

TALLINNA TEHNIKAÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Majandusanalüüsi ja rahanduse instituut

Kaisa Borštšik

**REGULAARSELE KASUMIJAOTISELE RAKENDUVA
14%-LISE TULUMAKSUMÄÄRA MÕJU EESTI ETTEVÕTETE
DIVIDENDIPOLIITIKALE**

Magistritöö

Õppekava Ärirahandus ja majandusarvestus, peeriala Ärirahandus

Juhendaja: Karin Jõeveer, PhD

Tallinn 2022

Deklareerin, et olen koostanud magistritöö 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 11 652 sõna sissejuhatusest kuni kokkuvõtte lõpuni.

Kaisa Borštšik, 10 mai 2022

(allkiri, kuupäev)

Üliõpilase kood: 204015TARM

Üliõpilase e-posti aadress: kaisa.borstsik@gmail.com

Juhendaja: Karin Jõeveer, PhD:

Töö vastab kehtivatele nõuetele

.....
(allkiri, kuupäev)

Kaitsmiskomisjoni esimees:

Lubatud kaitsmisele

.....
(nimi, allkiri, kuupäev)

SISUKORD

LÜHIKOKKUVÕTE	5
SISSEJUHATUS	6
1. DIVIDENDIPOLIITIKA JA TULUMAKSUSÜSTEEM.....	9
1.1. Dividendipoliitika teoreetilised alused	9
1.2. Dividendipoliitikat mõjutavad tegurid – empiiriliste uurimuste ülevaade	12
1.3. Ettevõtte tulumaksu olulisus.....	15
1.4. Eesti ettevõtete tulu maksustamine.....	18
1.4.1. Eesti tulumaksusüsteem.....	18
1.4.2. Regulaarsele kasumieraldisele rakenduv 14%-line tulumaks	20
2. VALIM JA METOODIKA	24
2.1. Valim	24
2.2. Mudelisse valitud muutujad	27
2.3. Kasutatav meetoodika	32
2.3.1. Dividendide regulaarsuse analüüs	32
2.3.2. Kahe valimi keskväärtuste testimine enne ja peale seadusemuudatust	33
2.3.3. Mitmene lineaarne paneelandmete regressioon.....	34
3. TULEMUSED JA JÄRELDUSED	37
3.1. Analüüsitud mudelite tulemused	37
3.1.1. Dividendide regulaarsuse analüüsi tulemused.....	37
3.1.2. Kahe valimi keskväärtuste testimise tulemused	41
3.1.3. Mitmese lineaarse paneelandmete regressiooni tulemused.....	42
3.2. Järeldused ja ettepanekud	45
KOKKUVÕTE	49
SUMMARY	52
KASUTATUD ALLIKATE LOETELU	55
LISAD	60
Lisa 1. Näide jaotatava kasumi maksustamisest perioodil 2017–2022	60
Lisa 2. Magistritöös kasutatav andmestik.....	61
Lisa 3. Korrelatsioonimaatriksid	62
Lisa 4. Dividendide maksmise jätkuvus 2016 kuni 2019.....	64
Lisa 5. Valimite keskväärtuste erinevuste testimise tulemused	65

Lisa 6. Regressioonanalüüsi tulemused kogupalimi puhul, sõltuv muutuja DIV_MAAR	66
Lisa 7. Regressioonanalüüsi tulemused vähendatud valimi puhul, sõltuv muutuja DIV_MAAR	68
Lisa 8. Regressioonanalüüsi tulemused kogupalimi puhul, sõltuv muutuja l_DIV	70
Lisa 9. Regressioonanalüüsi tulemused vähendatud valimi puhul, sõltuv muutuja l_DIV	72
Lisa 10. Regressioonanalüüsi alternatiivide võrdlus	74
Lisa 11. Lihtlitsents	76

LÜHIKOKKUVÕTE

Alates 2018. aastast rakendub regulaarselt makstavale dividendile alandatud 14%-line maksumäär, mis võimaldab ettevõtetel tavapärase 20%-lise maksukohustusega võrreldes vähendada kasumi jaotamisel tekkivat maksukulu. Seadusemuudatuse eesmärk oli aktiveerida ettevõtete kasumi jaotamist, hoida raha seeläbi rohkem ringluses, aga ka prognoosida paremini riigi maksutuluseid. Magistritöö eesmärk on hinnata alandatud 14%-lise regulaarsele dividendile rakenduva tulumaksumäära mõju Eesti ettevõtete dividendipoliitikale.

Analüüs teostatakse Orbis Europe andmebaasis tehtud valimi osas, mis sisaldab 2996 Eesti äriühingut. Valimisse on jäetud ettevõtted, mille asutamisaasta on 2012 või varasem, töötajate arv on 5 või enam ning dividendimakseid on vaadeldaval perioodil vähemalt kahel aastal. Analüüsitav periood on 2012–2020 (9 aastat), sh 2018–2020 on seadusemuudatuse järgne periood. Uuritakse dividendide maksmise regulaarsust, teostatakse kahe valimi keskväärtuste testimine enne ja peale seadusemuudatust ning viiakse läbi mitmene lineaarne paneelandmete regressioon kasutades fikseeritud ja juhuslike efektidega mudeleid.

Magistritöös läbiviidud uuringu tulemusena tuvastas autor, et regulaarsele kasumijaotisele rakenduv 14%-line tulumaksumäär ei ole avaldanud soovitud mõju Eesti ettevõtete dividendipoliitikale. Dividendimaksjate arv ning dividendimaksete jätkuvus on ka peale 2018. aastat jätkanud vähenemist. Peale seadusemuudatust ei ole dividendimaksete regulaarsus paranenud. Varasemate aastate kõrgem dividendide väljamaksekordaja ning makstud dividend pigem vähendab edasiste aastate kasumi jaotamist.

Võtmesõnad: tulumaks, 14%-line maksumäär, dividendipoliitika, Eesti, paneelandmed

SISSEJUHATUS

Majanduslik globaliseerumine võimaldab ettevõtetel varasemast üha väiksema kulu ja vaevaga valida, millistes riikides ettevõtet luua. Üheks oluliseks kriteeriumiks asukohavalikul on muuhulgas ka konkreetse riigi maksukoormus ning seeläbi maksude tasumise järgne kõrgeim kasumimäär. Majandusliku Koostöö ja Arengu Organisatsiooni (edaspidi OECD) avaldatud maksustamist ning majanduskasvu käsitlevas uuringus on hinnatud ettevõtte tulumaksu kõige rohkem majanduskasvu pärssivamaks maksude hulgas (Johansson *et al.* 2008). Viimasel kaheksal aastal on Eesti pälvinud OECD riikide seas kõige kõrgema konkurentsivõimega maksusüsteemi tiitli (Bunn, Asen 2021).

Eestis on maailmas üks erandlikke tulumaksusüsteeme, kus kasumi maksustamine on edasi lükatud selle jaotamise hetkeni. Rakenduv maksumäär on 20%. Alates 1. jaanuarist 2018 jõustus tulumaksuseaduse muudatus, mis alandas maksumäära regulaarselt makstavatele dividendidele ja muudele kasumieraldistele 14%-le. Madalam maksumäär rakendub eelmise kolme kalendriaasta keskmisele jaotatud maksustatud dividendile, ületavale osale rakendub tavamäär 20%. Selliselt soovib riik mõjutada ettevõtjaid ülemäärast jaotamata kasumit omanikele tagastama, mis intensiivistaks raha aktiivsena hoidmist, samas ka muudaks maksutulud paremini prognoositavaks (Tulumaksuseaduse muutmise... 2017). Muudatus on eelkõige adresseeritud välisriigi kontsernide tütarühingutele Eestis, kuivõrd sama seadusemuudatusega kehtestati täiendav 7%-line kinnipeetav tulumaks eraisikust omanikule makstavale alandatud maksumääraga maksustatud dividendile.

Globaalselt on tulumaksusüsteem hetkel muutumises – OECD ja G20 riigid on algatanud ühise kasumi kahanemise ja kasumi ümberpaigutamise projekti, mis määratleb globaalsed reeglid suurte piiriüleste kontsernide tulu maksustamisõigusele riikide vahel ning kehtestab maksukonkurentsi vältimiseks üleilmse miinimummaksu. Uued reeglid viiakse ellu potentsiaalselt juba 2023. aastal. Kuivõrd Eesti tulumaks vajab erireegleid oma süsteemi säilitamiseks, siis seda enam on oluline, et riigi maksusüsteem oleks efektiivne, sh iga tehtav muudatus annaks sellele lisandväärtust. Sellest tulenevalt on oluline mõista 14%-lise tulumaksu kehtestamise mõju. Autorile teadaolevalt ei ole teadustöodes selle muudatuse mõju analüüsitud.

Magistritöö eesmärk on hinnata alandatud 14%-lise regulaarsele dividendile rakenduva tulumaksumäära mõju Eesti ettevõtete dividendipoliitikale.

Magistritöös otsitakse vastuseid alljärgnevatele uurimisküsimustele:

- 1) Millised on peamised näitajad, mis mõjutavad ettevõtte dividendipoliitikat?
- 2) Milline on alandatud 14%-lise tulumaksumäära mõju Eesti ettevõtete dividendiootsustele?
- 3) Millised on muudatused valimisse sattunud ettevõtete dividendipoliitikas 14%-lise tulumaksu kehtestamise järgsel perioodil?

Töö jaotatakse kolmeks peatükiks, millest esimene avab teema teoreetilist tausta – mõtestatakse lahti dividendipoliitika, selle rakendatavad teooriad ja erinevad poliitikatüübid. Süstematiseeritakse varasemaid dividendipoliitika uuringuid, et selgitada välja kasumiväljamakseid mõjutavad tegurid. Sellega vastatakse uurimisküsimusele number 1. Teises peatükis viiakse läbi empiiriline uuring eesmärgiga vastata uurimisküsimustele 2 ja 3. Esimesena analüüsitakse dividendide maksmise regulaarsust. Vaadeldaks dividendimaksjate arvu, keskmist dividendi, aga ka sama äriühingu dividendide iga-aastast jätkuvust ajast. Lisaks analüüsitakse sõltuvate muutujate keskväärtsusi enne ja peale seadusemuudatust, et hinnata potentsiaalse mõju olemasolu seadusemuudatuse järgselt. Seejärel teostatakse paneelandmete regressioonanalüüs kasutades nii fikseeritud kui ka juhuslike efektidega mudeleid. Sõltuvateks muutujateks regressioonvõrrandites kasutatakse dividendide väljamaksekindajad ja makstud dividendi. Need annavad ülevaate dividendide maksmise suurusest ning mahust. Analüüsitav näitaja on eelneva kolme aasta libisev keskmine dividend, mis näitab dividendide jätkuvust ning uue perioodi dividendi sõltuvust varasemast dividendipoliitikast. Kuivõrd maksustamine on vaid üks potentsiaalne mõjur, millest lähtuvalt ettevõtted oma dividendimaksmise otsuseid teevad, siis varasemalt tõestatud mõjutavad tegurid kaastakse võrrandisse kontrollmuutujatena. Kolmandas peatükis presenteeritakse tulemusi, tehakse järeldused ning ettepanekud.

Valim koostatakse andmebaasis Orbis Europe, välistades väga väikesed alla 5 töötajaga, dividende mittemaksvad ning peale aastat 2012 registreeritud ettevõtted, kuivõrd nende puhul on dividendimaksud pigem kaootilised ilma väljakujunenud dividendipoliitikata. Analüüsitav periood on 2012–2020 ehk 9 aastat. 2021. aastat ei olnud võimalik magistritöö valimisse kaasata, kuna andmed olid olemas vaid üksikute äriühingute puhul. Orbis Europe andmeid on täiendatud makstud dividendide mahtudega Registrate ja Infosüsteemide Keskuselt. Autor rõhutab, et kuigi Orbis Europe andmebaasi kvaliteeti on pisteliselt kontrollitud autorile teadaolevate

dividendimaksjatega (veendatud nimekirjas sisaldumises) ning võrreldud nende majandusaasta aruannetega ja andmed vastasid originaalallikale, siis on töö piiritletud Orbis Europe andmebaasis olemasolevate ettevõtete infoga. Autor ei saa tagada, et kõikide tingimustele vastavate Eesti äriühingute andmed olid andmete kogumise hetkel Orbis Europe andmebaasis olemas.

Valim koosneb 2996-st Eestis registreeritud äriühingust. Empiiriline uuring viiakse läbi nii koguvalimi kui ka vähendatud valimi osas. Vähendatud valim koosneb välisriigi ettevõtete tütarühingutest Eestis. Vähendatud valimi maht on 273 ettevõtet. Kõikidel koguvalimisis oleval 2996-l ettevõttel omanikuriigi ja -tüübi infot ei olnud kättesaadav, neid vähendatud valimisse ei kaasatud. Paneelandmetel baseeruv uurimus viiakse läbi kasutades ökonomeetriatarkvara Gretl. Dividendide regulaarsust on analüüsitud läbi tabelite ning graafilise esitlemise kasutades tabelitöölustarkvara Microsoft Excel.

Magistritöö tulemused on kasulikud maksupoliitika kujundajatele, eelkõige Rahandusministeeriumile, et teha teadlikumaid otsuseid Eesti tulumaksusüsteemi tuleviku loomisel. Samuti on tulemused kasutatavad ettevõtjate esindusorganisatsioonidele ja teistele huvigruppidele lobitöö tegemisel, et leida täiendavaid argumente seadusloomes kaasarääkimisel.

1. DIVIDENDIPOLIITIKA JA TULUMAKSUSÜSTEEM

1.1. Dividendipoliitika teoreetilised alused

Dividendipoliitikaga määratakse dividendide jaotamise põhimõtted – otsustatakse jaotamise aeg, regulaarsus ning suurus. Dividendipoliitika on rahandusotsustes olulise tähtsusega, kuivõrd dividendimaksud kujutavad endast paljudele ettevõtetele ühte suurimat ning olulisemat rahalist väljaminekut (Ross *et al* 2022, 580). Väljamaksepoliitikaga adresseeritakse kahte küsimust: kui palju peaks äriühing omanikele kasumit jaotama ning kas jaotamine peaks toimuma dividendide või aktsiate tagasiostmise vormis (Brealey *et al* 2020, 425; Damodaran 2001, 658). Dividendipoliitikat on erialases kirjanduses uuritud juba mitmeid aastakümneid, kuid teadlased ei ole jõudnud ühisele seisukohale ning tihti tõlgendatakse samu empiirilisi uuringuid erinevalt ja jõutakse vastandlike järeldusteni (Al-Malkaw *et al.* 2010). Majandusteadlaste hinnangul on jäänud dividendipoliitika üheks rahanduse valdkonnaks, mis on endiselt vastandlik ja millel puudub ühine lahendus ning arusaam (Baker *et al* 2002; Waigand, Baker 2009; Al-Malkawi *et al* 2010).

Dividendipoliitika lahti selgitamine on majandusteadlaste jaoks olnud seega pikka aega üks keerukamaid rahandusvaldkonnas (Bhattacharyya 2007). Rahanduses levinult kasutusel olev ning ka TalTechi magistriõppes kasutatav õpik liigitab dividendid kümne tähtsaima lahendamata rahandusprobleemi hulka, mille osas on täiendavad nii teoreetilised kui ka empiirilised uurimused vajalikud (Brealey *et al* 2020, 915).

Järgnevalt annab autor ülevaate levinumatest dividendipoliitika teooriatest. Kuivõrd ettevõtete peamine eesmärk on maksimeerida oma väärtust (Damodaran 2001), siis dividenditeooriad arutlevad selle üle, millist mõju dividendiotsused ettevõtte väärtusele omavad. Seega sõltuvalt teooriast võib dividendiotsused olla otseses sõltuvuses sellest, kas ning milline on mõju makstaval dividendil ettevõtte väärtusele, ning muud näitajad, sh rakenduv maksustamine, ei pruugi olla primaarne. Seetõttu on teooriate väljatoomine dividendipoliitika muutusi analüüsivas töös vajalik.

