. Seejärel tutvustatakse dividendipoliitika erinevaid teooriad ning väljakujunenud dividendipoliitikaid ettevõtetes. Kolmandas alapeatükis on autor välja toonud dividendipoliitikat mõjutavad tegurid ning viimaseks tutvustatakse lugejale dividendide maksmise võimalusi.

1.1. Dividendipoliitika olemus

Dividendi otsused ehk teisisõnu dividendipoliitika on ettevõtete jaoks väga oluline, sest olenevalt poliitikast määratakse kas ettevõtte teenitud tulu makstakse investoritele dividendideks, säilitatakse või peaks selle investeerima edasi ettevõtte tegevusse. Samuti otsustatakse dividendipoliitikaga ära, millises ulatuses dividende välja makstakse. (Al-Malkawi 2010, 171)

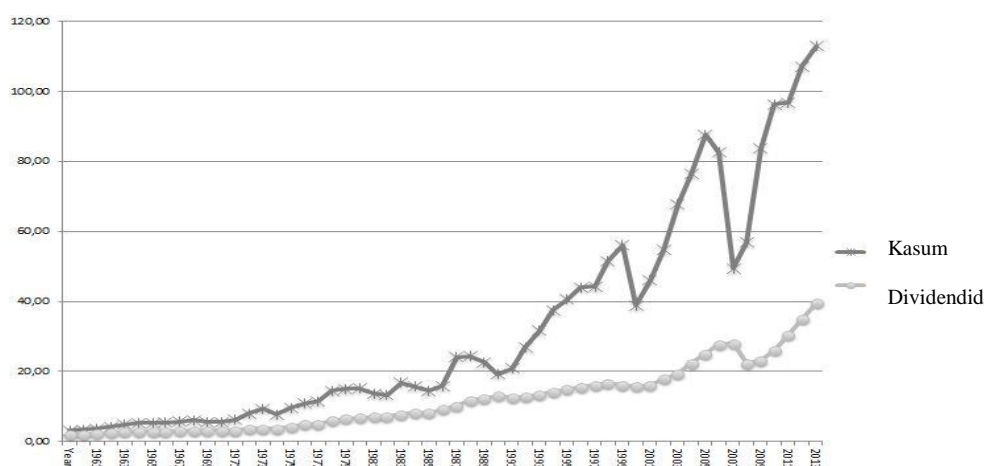
Dividende makstakse aktsionäridele nende investeeringute kasutamise eest (Teearu 2005, 171). Vastavalt Eesti Vabariigi Tulumaksuseaduse paragrahv 18 lõige 2 järgi on dividend väljamakse, mida tehakse juriidilise isiku pädeva organi otsuse alusel puhaskasumist või eelmiste majandusaastate jaotamata kasumist ning mille aluseks on dividendi saaja osalus

juriidilises isikus (aktsiate või osade omamine, täis- või usaldusühingu osanikuks või tulundusühistu liikmeks olemine või muud osalise vormid vastavalt äriühingu asukohamaa seadustele).

Analüüsid 50 aasta vältel USA ettevõtete dividendipoliitikaid on täheldatud nelja iseloomulikku käitumisjoont (Damodaran 2011, 510):

- 1) dividendid järgivad kasumit,
- 2) dividendid on jäigad,
- 3) dividendide muutused on ühtlasemad kui muutused kasumis,
- 4) dividendipoliitika kaldub järgima ettevõtte elutsükli.

Joonis 1 kinnitab kolme esimest tähelepanekut, milles esmalt väideti, et dividendid järgivad kasumit. Joonisel on näha, et nii dividendi kõver kui kasumi kõver liiguvad samas suunas ning see on ka loogiline, et dividendid on tuluga positiivses korrelatsioonis, sest dividende makstakse teenitud tulult. Samuti saab jooniselt kinnitust, et dividendid on piisavalt jäigad. Seda peamiselt seepärast, et ettevõtted ei kiirusta dividende vähendama, kui kasum väheneb ning samamoodi ei soovi nad dividende suurendada kasumi kiire kasvu perioodil, kuna pole kindlad, et suudavad kasumit ka edaspidi suurendada.



Joonis 1. S&P 500 ettevõtete dividendid ja kasum 1960-2014, dollar/aasta
Allikas: (Damodaran 2016)

Kolmandaks täheldati, et dividendide muutused on ühtlasemad kui muutused kasumis. See, et dividendid pole nii volatiilsed kui tulud näitab statistika joonisel 1. Kui võrrelda S&P 500

ettevõtete 1960-2014 aasta näitajaid, siis dividendide standard hälve on 5,17% ning tulude 14,69%, mis tõestab kolmandat väidet. (Autori arvutused Damodaran 2016 põhjal)

Neljanda iseloomuliku joonena on väide, et dividendipoliitika kaldub järgima ettevõtte elutsükli. Eristada saab viit erinevat etappi, milleks on arengufaas, kasvufaas, laienemisfaas, küpsusfaas ja langusfaas. (*Ibid.*) Nimetatud seost aitab selgitada tabel 1.

Tabel 1. Ettevõtete dividendipoliitika elutsükli analüüs

	I etapp Arengufaas	II etapp Kasvufaas	III etapp Laienemisfaas	IV etapp Küpsusfaas	V etapp Langusfaas
Välise rahastamise vajadus	kõrge	kõrge	mõõdukas	madal	madal
Sisemine finantseerimisvõimalus	negatiivne või madal	negatiivne või madal	madal	kõrge	üle vajaduste
Võimalus maksta dividende	puudub	puudub	väga madal	tõuseb	kõrge

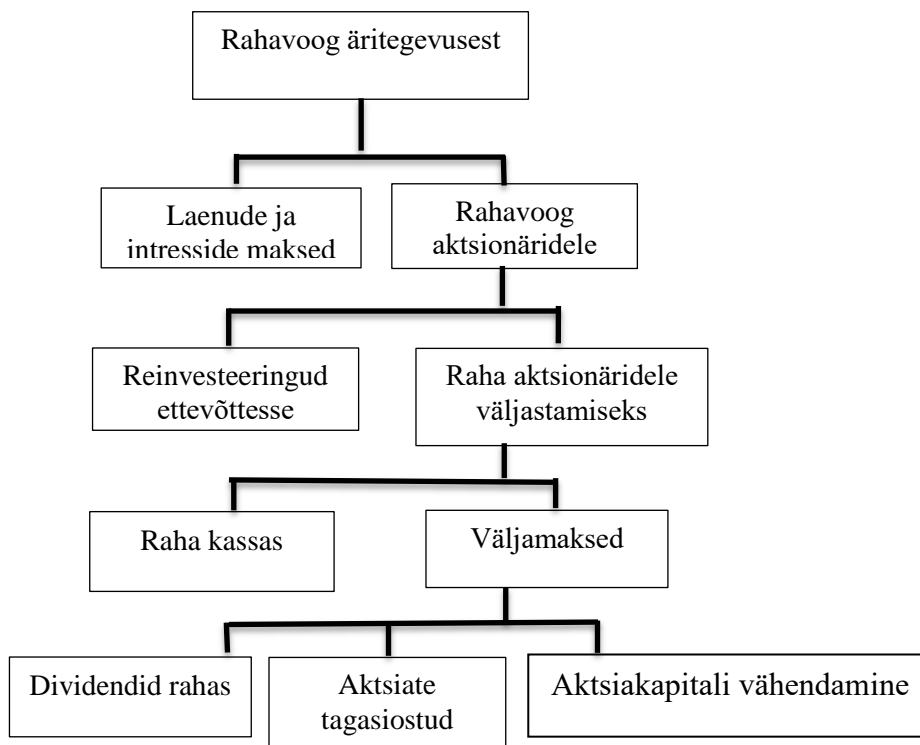
Allikas: (Damodaran 2001, 664)

Üldjuhul võtavad ettevõtted vastu dividendipoliitika, mis kõige paremini sobib olukorraga, kus elutsükli nad paiknevad. Vastavalt ettevõtte elutsükli dividenditeooriale pole arengufaasis ettevõttel kasulik dividende maksta, sest enamuse vaba raha on pärit investoritelt väljaspoolt (Baker 2009, 201). Tabelis on näha, et ka laienemisfaasis olevad heade investeerimisvõimalustega ettevõtted ei kiirusta veel dividende maksta, pigem teevad seda suuremate käivete ja vähesemate uute projektidega ettevõtted (Damodaran 2001, 665). Tabelist 1 on näha, et ettevõtetel kasvab võimalus dividende maksta alles küpsusfaasis ning kõrgeim on see võimalus langusfaasis, mil on välise rahastamise vajadus madal ning sisemine finantseerimisvõimalus üle vajaduste. Elutsükli dividenditeooria eeldabki, et ettevõtted hakkavad dividende maksta, siis kui tulevikus on oodata ettevõtte kasvu ja kasumi vähenemist. (Baker 2009, 201)

Kui ettevõtte otsustab hakata välja maksta dividende tuleb eelnevalt läbi mõelda mitmed otsuste etapid, mis on toodud joonisel 2. Samas annab joonis ka ülevaate dividendide väljamaksmise rahavoo kujundamise teest.

Järgnevalt jooniselt 2 on näha, et esmalt otsustab juhatus, kui suur osa äritegevusega teenitud rahast läheb laenude ja intresside maksmiseks ning kui suur osa jääb aktsionäridele. Pärast

laenude ja intresside tasumist tuleb otsustada, kui suur summa makstakse aktsionäridele välja ning millise summa ettevõtte reinvesteerib.



Joonis 2. Otsustuste etapid enne dividendide väljamaksmist

Allikas: (Autori poolt koostatud Damodaran 2012, 658 põhjal)

Kui ettevõtte juhatus otsustab maksta aktsionäridele, siis on selleks kolm võimalust, kas maksta rahalisi dividende, osta aktsiaid tagasi või vähendada aktsiakapitali. Nimetatud otsused sõltuvad hetkeolukorrast ettevõttes ning tulevikuväljavaadetest. Lisaks mängivad rolli ka õiguslikud regulatsioonid ning omanike soovid. (Raudsepp 2006, 149)

Kui eelnevalt saime teada, et dividendipoliitika võetakse vastu olenevalt millises elutsükli etapis ettevõtte paikneb, siis sellest, millised on dividendipoliitikaga seotud olulisimad teooriad selgitab järgmine alapeatükk.