Üks tuntumaid dividendipoliitika teooriaid on Miller ja Modigliani **dividendide ebaolulisuse teooria** (inglise keeles *dividend-irrelevance theory*), mis täiusliku turu ning ratsionaalsete

investorite tingimustel väidab, et dividendid ei oma ettevõtte väärtusele mitte mingit mõju – väärtuse määravad ettevõtte tuleviku rahavood ning see, mis osa sellest omanikele tagasi jaotatakse ei oma tähtsust (Miller, Modigliani 1961). Tegemist on baasteooriaga mitmete edasiarendustele, mis on saavutanud erialases kirjanduses nn kaasaegse dividenditeooria nurgakivi staatuse (Paulo, Gale 2012). Kuivõrd kapitaliturud ei ole alati efektiivsed, siis mitmed teadlased on selle teooria kitsaskohti proovinud ületada ning jõudnud erinevatele tulemustele.

Gordon-Linteri „**varblane peos**“ teooria (inglise keeles *Bird-In-Hand theory*) on üks vanimaid dividendipoliitika teooriaid, mis ütleb, et investorid eelistavad dividende (linnuke käes) vara väärtuse kasvule (kaks linnukest põõsas) (Gordon 1959; Linter 1962, Bhattacharya 1979; Al-Malkawi *et al* 2010). Seega mida suuremad dividendid, seda kõrgem on aktsia hind. Näiteks nii Gordon (1959) kui ka Fisher (1961) on jõudnud järeldusele, et aktsia hinda mõjutab dividend rohkem kui jaotamata kasumi jääk ning see tuleneb muu hulgas tulevikutulude ebakindlusest.

Maksueelistuse teooria (inglise keeles *Tax-Effect theory*) baseerub eeldusel, et kuivõrd dividendid on maksustatud kõrgemalt kui vara juurdekasv ning vara juurdekasvu puhul on maksustamine lükatud edasi kuni väärtpaberi müügi hetkeni, siis madal dividendimäär langetab omakapitali maksumust ning seeläbi tõstab aktsia väärtust (Al-Malkawi *et al* 2010). Maksueelistuste teooria vastandub eelnevalt kirjeldatud „varblane peos“ lähenemisele, mis jõudis sisult vastupidisele järeldusele. Brennan (1970) arendas CAPM finantsvarade analüüsimudelit (inglise keeles *capital asset pricing model*) edasi nn maksujärgsele kujule. Sellega jõudis ta järeldusele, et kõrgema dividenditootlusega aktsiad kauplevad madalama hinna juures tulenevalt dividendituluga kaasas käivast kõrgemast maksukoormusest. Mitmed uuringud on toetanud Brennani mudelit, aga mudel on leidnud ka palju kriitikat ning ümberlukkamist. Seetõttu ei ole selle järeldused lõplikud ning jäävad vaieldavaks (Al-Malkawi *et al* 2010).

Eelnevalt väljatoodud kolm peamist teooriat on üksteisele vastanduvad – vaieldakse, kas dividendid vähendavad, ei mõjuta või suurendavad ettevõtte väärtust. Seega nende kohaselt on ettevõttel põhjuseid otsustada nii maksimaalne dividendide maksmine või hoopis vältida kasumi jaotamist sootuks. Seega ei paku klassikalised dividenditeooriad äriühingu omanikele lahendust selle rahandusliku otsuse tegemisel.

Viidatud põhiteooriaid on täiendavalt ka edasi arendatud, välistatud on eeldus, et kapitaliturud on alati täiuslikud. Näiteks võib tuua **kliendimõju teooria** (inglise keeles *Clientele Effect*), mille

kohaselt mõjutavad investorite otsuseid erinevaid turu ebakorrapärad nagu näiteks tehingukulud, maksumäära erinevus vara juurdekasvu ning dividendide puhul – seega mõjutab dividendipoliitikat ka konkreetse investeringu kliendi profiil (Allen *et al* 2000). Investor valib tõenäolisemalt kuluefektiivsemaid varasid ning sellest tulenevalt võivad ka ettevõtted oma dividendipoliitikat kujundada, et olla investorile atraktiivsem. **Dividendisignaali teooria** (inglise keeles *Signaling*) kohaselt ei ole välistel investorite kasutada täielikku informatsiooni tuleviku rahavoogude prognoosimiseks, et hinnata ettevõtte väärtust ning seetõttu peetakse dividendiotsuseid üheks oluliseks informatsiooniallikaks hindamaks potentsiaalseid tulevikutuluseid ning seda kaudu ettevõtte väärtust (Bhattacharya 1979; Al-Malkawi *et al* 2010). **Agendikulu teooria** (inglise keeles *Agency Costs Theory*) kohaselt on dividendid üheks meetodiks, kuidas vähendada juhtkonna ja omanike võimalikest erinevatest huvidest tulenevaid agendikuluseid (Rozeff 1982). Selliselt on juhtkonna poolt tehtavad võimalikud omanike huvisid kahjustavad kulud piiratud ning kontrolli all.

Ettevõtte väärtusele keskenduvate dividenditeooriate kõrval on oluline aru saada, millest tulenevalt teevad äriühingud oma dividendiotsuseid – sh kuidas määratakse dividendide regulaarsus ja suurus. Erialases kirjanduses on välja toodud järgmised peamised dividendipoliitikat (Clayman *et al* 2012, 279-283):

- **Stabiilse dividendi poliitika** (inglise keeles *stable dividend policy*) kohaselt makstakse dividendidena igal aastal välja fikseeritud summa aktsia kohta, olenemata puhaskasumi kõikumisest. See poliitika ei tähenda siiski, et dividende aktsia kohta kunagi ei muudeta.
- **Stabiilse dividendide väljamakse kordaja poliitika** (inglise keeles *constant dividend payout ratio policy*) näeb ette, et dividendidena makstakse igal aastal välja fikseeritud protsent puhaskasumist.
- **Jääkdividendide poliitikat** (inglise keeles *residual dividend policy*) rakendavad ettevõtted jaotavad omanikele kasumi, mis jääb üle peale käibekapitali ning põhivara tarbeks kulutuste tegemist, st dividendideks makstakse kulutustest ning investeringutest üle jääv kasum.

Teoreetilised käsitlused analüüsivad, kuidas mõjutavad dividendiotsused ettevõtte väärtust ning kuidas on liigitatavad erinevad dividendipoliitikat. Kuivõrd aga dividendiotsuste uuringud on endiselt vastandlikud ning ei ole üheselt suudetud selgitada, millistel kaalutustel kasumi jaotamise otsused tehakse, siis üksnes teoreetilistest käsitlustest ettevõtte dividendiotsustel ei lähtu. Järgnevalt annab autor alapeatükis 1.2 ülevaate empiirilistest uurimustest, mis on analüüsinud detailsemalt dividendipoliitikat mõjutavaid tegureid. Nendele uuringutele tuginedes määratletakse

peatükis 2 läbiviidava empiirilise uuringu jaoks ka kontrollnäitajad, mida lisaks dividendile rakenduva maksumäära muutumisele analüüsitakse.

1.2. Dividendipoliitikat mõjutavad tegurid – empiiriliste uurimuste ülevaade

Dividendide maksmine on pikka perioodi uurides mitu aastakümnet järjest oluliselt vähenenud – ühe väiksem arv ettevõtteid jaotavad kasumit, kuid summaliselt on kasumijaotused suuremad. Aina enam kasutatav moodus kasumit omanikele tagasi jaotada on aktsiate tagasiost. Sama trendi on uuringud tuvastanud nii Ameerika Ühendriikides kui ka Euroopa Liidus. (Fama, French 2001; Eije, Megginson 2008) Siiski on alates 2000. aastast hakanud dividende maksvate ettevõtete arv taas kasvama. Dividendimaksjate arv USA andmetel tehtud uuringu kohaselt langes 73%-lt 1978. aasta 23%-ni 2000. aastal, kuid siis taas tõusis 36%-ni 2018. aastaks (Michaely, Moin 2022). Seega dividendid küll kaotasid vahepeal oma osatähtsust, kuid on olulise rolli säilitanud. Eesti kohta kahjuks sellist statistikat autorile kättesaadav ei olnud. Aktsiate tagasiost on oluliselt oma osakaalu väljamaksepoliitikas tõstnud ning viimastel aastatel on aktsiate tagasiost dividendidest olulise poolest möödumas (Brealey *et al* 2020, 425). Selles magistritöös keskendub autor dividendimaksetele, kuivõrd just regulaarne rahaline kasumijaotis, mida maksustatakse väljamaksja tasandil, on maksustatud analüüsitava 14%-lise tulumaksuga.

Majandusteadlased on teostanud erinevaid uuringuid, et aru saada, millest tulenevalt ettevõtted dividendiotsuseid teevad. Läbiviidud uuringud saab lähtuvalt uuringu meetodist jaotada kolmeks järgnevalt (Pärenson 2014):

- dividendimaksetele ning ettevõtte näitajatele keskenduvad uuringud (erinevad kvantitatiivselt mõõdetavad suurused);
- omanike omaduste ja profiilile keskenduvad uuringud;
- kvalitatiivsed uuringud, mille allikaks on peamiselt juhtkonna hinnangud, millest nemad konkreetselt lähtuvad otsuste tegemisel.

Selles magistritöös keskendub autor eelkõige esimesele uuringuliigile kuivõrd selleks, et hinnata maksumäära muutuse mõju, soovitakse aru saada, millised teised mõõdetavad näitajad otsuseid mõjutavad ning vastavad arvulised muutujad lisatakse koostatavasse mudelisse töö empiirilises osas peatükis 2. Ühes varaseimas tuntud ja palju viidatud dividendipoliitika uurimuses on John Linter (1956) järeldanud, et dividendid on (Brav *et al* 2005)

- püsivad (inglise keeles kasutatud terminit *sticky*);
- seotud varasemate aastate kasumiga;
- makstakse küpsete ettevõtete poolt;
- aasta-aastalt tasandatud (inglise keeles kasutatud terminit *smoothed*).

Fama ja French (2001) seostavad dividendide maksmist eelkõige äriühingu kasumlikkusega, kasvuga ning suurusega. Ettevõtted, mis on suuremad ning kõrgema kasumlikkusega maksavad üldjuhul dividende rohkem kui vanuselt noored ning rohkete investeringutega vähemkasumlikud ettevõtted. Fama ja French (2001) uuringust tulenevalt iseloomustasid dividende maksavaid ettevõtteid järgmised näitajad (Pärenson 2014):

- kõrgem kogukasumi (enne intresse) suhe koguvarasse;
- kõrgem kogukasumi suhe omakapitali;
- madalam varade kasvumäär;
- madalam ettevõtte turuväärtuse ja bilansilise väärtuse suhe (inglise keeles *market-to-book*);
- madalam teadus- ja arenduskulude osakaal varadest;
- suurem koguvarade maht.

Varasema John Lintri (1956) uuringust lähtuvalt läbiviidud uuem analüüs on toonud välja sarnased peamised tegurid, millest lähtuvalt dividendiootust ei tehta (Brev *et al* 2005):

- dividendide stabiilsus, nende vähendamise hoidutakse;
- investeerimis- ning likviidsusvajadused peavad olema eelisjärjekorras tagastud;
- kasumi kasvu jätkuvus;
- investorite ootused ja nõudmised.

Kuivõrd läbivald on nende uuringute üheseks jooneks olnud dividendide jätkuvus, siis eraldi on korduvalt uuritud ka just dividendide maksmise dünaamikat. Majandusteadlased on oma empiirilistes uuringutest väljendanud erinevaid tuvastatud seaduspärasusi, millest autori hinnangul on olulisimad järgmised:

- Dividendid jälgivad kasumeid (Lintner 1956; Damodaran 2001, 662).
- Dividendid on jäigad, ilma olulise põhjendusega ettevõtted oma dividendide väljamakseid muuta ei soovi (Guttmann *et al* 2010; Leary, Michaely 2011).
- Dividendide muutused on kasumi muutustest ühtlasemad (Damodaran 2001, 663; Leary, Michaely 2011).

- Dividendipoliitika on sõltuvuses ettevõtte elutsüklist, dividende maksavad pigem küpsemad ettevõtted, arengufaasis üldiselt dividende ei maksta (Linter 1956; El-Ansary, Gomaa 2012).

Eelnevalt väljatoodud uuringutest ning mitmetest teistest järgnevalt viidatud uuringutest on autor koondanud kokkuvõtliku tabeli 1, et süstematiseerida peamised dividendipoliitikat mõjutavad tegurid. Kuivõrd analüüsiti nii üldisemaid kui detailsemaid uuringuid, siis liigitatakse tunnused valdkondadeks ning juhul, kui selgus täpsem analüüsitud näitaja, siis on see esile tõstetud.

Tabel 1. Kokkuvõte dividendipoliitikat mõjutavatest teguritest

Valdkond	Näitaja	Viited allikatele ¹
Suurus	Koguvarade maht	(Baker <i>et al</i> 2002) (Fama, French 2001) (Kuzucu 2015) (Labhane, Mahakud 2016)
Vanus	Aastate arv	(El-Ansary, Gomaa 2012) (Linter 1956) (Kuzucu 2015)
Omanikud, agendikulud	Era/institutsionaalne Perekondlik/mitte Börsil noteeritus	(Baker <i>et al</i> 2002) (Ilie 2011) (Kuzucu 2015)
Kasumlikkus	Kogukasumi suhe koguvarasse (<i>return on assets, ROA</i>) Kogukasumi suhe omakapitali (<i>return on equity, ROE</i>) Kasum	(Baker <i>et al</i> 2002) (Baker, Powell 2000) (Fama, French 2001) (Kuzucu 2015) (Labhane, Mahakud 2016) (Linter 1956)
Kasv	Varade kasvumäär	(Fama, French 2001) (Ilie 2011) (Kuzucu 2015) (Labhane, Mahakud 2016)
Likviidsus	Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja (<i>current ratio</i>)	(Baker <i>et al</i> 2002) (Brev <i>et al</i> 2005) (Ilie 2011)
Kapitalistruktuur	Võla suhe koguvarasse	(Ilie 2011) (Kuzucu 2015) (Labhane, Mahakud 2016)
Dividendide jätkuvus	Eelmise aasta dividend Dividendide väljamakse kordaja	(Baker, Powell 2000) (Brev <i>et al</i> 2005) (Guttmann <i>et al</i> 2010) (Linter 1956)
Maksud	-	(Baker <i>et al</i> 2002)

Allikas: autori koostatud tabelis viidatud uuringute põhjal

Dividendipoliitikat mõjutavaid tegureid analüüsivad uuringud on maksude mõju toonud välja pigem vähe. Küll aga on tehtud just maksustamise mõjule keskenduvaid eraldiseisvaid uuringuid

¹ Iga viidatud allikas väidab, et väljatoodud valdkond mõjutab dividendipoliitikat. Vähemalt üks viidatud allikas iga valdkonna juures viitab konkreetse näitaja seosele dividendipoliitikaga. Konkreetne näitaja ei pruugi olla väljatoodud igas viidatud uuringus.

Tulemused nendel uuringutel on olnud vastandlikud. Finantsjuhtide seas läbiviidud uuring kinnitas, et nende hinnangul on maksud ebaolulisel kohal kui hinnata tingimusi, mille järgi ettevõttes dividenditsuseid tehakse (Brav *et al* 2005). Samas on leitud, et maksude ning dividenditsuste seos on oluline ja dividendidele rakenduv maks ja selle võimalikud muudatused mõjutavad enim just neid ettevõtteid, kelle omanikud on ettevõtte nn siseringkonnast (Jacob, Jacob 2013). Kuivõrd Eesti ettevõtted on suures osas avalikult noteerimata, paljuski väikesed ning keskmise suurusega äriühingud, siis võib omanikering olla dividenditsustel oluliseks mõjutajaks. Maksumäära mõju dividenditsusetele on analüüsitud ka investorile vaatest. USA-s rakenduva tulumaksumäära tõusu eel 2011. ja 2013. aastal leiti, et oodatava maksutõus muutis ettevõtete dividendide väljamaksmise ajastust – enim maksti dividende välja vahetult enne seadusemuudatuse jõustumist, peale muudatust mõneks ajaks maksmise aktiivsus langes. (Hanlon, Hoopes 2014).

Kuivõrd Eesti tulumaksusüsteem baseerub kasumi jaotamisele, siis see pärsib siinsete ettevõtete motivatsiooni teenitud tulu jaotada võrreldes klassikalise tulumaksusüsteemiga (Hazak 2008, 2009). Samas on Eesti dividendipoliitikat mõjutav kindlasti ka see, et suur enamus on väikesed või keskmised ettevõtted, mille osalus ei ole avalikult kaubeldav. See teeb vara juurdekasvu realiseerimise keeruliseks – puudub likviidsus ja turg. Sisuliselt ainukesed kapitalitulu realiseerimise moodused on kas ettevõtte müüa, mis on keeruline, kulukas ning ajamahukas, või saada osa kasumist läbi dividendide. Eelnevalt on välja toodud mitmeid näitajaid, millest empiiriliste uurimuste kohaselt dividendipoliitika sõltub. Järgnevalt toob autor välja ettevõtte tulumaksu olulisuse, Eesti tulumaksu erisused ning analüüsitava seadusemuudatuse, mille mõju Eesti ettevõtete dividendipoliitikale peatükis 2 uuritakse.

1.3. Ettevõtte tulumaksu olulisus

Majanduslik globaliseerumine võimaldab ettevõtetel varasemast üha väiksema kulu ja vaevaga valida, millistes riikides ettevõtet luua. Seda valikut tehakse näiteks ettevõtte tegevusvaldkonna, klientuuri, tööjõu, muude ressursside asukoha või teiste oluliste näitajate järgi. Üheks oluliseks kriteeriumiks asukohavalikul on lisaks eelnimetatule ka konkreetse riigi maksukoormus ning seeläbi maksude tasumise järgne kõrgeim kasumimäär. OECD avaldatud maksustamist ning majanduskasvu käsitlevas uuringus on hinnatud ettevõtte tulumaksu kõige rohkem majanduskasvu pärssivamaks, sellele järgnevad eraisiku tulumaks ja tarbimismaksud, väikseim mõju

majanduskasvule tuleneb kinnisvara maksustamisest (Johansson *et al.* 2008). Seega on kasumile rakendatav tulumaksusüsteem üheks oluliseks muutujaks, mida ettevõtted äriotsuseid tehes arvesse võtavad.

Kuivõrd riigile tähendab ettevõtlus ning suurem investeeeringute hulk, eriti just välisinvestorite lisandumine, suuremat täiendavat maksutulu, siis üleilmastumise suurenedes kasvab ka konkurents riigi ettevõtluskeskkonna efektiivsuse osas. Kõrge efektiivne maksukoormus vähendab riigi atraktiivsust välisinvestorite silmis, sh oluline on lisaks maksumäärade jälgida ka maksubaasi, topeltmaksustamise vältimise viise ning agressiivse maksuplaneerimise võimalusi ning piiranguid (Deloitte 2020). OECD riikide tulumaksu arenguid analüüsid on leitud, et 80ndatest alates on toimunud oluline muutus tulu kõrgest maksustamisest tarbimise maksustamise suunas, seda peamiselt just väikematest Euroopa riikides (Loretz 2008). Kui 1980. aastal oli keskmine ettevõtte tulumaksumäär 180 analüüsitud riigi seas 40,11%, siis 2021. aastaks on maksumäär langenud 23,54%-ni, EU27 riikide hulgas 21,3%-ni (Bray 2021). Ettevõtete kasumi maksustamise süsteemid erinevad peamiselt maksumäära ja maksubaasi osas, sh milline osa tulust on maksustatav, millised on võimaldatud mahaarvamised.

Enamus riike rakendab klassikalist tulumaksusüsteemi, kus maksustatakse teenitud kasumit. Eestis on rakendatav erandlik maksusüsteem, kus kasumi maksustamine on edasi lükatud jaotamise hetkeni. Suurim erinevus kahe süsteemi vahel on maksustamise hetk (Hazak 2008). Eesti süsteemi erisus on Euroopa riikide seas unikaalne (Andrejovská 2016, 1703), lisaks Eestile võttis sama süsteemi alates aastast 2018 kasutusele ka Läti (State revenue... 2021; EY 2021). Eesti tulumaksusüsteemi on detailsemalt kirjeldatud alapeatükis 1.4.

Euroopa Liit ühtlustab ning kontrollib oma liikmete hulgas mitmeid maksustamisvaldkondasid, peamiselt käibemaksu ning aktsiisidega seonduvalt eesmärgiga tagada kaupade ja teenuste vaba liikumine ning välistada ebaõiglane konkurents (European Union 2022). Näiteks on Euroopa Liidus läbivalt kasutusel sarnane käibemaksusüsteem, mille suunised on ette antud liikmesriikidele kohustusliku direktiiviga ning milles kehtestatud nõuded peab iga riik oma seadusandlusesse sisse viima (European Commission 2022). Äriühingute maksustamist selliselt riikide vahel seni veel ühtlustatud ei ole.

Viimastel aastatel on globaalsel tasemel tulumaksusüsteemi reguleerimise osas toimunud märkimisväärne areng. Ühiskond üha enam digitaliseerub ning ettevõtte füüsiline asukoht ning

tulu teenimise koht ei ole enam omavahel seostatavad. See toob kaasa olukorra, kui äriühingu füüsilise asukoha järgi toimiv maksusüsteem enam oma eesmärki esialgsel kujul enam ei täida. OECD ja G20 riigid on algatanud ühise raamistiku BEPS (inglise keeles *base erosion and profit shifting*) ehk maksubaasi kahanemise ja kasumi ümberpaigutamise (Maksubaasi...) projekti, mille raames suure arvu riikide koostöös töötatakse välja tegevuskava ning meetmed tulumaksusüsteemi kaasajastamiseks (OECD 2021). Sisuliselt on tegemist globaalse maksureformiga, mille eesmärgid on Rahandusministeeriumi andmeil järgmised (Rahandusministeerium 2021):

- „Muuta hargmaiste kontsernide kasumi maksustamise reegleid, jaotades maksustamisõiguse riikide vahel ümber rohkem tarbijate asukohariikide ehk tururiikide kasuks (I sammas).
- Piirata riikidevahelist maksukonkurentsi üleilmse miinimummaksu kehtestamisega (II sammas).“

Algatuse I sammas annab reguleeritud mahus ja tingimustel üle 20 miljardi eurose müügituluga kontsernide tulu maksustamisõiguse tuluallika riigile. Esialgse idee kohaselt oli tegemist nn digimaksu ideega, edasiarendatud ettepanek siiski ei piiritle loodavat süsteemi vaid digiteenustega. Algatuse II sammas näeb ette 15%-lise üleilmse miinimummaksu kehtestamise rahvusvahelistele kontsernidele, kelle müügikäive kahel aastal viimasest neljast aastast on vähemalt 750 miljonit eurot. Hetkeliste plaanide kohaselt on maksureformi jõutumine on planeeritud juba 2023. aastaks. Oktoobris 2021 andis algatusele 136 riigi hulgas nõusoleku ka Eesti. Eesti ettevõtjatel on meil kehtiva maksusüsteemi kaitsmiseks võimalik miinimummaksu tasumist 4 aastat edasi lükata. (Rahandusministeerium 2021) Vabariigi Valitsus on selgitanud, et Eesti ettevõtete jaoks kehtiv tulumaksusüsteem ei muutu, see puudutab tulenevalt kõrgetest piirmääradest vaid rahvusvaheliste suurkontsernide tütarettevõtteid (Vabariigi Valitsus 2021).

Globaalse maksureformi potentsiaalset mõju Eesti maksusüsteemile selle magistritöö raames ei analüüsita. Küll aga näitab BEPS raamistiku loomine hästi seda, kuivõrd olulist kohta nii riikide kui ettevõtjate seisukohalt ettevõtte tulumaksusüsteem täidab. Eesti maksusüsteem on nii Euroopas kui ka maailmas üks erandlikest ning seega vajab selle süsteemi kaitsmine väljatöötatava reformi raames täiendavaid läbirääkimisi ning samme. Seega on oluline, et Eesti maksusüsteem oleks tõhus ning efektiivne, sh 2018. aastal lisandunud regulaarsele kasumieraldisele rakenduva alandatud tulumaksumäär annaks süsteemile lisandväärtust ning täidaks eesmärki.

1.4. Eesti ettevõtete tulu maksustamine

1.4.1. Eesti tulumaksusüsteem

Eestis kehtis kuni aastani 2000 klassikaline äriühingute ettevõtlustulu maksustav süsteem. Alates 1. jaanuaris 2000. aastal jõustus uus tulumaksuseadus, millega kasumi maksustamine lõpetati ning see asendus omanikul väljamakstava kulu maksustamisega. (Tammert 2006, 11) Lisaks kasumi jaotamisele maksustati uue rakenduva süsteemi kohaselt tulumaksuga ettevõtlusega mitteseotud kulud, sh erisoodustused, kingitused, annetused. Varasemalt ei olnud need kulud tuludest maha arvatavad ning seega kuulusid kaudselt maksustamisele ka enne. Uus süsteem muutis tehniliselt vaid tulu maksustamise aega, küll aga muutus maksusüsteem kergemini täidetavaks nii ettevõtjale kui ka maksuhaldurile ning vähendas ettevõtjate survet kasumit kunstlikult vähendada või varjata. (Lehis *et al* 2008)

Kasumi jaotamisele baseeruva tulumaksusüsteemi kehtestamise eesmärk oli ettevõtete arengu soodustamine ning Eesti muutmine investoritele atraktiivsemaks (Lehis *et al* 2008). Eesti Panga ning Tartu Ülikooli ühises uuringus, samuti Tallinna Tehnikaülikoolis kaitsitud doktoritöös, on jõutud järeldusele, et kasumi jaotamisel baseeruv tulumaksusüsteem tõi kaasa olulise kasvu ettevõtete likviidsuses ning vähendas väliste finantseerimiste kasutamist (Masso *et al* 2013; Hazak 2008). Tuvastatud on ka positiivne trend reformijärgsete investeeringute mahu ning produktiivsuse kasvuga (Masso *et al* 2013). Eelnevast võib järeldada, et uuringud on kinnitanud tulumaksureformi eesmärgi täitmist.

Eelmises alapeatükis toodi välja, et nii OECD kui Euroopa riikide seas on viimasel mitmel aastakümnel toimunud oluline tulumaksumäärade vähendamine, et olla investorite silmis atraktiivsem. Ka Eestis on alates hetkelisel kujul kehtiva tulumaksusüsteemi juurutamisest korduvalt maksumäärased langetatud. Eestis kehtinud tulumaksumäärade ajalugu alates 2000. aastast on toodud tabelis 2. Peale 2015. aastat on maksumäär püsinud muutumatu.

Tabel 2. Tulumaksumäärad aastatel 2000-2021

Periood	Tulumaksumäär
Alates 01.01.2000	26%
Alates 01.01.2005	24%
Alates 01.01.2006	23%
Alates 01.01.2007	22%
Alates 01.01.2008	21%
Alates 01.01.2015	20%

Allikas: Lehis (2021, 40)

Tulumaksuseaduses (TuMS) reguleerib residendist juriidiliste isikute maksustamist 10. peatükk, §-d 47¹ – 54. Juriidilise isiku maksuobjektid on tulumaksuseaduses loetletud ammendavalt, ehk nimetamata väljamaksed maksustamisele ei kuulu (Lehis 2021). Juriidilise isiku maksustamise puhul on maksumäär 20%, maksustatav summa jagatakse enne maksumääraga korrutamist 0,8-ga (TuMS § 4 lg 1¹). Seega lisatakse tulumaks väljamakse summale, netosumma korrutatakse määraga 20/80.

Magistritöö keskendub kasumijaotiste maksustamisele ning seetõttu teistele maksuobjektidele (erisoodustused, kingitused, annetused, vastuvõtukulud, ettevõtlusega mitteseotud kulud) ei keskenduta. Tulumaksuseadus § 50 näeb ette regulatsiooni dividendidele ja muudele kasumieraldistele. Sama säte määratleb maksustamisele välistused, sh fondiemissiooni korras jaotatud kasum, tütarühingutelt saadud ja juba maksustatud dividendid, mida tulumaksuga ei maksustata. Dividendiga samamoodi maksustatakse muud omakapitalist tehtud väljamaksed, sh likvideerimisjaotis ning aktsiate või osade tagasiostmine, mis ületab varasemaid ajalooliselt omanike poolt tehtud sissemaksid (TuMS § 50 lg 2, lg 2²). Tulumaksuseadus defineerib dividendi kui väljamakse, mida tehakse juriidilise isiku pädeva organi otsuse alusel puhaskasumist või eelmiste majandusaastate jaotamata kasumist ning mille aluseks on dividendi saaja osalus juriidilises isikus (TuMS § 18 lg 2).

Dividend on üldiselt levinuim ning regulaarseim kasumijaotis. Kuigi kasumijaotise mõiste on laiem kui dividendi mõiste, on nende maksustamine ühesugune ning ka maksu deklareerimine toimub kõigil maksustamisperioodi ehk kalendrikuu jooksul tasutud kasumieraldistel koos (maksudeklaratsioon vorm TSD lisa 7 kood 7008). Seetõttu käesolevas magistritöös puudub vajadus erinevaid kasumijaotise liike eristada. Töö empiirilises osas kasutatavad dividendide ja tasutud tulumaksu andmed võivad seega sisaldada ka muid kasumieraldisi, mis töö eesmärgi täitmist ja lõppjärel dust ei muuda.

Eesti maksusüsteemi selgitamiseks on koostatud järgnev lihtsustatud näide tabelis 3, kus ühel aastal kasumit ei jaotata ning järgmisel aastal otsustatakse kogu finantsaasta jaotamata kasum välja maksta dividendidena. Vaadeldavateks aastateks on valitud 2017 ning 2018, kuivõrd alates 2019. aastast rakendus regulaarsele kasumijaotisele alandatud maksumäär (vt alapeatükk 1.4.2.). Tabelist nähtub, et kui jaotamist ei toimu, maksukohustus puudub.

Tabel 3. Näide jaotatava kasumi maksustamisest kuni aastani 2018

Aasta	Aruandeaasta kasum (EUR)	Makstav dividend (EUR)	Tulumaks 20/80 (EUR)	Efektiivne äriühingu tulumaksumäär (%)
2017	125 000	0	0	0%
2018	125 000	100 000	25 000	20%

Allikas: autori arvutused

Maksupoliitika uuringutega tegelev mittetulunduslik USA organisatsioon Tax Foundation² hindab igal aastal riikide maksusüsteemide konkurentsivõimet ning neutraalsust. Kaasatakse üle 40 erineva muutuja, mis lisaks maksumääradele sisaldavad infot ka maksude struktuuri kohta. Viimase 2021. aasta oktoobris avalikustatud hinnangu kohaselt on analüüsitavate OECD riikide seas Eestil kaheksandat aastat järjest kõige kõrgema konkurentsivõimega maksusüsteem. Eraldiseisvalt ettevõtte tulumaksu kontekstis on Eesti maksusüsteem kolmandal kohal 27-st. Eelistena tuuakse välja peamiselt 20%-line maksumäär, mis rakendub kasumi jaotamisel ning residentidest äriühingute välisriigis teenitud kasumi üldreegli kohaselt mittemaksustamine. (Bunn, Asen 2021) Seega on Eesti tulumaksusüsteem teiste riikidega võrreldes silmapaistev, kutsub ligi investoreid ning kontserne oma tütarühinguid siia looma. Konkurentsivõime uuringus ei ole eraldiseisvalt mainitud Eesti maksusüsteemi eelisenä 14%-list tulumaksumäära regulaarsele kasumieraldisele, kuid magistritöö autori hinnangul lisab see muudatus konkurentsivõimet veelgi, peamiselt just välisinvestorite silmis.