1.2. Dividendipoliitika teooriad

Viimase poole sajandi jooksul on majandusteadlased arutanud selle üle, milline dividendipoliitika on aktsionäride jaoks olulisim. Ühed teoreetikud usuvad, et

dividendipoliitika on tähtsusetu ning ainult äritegevusse paigutatud investeringuid puudutavad otsused mõjutavad aktsionäride rikkust. Vastupidiselt neile leiab teine grupp teoreetikuid, et dividendipoliitika on oluline ning ettevõtte dividendipoliitikast sõltub ka aktsionäride rikkus. Järgnevalt tutvustatakse kolme peamist teooriat, milleks on (Clayman *et al* 2012, 258):

- 1) dividendide tähtsusetuse teooria,
- 2) „varblane peos“ (*The Bird-in-the-Hand*) teooria,
- 3) maksueelistuse teooria.

1961. aastal formuleerisid F. Modigliani ja M. H. Miller dividendipoliitika irrelevantsuse teooria, mille kohaselt ei mõjuta valitud dividendipoliitika ettevõtte väärtust ja on seega ebaoluline ehk tähtsusetu. Teooria autorid eeldasid, et investorid käituvad ratsionaalselt ning kapitaliturud on täiuslikud. See tähendab, et turgudel puuduvad maksud, tehingu- ja emissioonikulud, informatsioon on tasuta kättesaadav kõigile, puuduvad agendikulud ning kõik investorid käituvad hinnavõtjatena. (Lease *et al* 2000, 206) Mainitud tingimusi on reaalsuses väga raske saavutada, sest Eestis ning üldjuhul ka mujal maailmas on siiski väärtpapertehingutel tehingukulud ning samuti pole ka kõigil turuosalistel võrdset juurdepääsu informatsioonile ja paratamatult on ettevõtte juhtidel parem ülevaade ettevõtte kohta kui aktsionäridel.

„Varblane peos“ teooria kohaselt tõstavad suuremad dividendid ettevõtte väärtust ning seepärast eelistavad ka investorid dividende kapitali kasvatulule, sest dividendidega seonduv väiksem ebakindlus. Seevastu tuntud majandusteadlased nagu M. H. Miller ja F. Modigliani pidasid niisugust käitlust ekslikuks ning väitsid, et ettevõtte risk pole seotud kasumi jagamise viisiga, vaid hoopis rahavoogude riskitasemega. (Raudsepp 2006, 147). Kuid kui teooria peab paika, siis saab kinnitada ka autori poolt püstitatud hüpoteesi, milles seisab, et Tallinna börsil on investorile tootlikum investeerida dividendi maksvate ettevõtete aktsiatesse kui dividendi mitte maksvate ettevõtete aktsiatesse ehk praeguses kontekstis investorid eelistaksid dividende kapitaliturule. Sarnast lähenemist on oma raamatutes eesti investoritele soovitanud ka dividendiguru Jaak Roosaare, kes ka ise eelistab dividendiaktsiaid. Vastuse leidmisega, kas teooria peab paika Tallinna börsil, tegeleb autor töö teises osas.

Kolmas teooria puudutab maksueelistusi, mis on investeerimisel alati üheks oluliseks kaalutluseks. Selle teooria kohaselt vähendavad madalad dividendid kapitalikulu ning

maksimeerivad ettevõtte väärtust. Väite eelduseks on asjaolu, et dividendid on kapitalitulust kõrgemini maksustatud ning lisaks maksustatakse dividenditulu kohe, kuid kapitalitulu alles aktsia võõrandamisel. Maksustamise erinevused dividendi- ja kapitaliasvutulu vahel on põhjuseks sellele, miks ettevõtted pigem säilitavad oma kasumit ning ei maksa välja dividende. Seepärast saab väita, et kui ettevõtte maksab vähem dividende on väiksem omakapitali kulu ja kõrgem aktsia hind. (Dividend ... 2010)

Kui dividenditeooria on oluline pigem aktsionäri vaatest, siis ettevõtete jaoks on oluline dividendipoliitika, mida nad järgivad. Kuidas jaguneb ning mis olulisi aspekte on dividendipoliitikal ettevõtetes kirjeldab järgmine alapeatükk.

1.3. Dividendipoliitika ettevõtetes

Dividendipoliitika on strateegia, mida ettevõtte järgib, kui teeb otsuseid dividendide suuruse ja maksmise osas. Eestis peab raamatupidamise seaduse paragrahv 31. tulenevalt dividendipoliitika olema ära näidatud konsolideerimisgrupi tegevusaruandes. Ettevõtted võtavad otsuseid tehes arvesse mitmeid tegureid nagu näiteks investeeringute kättesaadavus ja hinnangulised tulud tulevikus. Sõltuvalt dividendide suurusest ja väljamakse sagedusest saab dividendipoliitika jagada kolmeks (Dividend Payout ... 2015):

- 1) stabiilse dividendi poliitika (*Stable Dividend Policy*)
- 2) muutumatu väljamaksekorrajaga dividendipoliitika (*Constant Dividend Policy*)
- 3) jääkdividendide poliitika (*Residual Dividend Policy*)

Stabiilse dividendipoliitika eesmärgiks on maksta dividende igal aastal olenemata tulude muutusest, seega on dividendid aktsia kohta üsna muutumatud. Dividendide ligikaudne suurus määratakse ettevõtte pikaajalise tulude prognoosi põhjal. Selline lähenemine ühtsustab dividendide kasvutempo ettevõtte pikaajalise tulude kasvuga. Stabiilne dividendipoliitika on kõige enam kasutatav, sest sellise lähenemise korral ei mõjuta lühiajaline tulu volatiivsus väljamakseid. Seega aktsionärid saavad olla kindlamad dividendide suuruse osas tulevikus. Selle poliitika kasutamisega kaasneb kaks võimalust. Esiteks dividendid võivad kasvada isegi siis kui ettevõtte kasum langeb ning teiseks dividendid ei pruugi majanduse õitsemise ajal kasvada võrdselt ettevõtte kasumiga. (*Ibid.*) Ühes Austraalia ülikooli uurimuses selgus, et ettevõtted, millel on stabiilsem dividendipoliitika, nende aktsia hind on kõrgem (Karpavičius

2014, 296). Seega tuleb stabiilse dividendi poliitika kasuks ka aktsia hinnale, sest nagu selgus Lintneri 1956. aastal ning 2012. aastal Larkin et al. poolt valminud uurimustes, et investorid on nõus maksma kõrgemat hinda aktsiate eest, mille dividendimaksud on stabiilsemad. Nende ettevõtete aktsiaid on eelistatumad, sest on investorite jaoks väiksema riskiga. (Karpavičius 2014, 296)

Teiseks variandiks on muutumatu väljamaksekindajaga dividendipoliitika, mille kohaselt makstakse igal aastal dividende kindel protsent ettevõtte kasumist. Dividendide väljamaksukordaja (vt tabel 5) kajastab kui suure osakaalu puhaskasumist dividendina välja makstakse ning see leitakse dividendide summa jagamisel puhaskasumiga. (Tearu 2005, 172). Vastupidiselt stabiilsele dividendipoliitikale mõjutavad dividendide suurus ka lühiajalised muutused kasumis, seega dividendide suurus varieerub koos ettevõtte kasumiga (Dividend Payout ... 2015). Võib järeldada, et aktsia hinda mõjutab see poliitika negatiivselt, sest investoritel on järgmise dividendimakse suhtes teadmatus, kuna ei tea milline on ettevõtte kasum järgmisel majandusaastal.

Vastavalt jääkdividendipoliitika põhimõttele arvutatakse esmalt kasumist maha uute investeerimisprojektidega seotud omafinantseeringud ning seejärel makstakse kasumist järele jäänud summa aktsionäridele dividendideks. Jääkdividendipoliitikal on kaks eelist võrreldes teiste poliitikatega. Esiteks on see mudel väga lihtne kasutada ning teiseks on ettevõtte juhtkonnal võimalik otsustada uute investeeringute üle ilma, et nad peaks mõtlema dividendimaksete peale. Siiski on jääkdividendipoliitikal ka mõned puudused, sest dividendimaksete suurus kõigub suurel määral ning sõltub investeeringutest. Lisaks võivad investorid nõuda kõrgemat hinda aktsiate eest, sest neil on ebakindlus tuleviku suhtes. (*Ibid.*)

Vaasa Ülikoolis A. Suvase poolt üheksakümnendatel koostatud uurimusest saadud tulemustes on järeldatud, et dividendipoliitika ei mõjuta aktsia väärtust üldse. Kuid hinnates kolme erinevat dividendipoliitikat saab väita, et see, kuidas ettevõtte maksab välja dividende on väga oluline. Sellest otsusest võib sõltuda nii ettevõtte aktsia hind kui ka ettevõtte väärtus. Juhtkond peab esmalt selgeks tegema, mis on ettevõtte jaoks olulisim ning seejärel valima vastavad dividendipoliitika.

Investori seisukohalt peab arvestama, kas investeringu eesmärk on teenida kiirelt tulu või aktsiaid ostetakse pikaajalisemaks investeringuks. Kui esimene variant, siis võib suhteliselt väikese riskiga tulu teenida ka muutumatut väljamakse kordajat kasutavalt ettevõttelt. Juhul kui on teada, et ettevõttel läheb hästi ning majanduslik seis on tugev, siis on oodata ettevõttele ka suurt kasumit ja selle võrra suuremat dividendimakset, kuid üle paari aasta on ettevõtte käiku ette ennustada riskantne. Pikaajalisema investeringu eesmärgiga on investoritel mõistlik valida ettevõtte, mis maksab stabiilset dividendi ehk ettevõtte dividend oleks sõltumatu eelmise aasta kasumist ning investeringute mahust. Kindlasti mõjutab ettevõtetel dividendide maksmist ning investorite otsuseid ka seadusandlus, mida käsitletakse ka järgmisena.

1.4. Väljamaksed aktsionäridele Eestis

Eesti Vabariigi äriseadustiku paragrahvis 279 on kirjas, et dividend makstakse välja rahas, kuid aktsionäri nõusolekul võib väljamakse teha ka muus varas. Nagu juba nimetatud, siis väljamakseid aktsionäridele saab teha kolmel viisil. Esimeseks võimaluseks on maksta dividende rahas, teine variant on aktsiate tagasiost ning kolmandaks aktsiakapitali vähendamine. Kui mujal maailmas USAs ja Kanadas on võimalik dividende maksta ka rohkem kui ühe korra aastas, kord kvartalis või isegi kord kuus, siis vastavalt Eesti Vabariigi Äriseadustiku paragrahv 277 lõige 1 järgi võib dividende maksta üks kord aastas kinnitatud majandusaasta aruande alusel.

Kõige levinum viis dividendide maksmiseks on rahaline dividend. Töös selgus, et ka Tallinna börsil on kõige populaarsem maksta rahalist dividendi. Vastavalt Äriseadustiku paragrahvile 157 makstakse dividende ettevõtte puhaskasumist või eelmiste majandusaastate jaotamata kasumist. Dividendi suuruse kinnitab esmalt üldkoosolek ning seejärel kooskõlastab juhatus otsuse nõukoguga ja esitab selle. (Äriseadustik § 278) Ettevõtte osanikul on õigus nõuda osanike otsusega ettenähtud dividendi väljamaksmist (Äriseadustik § 157 lg 4) ning osanikule makstakse dividend võrdeliselt tema osa nimiväärtusega, kui põhikirjaga pole ette nähtud teisiti (Äriseadustik § 157 lg 2).

Teiseks variandiks aktsionäridele maksmisel on aktsiate tagasiost, mis on reguleeritud Äriseadustiku paragrahvis 283. Töös analüüsitaval perioodil ostis aktsiaid tagasi enamik aastatel mitu Tallinna börsi ettevõtet, 2016. aastal tegid seda Ekspress Grupp, PRFoods ja Silvano Fashion Group. Seaduse kohaselt võib ettevõtte tagasi osta kuni 1/10 aktsiakapitalist, kui selle aluseks on üldkoosoleku otsus, mille vastuvõtmisest pole möödunud üle viie aasta ning kui aktsiate omandamine ei too kaasa netovara vähenemist alla aktsiakapitali ja reserveide kogusumma. (Äriseadustik § 283 lg 2)

Peamiselt on aktsiate tagasiostu eesmärgiks kas suurendada kasumit aktsia kohta või aktsia hinna kergitamine. Kasum aktsia kohta suureneb, kui aktsiate arvu vähendada ning seda peetakse vajalikuks just investorite ning analüütikute jaoks, sest neile on olulisem kasum aktsia kohta, mitte üldine kasuminumber.

Aktsiate tagasi ostmine on üks võimalus, kuidas ettevõtte aktsia hinda tõsta. Kui juhtkond tunneb, et firma aktsiahind on liiga madal ning hakkab neid tagasi ostma, annab see ka investoritele rohkem julgust ettevõtte aktsiaid osta ning see viib hinna tõusule. (Aktsiate tagasiostmine ...)

Võrreldes dividendidega on omaaktsiate tagasiostud tunduvalt juhuslikuma iseloomuga, sest on kindlaks tehtud, et aktsiate tagasiostu kasutavad juhuslikke ja ajutisi kõrgeid rahavooge omavad ettevõtted ning dividende maksavad eelkõige püsivate rahavoogudega ettevõtted. Läbiviidud uurimustest on järeldatud, et kui ettevõttel on vabu vahendeid väiksem summa, siis üldjuhul jaotatakse aktsionäridele see dividendide kaudu. Kui summad on suured, siis enamik aktsionäre on huvitatud aktsiate tagasiostust. (Raudsepp 2006, 151)

Kolmas variant aktsionäridele maksmiseks on aktsiakapitali vähendamine, mis tähendab, et tegelikult saab ettevõtte teha väljamakseid isegi vaba omakapitali puudumisel. (*Ibid.*) Seaduses reguleerivad aktsiakapitali vähenemist paragrahvid 352-363. Erinevalt dividendide maksmise otsusest nõuab Äriseadustik aktsiakapitali vähendamise puhul vähemalt 2/3 üldkoosolekul esindatud häälte nõusolekut. Aktsiakapitali vähendamine on ainuke väljamaksete tegemise viis, mille korral peab ettevõtte seaduse paragrahvi 358 nõudel oma võlausaldajaid teavitama. Juhatuse peab saatma 15 päeva jooksul otsuse vastuvõtmisest teate aktsiakapitali uue suuruse

kohta teadaolevatele võlausaldajatele, kellel olid nõuded aktsiaseltsi vastu. (Äriseadustik § 358)

Põhjus, miks juhatas võib soovida aktsakapitali vähendada tugineb eelkõige kapitali tootluse teoorial. Teooria kohaselt on investoritele atraktiivsem äriühing, millesse on investeeritud vähem kapitali. (Luiga 2013)

Oma investeeringutest kõrgemat tootlust teeniv ettevõtte kasvab sama investeeringute mahu juures kiiremini kui ettevõtte, mille kapitalitootlus on madalam. Selleks, et kasvada sama kiiresti kui kõrgema kapitali tootlusega ettevõtte, peab investeeringute maht olema suurem. Seega suurem vaba rahavoog annab ettevõttele paremad eeldused väärtuse kasvatamiseks. Kuid kasvu eelduseks on lisaks kapitalitootlikkusele ka juhtkonna võimekus teenitud kasumeid maksimaalses ulatuses reinvesteerida ning saavutada ka reinvesteeritud kapitalilt võimalikult kõrget tootlust. (Zenner et al 2009, 94)

Kuigi dividendi maksmise kõrval on populaarsust kogunud ka teised maksmise alternatiivid, siis paljud ettevõtted eelistavad siiski rahalisi dividendimakseid. Üheks põhjuseks on traditsioonid, selgus USAs tehtud uuringus. Enamik ettevõtted, mis pole dividende makseid teinud ütlevad, et ei hakka seda ka tegema. (Zirnask 2003, 20) Tallinna börsil pole sarnast uurimust läbi viidud ning autor võib ainult oletada, et erinevalt USA uuringu tulemustest maksavad Tallinna börsi ettevõtted dividende, et olla investoritele atraktiivsemad. Kuid üks põhjus, miks ettevõtted võivad lükata dividendi maksmise edasi on maksud.

Eesti ettevõtete tulumaksu süsteemi muudeti 2000. aastal ning see erineb enamikust Euroopa Liidu riikidest. Kui tavaliselt on ettevõtted kohustatud maksma tulumaksu igal aastal oma teenitud tulult, siis Eestis maksavad ettevõtted tulumaksu alles dividendide või muude kasumieraldiste välja maksmisel. Alates muudatusest on tulumaksumäär langenud kokku kuue protsendi võrra, aastani 2004 oli maksumäär 26%. (Corporate Income ... 2014) 2017. aasta juunis võeti vastu seaduse muudatus ning uueks tulumaksumääraks on 20% (Tulumaksuseadus). Töös arvesse võetud perioodi jooksul muutus tulumaksumäär ühe protsendipunkti võrra ning autor leiab, et see muutus ei ole nii suur, et võiks kuidagi mõjutada arvutusi järgmises peatükis.

2. TALLINNA BÖRSI EMITENTIDE DIVIDENDIPOLIITIKA

Töö teine peatükk keskendub empiirilisele analüüsile ehk ettevõtete majanduslikule poolele. Autor on analüüsinud Nasdaq Balti Tallinna börsil põhinimekirjas noteeritud ettevõtete dividendimaksetega seonduvaid näitajaid, et tõestada või ümber lükata töö alguses püstitatud hüpoteesid.

2017. aasta detsembri seisuga oli Balti börsi põhinimekirjas 15 Eesti ettevõtet - Arco Vara, Baltika, Ekspress Grupp, Harju Elekter, Merko Ehitus, Nordecon, Olympic Entertainment Group, PRFoods, Silvano Fashion Group, Skano Group, Tallink Grupp, Tallinna Kaubamaja Grupp, Tallinna Vesi ja LHV Group, viimane lisandus 2016 aasta mais. Kõige uuem tulija börsil on EfTEN Real Estate Fund III, kes liitus 2017. aasta lõpul.

Et mitte lasta arvutustesse ning andmetesse majanduskriisi suurt mõju, mis majanduseksperdi Andres Arraku sõnul lõppes 2009. aasta viimases kvartalis on analüüsi kaasatud andmeid aastast 2010 kuni 2017. Siiski selgub, et mitmed analüüsitavad ettevõtted pole kriisi mõjust veel toibunud. (Raus 2011) Andmed, mida töö autor kasutas arvutuste tegemiseks on kättesaadavad ettevõtete majandusaasta aruannetes Balti börsi koduleheküljel.

2.1. Emitentide dividendipoliitika Tallinna börsil

Eelmise peatüki lõpus andis autor ülevaate, millised on ettevõtetel põhilised viisid väljamakseid teostada. Järgnevas tabelis 2 on autor koostanud kokkuvõtte börsil noteeritud Eesti ettevõtete väljamakse viisidest aastatel 2011 kuni 2017. All olevas tabelist saab lugeja näha, kui paljud ettevõtted maksid investoritele vaadeldaval perioodil dividende, kui mitu ostis omaaktsiaid tagasi ning palju oli neid ettevõtteid, kes olid otsustanud väljamakseid mitte teha. Töös on edaspidi dividendide maksmise all mõeldud nii rahas makstavaid dividende kui

ka aktsiaikapitali vähendamisest tulenevaid väljamakseid, sest omanike rahavoogudele on neil sama mõju.

Tabel 2. Tallinna börsi ettevõtete väljamaksed aktsionäridele aastatel 2011-2017

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ettevõtete arv	14	14	13	13	13	14*	15*
Dividende välja maksnud ettevõtted	7	6	9	10	10	10	11
Dividende maksnud ettevõtete osakaal	50%	42,9%	69,2%	76,9%	76,9%	76,9%	78,6%
Omaaktsiaid tagasi ostnud ettevõtted	1	0	1	1	2	3	0
Ei teinud väljamakseid	6	7	4	3	2	2	3

Allikas: (Autori koostatud Nasdaq Balti börsilt andmete põhjal)

*arvutustel ei võeta arvesse 2016. aastal LHV Group ja 2017. aastal EFTEN Real Estate Fund III

Tabelist 2 on näha, et dividendide maksmine on võrreldes 2011. aastaga muutunud üha populaarsemaks, kuid on jätkuvalt ka neid ettevõtteid, kes väljamakseid igal aastal või üleüldse pole teinud. Aastal 2011 maksid dividende välja pooled ettevõtted, kuid sellest järgmisel aasta ühe võrra vähem. 2013. aastal kogus dividendide välja maksmine jällegi populaarsust ning väljamakseid aktsionäridele tegi üheksa Tallinna börsi põhinimekirja kuuluvat ettevõtet. Aastatel 2014 kuni 2016 on dividende maksnud ettevõtete osakaal olnud võrdselt 76,9% kui kolmeteistkümnest ettevõttest kümme otsustas aktsionäridele väljamakseid teha. Dividendide maksmise kasvav trend jätkub, sest 2017. aastal maksis üksteist ettevõtet aktsionäridele dividende, mis on ligi 80% ettevõtetest. Omaaktsiaid ei ole vaadeldaval perioodil tagasi ostetud vaid kahel aastal 2012. ja 2017. aastal.