1.4.2. Regulaarsele kasumieraldisele rakenduv 14%-line tulumaks

Alates 1. jaanuarist 2018 jõustus tulumaksuseaduse muudatus, millega lisandus seadusesse § 50¹. Viidatud seadusesäte kehtestas tulumaksu erijuhu regulaarselt makstavatele dividendidele ja muudele kasumieraldistele. Regulaarseks peetakse selle sätte kohaselt seda jaotatud kasumit, mis on eelmise kolme kalendriaasta keskmisest jaotatud tulumaksuga maksustatud kasumist väiksem või sellega võrdne (TuMS § 50¹). Regulaarse kasumijaotise määramisel ei võeta arvesse saadud ja maksuvabalt edasimakstud dividendi ning muid mittemaksustatavaid väljamakseid ega varjatud kasumieraldisena maksustatud väljamakset (TuMS § 51¹). Regulaarsele kasumijaotisele rakendub 14%-line tulumaksumäär, maksustatav summa jagatakse enne maksumääraga korrutamist 0,86-ga (TuMS § 4 lg 5). Esimene regulaarse kasumijaotise suuruse määramisel arvesse võetav aasta oli 2018 (TuMS § 61 lg 53), seega 14%-line tulumaks oli rakendatav alates 2019. aastast. Lisaks nägi seadusemuudatus ette täiendava 7% määras tulumaksu kinnipidamise juhul, kui alandatud

² The Tax Foundation on loodud 1937. aastal USA-s eesmärgiga viia läbi sõltumatuid uuringuid maksu- ning valitsusasutuste kulupoliitika kohta. Organisatsiooni veebileht: <https://taxfoundation.org/>

14%-lise määraga dividendi saaja on residendist füüsiline isik (TuMS § 18 lg 1³, § 4 lg 4). Juhul, kui dividendi saaja on juriidiline isik, täiendavat kinnipidamist ei rakendu. Kui jaotatav kasum ületab eelmise kolme kalendriaasta keskmist jaotatud tulumaksuga maksustatud kasumit, rakendub ületavale osale tavapärase kasumijaotise 20%-ga maksustamine.

Seadusemuudatuse eelnõu seletuskirja kohaselt on Eestis küpsusfaasis ettevõtete kasumi jaotamine passiivne või liigselt tsükliline. Samuti ei ole kehtiv 20%-line tulumaksumäär enam Baltikumi regioonis piisavalt atraktiivne, et meelitada välisinvestoreid (tulumaksumäär Leedus on 15%). Eelnõu kohaselt on seadusemuudatuse „eesmärgiks kehtestada äriühingute tulumaksusüsteem, mis premeerib stabiilsema dividendipoliitikaga ettevõtjaid madalama jaotatud kasumile rakenduva tulumaksumääraga“. Sellise muudatusega soovib valitsus mõjutada ettevõtjaid ülemäärast jaotamata kasumit jaotamata ning seda ka edaspidi aktiivsena hoidma. (Tulumaksuseaduse muutmise... 2017)

Muudatusel on seega enim rõhku seatud kasumi jaotamise regulaarsusele – mida sarnasemas summas iga-aastaselt kasumit jaotada, seda väiksemaks muutub efektiivne maksumäär kuni 14% saavutamiseni. Selliselt on võimalik saavutada arvestatav sääst tulumaksukulult.

Regulaarsele kasumijaotamisele kehtestatud maksusoodustuse meede on adresseeritud eelkõige välismaistele kontsernidele, kellel on Eestis kasumit teeniv tütarühing (Lehis 2021, 88). Seda seetõttu, et juriidilisest isikust omanikule kasumit jaotades lisaks äriühingu tulumaksule täiendavat maksu kinnipidamist ei ole. Juhul, kui 14%-lise määraga maksustatud väljamakse tehakse füüsilisest isikust omanikule (kas otse dividendimaksja poolt või maksja emaühingu poolt), kuulub see vastavalt eelnevalt kirjeldatule täiendavalt 7%-ga maksustamisele. Seega kahe rakenduva maksu üleselt jääb 20%-line maksukoormus Eesti äriühingutele sisuliselt kehtima – vahetub vaid maksukohustuslane (juriidiline isik 14%-lise ettevõtte tulumaksu osas, füüsiline isik 7%-lise tulumaksu osas, viimase osa tasumine kinnipidamise teel dividendi maksja kaudu).

Lisaks kasu tõusmisele vaid välismaistele kontsernidele, on täiendavalt toodud seadusemuudatuse puudustena välja esialgsel kolmel aastal kõrge 20%-lise tulumaksu osakaal (14%-ga maksustatav osa esimestel aastatel on madal), kiire kasumikasvuga ettevõtete mittesoodustamine (st jaotatava kasumi suurendamine ei ole mõistlik), tulumaksusüsteemile keeruka komponendi lisandumine (Vanasaun 2017). Lisaks raskendab see oluliselt Eesti kohalike omanikega ettevõtete

maksuarvestust, kuivõrd 14%-line tulumaks on äriühingule kohustuslik, mitte vabatahtlik õigus ning seeläbi on kohustuslik ka 7% kinnipidamise rakendamine (Tingas 2021).

Järgnevalt on tabelis 4 toodud lihtsustatud näide kasumi jaotamisest peale 14%-lise tulumaksumäära rakendumist. Piltlikustamaks efektiivse maksumäära langust on rakendatud lihtsustatud eeldusi, et kogu aruandeaasta kasum on iga-aastaselt jaotatud täies mahus ning et jaotatav dividend on igal aastal võrdne. Sellised ideaalsed tingimused tegelikkuses tõenäolised ei ole, kuid efektiivse maksumäära 14%-ni langetamist läbi jaotatava netodividendi muutmatuna hoidmise on võimalik. Näide piltlikustab, kuidas on võimalik regulaarselt dividende jaotades maksukulu vähendada ning jõuda minimaalse efektiivse tulumaksumäära 14%-ni.

Tabel 4. Näide jaotatava kasumi maksustamisest perioodil 2017-2022, kui dividendi saaja on juriidiline isik

Aasta	Aruandeaasta kasum (EUR)	Makstav dividend (EUR)	Tulumaks 14/86 (EUR)		Tulumaks 20/80 (EUR)		Tulumaks kokku (EUR)	Efektiivne äriühingu tulumaksumäär (%)
			maksubaas	tulumaks	maksubaas	tulumaks		
2017	125 000	0	0	0	0	0	0	0%
2018	125 000	100 000	0	0	100 000	25 000	25 000	20%
2019	122 093	100 000	33 333	5 426	66 667	16 667	22 093	18%
2020	119 186	100 000	66 667	10 853	33 333	8 333	19 186	16%
2021	116 279	100 000	100 000	16 279	0	0	16 279	14%
2022	116 279	100 000	100 000	16 279	0	0	16 279	14%

Allikas: autori arvutused

Tabelis 5 on näidet edasi arendatud ning juriidilisest isikust dividendisaaja on asendatud füüsilise isikuga. Nagu eelnevalt mainitud, siis sellisel juhul puudub seadusemuudatusel oluline mõju ning efektiivne kogumaksukulu on 20% nagu varasemalt enne muudatuste jõustumist. Tabelis 4 ja 5 toodud arvutuskäigud on sama tabeli laiendatud versioonis leitavad lisa 1.

Tabel 5. Näide jaotatava kasumi maksustamisest perioodil 2017-2022, kui dividendi saaja on füüsiline isik

Aasta	Makstav dividend (EUR)	Tulumaks 14/86 (EUR)	Tulumaks 20/80 (EUR)	Tulumaks kokku (EUR)	Efektiivne äriühingu tulumaksu-määr (%)	Kinni- peetav 7%	Efektiivne äriühingu kogumaksu- määr (%)
		maksubaas	maksubaas				
2017	0	0	0	0	0%	0	0%
2018	100 000	0	100 000	25 000	20%	0	20%
2019	100 000	33 333	66 667	22 093	18%	2 333	20%
2020	100 000	66 667	33 333	19 186	16%	4 667	20%
2021	100 000	100 000	0	16 279	14%	7 000	20%
2022	100 000	100 000	0	16 279	14%	7 000	20%

Allikas: autori arvutused

Lisaks 14%-lise tulumaksu kehtestamisele muudeti sama eelnõuga veel täiendavaid kasumi maksustamist puudutavaid regulatsioone. Kehtestati tulumaks kontsernis ülespoole antud laenule, kui selle asjaolud viitavad, et tegemist võib olla varjatud kasumieraldisega (TuMS § 50²). Selle muudatuse eesmärk oli takistada laenu vormis jaotamata kasumi tulumaksuvabalt ettevõttest välja viimist (Tulumaksuseaduse muutmise... 2017). Lisaks kehtestati avansiline tulumaks 14% määras krediidasutustele ja mitteresidendist krediidasutuste Eesti filiaalidele (TuMS § 47¹). Selle muudatusega soovib riik krediidasutuste konservatiivset dividendipoliitikat tasakaalustada ning samal ajal aidata kaasa riigi maksutulude stabiilsusele (Tulumaksuseaduse muutmise... 2017). Seega sisaldas 2018. aastast jõustunud tulumaksuseaduse muudatuste pakett mitut kasumi jaotamist mõjutavat ettepanekut, mille läbiv eesmärk on maksutulude ning kasumi jaotamise regulaarsuse saavutamise ning suunatud on muudatused eelkõige rahvusvahelistele kontsernidele. Seega on riigi otsene eesmärk muudatustega panna see grupp ettevõtjaid muutma senist rakendatavat dividendipoliitikat.

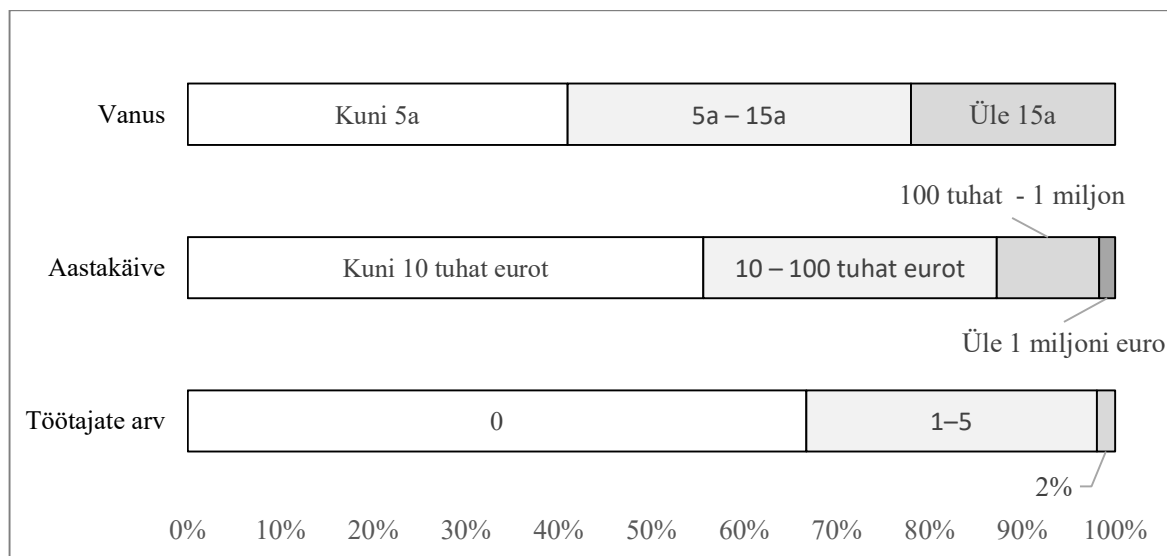
Magistritöö teises peatükis läbiviidava empiirilise uuringuga autor analüüsib, kas peale 2018. aastal kehtima hakanud seadusemuudatusi on dividendide maksmine Eesti ettevõtetes muutunud ning tõlgendab tulemusi kolmandas peatükis erinevate ettevõtjate gruppide lõikes eristades Eesti omanikega ettevõtted rahvusvaheliste kontsernide tütarühingutest.

2. VALIM JA METOODIKA

2.1. Valim

Magistritöö eesmärgiks seati alandatud 14%-lise regulaarsele dividendile rakenduva tulumaksumäära mõju hindamine Eesti ettevõtete dividendipoliitikale. Seega soovib autor kaasata maksimaalse valimi Eesti ettevõtetest, et tagada valimi piisav esinduslikkus järelduste tegemiseks. Seisuga 1. jaanuar 2022 on äriregistris registreeritud 282 tuhat äriühingut, sh suurim osa neist on osahingud (86%), järgnevad füüsilisest isikust ettevõtjad (10%), usaldusühingud (2%) ning aktsiaseltsid (1%), teiste ettevõtlusvormide osakaal on alla 1% (RIK, tabel Juriidilised isikud...).

Eestis on äriühingu asutamine lihtne ning selleks ei ole esialgu vaja ka omada algkapitali. Seetõttu on suur osa Eesti äriühingutest väiksed, ilma töötajateta ning väikese aastakäibega. Lisaks on oluline osa neist ka uued, kes on alustamisfaasis, puudub väljakujunenud dividendipoliitika, mille muutust hinnata. Joonisel 1 on näha, kui olulise osa moodustavad äriregistrisse kantud ettevõtjatest uued, väikese aastakäibe ning madala töötajate arvuga juriidilised isikud.



Joonis 1. Eesti juriidiliste isikute jagunemine vanuse, käibe ning töötajate arvu järgi 2021

Allikas: autori koostatud (RIK, tabel Ettevõtjate vanus...; RIK, tabel Ettevõtjate käive...; RIK, tabel Ettevõtjate töötajate...) andmetel

Sellest ettevõtjate jagunemisest on järeldatav, et läbimõeldud dividendipoliitikaga ettevõtjaid on kogu äriregistri hulgas vähemus, kellelt võiks oodata potentsiaalset muutust tulenevalt dividendile

rakenduva maksumäära muutusest. Sellest lähtuvalt on seatud järgnevad kriteeriumid valimi koostamisel:

- ettevõtte on registreeritud Eestis,
- ettevõtte on tegutsev,
- töötajate arv 5 või enam,
- registreeritud 2012 või varem,
- dividende on tasutud kahel või enamal aastal perioodil 2012–2020.

Selliselt on autori hinnangul tagatud valimi esinduslikkus ning üldistusvõime, samas on välistatud mittetegutsevad ning väga väikesed, puuduva või kaootilise dividendipoliitikaga ettevõtted. Kuivõrd muudetud regulaarsele dividendile rakenduvale tulumaksumäära ja dividendipoliitika seotuse uurimiseks on vajalik andmete olemasolu enne muudatuse jõustumist 2018. aastal, siis on piiratud valimit ettevõtetega, kes on asutatud 2012. aastal või varem (st ajalooline aegrida on kogu valimil sama pikk). Autori hinnangul on oluline jätta valimisse vaid ettevõtted, kellel on väljakujunenud dividendide maksmise praktika. Kui valimisse kaasata uuemaid ettevõtteid, siis dividendide maksmisega alustamine on pigem ettevõtluse küpsemasse faasi jõudmise tavapärane jätk, mitte niivõrd otsuste muutmine tulenevalt muudest näitajatest, majanduskeskkonnast või maksumuudatustest.

Ettevõtete andmed pärinevad Orbis Europe andmebaasist. Andmebaas võimaldab ettevõtete ning aastate kaupa koguda erinevaid finantsandmeid, informatsiooni omanike ning tegevusvaldkonna ja muu taolise kohta. Valimisse jäänud ettevõtetest üksikutel on analüüsi koostamise hetke seisuga olemas 2021 andmed ning seetõttu ei ole võimalik seda aastat kaasata. Orbis Europe andmebaasi info on puudulik rahavoogude aruande andmete osas, mistõttu on jaotatud dividendide andmed ebausaldusväärsed. Väljamakstud dividendide andmed pärinevad Registrate ja Infosüsteemide Keskuselt (RIK, Autorile...) ning baseeruvad majandusaasta aruannete rahavoogude aruandel. Autor kõrvutas pisteliselt Orbis Europe andmebaasist saadud finantsandmeid ettevõtte majandusaasta aruannetega ning veendus, et autorile töökoha kaudu teadaolevad valimi kriteeriumitele vastavad ning dividende maksnud äriühingud oleksid nimekirjas. Kuna andmed olid kvaliteetsed ning vastasid aastaruandele, samuti teadaolevad dividendimaksjad sisaldasid nimekirjas, siis RIK-ist finantsandmeid uuesti ei küsitud. Siiski on oluline rõhutada, et selle magistritöö valim on koostatud Orbis Europe andmebaasi info alusel ning sellest tulenevalt piiritletud konkreetse valimiga, ei saa välistada, et kasutatud andmebaas ei sisaldanud päris kõiki määratletud tingimustele vastavaid ettevõtteid.

Peale nimetatud kriteeriumite rakendamist kujunes valimisse jäänud ettevõtete arvuks 2996. Tabel 6 koondab info valimisse jäänud ettevõtete profiili kohta.

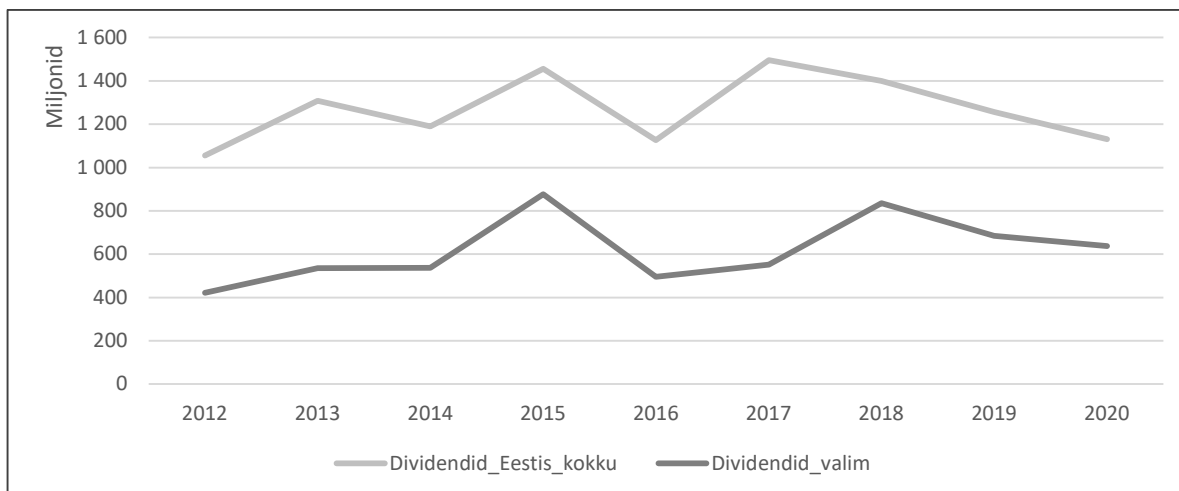
Tabel 6. Valimi jagunemine vanuse, tegevusvaldkonna, aastakäibe ning töötajate arvu järgi

Vanus aastates	Arv	Valdkond	Arv	Käive aastas	Arv	Töötajate arv	Arv
Kuni 10	148	Äriteenused	415	Kuni 100 tuhat	45	5–10	1322
11–20	1 223	Ehitus	410	101–500 tuhat	640	11–20	732
21–30	1 518	Metall, metallitooted	118	501 tuhat–1 miljon	598	21–50	567
31–50	80	Avalik haldus, haridus, sotsiaaltoetused	183	1–3 miljonit	812	51–100	197
51+	27	Jaekaubandus	204	3–10 miljonit	573	100–500	156
-	-	Muud	1666	Üle 10 miljoni	328	501+	22
Kokku	2 996	Kokku	2996	Kokku	2996	Kokku	2996

Allikas: autori koostatud lisas 2 toodud andmete alusel

Tabelist 6 selgub, et enamik valikusse jäänud on üle 10a tegutsenud ettevõtted, valdkondlik jagunemine on väga erinev ning konkreetset sektorit ei eristu. Väikese aastakäibega ettevõtted on kriteeriumitega välja taandunud ning dividendimaksjad on olnud pigem mitmesaja tuhandelise või miljonitesse ulatuva müügituluga ettevõtted. Töötajate arvu poolest on enim väiksema töötajaskonnaga ettevõtteid, kuigi oluliselt on valimis ka suurema personalimahuga äriühingud. Seega koosneb valim erinäolistest ettevõtetest, kuid pigem on väga väikesed ettevõtted dividendide puudumise, töötajate puudumise või vähese tegutsemisaja tõttu taandunud.

Et hinnata valimi esinduslikkust dividendimaksete osas, võrdles autor valimisse jäänud ettevõtete makstud dividendide mahtu ning ajas muutumist kogu Eestis tehtud dividendimaksetega. Jooniselt 2 nähtub, et valimisse sattunud ettevõtted moodustavad umbes poole (keskmiselt perioodi üleselt 49%) kogu makstud dividendide mahust ning valim muutub sarnaselt üleriigilistele andmetele. Seega on autori hinnangul valim tervikult hästi esindav.



Joonis 2. Maksud dividendid Eestis kokku ja magistristö valimi ettevõtetes 2012 – 2020

Allikas: autori koostatud (Statistikaamet, tabel EM001) ja lisa 2 toodud andmete alusel

2.2. Mudelisse valitud muutujad

Magistristöös hinnatakse tulumaksumuudatuse mõju ettevõtete dividendipoliitikale. Seega on eesmärk hinnata, kas ja milline mõju avaldub dividendiväljamaksetes. Töös koostatakse kaks mudelit, milles sõltuvate muutujatena kasutatakse järgnevaid tunnuseid:

- dividendide väljamaksekordaja;
- makstud dividendid.

Dividendide väljamaksekordajat (inglise keeles *dividend payout ratio*) on uuringutes sõltumatu muutujana kasutatud ka varem (Kuzucu 2015) ning see näitab kui suure osa oma puhaskasumist jagatakse välja dividendidena. Väljamaksekordaja on leitud jagades makstud dividend eelmise aasta maksustamiseelse kasumiga, kuivõrd dividende jaotatakse kinnitatud majandusaasta aruande alusel ja üldiselt eelmise majandusaasta kasumist. Kuivõrd Eesti maksusüsteem on erandlik ning dividendide väljamaksmise osakaal võib olla väga erinev (sh üle 100% kasumist või miinuses, sest võimalik on jaotada dividende eelmiste perioodide kasumi arvelt olles jooksva/eelmisel aastal kahjumis), siis koostatakse teine mudel, kus sõltuva muutujana kaustatakse makstud dividende ilma seostamata neid teenitud kasumiga konkreetsel perioodil.

Selleks, et hinnata maksumäära muutuse mõju dividendipoliitikale, on analüüsiv seletav muutuja libisev keskmine makstud dividend eelneval kolmel aastal. Selle muutuja kaudu soovib autor

mõista, kas dividendide maksmise regulaarsus on muutunud, st kas uue perioodi makstav dividend on mõjutatud varasemate aastate dividendimakstest. Analüüsitav muudatusejärgne periood ei ole küll pikk, kuid eesmärk ongi hinnata muudatuse esialgset mõju. Maksumäära muutujana mudelisse ei panda, kuivõrd muutusel 20%-lt 14%-le kõikidel ettevõtetel ühtemoodi puudub piisav varieeruvus, et see saaks mudelis olulisena mõjuda. Samamoodi ei lisata mudelisse efektiivset maksumäära, kuivõrd arvestades Eesti maksusüsteemi omapära ei näita see ülevaatlikku ning terviklikku infot kui dividende jaotatakse ebakorrapäraselt, sh jaotatakse ühekorraga mitme aasta kasumit.

Varasemad uuringud on näidanud, et dividendipoliitika sõltub eelkõige muudest näitajatest kui maksusüsteem, millel paljude uuringute kohaselt mõju pigem puudub. Seetõttu valitakse mudelisse kontrollmuutujaid lähtuvalt varasemates uuringutes väljatoodud tulemustest, mis koondati eelnevalt tabelisse 1, lk 14. Need viidatud uuringud on peamiselt tehtud börsiettevõtete ja Eesti turuga võrreldes pigem suurte ettevõtete näitel teistsugustes tulumaksusüsteemides. TalTechis 2014.a kaitstud magistritöös uuriti dividendipoliitikat mõjutavaid tegureid Eesti ettevõtetes ning järelitati, et sarnased seaduspärasused kinnitust ka Eesti valdavalt börsil mittenoteeritud ettevõtetes – ettevõtte suurus, kasumlikkus ning vanus avaldavad ka Eestis dividendimaksetele mõju (Pärenson 2014, 28). Kontrollimuutujatena lisatakse näitajad, mis annavad infot ettevõtte kapitalistruktuuri, kasvuperspektiivi, suuruse, kasumlikkuse ning küpsusfaasi kohta. Mudelisse hõlmatavate muutujate valikul on autor võtnud eeskujuks varem tehtud uuringu dividendipoliitikat mõjutavate tegurite osas, mis sisaldas laia valdkonda erinevaid mõjutajaid ning mis baseerus kitsamaid dividendipoliitikat mõjutavaid valdkondi uurinud tunnustatud autorite töödele. Kuzucu (2015) tööst võetakse kontrollimuutujatena mudelisse need, mis selle uuringu valimi puhul leidsid kinnitust kui statistiliselt olulised. Tabel 7 annab ülevaate aluseks võetud uuringus kasutatud muutujatest, nende olulisusest ning rakendamisest selles töös.

Tabel 7. Kontrollmuutujate valik Kuzucu (2015) uuringu baasil

Valdkond	Muutuja	Kuzucu (2015)		Kontrollmuutuja selles uuringus
		muutuja	stat.olulisus mudelis	
Dividendiotsused	Sõltuv muutuja	Dividendide väljamaksekordaja	<i>sõltuv muutuja</i>	<i>sõltuv muutuja</i>
Likviidsus	Sõltumatu	Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	EI	EI
Võimendus	Sõltumatu	Võla ja koguvara suhe	JAH	JAH
Kasv	Sõltumatu	Koguvara kasvumäär	JAH	JAH
Kasv	Sõltumatu	Aktsiahinna ja kasumi suhe	JAH	EI*
Suurus	Sõltumatu	Naturaallogaritm koguvarast	JAH	JAH
Kasumlikkus	Sõltumatu	Kasum aktsia kohta	JAH	Asendus: ROA**
Ettevõtte väärtus	Sõltumatu	Turuväärtuse ja bilansilise väärtuse suhe	EI	EI
Valdkond	Sõltumatu	Valdkond (tootmine/mittetootmine)	EI	EI
Omanikud	Sõltumatu	Perekondlik kontroll	JAH	EI***
Küpsusfaas	Sõltumatu	Vanus	JAH	JAH
Väliste omanike mõju	Sõltumatu	Vabalt kaubeldavad aktsiad/kõik aktsiad	EI	EI

Allikas: autori koostatud

Märkused:

* Aktsiahinna ja kasumi suhet mudelisse ei lisata, enamik valimist ei ole börsil noteeritud ning puudub hinnainfo.

** Kasum aktsia kohta (EPS) on börsiettevõtetele omane suhtarv, mille info valimi ettevõtete osas puudub. Asendatud kasumlikkuse suhtarvuga, mis näitab koguvara tootlust (ROA), mida on dividendipoliitika uuringutes rakendatud ka näiteks Fama ja French (2001), Labhane ja Mahakud (2016).

*** Perekondliku kontrolli info puudub, samuti ei ole see töö eesmärk silmas pidades oluline.

Lisaks Kuzucu uuringu (2015) baasil määratletud kontrollmuutujatele, lisatakse mudelisse eelnevalt mainitud analüüsiv seletav muutuja libisev eelmise kolme aasta keskmine dividend ning eelmise aasta dividendide väljamaksekordaja, et hinnata dividendide regulaarsust, millele on mitmed uuringud varasemalt viidanud (vt täpsemalt peatükist 1.2). Mudeli näitajad on koondatud järgnevalt tabelisse 8.

Tabel 8. Mudelisse valitud muutujad

Mõjutav faktor	Muutuja	Kirjeldus/arvutusmeetod	Lühend mudelis	Oodatav mõju suund
Dividendi-otsused	Dividendide väljamaksekindaja	Makstud dividend/eelmise perioodi maksustamiseelne kasum	DIV_MAAR	Sõltuv muutuja
	Makstud dividend	Naturaallogaritm makstud dividendist	1_DIV	Sõltuv muutuja
Dividendide regulaarsus	Libisev keskmine dividend	Naturaallogaritm makstud keskmisest viimase kolme aasta dividendist	1_DIV_AVG3	+
Dividendide jätkuvus	Dividendide väljamaksekindaja 1. järku viitaeg	Makstud dividend eelmisel aastal/maksustamiseelne kasum eelmisel aastal	DIV_MAAR_1	+
Kapitali-struktuur	Võla osakaal koguvarast	Laen/koguvara	VOLG	-
Kasv	Koguvara kasvumäär	Koguvara muutus/koguvara perioodi alguses	KASV	-
Suurus	Koguvara	Naturaallogaritm koguvarast	1 VARA	+
Kasumlikkus	Varade tootlus	Puhaskasum/koguvara	ROA	+
Küpsusfaas	Vanus	Analüüsitava aasta - asutamisaasta	VANUS	+

Allikas: autori koostatud

Selleks, et analüüsitavaid andmed ei sisaldaks tulemusi mõjutavaid äärmuslikke vaatlusi, on käsitletud erindina iga näitaja 1% ülemisi ja osade vaatluste puhul 1% alumisi väärtusi. Alumisi erindeid ei ole eemaldatud selliste näitajate puhul, mis algavad nullist ning mille puhul null on loogiline (makstud dividend, libisev keskmine dividend, võla osakaal koguvarast, vanus).

Lisas 3 on toodud korrelatsioonimaatriksid nii dividendide väljamaksekindaja mudeli kui ka makstud dividendide mudeli osas. Korrelatsioonanalüüs aitab mõista lineaarse seose tugevust ning suunda kahe näitaja vahel. Maatriksite tõlgendamisel lähtub autor Fernando (2021) hinnangust, et korrelatsioon üle 0,8 või alla -0,8 on tugev ning vastavad tunnused tuleks mudeli kvaliteedi parandamiseks eemaldada. Analüüsitavaate tunnuste seas nii tugevalt korreleerunud näitajaid ei esine.

Korrelatsioonimaatrikseid analüüside selgus, et kõrgem korrelatsioon (0,4-0,7) on just eurodes väljendatud tunnuste vahel. Eurodes on mudelis järgmised tunnused: sõltuv muutuja 1_DIV, seletav muutuja 1_DIV_AVG3 ning kontrollmuutuja VARA. Selleks, et hinnata nende kõrgemalt korreleerunud tunnuste mõju mudeli kvaliteedile ja tehtavatele järeldustele, viidi läbi alternatiivsete mudelite testimine, et aru saada, kas statistiliselt olulised tunnused ning nende mõju suund erineks. Testiti järgmiseid alternatiive:

- Alternatiiv 1: Eemaldatud on tunnus VARA korreleeruvate tunnuste vähendamiseks.
- Alternatiiv 2: Eemaldatud seletav tunnus I_DIV_AVG3 korreleerutavate tunnuste vähendamiseks ja parima seletava muutuja testimiseks, seletavaks tunnuseks DIV_MAAR_1.
- Alternatiiv 3: Kahe eelneva alternatiivi koosmõju, eemaldatud on tunnused VARA ja I_DIV_AVG3, seletavaks tunnuseks DIV_MAAR_1.