Analüüsitava aja jooksul pole väljamakseid teinud kaks ettevõtet – Skano Group ja AS Baltika. Baltika puhul võib olukorda põhjendada sellega, et ettevõtte on olnud viimased kuus aastat väga suurtes raskustes. Näiteks 2014. aastal oli AS Baltika puhaskahjum 1,3 miljonit eurot. Vastavalt ettevõtte dividendipoliitikale ei maksta dividende enne, kui Grupp on saavutanud tugeva finantspositsiooni ning piisava investeringuvõimekuse, mille all mõeldakse, et netovõla ja omakapitali suhe on alla 40%.

Teine ettevõtte, mis pole oma investoritele dividende maksnud on Skano Group, millel on tulenevalt kontserni laenulepingutes kehtestatud tingimustest dividendide maksmine piiratud. Kuid tulevikus, kui majandustulemused paranevad on ettevõttel plaanis aktsionäridele kindlasti dividende maksta. Seega on aktsionäridel lootust kunagi saada dividenditulu ka Skano Groupilt.

Eelnevat tõestab ka järgnev tabel 3, kus on välja toodud ettevõtete makstud dividendide suurus aktsia kohta aastatel 2011 kuni 2017. Tabelist saab ülevaate, millised ettevõtted on viimase seitsme aasta jooksul teinud dividendide väljamakseid ja millised mitte. Samuti on tabelist näha, kui suured on dividendimaksed olnud aastas ning analüüsitaval perioodi kokku, ja kui suur on olnud ettevõtte keskmine dividendimakse seitsme aasta perioodil.

Tabel 3. Dividendi suurus aktsia kohta (*dividend per share*) aastatel 2011-2017 (eurodes)

Ettevõtte	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Keskmine 2011-2017	Kokku 2011-2017
Arco Vara	0	0	0	0	0,01	0,01	0,01	0	0,03
Baltika	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ekspress Grupp	0	0	0,01	0,01	0,04	0,05	0,06	0,02	0,17
Harju Elekter	0,06	0,07	0,09	0,10	0,15	0,12	0,25	0,12	0,84
Merko Ehitus	0,10	0	0,30	0,41	0,64	0,51	0,41	0,34	2,37
Nordecon	0	0	0	0,03	0,03	0,03	0,16	0,04	0,25
Olympic Entertainment Group	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,15	0,10	0,11	0,75
PRFoods	0,01	0,11	0,01	0,01	0	0	0	0,02	0,14
Silvano Fashion Group	0,29	0,25	0,20	0,30	0,10	0,25	0,20	0,23	1,59
Skano Group	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tallink Grupp	0	0	0,05	0,03	0,02	0,08	0,03	0,03	0,21
Tallinna Kaubamaja	0,28	0,35	0,35	0,30	0,40	0,52	0,63	0,40	2,83
Tallinna Vesi	0,80	0,84	0,87	0,90	0,90	0,90	0,54	0,82	5,75

Allikas: (Autori koostatud Nasdaq Balti börsilt saadud andmete põhjal)

Tabelist 3 eristub viis ettevõtet - Harju Elekter, Olympic Entertainment Group, Silvano Fashion Group, Tallinna Kaubamaja ja Tallinna Vesi, mis on kõigil seitsmel aastal maksnud investoritele dividende. Kõige suuremad dividendimaksed on teinud Tallinna Vesi. Ettevõtte dividendipoliitika kohaselt soovivad nad suurendada dividendimakseid iga-aastaselt vähemalt

tarbijahinnaindeksi võrra (AS Tallinna ... 2017). Varasematel aastatel on see ettevõttel õnnestunud, kuid 2015. aasta dividendid ei kasvanud võrreldes 2014. aasta väljamaksega ja kasvu ei tulnud ka 2016. aastal. Põhjust sellele töö autor ei leidnud, sest ettevõtte puhaskasum kasvas mõlemal aastal ning majandusaasta aruandes polnud samuti sellele selgitust antud. 2017. aastal langetas Tallinna Vesi märgatavalt oma dividende, mille põhjuseks toodi käimasolev tariifivaidlus nii riigikohtus kui ka rahvusvahelisest arbitraažikohtus.

Tallinna Kaubamaja eristub samuti teistest ettevõtetest mõnevõrra suuremate dividendimaksetega. Ettevõtte dividendipoliitika kohaselt arvestatakse dividendide määramisel eelkõige kolme teguriga: (Tallinna Kaubamaja ... 2016)

- 1) tuumikaktsionäride dividendiootustega,
- 2) väärtpaberituru üldise kapitalitootlusega,
- 3) kontserni jätkusuutlikkuse tagamiseks vajaliku optimaalse kapitali struktuuriga.

See strateegia on Tallinna Kaubamajale toonud kasu, sest ettevõtte aktsiad on investorite seas väga populaarsed. Sarnane dividendipoliitika on ka Nordeconil, mis on neljal viimasel aastal suutnud oma aktsionäridele väljamakseid teha.

Ka Harju Elektril ja Tallink Gruppil on sarnane dividendipoliitika, mis arvestab esmalt ettevõtte investeerimisvajadusega ning seejärel teeb otsused dividendide maksmise kohta. Harju Elekter on vaadeldava perioodil igal aastal väljamakseid teinud, Tallink on investoritele väljamakseid teinud alates 2013. aastast.

AS PRFoodsi dividendipoliitikaks on olnud jagada dividendideks 30% aasta puhaskasumist. Samuti on ettevõtte aruandes kirjas, et ettepanek dividendide väljamaksmiseks eelnimetatud ulatuses on ka märk sellest, et PRFoods soovib oma aktsionäride jaoks välja kujundada selget dividendipoliitikat. 2011 kuni 2014 aastal maksis ettevõtte kolmel korral 0,01 ning ühel aastal 0,11 eurot aktsia kohta. 2015. aastast ei ole aktsionäridele dividende ei jagatud, sest PRFoodsi majandusaasta puhaskasum polnud selleks piisav. (AS PRFoods ... 2017)

Sarnast dividendipoliitikat, mille strateegia näeb ette maksta dividendideks teatud protsent puhaskasumist jälgib ka Arco Vara, Merko Ehitus ning Harju Elekter. Arco Vara dividendipoliitika näeb ette maksta aktsionäridele 15% puhaskasumist. Arco vara on suutnud

investoreid rõõmustada viimasel kolmel aastal ning maksis 2015. aastal ligi 8% ettevõtte kasumist aktsionäridele, mis tähendab, et tegelikult pole ettevõtte oma dividendipoliitikat suutnud järgida. 2016. aastal võttis Arco Vara juhatus dividendipoliitika eesmärgiks maksta 2016. ja 2017. aastal dividende 1 sent aktsia kohta aastas ning seda on ettevõtte kahel aastal ka teinud. (Arco Vara ... 2017)

8. aprillil 2013 toimunud koosolekul vaatasid AS Merko Ehitus juhatus ja nõukogu üle ettevõtte strateegilised arengusuunad ja kinnitasid pikaajalised finantseesmärgid kuni aastani 2018, mille ühe osana seati uueks eesmärgiks maksta aktsionäridele dividendidena igal aastal välja 50-70% aastakasumist. Nimetatud eesmärgi täitmine on kontsernis oluliseks prioriteediks, mida ettevõtte on viimased neli aastat ka täitnud ning 2016. aastal maksis Merko Ehitus 2015. aasta teenitud puhaskasumilt lausa 91% aktsionäridele. Vaatamata väiksemale puhaskasumile 2016. aastal otsustas juhatus aktsionäridele maksta dividendideks veelgi enam kasutades ka eelnevate perioodide puhaskasumit. (AS Merko ... 2017)

Harju Elekteri strateegia on maksta dividendideks kolmandik majandusaasta puhaskasumist. Harju Elekter on dividende välja maksnud igal aastal ning vastavalt ka nende dividendipoliitkale on ettevõtte maksnud investoritele ligi kolmandiku teenitud puhaskasumist. (Harju Elekter ... 2017)

Autor on leidnud ka keskmise dividendi makse ettevõtte kohta viimase seitsme aasta jooksul. Vaadates tabeli 3 eelviimast veergu võib välja tuua, mis ettevõtted on pakkunud keskmiselt kõige suuremaid dividendimakseid. Märkimisväärselt suurimat dividendi (keskmiselt 0,82 eurot aastas) on maksnud Tallinna Vesi, teisel kohal (makstes keskmiselt 0,40 eurot aktsia kohta) on Tallinna Kaubamaja ning 6 senti vähem maksnud AS Merko Ehitus. Silvano Fashion Group on pakkunud kuue aasta jooksul aktsionäridele keskmisel 0,23 eurot aktsia kohta ning sellega hoiab kindlat neljandat kohta Olympic Entertainment Groupi ja Harju Elektri ees, kes on maksnud vastavalt 0,11 ja 0,12 eurot aktsia kohta. Ülejäänud ettevõtete keskmine dividendimakse on jäänud alla 0,1 euro.

Tabeli 3. viimases veerus on koostaja kokku liitnud kõigi kuue aasta dividendimaksed, et näha, millised ettevõtted on suurimaid väljamakseid teinud. See, et Tallinna Vesi on kindel

liider pole üllatav, ettevõtte on maksnud investoritele seitsme aasta jooksul koguni 5,75 eurot. Üle kahe korra vähem, kuid teist kohta hoiab selles võrdluses Tallinna Kaubamaja 2,83 euroga ning Merko Ehitus järgneb 2,37 euroga.

Ettevõtete dividendipoliitike kirjeldusest jäi kõlrama, et dividendimakse suuruse määrab paljudel ettevõtetel kasumi suurus. Tabelis 4. on näha ettevõtete tulu aktsia kohta (EPS - *earnings per share*), mis saadakse, kui lihtaktsionäridele kuuluv kasum jagatakse lihtaktsiate arvuga (Raudsepp 1995, 108):

$$\text{EPS} = \frac{\text{Kasum}}{\text{Aktsiate arv}}$$

Tabel 4. Ettevõtete kasum aktsia kohta (EPS) aastatel 2010-2016 (eurodes)

Ettevõtte	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Keskmine
Arco Vara	-0,06	-0,71	-3,79	0,72	0,15	0,08	-0,13	-0,53
Baltika	-0,27	-0,19	0,02	0	-0,03	-0,16	0	-0,09
Ekspress Grupp	0	0,06	0,08	0,04	0,17	0,09	0,15	0,08
Harju Elekter	0,13	0,17	0,21	0,3	0,56	0,18	0,18	0,25
Merko Ehitus	0,07	-0,8	0,43	0,59	0,7	0,56	0,35	0,27
Nordecon	-0,38	-0,17	0,05	0,15	0,06	0,01	0,1	-0,03
Olympic Entertainment Group	0,01	0,09	0,16	0,17	0,14	0,17	0,19	0,13
PRFoods	0,05	-0,01	0	0,02	-0,07	0,03	0,02	0,01
Silvano Fashion Group	0,31	0,55	0,36	0,28	0,23	0,26	0,22	0,32
Skano Group	0,17	0,57	-0,04	-0,16	-0,33	-0,09	-0,23	-0,02
Tallink Grupp	0,03	0,06	0,08	0,07	0,04	0,09	0,07	0,06
Tallinna Kaubamaja	0,41	0,53	0,51	0,43	0,5	0,54	0,63	0,51
Tallinna Vesi	0,82	1,08	1,13	1	0,9	0,99	0,92	0,98

Allikas: (Autori koostatud ettevõtete majandusaasta aruannete põhjal)

Märkus:

1. Kuna ettevõtted otsustavad dividendide maksmise eelmise aasta majandusnäitajate põhjal, siis on tabelis esitatud andmed 2010. kuni 2016. aasta kohta.

Eelnevast tabelist 4 on näha, et kõik ettevõtted pole töötanud ainult kasumiga ning seitsme aasta jooksul esines ka olukordi, kus ettevõtetel tekkis kahjum aktsia kohta. Seitse ettevõtet teenisid kõigil seitsmel aastal kasumit aktsia kohta ning kuuel ettevõttel tuli mõnel aastal leppida ka kahjumiga. Samuti võib väita, et kasumid on varieerunud aastate lõikes

märgatavalt. Näiteks Skano Groupil oli 2011. aastal kasum aktsia kohta 0,57 eurot ning aasta hiljem oli ettevõttel hoopis kahjum 0,04 eurot aktsia kohta.

Kui võrrelda andmeid tabelites 3. ja 4. võib välja tuua mõningaid seoseid. Varasemalt selgus, et Tallinna Vesi on maksnud vaadeldava perioodi lõikes kõige suuremaid dividende ning tabelist 4. selgub, et Tallinna Veel on olnud ka kõige suurem puhaskasum aktsia kohta. Sama seose võib tuua ka Tallinna Kaubamaja ja Silvano Fashion Groupi kohta, kes maksid mõnevõrra kõrgemaid dividende võrreldes teiste ettevõtetega ning nagu tabelist selgub, siis on neil ettevõtetel olnud ka suurem tulu aktsia kohta. Kuid siiski võib väita, et dividende makstakse väiksemas summas, kui on aktsia pealt teenitud kasum.

Kaks ettevõtet (Skano Group ja Baltika) pole viimase seitsme aasta jooksul dividende maksnud. Tabelist näeme, et Baltika on ainult 2012. aastal suutnud teenida kasumit aktsia kohta, mil see oli 0,02 eurot. Skano Groupil on õnnestunud kasumit teenida kahel aastal, kuid vastavalt laenulepingutingimustele pole ettevõtte saanud dividende välja maksta (Skano Group ... 2015).

Võrreldes kahte tabelit leiab veel neid ettevõtteid, kellel on kasum aktsia kohta küll tekkinud, kuid siiski pole dividende maksnud. Seda on teinud Olympic Entertainment Group ja Tallink Grupp. Mõlemad ettevõtted on kõigil aastatel teeninud kasumit aktsia kohta, kuid pole teinud väljamakseid 2010. ja 2011. aastal. Samuti on tabelist 4 näha miks Merko Ehitus 2012. aastal dividendid maksmata jättis (EPS -0,8).

Hinnates tabeli 4 andmeid võib välja tuua, et kui ettevõtte teenib kasumit aktsia kohta, siis üldjuhul maksab ta ka dividende. Ning üldjuhul, mida suurem on kasum, seda suuremat dividendi suudetakse investorile pakkuda. Seda, mis mahus nad seda teevad ehk millise osa teenitud puhaskasumist on maksnud ettevõtte dividendideks näitab järgnev tabel 5. Tabelis on välja toodud ettevõtete dividendide väljamaksekorra, mis on arvatud jagades dividend aktsia kohta eelmise aasta puhaskasumiga või -kahjumiga aktsia kohta (Roosaare 2016, 127):

$$\text{Dividendi väljamaksekorra} = \frac{\text{Dividendid}}{\text{Puhaskasum}}$$

Varasemalt selgus, et kaks ettevõtet - Baltika ja Skano Group pole analüüsitaval perioodil dividendimakseid erinevatel põhjustel investoritele teinud ning edaspidi jätab autor need ettevõtted arvutustest välja.

Tabel 5. Ettevõtete dividendide väljamaksekorrajad aastatel 2011-2017

Ettevõte	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Arco Vara	0%	0%	0%	0%	7%	13%	-8%
Ekspress Grupp	0%	0%	13%	25%	24%	56%	40%
Harju Elekter	46%	41%	43%	33%	27%	67%	139%
Merko Ehitus	143%	0%	70%	69%	91%	91%	117%
Nordecon	0%	0%	0%	20%	50%	300%	155%
Olympic Entertainment Group	100%	111%	63%	59%	71%	88%	53%
PRFoods	20%	-110%	10%	50%	0%	0%	0%
Silvano Fashion Group	94%	45%	56%	107%	43%	96%	91%
Tallink Grupp	0%	0%	63%	43%	50%	91%	45%
Tallinna Kaubamaja	68%	66%	69%	70%	80%	96%	100%
Tallinna Vesi	98%	78%	77%	90%	100%	91%	59%

Allikas: (Autori koostatud Nasdaq Balti börsi andmete põhjal)

Dividendi väljamaksekorrajat kasutatakse, et vaadata kas ettevõtte tulud suudavad katta dividendimakseid (Baker 2009, 202). Tabelist 5 on näha, et paljude ettevõtete väljamaksekorrajaja on olnud 0%, mis tuleneb sellest, et nendel aastatel pole ettevõtte dividende välja maksnud. Seitsmel korral on korrajaja olnud üle saja protsendi, mis tähendab, et ettevõtte on maksnud suuremaid dividende, kui on olnud eelmise aasta kasum ühe aktsia kohta. Tabelis paistab silma Nordeconi väljamaksekorrajaja, mis tuleneb sellest, et 2016. aastal maksti vaatamata 0,01 eurosele kasumile aktsia kohta 0,03 eurot dividende (väljamaksekorrajaja 300%). Kuid kõrged dividendi väljamaksekorrajad ei ole jätkusuutlikud ettevõtte finantseisule ning võib teistpidi viitada dividendide maksmata jätmisele tulevikus (*Ibid.*).

Kahel korral seitsme aasta jooksul on olnud ka olukord, kus ettevõtte maksab aktsionäridele dividende, kuigi tulu aktsia kohta pole teenitud, seda tegi 2012. aastal PRFoods ning 2017. aastal Arco Vara. Ülejäänud juhtudel on dividendimaksed olnud väiksemad või võrdne aktsiaalt saadava kasumiga. Stabiilselt kõige suurema osa tulust aktsia kohta on dividendideks maksnud Tallinna Vesi ning Tallinna Kaubamaja. Veel kolm ettevõtet näitavad stabiilselt

kõrgeid väljamaksekindaja numbreid – Merko Ehitus, Olympic Entertainment Group ja Silvano Fashion Group. Kuna valdavalt maksavad ettevõtted investoritele dividendideks väiksema osa kui saadud kasum aktsia kohta, siis võib kinnitada, et enamasti tulud katavad dividendi väljaminekuid.

Kui kasulik on üks või teine ettevõtte aktsia investorile näitab dividenditootlus või teisiti nimetades ka dividendimäär, mille saame jagades makstava dividendi aktsia hinnaga. Eristada saab kahte dividenditootlust – reaalselt ja jooksvat. Reaalse dividenditootluse saab kui jagada dividend aktsia selle hinnaga, millega investor on aktsia soetanud. Kuna iga investor soetab aktsia erineva hinnaga, siis on allolevas tabelis 6 on autor kaustanud jooksvat dividenditootlust, mille arvutamisel on dividendid jagatud iga aasta viimase börsipäeva aktsia turuhinnaga (Roosaare 2016, 126):

$$\text{Dividenditootlus} = \frac{\text{Dividend}}{\text{Aktsia hind}}$$

Tabel 6. Ettevõtete jooksev dividenditootlus (*dividend yield*) aastatel 2011-2017

Ettevõtte	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Keskmine
„Head dividendi maksjad“	6%	4,7%	5,6%	5,9%	6,1%	6,9%	5,3%	5,8%
Tallinna Kaubamaja	6%	6%	7%	6%	6%	6%	7%	6%
Tallinna Vesi	13%	9%	7%	7%	7%	7%	5%	8%
Merko Ehitus	2%	0%	4%	6%	8%	6%	5%	4%
Silvano Fashion Group	9%	9%	7%	25%	8%	8%	7%	8%
Olympic Entertainment Group	9%	6%	5%	6%	6%	8%	6%	7%
Tallink Grupp	0%	0%	6%	4%	2%	9%	2%	3%
Harju Elekter	3%	3%	3%	4%	6%	4%	5%	4%
„Nõrgad dividendi maksjad“	0,5%	4,25%	0,5%	1,25%	1,75%	1,75%	4,75	2,1%
Nordecon	0%	0%	0%	3%	3%	2%	13%	3%
Ekspress Grupp	0%	0%	1%	1%	3%	4%	5%	2%
PRFoods	2%	17%	1%	1%	0%	0%	0%	3%
Arco Vara	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	0%

Allikas: (Autori arvutused Nasdaq Balti börsi andmete põhjal)

Poolas, Varssavi börsil 2015. aastal läbi viidud uuringus võeti dividendi ettevõtetenä arvesse ainult need, kes viimase seitsme aasta jooksul on maksnud dividende üle poolte kordade, mis näitavat ettevõtte stabiilsust. Selleks, et leida töö teisele hüpoteesile täpsem vastus on autor on jaganud ettevõtted võttes arvesse eelpool mainitud stabiilsus kriteeriumit ning dividenditootlust ja selle ajalugu (vt intervjuu J. Roosaarega) tabelis 6 kahte gruppi: „head dividendi maksjad“ ja „nõrgad dividendi maksjad“. „Heade dividendi maksjate“ hulka kuuluvad ettevõtted, kes on seitsme aasta jooksul maksnud vähemalt viiel korral dividende (stabiilsus) ning kelle dividenditootlus on olnud kõrgem (tootlus). Neid ettevõtteid on Tallinna börsil kokku seitse: Merko Ehitus, Silvano Fashion Group, Tallinna Kaubamaja, Tallinna Vesi, Harju Elekter, Tallink Grupp ning Olympic Entertainment Group. Ülejäänud neli ettevõtet – Nordecon, Ekspress Grupp, PRFoods ja Silvano Fashion Group, kuuluvad „nõrgad dividendi maksjad“ gruppi.