Olulisi erisusi autor testimise tulemusena ei tuvastanud – suures osas jäi statistiliselt olulised tunnused ning nende mõju suunad samaks. Seega minnakse edasi eelnevalt kirjeldatud mudeliga ning eurodes tunnuseid ei eemaldata (testimise tulemused on toodud lisa 10).

Kontrollnäitajate ja selgitava näitaja libiseva keskmise dividendimakse oodatava mõju suunad on hinnatud lähtuvalt varasemate uuringute tulemustele (kirjeldatud peatükis 1.2) ning autori hinnangule. Näiteks mida suurem, küpsemas elutsükli faasis ning parema tootluse on äriühing, seda tõenäolisemalt jaotatakse kasumit (Baker *et al* 2002; Fama, French 2001; Linter 1956). Samuti on korduvalt viidanud uuringud dividendide jätkuvuse olulisusele – dividende säilitatakse või kasvatatakse ning pigem ei vähendata, et vastata investorite ootustele (Baker, Powell 2002; Linter 1956). Dividende vähendavad tõenäoliselt kiire kasvufaas, kõrge laenukoormus ning kõrgem maksustamine (Baker *et al* 2002; Fama, French 2001; Kuzucu 2015).

Tabel 9. Mudelisse valitud tunnuste kirjeldav statistika (valim 2996 ettevõtet)

Näitaja	Keskmine	Mediaan	Standardhälve	Miinum	Maksimum
DIV MAAR (%)	0,25	0,00	0,48	-0,64	3,92
DIV (tuh EUR)	74,28	0,00	251,50	0,00	3 159,00
DIV AVG3 (tuh EUR)	83,67	12,90	256,50	0,00	3 271,00
DIV_MAAR_1 (%)	0,27	0,00	0,50	-0,63	3,92
VOLG (%)	0,04	0,01	0,07	0,00	0,42
KASV (%)	0,10	0,05	0,27	-0,51	1,66
VARA (tuh EUR)	2 936,00	733,30	7 551,00	28,08	86 690,00
ROA (%)	13,71	10,57	15,66	-34,78	70,49
VANUS (aastat)	16,04	16,00	6,99	0,00	39,00

Allikas: Gretl, autori koostatud

Tabel 9 näitab tunnuste kirjeldavat statistikat, millest mitmetes erinevad väga olulised kõikumised tulenevalt ettevõtete erinevast suurusest, elueast, valdkonnast jne. Mudelis kasutatud tunnuste puhul kontrolliti vastavust normaaljaotusele Jarque-Bera testiga. Kuivõrd ükski eurodes esitatud näitaja normaaljaotusele ei vastanud (Jarque-Bera test $p < 0,05$), siis kasutatakse nende näitajate

puhul mudelis tunnuste logaritmitud väärtusi. Suhtarvude puhul ei ole logaritmine õigustatud ning need jäetakse mudelisse originaalkujul.

2.3. Kasutatav metoodika

Magistritöö eesmärgi täitmiseks on oluline kasutada metoodikat, mis võimaldaks hinnata, millised näitajad valimisse jäänud Eesti ettevõtete dividendipoliitikat mõjutavad, kas dividendimaksetes on erisusi enne ja peale 2018. aastal jõustunud seadusemuudatust. Selleks kasutatakse järgmisi meetodeid:

- 1) dividendide regulaarsuse analüüs;
- 2) kahe valimi keskväärtuste testimine enne ja peale seadusemuudatust;
- 3) mitmene lineaarne paneelandmete regressioon kasutades fikseeritud ja juhuslike efektidega mudeleid.

Kogutud on erinevaid andmeid 2996 ettevõtte kohta üheksal perioodil, sh andmetes esineb puuduvaid näitajaid ning erandid on eemaldatud. Mudel baseerub seega balansseerimata paneelandmetel. Paneelandmete kasutamine pakub seoseid analüüsides mitmeid eeliseid, sh andmete maht on suurem, erineb suurem varieeruvus, hinnangud on efektiivsemad, võimalik on analüüsida komplitseeritumaid käitumuslikke mustreid, esineb vähem kollineaarsust (Berrington *et al* 2006). Keskväärtuste võrdluse t-testi ning regulaarsuse analüüsi teostab autor Microsoft Exceli abiga. Regressiooni testimiseks kasutatakse ökonomeetriatarkvara Gretl.

2.3.1. Dividendide regulaarsuse analüüs

Autor analüüsib dividendide muutuste dünaamikat läbi tabelite ning graafikute esitlemise. Microsoft Exceli abil koostatakse erinevaid ülevaatlikke tabeleid ning jooniseid, mis võimaldavad peatükis 3 teostada sisukam arutelu hindamaks muudatusi kogutud dividendandmetes. Regulaarsuse analüüsi käigus koostatakse ning presenteeritakse järgmisi näitajaid:

- 1) dividendimaksjate arv ning keskmine dividend;
- 2) dividendide maksmise regulaarsus perioodil 2012-2017 ja 2018-2020 ning kahe perioodi muutus;
- 3) dividendide jätkuvus peale dividendimakset aastate kaupa perioodil 2016-2019.

Viimati kirjeldatud punktis 3 läbiviidava dividendide jätkuvuse analüüsis ei ole perioode 2012-2015 kaasatud, sest peale 2015. aastat toimus oluline muudatus dividendi maksjate arvus (vt

alapeatükk 3.1.1. joonis 3), mis alates 2016 stabiliseerus. Samuti ei saa hinnata perioodi 2020 dividendide jätkuvust, sest puuduvad edasise aasta 2021 andmed. Kõik analüüsid teostatakse nii koguvalimi kui ka vähendatud valimi puhul. Vähendatud valim sisaldab tulumaksumuudatust enim võitvat sihtgruppi – välisriigi ettevõtete Eesti tütarühinguid. Selleks määratletakse tunnused omanikuriigi kohta ning kaasatakse vaid need äriühingud, kellel Orbise Europe andmebaasis olid omanikuriigi info olemas ning omanik oli juriidiline isik, st välistati eraisikust omanikuga ühingud. Kokku jäi kitsendatud valimisse 273 ettevõtet, koguvalim on 2996 ettevõtet. Osade koguvalimi ettevõtete kohta ei ole omanike andmed teada, neid kitsendatud valimisse ei kaasatud.

2.3.2. Kahe valimi keskväärtuste testimine enne ja peale seadusemuudatust

Järgnevalt testitakse kahe valimi sõltuvate muutujate keskväärtusi eesmärgiga tuvastada, kas esineb statistiliselt olulist erisust perioodil enne tulumaksumäära muutust aastal 2018 võrreldes muutusejärgse perioodiga. Selleks jagati tunnuste dividendide väljamaksekindaja (DIV_MAAR) ning makstud dividendide (DIV) vaatlused kahte gruppi: aastad 2012–2017 ja aastad 2018–2020. Iga valimis oleva ettevõtte kohta leiti vastava perioodi keskmine dividendide väljamaksekindaja ning makstud dividend. Valimite keskväärtuste võrdlemiseks rakendatakse paaris t-testi (Microsoft Excel funktsioon *t-Test: Paired Two Sample for Means*). T-testi liik valiti sõltuvalt sellest, et tegemist on sõltuvate valimitega, kus sama objekti puhul on mõõdetud väärtusi erinevatel perioodidel. Oluline on sõltuvate valimite puhul valida just paaris t-test, kuivõrd sellisel juhul leitakse vaatluste erinevus iga ettevõtte kohta eraldi, mis muudab hajumise oluliselt väiksemaks, see omakorda annab suurema t-statistiku absoluutväärtuse ning kvaliteetsema uuringutulemuse (Sauga 2020, 328).

Hinnati alamvalimite (2012–2017 ning 2018–2020) keskväärtuste erinevust paaris t-testiga

- a) DIV_MAAR kogu valimi puhul;
- b) DIV_MAAR välisriigi ettevõtete tütarühingute puhul;
- c) DIV kogu valimi puhul;
- d) DIV välisriigi ettevõtete tütarühingute puhul.

Keskväärtuste t-testi tulemused on koondatud lissasse 5. Saadud tulemusi tõlgendatakse peatükis 3.

2.3.3. Mitmene lineaarne paneelandmete regressioon

Mitmest lineaarset regressioonimudelit kasutatakse, et hinnata sõltuva ja sõltumatute muutujate omavahelist suhet (Greene 2003). Mitmese lineaarse mudeli üldine kuju on järgmine (*Ibid*, 7):

$$y = \alpha + x_1\beta_1 + x_2\beta_2 + \dots + x_k\beta_k + \varepsilon \quad (1)$$

kus

α – vabaliige,

y – sõltuv muutuja,

x_1, \dots, x_k – selgitavad muutujad üks kuni k ,

β_1, \dots, β_k – selgitavate muutujate parameetrid,

ε – vealiige.

Magistritöös viiakse läbi regressioonanalüüsid kasutades sõltuvate muutujatena dividendide väljamaksekindajad ning naturaallogaritm makstud dividendist. Analüüsitava regressioonimudelite kuju on järgnev:

$$DIV_MAAR = \alpha + \beta * l_DIV_AVG3 + \beta * DIV_MAAR_1 + \beta * VOLG + \beta * KASV + \beta * l_VARA + \beta * ROA + \beta * VANUS + \varepsilon \quad (2)$$

$$l_DIV = \alpha + \beta * l_DIV_AVG3 + \beta * DIV_MAAR_1 + \beta * VOLG + \beta * KASV + \beta * l_VARA + \beta * ROA + \beta * VANUS + \varepsilon \quad (3)$$

kus

α – vabaliige,

β – selgitava muutuja parameeter,

DIV_MAAR – dividendide väljamaksekindaja,

l_DIV – naturaallogaritm makstud dividendist,

l_DIV_AVG3 – naturaallogaritm viimase kolme aasta keskmisest libisevast makstud dividendist,

DIV_MAAR_1 – dividendide väljamaksekindaja 1. järku viitajaga,

$VOLG$ – võla osakaal koguarast,

$KASV$ – koguvara kasvumäär,

l_VARA – naturaallogaritm koguarast,

ROA – koguvara tootlus,

$VANUS$ – vanus,

ε – vealiige.

Mudelit (2) ja (3) kasutatakse nii kogu kirjeldatud valimi kui ka sarnaselt eelnevatele meetodikatele vähendatud valimi osas, mis on selle seadusemuudatuse peamine kasusaav sihtgrupp.

Paneelandmete baasil viiakse läbi nii fikseeritud kui ka juhuslike efektidega regressioonimudelite hindamine. Kokku hinnatakse nelja mudelit:

- 1) sõltuv muutuja DIV_MAAR koguvalimi puhul (lisa 6);
- 2) sõltuv muutuja DIV_MAAR välisriigi tütarühingute valimi puhul (lisa 7);
- 3) sõltuv muutuja l_DIV koguvalimi puhul (lisa 8);
- 4) sõltuv muutuja l_DIV välisriigi tütarühingute valimi puhul (lisa 9).

Kõigil neljal juhul viidi esialgu läbi fikseeritud efektidega mudeli hindamine. Fikseeritud efektidega mudel aitab hinnata nii erinevate kaasatud tunnuste mõju kui ka aja muutust. Heteroskedastiivsuse esinemise tõttu kasutatakse mudelite hindamiseks kohandatud standardvigu. Kitsenduste F-testi kontrollimisega võeti iga mudeli puhul vastu sisukas hüpotees, et fikseeritud efektidega mudel on eelistatum ühendatud mudelile. Sellel põhjusel ühendatud mudelit magistritöös ka ei presenteerita. Fikseeritud efektidega mudelitega hinnati ka potentsiaalset ajalise erinevuse mõju – lisati vastavad fiktiivsed tunnused. Kahepoolsetes fikseeritud efektidega mudelites tuli eemaldada tunnus VANUS, kuivõrd sellel on aastatega tugev lineaarne seos, mis muutis mudeli hindamise programmis Gretl teostamatuks. Waldi testi kohaselt esinevad ajaperioodide vahel statistiliselt olulised erinevused mudelite puhul, mille sõltuv muutuja on dividendide väljamaksekindaja. Dividendi summaliselt analüüsivates mudelites aastate vahelised erisused statistiliselt oluliseks ei osutunud ning neid mudelisse ei jäeta.

Järgnevalt testis autor elimineerimise taktikat eemaldades ükshaaval mudelist statistiliselt mitteolulised tunnused kuni jõuti mudelini, kus kõik sõltumatud muutujad on olulised nivool 0,05. Kuivõrd olulisteks mõjuriteks jäid endiselt samad tunnused, kuid mudeli kirjeldusvõimet näitav determinatsioonikordaja R^2 kõikide mudelite puhul kas langes või jäi sarnaseks, ei ole põhjendatud mitteoluliste tunnuste eemaldamine ning esialgne mudel kõikide analüüsivavate tunnustega on parem.

Seejärel hinnati samu muutujaid juhuslike efektidega paneelandmete regressioonimudeliga. Juhuslike efektidega mudeli hindamise järgselt Breusch-Pagani testi kohaselt võeti enamike mudelite puhul vastu sisukas hüpotees, et juhuslikud spetsiifilised efektid esinevad ning mudelit tuleks eelistada ühendatud mudelile. Samas oli ka üks vastupidise järeldusega mudel, kus juhuslikud efektid mõju ei avaldanud ning eelistada tuleks ühendatud mudelit. Hausmani testi tulemus aga näitas kõikide juhuslike efektidega mudelite puhul, et valimi mahu suurenedes ei

lähene hinnatud väärtused tegelikele väärtustele, hinnangud ei ole mõjusad ning seetõttu tuleks eelistada fikseeritud efektidega mudelit.

Peale kirjeldatud testide läbiviimist kasutab autor fikseeritud efektidega regressioonmudeleid. Dividendide väljamaksekindajad analüüsivas mudelis hinnatakse mõju koos aja fiktiivsete tunnustega, dividendi summana analüüsivates mudelites ilma aja fiktiivsete tunnusteta. Selliselt hindab autor regressioonvõrrandi kaudu analüüsitava ning kontrollnäitajate mõju sõltuvatele muutujatele. Regressioonmudeli tulemused on koodatud lisadesse 6 kuni 9. Mudeli tulemusi tõlgendatakse ja analüüsitakse peatükis 3.