Iga dividendiinvestori huvi peaks olema saavutada võimalikult kõrge dividenditootlus. Tabelis 6 on arvatud viimase seitsme aasta Tallinna börsi ettevõtete dividenditootlus, kus ettevõtted on jagatud vastavalt kolmele indikaatorile kaheks. Tabelis 6 on toodud võrdlus nii eraldi aastate kohta ning on ka leitud seitsme aasta keskmine. Andemetest saab välja lugeda, et „head dividendi maksjad“ toovad investoritele märkimisväärselt suuremat dividenditootlust kui seda on teinud „kitsid ettevõtted“. Seda saab väita nii aastate kohta eraldi, näiteks 2011. aastal oli keskmisest kõrgemat dividendi maksvate ettevõtete dividenditootlus 6% ning keskmisest madalamat dividendi maksvate ettevõtete dividenditootlus 0,5%. Sellest järgmisel, 2012. aastal, said „nõrgad dividendi maksjad“ dividenditootluse poolest kõige lähemale „headele dividendi maksjatele“, seda tänu PRFoodsi kõrgele indeksile (17%).

Aastate keskmist võrreldes saab väita, et investeerides „heade dividendi maksjate“ aktsiatesse on seitsme aasta jooksul teenitud 3,7% võrra kõrgemat dividenditootlust. Kuid aktsionäride jaoks on lisaks dividenditootlusele oluline ka aktsia hinna tõus ja sellest saadav tulu. 2011. aastal avaldasid K. Favaro ja G. Rotz põhjaliku ülevaate aktsionäride kogutulu (TSR - *total shareholder return*) indikaatorist. Mõlemad artikli autorid on olnud aastakümneid seotud suurte ettevõtete juhtide nõustamisega finantsteemadel ning veendunud, et TSR on üks parimaid indikaatoreid näitamaks ettevõtte väärtust ja edu nii lühi- kui ka pikaajalises perioodis. TSR arvutatakse protsendina liites omavahel ettevõtte aktsia hinna muutuse

perioodis ja dividendimaksed samal perioodil ning jagades aktsia hinnaga perioodi alguses (Favaro, Rotz 2011, 10):

$$\text{TSR} = \frac{\text{Muutus aktsia hinnas} + \text{makstud dividendid}}{\text{Aktsia hind aasta alguses}}$$

Tabel 7. Tallinna börsi Eesti põhinimekirja ettevõtete TSR ja OMXGI aastatel 2011-2017

Ettevõtte	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
„Head dividendi maksjad“	-16,71%	33,57%	14,14%	-5,29%	19,71%	33,86%	19,43%
Tallinna Kaubamaja	-18%	21%	3%	2%	40%	30%	19%
Tallinna Vesi	-10%	60%	39%	18%	12%	7%	-22%
Merko Ehitus	-39%	9%	27%	5%	28%	13%	2%
Silvano Fashion Group	23%	-2%	5%	-45%	17%	151%	4%
Olympic Entertainment Group	-22%	77%	10%	-3%	11%	8%	7%
Harju Elekter	-23%	19%	6%	7%	0%	12%	86%
Tallink Grupp	-28%	51%	9%	-21%	30%	16%	40%
„Nõrgad dividendi maksjad“	-41%	6,5%	-0,25%	-9,75%	5,5%	8,5%	22,25%
Nordecon	-36%	29%	-9%	4%	2%	30%	4%
PRFoods	-32%	17%	11%	-3%	-42%	-6%	63%
Ekspress Group	-33%	3%	8%	1%	22%	1%	-1%
Arco Vara	-63%	-23%	-11%	-41%	40%	9%	23%
Keskmine TSR	-25%	24%	9%	-7%	15%	25%	21%
OMXTGI	-23,94%	38,22%	11,38%	-7,66%	19,06%	19,63%	15,49%

Allikas: (Autori arvutused Nasdaq Balti börsi andmete põhjal)

Üleval oleva tabeli 7 sisu iseloomustab investorite kogutulu seitsme aasta jooksul. Tabeli viimases reas on välja toodud ka Tallinna börsi üldindeks (OMXGI), mis kajastab väärtpaberituru hetkeolukorda ja muutusi. Võrreldes tabeli kahte viimast rida, on märgata, et keskmine TSR ning OMXTGI on muutunud sarnaselt (vt Lisa 2). Kõige suurem erinevus kahe indeksi vahel on olnud 2012. aastal, kui OMXTGI oli 38,22%, kuid keskmine TSR 24%.

Võrreldes rühma „head dividendi maksjad“ keskmist TSR-i rühma „nõrgad dividendi maksjad“ omaga, siis on erinevused investorite kogutulu suhtes märgatavad. Kõikidel aastatel (va 2017) on vaadeldava perioodi jooksul teeninud aktsionär suuremat tootlust või väiksemat

kahju (2011. ja 2104. aastal) investeerides grupi „head dividendi maksjad“ ettevõtete aktsiatesse (vt Lisa 3). Erinevuse põhjus 2017. aastal võib olla PRFoodsi kõrge TSR (63%) ning Tallinn Vee madal TSR (-22%), mida põhjustas aktsia hinna langus ning dividendide vähenemine.

2.2. Intervjuu investori J. Roosaarega

Esimesed aktsiatehingud tegi J. Roosaare juba 1999. aastal ning on tänaseks aktsiainvestor erinevatel maailma turgudel. Alates 2008. aastast hakkas ta kokku panema investeerimist õpetavat raamatut, mis valmis 2013. aastal „Rikkaks Saamise Õpik“ nime all.

Töö autoril oli võimalus saada struktureeritud intervjuu uurimisprobleeme puudutavate küsimuste põhjal investori endaga. Järgnevalt on tootud autori küsimused ning intervjuueeritava vastused.

Kas Tallinna börsi ettevõtetal on mingi eripära võrreldes teiste börsidega?

„Kuna turg on väiksem ja välisraha ja fonde ei osale, siis on dividenditootlused kõrgemad ja likviidsus madalam. See annab erainvestorile võimaluse saada kõrgemat tootlust ja kasutada üksikute suuremate investorite müüke enda huvides ära.“

Mida Teie investeerides Tallinna börsil ettevõtete juures hindate?

„Minu jaoks on oluline, et ettevõtte maksaks dividende ning seejärel vaatan, kas ettevõtte on suutnud dividende aastate jooksul kasvatada. Ma eelistan alati kasvavaid dividende. Lisaks dividendidele hoian silma peal ka ettevõtte kasvupotentsiaalil. Üldiselt kehtib minu arvates TVB1 reegel, et ettevõtted, kellel on raha dividendide maksmiseks, on ka võimelised laienema ja kasvama.“

Kas arvate, et töö alguses püstitatud hüpoteese saab kinnitada?

H1: Ettevõtte dividendipoliitika sõltub ettevõtte kasumist.

„Esimene hüpotees peab minu hinnangul paika. Kui on stabiilsema kasumiga ettevõtte, siis on mida jagada.“

H2: Investoritele kõrgemat dividendi maksvate ettevõtete tootlus on kõrgem kui ettevõtetal, mis maksavad madalamat dividendi.

„Olen alati pooldanud ise ettevõtteid, mis annavad kõrgemat dividenditootlust ning panustanud pigem tulu teenimisele läbi dividendiaktsiate kui aktsia hinna tõusu ootama jäädes. Seega leian, et see hüpotees peab paika.“

Kas Tallinna börsi kohta saadud tulemusi saab ka mõne muu börsiga samastuda?

„Jah, usun küll. Balti börs on suhteliselt väike ning arvan, et Tallinna tulemusi saab samastuda nii Riia kui Vilniuse börsiga.“

2.3. Arutelu

Olles tutvustanud lugejatele dividendipoliitikat, selle teooriaid ja maksmise võimalusi ning töö teises pooles analüüsinud Nasdaq Tallinna börsil noteeritud Eesti ettevõtete finantsarve saab tulemuste põhjal teha mitmeid täheldusi, mida Roosare sõnul saab kasutada ka Vilniuse ja Riia börsi kohta.

Kõik põhinimekirjas olevad ettevõtted on seadnud endale dividendipoliitika eesmärgiks maksta oma aktsionäridele dividende, kuid mitmed seda siiski ei tee. Põhjused, miks ettevõtted dividende mõnel aastal ei maksa on enamjaolt - kas ettevõtte liiga väike kasum või mõnedel ettevõtetal on põhjuseks ka laenukoorem. Näiteks Baltika ning Skano Group pole viimase seitsme aasta jooksul väljamakseid teinud, kuid soovivad kindlasti aktsionäridele tulevikus dividende maksta. Need kaks ettevõtet jättis autor ka arvutustes välja, sest tegemist pole dividendi maksvate ettevõtetega. Samas, on ettevõtteid, näiteks Tallink Grupp, kes on lisaks dividendide maksmisele seadnud olulisele kohale ka ettevõtte kasumi reinvesteeringu, et toetada ettevõtte investeeringustegevust. Selline lähenemine iseloomustab töö teooria osas tutvustatud jääkdividendipoliitikat, kus esmajärjekorras on ettevõtte investeeringud ning seejärel järelejäänud tulu makstakse dividendideks.

Autor kaasas arvutusse andmeid alates 2010. aastast, et 2008.-2009. aasta majanduskriisi mõju tulemusi märkimisväärselt ei mõjutaks. Mitmeid analüüsitud ettevõtteid kummitab kriisi mõju siiani, näiteks pole Baltika suutnud siiani ettevõtte kriisieelset seisundit taastada. Kuid

dividendimaksed on viimastel aastatel muutunud üha populaarsemaks ning samuti rõõmustatakse investoreid kõrgemate maksetega.

Töö alguses püstitas autor mitu uurimisülesannet ning kaks hüpoteesi, millest esimene hüpotees väitis, et ettevõtte dividendipoliitika sõltub ettevõtte kasumist. Teiseks hüpoteesiks oli, et investoritele kõrgemat dividendi maksvate ettevõtete tootlus on kõrgem kui ettevõtetel, mis maksavad madalamat dividendi.

Analüüsidest ettevõtete majandusaasta aruandeid ja nende dividendipoliitika eesmärgi, siis võib autor kinnitada töö esimese hüpoteesi, et kasum mõjutab ettevõtete dividendipoliitikat. Tulemused kinnitavad, et kõigi ettevõtete eesmärgiks on maksta oma investoritele dividende, kuid mõnel aastal on seda takistanud ettevõtte vähene kasum. Samuti mõjutab makse suurust poliitika, kus ettevõtte on seadnud eesmärgi maksta dividendideks igal aastal teatud protsendi kasumist.

Töös on grupeeritud ettevõtted vastavalt dividendimaksete stabiilsusele ja suurusele kaheks. Ettevõtted, mis maksavad kõrgemat ning stabiilsemalt dividende on „head dividendi maksjad“, neid on Tallinna börsil kokku seitse - Merko Ehitus, Silvano Fashion Group, Tallinna Kaubamaja, Tallinna Vesi, Harju Elekter, Tallink Grupp ning Olympic Entertainment Group. Need neli ettevõtet, mis on maksnud madalamat dividendi nimetati „nõrgad dividendi maksjad“. Nagu selgus tabelist 6, siis kokkuvõttes on „head dividendi maksjad“ toonud seitsme aasta jooksul aktsionäridele dividenditootlust 5,8% „kitside“ 2,1% vastu. Kuid kogu tootlust investorile näitab TSR ning tabeli 7 andmete põhjal (vt ka Lisa 3) saab kinnitada ka töö teise hüpoteesi, sest ettevõtted, mis kuuluvad gruppi „head dividendi maksjad“ on seitsme aasta jooksul andnud aktsionäridele kõrgemat tootlust kui „nõrgad dividendi maksjad“. Hüpoteesiga nõustus ka Balti börsil investeeriv J.Roosaare, kes antud intervjuus väitis, et eelistab alati dividendiakstiaid.

Töös analüüsiti küll vaid Tallinna börsi, kuid kuna Tallinna börs on ettevõtete arvu ja suurustee poolest sarnane Riia ja Vilniuse börsiga, siis leidis Roosaare, et saadud töö tulemusi, saab kasutada ka nendel börsidel.

KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö raames uuris autor perioodil 2010-2017 Nasdaq Tallinna börsi põhinimekirjas noteeritud Eesti ettevõtete dividendipoliitikat. Püstitatud eesmärgiks oli teada saada, kas börsiettevõtted üldse järgivad mingit kindlat poliitikat oma dividendide jagamisel ning milline see on. Töö esimene osa andis ülevaate dividendipoliitikast ning selle eesmärkidest. Teises osas hindas autor ettevõtete dividendide maksmist viimasel seitsmel aastal kasutades kirjeldavat analüüsi tuginedes erinevatele finantssuhtarvudele.

Alustuseks kirjeldab autor dividendipoliitika olemust, dividendipoliitika teooriad ning maksmise võimalusi. Dividendipoliitika on strateegia, mida ettevõtte järgib, kui teeb otsuseid dividendide suuruse ja maksmise osas. Dividendidel täheldati neli iseloomulikku joont, esiteks nad järgivad kasumit, teiseks on nad jäigad, kolmandaks on dividendide muutused ühtlasemad, kui muutused kasumis ning lisaks, et dividendipoliitika kaldub järgima ettevõtte elutsükli. Ettevõtte elutsükliks on viis etappi ning leitakse, et dividendide maksmise võimalus on kõrge alles viiendas etapis ehk langusfaasis, sest siis on ettevõtte välise rahastamise vajadus madal ning sisemine finantseerimisvõimalus üle vajaduste.

Dividendipoliitika kohta on vastakaid arvamusi ning välja on kujunenud kolm peamist teooriat. Dividendide tähtsusetuse teooria, mille kohaselt ei mõjuta valitud dividendipoliitika ettevõtte väärtust ja on seega ebaoluline. Teiseks teooriaks on „varblane peas“ (*The Bird-in-the-Hand*) teooria, mille kohaselt tõstavad suuremad dividendid ettevõtte väärtust ning seepärast eelistavad ka investorid dividende kapitali kasvutulule. Lisaks eelnevale kahele on ka maksueelistuste teooria. Selle teooria kohaselt vähendavad madalad dividendid kapitalikulu ning maksimeerivad ettevõtte väärtust.

Dividendipoliitika, mida ettevõtetes rakendatakse on sarnaselt teooriatele samuti kolm. Esmalt stabiilne dividendipoliitika, mille eesmärgiks on maksta dividende igal aastal olenemata tulude muutusest. Seejärel muutumatu väljamaksekorrajaga dividendipoliitika, mis

eeldab, et igal aastal makstakse dividende kindel protsent ettevõtte kasumist. Vastavalt kolmandale ehk jääkdividendipoliitika teooria põhimõttele arvutatakse esmalt kasumist maha uute investeerimisprojektidega seotud omafinantseeringud ning seejärel makstakse kasumist järele jäänud summa aktsionäridele dividendideks.

Esimese peatüki lõpus andis autor põgusa ülevaate dividendide maksmise võimalustest. Kõige levinum on dividende maksta rahas, kuid dividende saab maksta ka aktsiaid tagasi ostes ning aktsiakapitali vähendamise kaudu. Ka töö empiiriline osa kinnitas seda, et dividendide maksmine rahas on kõige populaarsem.

Töö teine peatükk keskendus börsil noteeritud Eesti ettevõtete dividendipoliitika hindamisele. Ettevõtteid, mis kaasati töö käiku oli kokku 14 ning vaadeldav periood jäi vahemikku 2010 kuni 2017. Esmalt selgitas autor välja kui paljud ettevõtted on teostanud dividendimakseid ja kui paljud pole dividende vaadeldaval perioodil maksnud. Selgus, et alates 2012. aastast on dividendimaksete arv suurenenud ning 2017. aastal on maksis 78,6% ettevõtetest aktsionäridele dividende.

Seejärel on analüüsitud ettevõtete peamisi näitajaid aktsiate ja dividendide kohta, nagu „dividend aktsia kohta“, „kasum aktsia kohta“, „dividenditootlus“ ning kogu tootlus investorile. Selgus asjaolu, et ettevõtted, kes ei teeninud kasumit aktsia kohta dividende välja ei maksnud (va ühe korra PRFoods ja Arco Vara). Lisaks selgus, et ettevõtte, mis teenis kõige suuremat tulu aktsia kohta maksis välja ka kõige kõrgemaid dividende. Autor sai kinnitada töö esimese hüpoteesi, et ettevõtte kasum ning dividendipoliitika on omavahel seoses. Samuti saab kinnitada, et börsil noteeritud ettevõtted maksavad välja väga erinevas suurusjärgus dividende.

Et teada saada, millised ettevõtted toovad investorile suurimat kasu jagas autor ettevõtted kaheks võttes arvesse järgmised kriteeriumid: stabiilsus ja dividendide suurus. Analüüsist selgus, et need ettevõtted, mille dividenditootlus oli kõrgem ja kes olid vaadeldava perioodi jooksul vähemalt viiel korral dividendimakseid teinud, nende tootlus investoritele on suurem kui harvem ja madalamaid dividende maksnud ettevõtetel. Võttes eelnevat aluseks, sai autor

kinnitada ka töö teise hüpoteesi – investoritele kõrgemat dividendi maksvate ettevõtete tootlus on kõrgem, kui ettevõtetel, mis maksavad madalamat dividendi.

Kokkuvõtlikult võib öelda, et dividendipoliitika mängib ettevõtetes olulist rolli ning kõigil ettevõtetel on dividendipoliitika eesmärgiks oma aktsionäridele dividende maksta. Eesti börsiettevõtetel on erinevad dividendipoliitikad ning dividendide maksmist mõjutavad mitmed välised tegurid. Viimastel aastatel on dividendi maksmine muutunud üha populaarsemaks ning börsile on lisandunud ka igal aastal uusi ettevõtteid, mis loob uusi valikuid investoritele.

SUMMARY

DIVIDEND POLICIES OF ESTONIAN COMPANIES LISTED ON NASDAQ TALLINN STOCK EXCHANGE

Keit Viitkin

Investing in Estonia is becoming more popular each year and Tallinn Stock Exchange has a lot to offer. The aim of the work is to assess dividend policies of Estonian companies listed on Nasdaq Baltic stock exchange and to find out if publicly traded companies comply with any policies of distributing dividends. The first part of this work gives an overview of dividend policies and their objectives in general. In the second part, the author assessed the distribution of dividends of publicly traded Estonian companies in the last seven years (2010-2017) and noted the findings and conclusions on their dividend policies. Research was made using the data of 13 different companies, what are in Tallinn Main List at the moment and are paying dividends.

To start with, the author describes the essence of a dividend policy, different theories of dividend policies and different options of distributing dividends. A dividend policy is the strategy that the company follows when making decisions about the amount of dividends and their payment terms. There were four common attributes of dividends: they follow profit, they are strict, the changes of dividends are steadier than changes of profit, and in addition the dividend policy tends to follow the life cycle of the company.

There have been controversial opinions of dividend policies but mostly there have been developed three main theories: the dividend insignificant theory, the Bird-in-the-Hand theory, the theory of tax preferences.

Similarly to theories, there are also three different dividend policies that the companies tend to implement: the stable dividend policy, the dividend policy of unchanging distribution coefficient and the residual dividend policy.

In the first part of the work, the results of theoretical and empirical work confirm that the most common form of distributing dividends is in cash. Buying back the shares follows after that. Among the stock companies, one of the findings was that the payment of dividends in cash is the most popular way. During the seven-year period, there were only a couple of situations where shares were bought back.

In the second part, one of the findings was that the number of dividend payments had increased during the last years. In addition, 2017 was the year when 11 companies out of 14 did payouts to the shareholders. Next, the author analyzed the main indicators of shares, such as „dividend per share“, „earnings per share“ and „total shareholder return“. It was found out that the companies which did not earn profit, also did not pay out dividends, and there was also the fact that companies paid out dividends on very different scales and that the profits per share varied between years quite a lot. However, there were also some similarities between dividend policies.

What is more, the results showed that companies that are paying higher dividends their dividend yield and total shareholder return (in most years) is higher than the companies that are paying low dividends.

In summary, it can be said that the dividend policy plays an important role for companies and that all companies aim to pay out dividends to their shareholders. Listed Estonian companies mostly have different dividend policies and several external factors affect their dividend distribution. For investors it is more profitable to buy shares of companies who are paying more higher dividends.

VIIDATUD ALLIKAD

Aktsiate tagasiostmine on investorite lollitamine. Kättesaadav:

<https://www.aripaev.ee/borsiuudised/2016/02/08/aktsiate-tagasiostmine-on-investorite-lollitamine>, 28. märts 2018

Al-Malkawi, H.-A., Rafferty, M., Pillai, R. (2010) *Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence*. EuroJournals, Inc.

Arco Vara AS majandusaasta aruanne 2017.

AS Merko Ehitus konsolideeritud majandusaasta aruanne 2017.

AS PRFoods konsolideeritud majandusaasta aruanne 2017.

AS Tallinna Vesi majandusaasta aruanne 2017.

Baker, H. K. (2009) *Dividends and Dividend Policy*. New Jersey: John Wiley and Sons Inc.

Balti aktsiad <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=mainlist&lang=et>, 12. detsember 2017)

Clayman, M., Fridson, M., Troughton, G. (2012) *Corporate Finance: A Practical Approach. Second Edition*. New Jersey: John Wiley and Sons Inc.