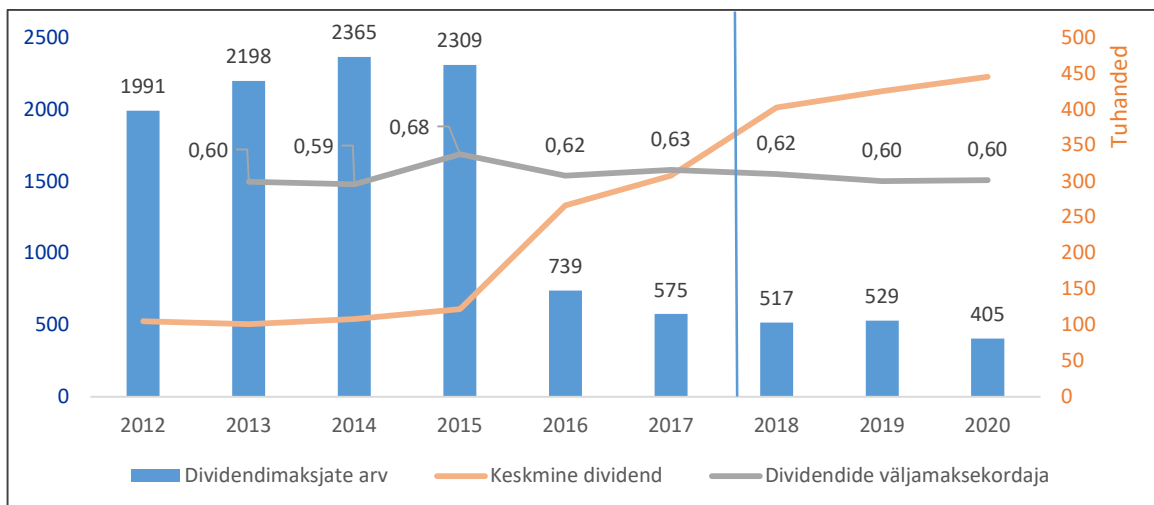
3. TULEMUSED JA JÄRELDUSED

3.1. Analüüsitud mudelite tulemused

3.1.1. Dividendide regulaarsuse analüüsi tulemused

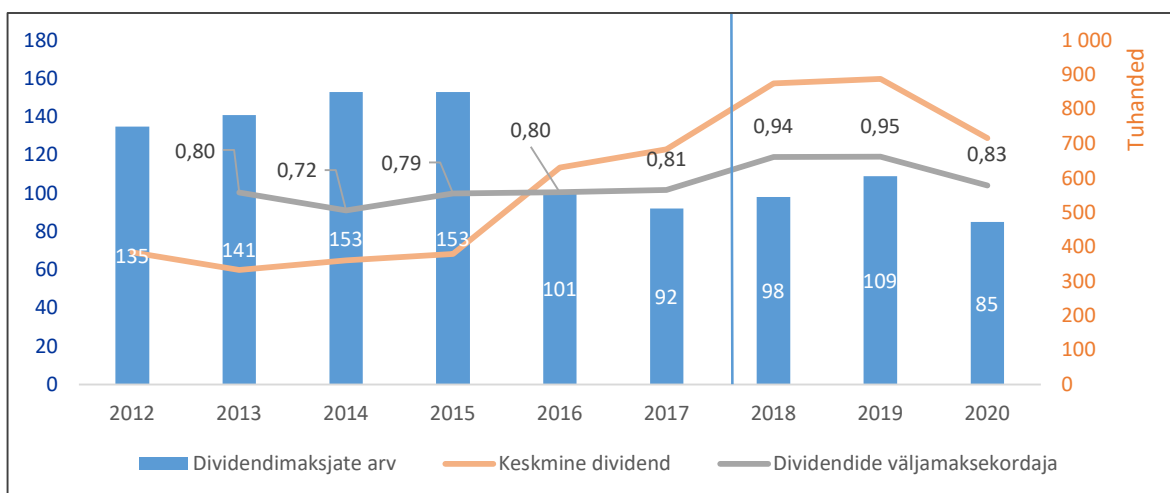
Autor analüüsis kogutud andmestlikku dividendide maksmise ning selle regulaarsuse kohta. Joonistel 3 ja 4 on graafiliselt presenteeritud, kuidas on analüüsitaval perioodil muutunud dividendimaksjate arv, makstav keskmine dividend ja dividendide väljamaksekindaja. Kui joonisel 2 peatükis 2.1. oli näha, et dividendide kogusumma nii magistritöö valimi kui ka kogu Eesti ettevõtete puhul kokku on 2012–2020 olnud pigem kasvavas trendis, siis joonisel 3 selgub, et see kasv on tulenenud just dividendimaksjate suurenemisest. Dividendimaksjate arv on alates 2016. aastat märkimisväärselt vähenenud. Languse põhjuste väljaselgitamine väljub selle magistritöö piiridest, kuid maksete langus läheb kokku töö esimeses peatükis kirjeldatud uuringutega, mille kohaselt on dividendimaksed oma osatähtsust ajas oluliselt kaotanud – peamiselt ongi vähenenud dividendimaksjate arv, seejuures aga summa suurenenud (Fama, French 2001; Eije, Megginson 2008; Michaely, Moin 2022).

Graafiliselt on näha, et maksumäära muudatuse hetkest (tähistatud joonisel helesinise püstjoonega) on 2019. aastal märgata väikest kasvu dividendimaksjate arvus. See võib viidata, et dividendimakseid planeeritakse stabiilsemalt väiksemate summadega, et tagada iga-aastane maksevõime. Samas 2020. aasta andmed seda järeldust ei kinnita. Seega ei nähtu ka graafiliselt, et oleks kasvanud ettevõtete arv, kes dividendimaksjate regulaarsust on parandanud, et seadusemuudatusega pakutavast maksukulu vähendusest kasu saada. Sama seaduspärasus kehtib nii koguvalimi puhul joonisel 3 kui ka eraldi vaadatuna välisriigi ettevõtete Eesti tütarühingute puhul joonisel 4. Vähenenud valimi puhul on lisaks dividendimaksjatele summaliselt märgata ka veidi tõusvat trendi dividendide väljamaksekindaja osas, mida koguvalimi puhul ei nähtu.



Joonis 3. Koguvalimi dividendimaksjate arv, keskmine dividend ja väljamaksekorrajaja

Allikas: autori koostatud lisa 2 toodud andmete alusel



Joonis 4. Välisriigi ettevõtete tütarühingute valim, dividendimaksjate arv, keskmine dividend ja väljamaksekorrajaja

Allikas: Autori koostatud lisa 2 toodud andmete alusel

Järgnevalt on võrreldud seadusemuudatusle eelneva ja järgneva perioodi dividendide maksmise regulaarsuse muutust jättes kõrvale dividendide maksed summaliselt, keskendutud on just maksmise järjepidevusele. Selle analüüsi puhul on vaadeldud andmestlikku ilma erindite eemaldamiseta – st ebatavaliselt suured 1% valimist dividendimaksed ei ole kõrvale jäetud. Viidi läbi järgmised arvutused:

- 1) Arvestati välja, mitmel aastal perioodil 2012–2017 (6 aastat) maksis iga valimi äriühing dividendide ning leiti vastav osakaal (maksete arv/6 aastat).

- 2) Arvestati välja sama suhe perioodi 2018–2020 (3 aastat) kohta jagades dividendimaksetega aastate arvu 3 aastaga.
- 3) Võrreldi muutust dividendimaksete protsentuaalses regulaarsuses kahe perioodi vahel.

Näide arvutusest: ettevõtte maksis perioodil 2012–2017 dividende kolmel aastal ehk 50% aastatest (3 makset / 6 aastat), perioodil 2018–2020 ühel aastal ehk 33% aastast (1 makse / 3 aastat). Dividendimaksete regulaarsus vähenes, sest $33\% - 50\% = -17\%$.

Tabelis 10 on koondatud arvutuste tulemused. Selgus, et nii koguvalimi puhul kui ka välisriigi ettevõtete tütarühingute korral on dividendimaksete regulaarsus vähenenud, st ettevõtted maksid perioodil 2012–2017 dividende protsentuaalselt koguaastate arvule tihedamini kui perioodil 2018–2020. Seadusemuudatuse järgne periood on küll veel lühike (3 aastat), kuid analüüsi tulemus kinnitab, et dividendide maksed ei ole ajas regulaarsemaks muutunud ning peale dividendimakset enamik ettevõtteid järgnevatel aastatel dividende uuesti ei maksa või teevad seda harvem.

Tabel 10. Dividendimaksete regulaarsuse muutus 2018–2020 võrreldes 2012–2017

Valim	Koguvalim		Välisriigi ettevõtete tütarühingud	
	arv	osakaal valimist	arv	osakaal valimist
Vähenes	2464	82%	167	55%
Muutumatu	214	7%	40	13%
Kasvas	318	11%	96	32%
Kokku	2996	100%	303	100%

Allikas: autori koostatud lisa 2 andmete alusel

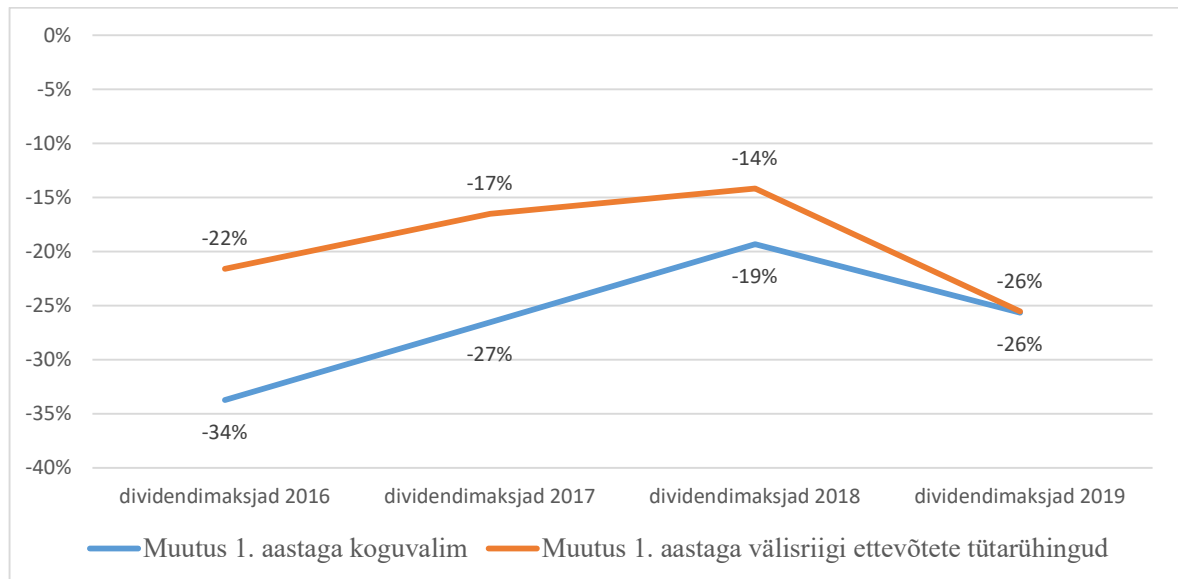
Viimase dividendide regulaarsuse analüüsi osana on vaadeldud detailsemalt 2016–2019 aasta dividendimaksete jätkuvust järgnevatel aastatel. Perioode 2012–2015 ei ole kaasatud, sest peale 2015. aastat toimus oluline langus dividendi maksjate arvus (vt lk 37 joonis 3). Aastal 2020 maksutud dividendide jätkuvust ei saa selle magistritööga veel hinnata, sest puuduvad 2021. aasta andmed. Iga analüüsitava aasta puhul on valimist selekteeritud välja sellel aastal dividende maksnud ettevõtted ning on analüüsitud, kuidas need ettevõtted on järgnevatel aastatel dividendioitsuseid teinud. Näiteks maksid 2019. aastal dividende 573 ettevõtet – seda käsitletakse kui 100% 2019. aasta dividendimaksjatest. Nendest samadest äriühingutest 426 ettevõtet maksis dividende ka 2020. aastat, mis moodustab 74% kogu 2019. aasta dividendimaksjatest. Ehk siis 26% ettevõtetest oma dividendimaksega regulaarselt ei jätkanud. Tabelist 11 ja jooniselt 5 nähtub, et regulaarsus vähenes kõige vähem 2018. aastal, mis langeb kokku seadusemuudatuse jõustumisega. Langus suurenes taas 2020. aastal ning seda nii 2018. aasta dividendimaksjate kui

ka 2019. aasta dividendimaksjate osas. Detailsemalt on tabelis 11 ja joonisel 5 kajastatud andmed nähtavad lisa 4.

Tabel 11. Dividendide jätkuvus aastate kaupa 2016–2019

Kogu valim				
	dividendimaksjad 2016	dividendimaksjad 2017	dividendimaksjad 2018	dividendimaksjad 2019
Muutus 1. aastaga	-34%	-27%	-19%	-26%
Muutus 2. aastaga	-12%	-5%	-15%	-
Muutus 3 aastaga	-4%	-13%	-	-
Välisriigi ettevõtete tütarühingud Eestis				
	dividendimaksjad 2016	dividendimaksjad 2017	dividendimaksjad 2018	dividendimaksjad 2019
Muutus 1. aastaga	-22%	-17%	-14%	-26%
Muutus 2. aastaga	-7%	-4%	-18%	-
Muutus 3 aastaga	-3%	-16%	-	-

Allikas: autori koostatud lisa 2 andmete alusel



Joonis 5. Dividendide jätkuvuse muutus ühe aastaga aastatel 2016–2019

Allikas: Autori koostatud tabel 11 andmete alusel

Dividendide jätkuvuse analüüs kinnitab, et dividendide regulaarsus seadusemuudatuse järgsel perioodil ei ole märkimisväärselt paranenud. Jätkuvuse tõusmise märke oli näha 2019. aastal (2018.a dividendimaksjate esimese aasta muutus), kuid 2020. aastal langes regulaarsus taas. Seega

sellele analüüsimetoodikale tuginedes ei ole leidnud tõestust, et Eesti ettevõtted oleksid tulenevalt regulaarsele kasumieraldisele rakenduva maksumäära muutusest oma dividendipoliitikat muutnud.

3.1.2. Kahe valimi keskväärtuste testimise tulemused

Testiti kahe valimi dividendinäitajate keskväärtusi eesmärgiga tuvastada, kas esineb statistiliselt olulist erisust perioodil enne tulumaksumäära muutust aastal 2018 võrreldes muutusejärgse perioodiga. Analüüsitavaatest tunnustest dividendide väljamaksekorra (DIV_MAAR) ning makstud dividendid (DIV) moodustati kaks alamvalimit:

- DIV_MAAR ja DIV perioodil 2012-2017,
- DIV_MAAR ja DIV perioodil 2018-2020.

Keskväärtuseid võrreldi eraldi nii koguvalimi kui välisriigi ettevõtete Eesti tütarühingute puhul. Keskväärtuste erisust analüüsiti rakendades paarist t-testi, mis võtab arvesse, et valimid on sõltuvad ning erisus leitakse iga ettevõtte puhul eraldi. Testi tulemused on koondatud tabelisse 12.

Tabel 12. Sõltuvate valimite keskväärtuste erinevuste testimise tulemused

Analüüsitava tunnus	Dividendide väljamaksekorra (DIV MAAR)				Makstud dividend (DIV)			
	kogu valim		välisriigi äriühingute tütarühingud		kogu valim		välisriigi äriühingute tütarühingud	
Alamvalim	2012-2017	2018-2020	2012-2017	2018-2020	2012-2017	2018-2020	2012-2017	2018-2020
Vaatluste arv	2 996	2 996	273	273	2 996	2 996	273	273
Keskväärtus	0,335	0,106	0,391	0,405	77 399	72 709	226 294	309 991
Kahepoolse testi olulisuse tõenäosus	<0,001		0,712		0,267		0,009	
Tõlgendus	H1: Keskväärtused on erinevad		H0: oluline erinevus keskväärtuses puudub		H0: oluline erinevus keskväärtuses puudub		H1: Keskväärtused on erinevad	

Allikas: autori koostatud lisa 2 andmete alusel programmiga Microsoft Excel

Keskväärtuste testiga soovis autor ülevaadet, kas enne seadusemuudatust (2012-2017) ning peale seadusemuudatust (2018-2020) on märgata olulist muutust. Dividendide väljamaksekorra enne ja peale muudatust koguvalimil on oluliselt langenud, st dividendidena makstakse välja väiksem osa ettevõtete kasumist. Välisriigi ettevõtete tütarühingutel olulist muutust toimunud ei ole ning muudatuse eelnev ja järgnev osakaal on sarnased, toimunud on statistiliselt ebaoluline tõus 0,39-lt 0,41-le. Seega Eesti ettevõtted jaotavad jooksvast kasumist viimastel aastatel dividende

proportsionaalselt pigem vähem. Ühe põhjusena võib kaaluda dividendide edasist regulaarsema makse planeerimist ning seega dividendi jaotatakse korraga vähem, kuid eelnevalt läbiviidud jätkuvuse analüüs vastavast seost siiski ei tuvastanud.