Damodaran, A. (2001) *Corporate Finance: Theory and Practice. Second Edition*. New Jersey: John Wiley and Sons Inc.

Damodaran, A. (2011) *Applied Corporate Finance. Third Edition*. New Jersey: John Wiley and Sons Inc.

Damodaran, A. (2016) S&P Earnings and Dividends. Kättesaadav:

http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html, 19. veebruar 2018

Dividend Payout Policies. (2015) Kättesaadav:

<http://www.efinancemanagement.com/dividend-decisions/dividend-payout-policies>, 6. aprill 2018.

Eesti Vabariigi raamatupidamise seadus. RT 2002, 102, 600.

Eesti Vabariigi tulumaksuseadus. RT I 1999, 101, 903.

Eesti Vabariigi äriseadustik. RT I 1995, 26, 355.

Harju Elekter majandusaasta aruanne 2017.

Järve, J., Veisson, T. (2003) *Finantsjuhtimine*. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.

Karpavičius, S. (2014) Dividends: Relevance, rigidity, and signaling. Kättesaadav: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119914000029>, 26. märts 2018.

Kress, M. (2017) Dividendiaktsiatesse investeerimise põhimõisted – I osa. Kättesaadav: <http://www.dividendinvestor.ee/2017/04/16/dividendiaktsiatesse-investeerimise-pohimoisted-i-osa/#comments>, 19. aprill 2018

Larkin, Y., Leary, M.T., Michaely, R., 2012. Do investors value dividend smoothing stocks differently? Working Paper. Pennsylvania State University, Washington University in St. Louis, Cornell University.

Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U., Sarig, O. H. (2000) *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Boston: Harvard Business School Press.

Lintner, J., 1956. The American Economic Review. - *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*. 46, 97–113.

Luiga, S. (2013) Osa- ja aktsiakapitali vähendamise põhjused. Kättesaadav: <https://www.bdo.ee/et-ee/artiklikogu/maksu-ja-oigusteenused/osa-ja-aktsiakapitali-vahendamise-pohjused>, 02. aprill 2018.

Raudsepp, V. (1995) *Finantsjuhtimine*. Tallinn: Külim.

Raudsepp, V., Sander, P. (2006) *Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspekt*. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.

Raus, L. (2011) Arrak: majanduskriis lõppes Eestis juba tunamullu. Kättesaadav: <https://majandus24.postimees.ee/369680/arrak-majanduskriis-loppes-eestis-juba-tunamullu>

Roosaare, J. (2016) *Aktsiatega rikkaks saamise õpik*. Tallinn: Tallinna Raamatutrükikoda.

Skano Group AS majandusaasta aruanne 2015.

Staehr, K. (2014) Corporate Income Taxation in Estonia. Is It Time to Abandon Dividend Taxation? Tallinn: Tallinna Tehnika Ülikool

Suvas, A. (1990) Growth opportunities, dividend policy and the valuation of the firm. Vaasa University

Tallinna Kaubamaja Grupp AS majandusaasta aruanne 2016.

Tearu, A. (2005) *Ettevõtte finantsjuhtimine*. Tallinn: Kirjastus Pegasus.

Zenner, M., Berkovitz, T., Clark, J.H.S. (2009). Creating Value Through Best-In-Class Capital Allocation. – *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 21, no. 4, pp. 89-96.

Zirnask, V. (2003) Dividendide vähendamine on valus valik. – Ärielu

Favaro, K., Rotz, G. (2011). Total shareholder returns. Kättesaadav: <http://www.strategy-business.com/article>, 27. aprill 2018.

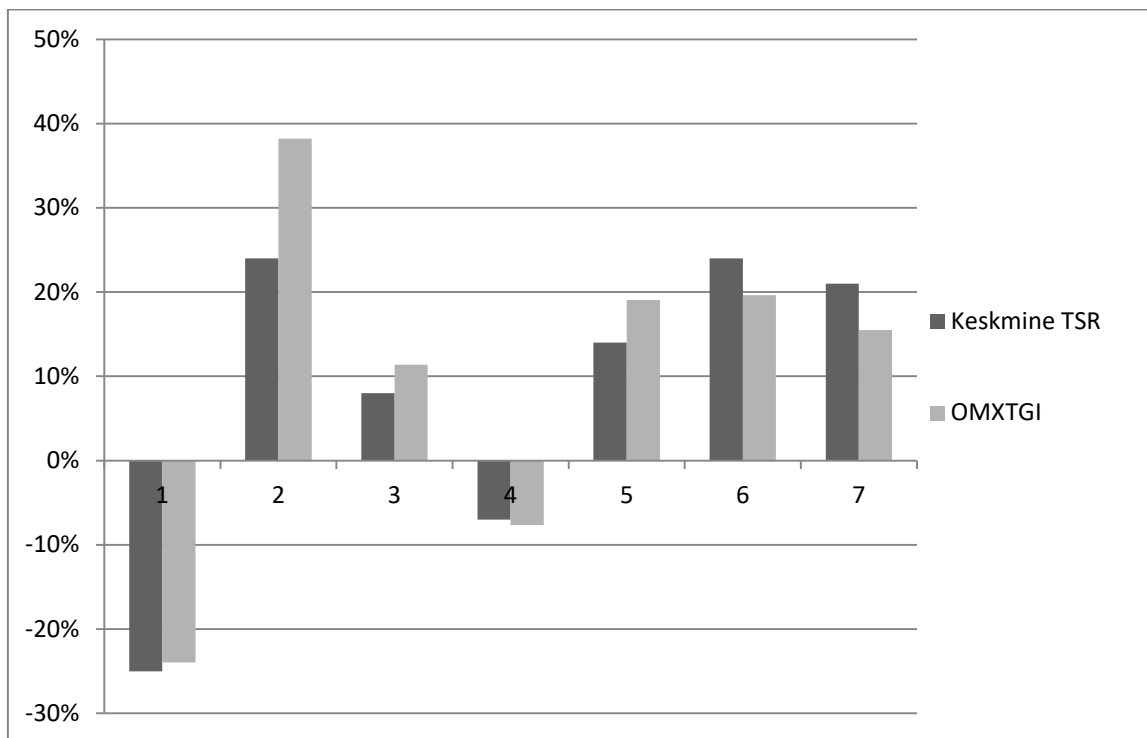
LISAD

Lisa 1. Ettevõtete aktsia hind 31.12.xxxx seisuga

Ettevõtte	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Arco Vara	2,06	1,58	1,4	0,828	1,15	1,24
Baltika	0,3	0,573	0,547	0,462	0,342	0,283
Ekspress Grupp	1,031	1,06	1,14	1,14	1,35	1,32
Harju Elekter	2,28	2,64	2,7	2,79	2,63	2,83
Merko Ehitus	5,4	5,9	7,2	7,14	8,48	9,05
Nordecon	0,9	1,16	1,05	1,06	1,05	1,33
Olympic Entertainment Group	1,062	1,78	1,86	1,7	1,79	1,78
Premia Foods	0,64	0,64	0,7	0,67	0,39	0,367
Silvano Fashion Group	3,055	2,74	2,67	1,18	1,28	2,96
Skano Group	1,62	1,24	1,22	0,853	0,726	0,455
Tallink Grupp	0,572	0,864	0,89	0,675	0,857	0,913
Tallinna Kaubamaja	4,813	5,48	5,3	5,1	6,74	8,23
Tallinna Vesi	6,29	9,2	11,9	13,1	13,8	13,8

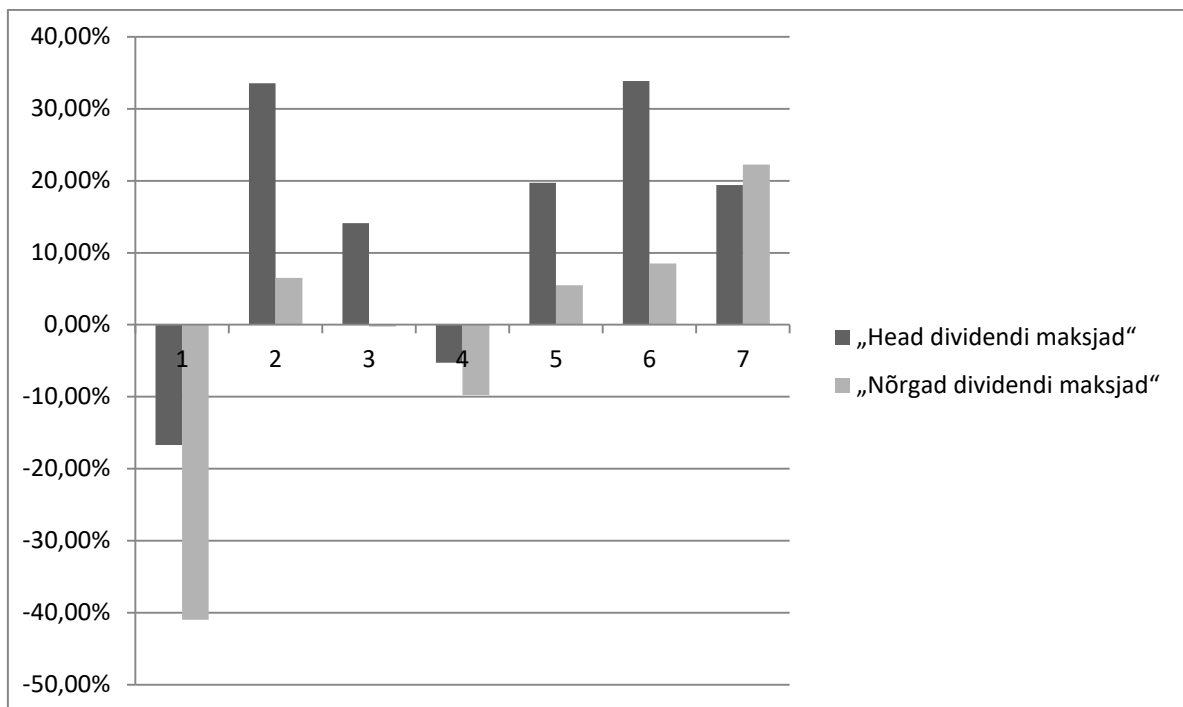
Allikas: (Autori koostatud Nasdaq Balti börsilt andmete põhjal)

Lisa 2. Keskmise TSRi ja OMXTGI võrdlus



Allikas: (Autori koostatud Nasdaq Balti börsi andmete põhjal)

Lisa 3. „Head dividendi maksad“ ja „nõrgad dividendi maksad“ keskmise TSRI võrdlus aastatel 2011-2017



Allikas: (Autori koostatud Nasdaq Balti börsi andmete põhjal)