Makstud keskmine dividend on koguvalimi puhul langenud, kuid langus ei ole statistiliselt oluline. Keskmine jaotatav dividend on langenud 77 tuhandelt eurot 72 tuhande euroni. Välisriigi ettevõtete tütarühingute puhul on aga oluline tõus aastas jaotatavas dividendis – peale seadusemuudatust on aastas jaotatav dividend tõusnud keskmiselt 37%, 226 tuhandelt 310 tuhande euroni. See näitab, et kuigi jaotatav kasum on Eesti ettevõtetes summaliselt analüüsitaval viimasel kolmel aastal madalam kui enne seadusemuudatuse kehtima hakkamist, siis välisriigi omanikega ettevõtetel on suund olnud vastupidine. Keskmiselt jaotab seega iga äriühing kas sarnase või suurema summa, mis ühelt poolt võib viidata stabiilsema jaotamise planeerimisele, kuidas samas seda järeldust ei kinnitanud eelnevalt teostatud jätkuvuse analüüs ega ka järgnevalt teostatav regressioonanalüüs.

Keskvärtuste testi tulemusena võib kokkuvõtlikult järeldada, et statistiliselt oluline keskvärtuse muutus esines koguvalimi dividendide väljamaksekorrajana ning välisriigi ettevõtete tütarühingute makstud summalises dividendis. Stabiilsuse poole kalduvaid näitajad on enim välisriigi tütarühingute puhul, koguvalimi puhul on dividendimaksamise aktiivsus vähenenud. Kui kokkuvõtlikult analüüsida perioode 2012-2017 ning 2018-2020, siis viimasel kolmeaastasel perioodil jaotatakse dividende proportsionaalsest kasumist vähem, aga jaotatav summa on kas sarnane või suurem.

3.1.3. Mitmese lineaarse paneelandmete regressiooni tulemused

Kahe sõltuva muutuja, dividendide väljamaksekorrajana (DIV_MAAR) ning logaritmitud makstud dividendide (l_DIV) osas viidi läbi regressioonanalüüs, et hinnata, millised muutujad avaldavad mõju dividendipoliitikale. Analüüsitava tunnuseks kasutati kolme eelmise aasta makstud dividendide libisevat keskmist ning kontrollmuutujad määratleti varasemate uuringute tulemustest juhindudes. Mudelit hinnati nii magistratöö koguvalimi kui ka kitsendatult välisriigi ettevõtete tütarühingute puhul. Sobivaimaks mudeliks osutus igal juhul fikseeritud efektidega mudel, seejuures ajalist mõju tuvastavad dividendide väljamaksekorrajajaga mudelid. Mudelite kujunemist on kirjeldatud metoodika alapeatükis 2.3.1.

Kuivõrd analüüsitakse kahte erinevat sõltuvat muutujat ning kahte valimit – kokku neli mudelit – siis koondab autor tabelisse 13 erinevate mudelite tulemused analüüsi lihtsustamise huvides. Mudelite andmed on detailsemalt toodud lisades 6–9. Tabelis on näidatud iga sõltumatu muutuja koefitsient, tõenäosusväärtuse tähis ning sulgudes kordaja standardviga. Oranži värviga on tähistatud statistiliselt olulised muutujad, mille mõju sõltuvale muutujale on negatiivne. Rohelise värviga on tähistatud statistiliselt olulised muutujad, mille mõju sõltuvalt muutujale on positiivne.

Tabel 13. Regressioonanalüüsi koondatud tulemused

Sõltuv muutuja	DIV MAAR		I DIV	
	koguvalim	välisriigi ettevõtete tütarühingud	koguvalim	välisriigi ettevõtete tütarühingud
Mudel	fikseeritud efektidega kahepoolne mudel		fikseeritud efektidega mudel	
Vabaliige	-0,543 (0,396)	1,876 (2,061)	-0,533 (1,375)	-0,898 (4,096)
I_DIV_AVG3	-0,061*** (0,010)	-0,007 (0,044)	0,009 (0,034)	0,076 (0,083)
DIV_MAAR_1	-0,053*** (0,014)	-0,073 (0,049)	0,007 (0,034)	-0,085 (0,069)
VOLG	-0,216 (0,163)	-0,385 (0,843)	-0,385 (0,503)	-1,091 (1,001)
KASV	-0,168*** (0,023)	-0,234** (0,116)	-0,977*** (0,092)	-0,877*** (0,195)
I_VARA	0,093*** (0,028)	-0,087 (0,127)	0,836*** (0,106)	0,839*** (0,271)
ROA	0,002*** (0,001)	-0,002 (0,003)	0,009*** (0,002)	0,003 (0,005)
VANUS	-	-	-0,012 (0,012)	-0,002 (0,027)
Aasta fiktiivne tunnus dt_4	0,516*** (0,029)	0,210** (0,103)	-	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_5	0,132*** (0,027)	-0,027 (0,093)	-	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_6	0,052** (0,025)	-0,049 (0,092)	-	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_7	-0,027 (0,023)	-0,064 (0,085)	-	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_8	0,014 (0,021)	0,093 (0,080)	-	-

Allikas: autori koostatud lisade 6, 7, 8 ja 9 alusel

Märkused:

1. Sulgudes on toodud kordaja standardviga
2. Olulisuse nivoo tähiste selgitused: * 0,1; ** 0,05; *** 0,01

Tabelist 13 nähtub, et osad mudelisse valitud tunnused ei oma sõltumata varasematest uuringutest magistr töö valimi dividendipoliitika kujutamisel olulist tähendust. Analüüsitava muutuja, eelmise

kolme aasta libisev keskmine makstud dividend (DIV_AVG3), omas olulisust vaid koguvalimi dividendi väljamaksekindaja puhul ning erines oodatavast suunast, st mida kõrgem oli varasemalt makstud dividend, seda väiksem on see järgneval aastal. Eelmise aasta dividendide väljamaksekindaja (DIV_MAAR_1) mõjutas koguvalimi puhul järgmise aasta sama näitajat negatiivselt – st dividendimaksete osakaal pigem langes. Dividendmakseid summaliselt varasema aasta dividendikäitumine ei mõjuta ehk ei tunnused DIV_AVG3 ega DIV_MAAR_1 dividendimakseid analüüsivates mudelitest statistiliselt oluliseks ei osutunud. Seega võib järeldada, et varasemate aastate dividendikäitumine ei ole Eesti ettevõtete puhul dividendide otsustamisel määrav, dividendide osakaalu säilitamise olulisust ei ilmne.

Dividendide väljamaksekindajat mõjutavad positiivselt koguvalimi puhul ettevõtte varade suurus (I_VARA) ning kasumlikkus koguvara tootlikkuse näol (ROA). Tulemuste kohaselt ettevõtte vara kasvades 1% võrra suureneb makstava dividendi osakaal kasumist 0,093 korda. Välisriigi tütarühingute puhul suurus ning kasumlikkus oluliseks ei osutunud. Kooskõlas varasemate uuringutega selgus ka Eesti ettevõtete puhul, et kiirem kasvufaas ($KASV$) vähendab dividendide väljamaksete osakaalu. Võla osakaal ($VOLG$) dividendide väljamaksekindaja kujunemisel olulist rolli kummagi valimi puhul ei omanud. Ettevõtte vanust ($VANUS$) ei olnud võimalik kahepoolsesse fikseeritud efektidega mudelisse lisada, sest vanus ning aastate fiktiivsed tunnused oma omavahel tugevas korrelatsioonis. Küll aga viitas esialgne ilma ajaliste fiktiivsete tunnusteta mudel, et vanusel oli koguvalimi puhul statistiliselt oluline negatiivne mõju, mis varasemate uuringutega kooskõlas ei ole – st ettevõtte vanuse kasvades dividendiväljamaksete osakaal kasumist väheneb.

Dividende summana (DIV) varasemate aastate dividendikäitumine ei mõjuta – dividendide väljamaksekindaja (DIV_MAAR_1) ega libisev keskmine dividend (I_DIV_AVG3) ei oma kummagi valimi puhul statistilist olulisust. See samuti näitab, et dividendide maksmise stabiilsena hoidmine ei ole Eesti ettevõtetes primaarne. Negatiivset mõju tekitab ettevõtte varade kasvumäär ($KASV$), mis läheb varasemate uuringute tulemustega kokku – kiirem kasvufaas eeldab rohkem investeringuid ning kulusid arenemisele, dividendide maksed on selles faasis pigem harvad. Positiivset mõju makstava dividendi summale omab ettevõtte suurus (I_VARA), koguvalimi puhul ka kasumlikkus (ROA). Tulemused on ootuspärased.

Dividendide väljamaksekindajat analüüsivates regressioonvõrrandites osutus mudelit parandavaks ka fiktiivsete ajatunnuste lisamine. See tähendab, et esinevad erisused ajaperioodide vahel. Mudelites on andmed perioodide 2012–2020 kohta, sh viimased kolm aastat (2018–2020) on

perioodid peale analüüsitavat seadusemuudatust. Aja fiktiivsete tunnuste koefitsiendi vääruste kohaselt on viimastel perioodidel dividendi väljamaksekindaja pigem madalam kui varasematel perioodidel, peamiselt just koguvalimi puhul. Seega koguvalimi puhul annavad ajalised tunnused indikatsiooni, et dividendide maksmine on pigem vähenenud, vähest tõusu on märgata viimasel aastal, peamiselt just välisriigi ettevõtete tütarühingute puhul.

Regressioonanalüüsi tulemused kokkuvõtlikult annavad ülevaate, millistest tunnustest on mõjutatud valimite dividendide väljamaksekindaja ning makstud dividend. Selgus, et eelnevate aastate dividendide maht järgneva aasta dividendimaksele mõju ei avalda või on see mõju negatiivne. Kõrgem dividendide väljamaksekindaja mõjub negatiivselt järgmise aasta samale näitajale – väljamaksekindaja trend on langev. Seega ei leidnud kinnitust, et 2018. aastal toimunud maksumäära muudatus oleks 2018–2020 aastatel toonud kaasa dividendide maksmise regulaarsuse kasvu.

3.2. Järeldused ja ettepanekud

Globaalselt muutumises oleva tulumaksusüsteemi valguses on oluline, et Eesti maksusüsteem oleks efektiivne ning selles sisse viidud muudatused põhjendatud ning täidaksid oma eesmärgi. Eesti maksusüsteem on maailmas erandlik ning hetkel käimasoleva ülemaailmse maksureformi raames vajab Eesti maksusüsteem sellisel kujul säilimiseks erireegleid. Regulaarsele kasumijaotisele rakenduva 14%-lise tulumaksumäära kehtestamine 2018. aastal on üheltpoolt atraktiivne võimalus maksukulu vähendada, teisalt suurendab kohalike ettevõtete halduskoormust kahe erineva maksu rakendumise näol.

Langetatud 14%-lise maksumäära sihtgrupp on lähtuvalt seaduse seletuskirjast ning efektiivse maksumäära kujunemisest välisriigi kontsernide Eesti tütarühingud. Seadusemuudatuse eesmärk on ettevõtete dividendipoliitikat muuta stabiilsemaks, mõjutada ettevõtjaid jaotama ülemäärast kasumit ning seeläbi seda aktiivselt ringluses hoida (Tulumaksuseaduse muutmise... 2017). Seega baseerub seadusemuudatuse eesmärk mitte niivõrd dividendide mahu kasvule, vaid nende stabiilsusele, millele käesolev magistritöö ka keskendub.

Tulenevalt seadusemuudatuse eesmärgist muuta ettevõtjate kasumijaotamine regulaarsemaks, analüüsis autor dividendimaksete jätkuvust. Aastal 2016 toimus oluline langus dividendimaksete

arvus, langustrend on olnud siiani jätkuv (välja arvatud 2019, mil esines väike kasv). Seevastu keskmine dividend, mida ettevõtte jaotab, on samal perioodil teinud olulise kasvu. Kui võrrelda perioode enne ja peale seadusemuudatust (2012–2017 vs 2018–2020), siis selgus, et dividendide regulaarsus on üle 50%-l ettevõtetest langenud – enne seadusemuudatust jaotati kasumit regulaarsemalt (jaotatud aastate arv/koguperioodi aastate arv). See viitab, et eesmärgiks seatud regulaarsus ei ole paranenud. Aastate kaupa dividendimakseid analüüsides on 2018. aasta dividendimaksjad jätkanud järgmisel aastal kasumi väljamakseid stabiilsemalt kui varasematel aastatel, kuid 2020. aastal on mõju taandanud.

Lisaks analüüsiti enne ja peale seadusemuudatust esinevaid muutusi läbi kahe valimi keskväärtuste testimise. Selle meetodiga tuvastas autor, et statistiliselt oluline keskväärtuse muutus esines koguvalimi dividendide väljamaksekorrajajas, mis märkimisväärselt on uuemal perioodil langenud. Samuti nähtub oluline muutus välisriigi ettevõtete tütarühingute makstud summalisel dividendis, mis on ajas kasvanud. Stabiilsuse poole kalduvaid näitajad on enim välisriigi tütarühingute puhul, koguvalimi puhul on dividendimaksmise aktiivsus vähenenud.

Läbiviidud paneelandmete regressioonanalüüs näitas, et ettevõtete dividendiväljamakseid ning dividendidena väljamakstavat osakaalu kasumist mõjutavad positiivselt enim ettevõtte vara suurus ning kasumlikkus. Negatiivse efekti annab koguvarade kasvumäär, koguvalimi puhul ka eelmise aasta dividendide väljamaksekorrajaja. Analüüsitava muutuja, eelmise kolme aasta libisev keskmine makstud dividend, omas statistilist olulisust vaid koguvalimi dividendiväljamaksemäära uurivas regressioonvõrrandis. Koguvalimi jooksva aasta dividendide väljamaksekorrajajale avaldab kõrgem eelnevate aastate keskmine libisev dividend negatiivset mõju. Seega võib järeldada, et varasemate aastate dividendikäitumine ei ole Eesti ettevõtete puhul dividendide otsustamisel määrav ning dividendide maksmise sageduse ja mahu säilitamine ei leidnud tõestust.

Regressioonanalüüsi tulemused lähevad üldjoontes varasemate uuringutega kokku – olulisel kohal dividendipoliitika kujundamisel on ettevõtte elutsüklifaas, kasumlikkus ning suurus. Küll aga ei leidnud kinnitust varasematest uuringutest tulenev dividendide jätkuvuse printsiip. See võib olla seotud Eesti ebatavapärase tulumaksusüsteemiga, mis lükkab kasumi maksustamise edasi jaotamise hetkeni.

Dividendide väljamaksekorrajajat analüüsivates mudelites osas osutus mudelit parandavaks ka fiktiivsete ajatunnuste lisamine. Tulemused näitavad, et viimastel analüüsitavatel aastatel on

dividendi väljamaksekindaja pigem madalam kui varasematel perioodidel, peamiselt just koguvalimi puhul. See viitab, et peale maksumäära langetamist 2018. aastal olulist käitumuslikku muutust seadusemuudatusega soovitud suunas seni tekkinud ei ole. Kokkuvõtlikult selgus, et viimasel kolmeaastasel perioodil jaotatakse dividende proportsionaalsest kasumist vähem, aga jaotatav summa on kas sarnane või suurem. See kinnitab eelnevalt väljatoodud järeldust, et 2018. aastal 14%-lise tulumaksu kehtestamine Eesti ettevõtete dividendipoliitikale olulist mõju seni ei ole avaldanud.

Kõik kolm rakendatud analüütilist meetodit kinnitavad järeldust, et dividendide regulaarsus seadusemuudatuse järgsel perioodil ei ole oluliselt muutunud. Seega ei leidnud magistritöö käigus kinnitust, et seadusemuudatus oleks analüüsitaval perioodil oma eesmärgi täitnud. Dividendimaksjate arv ning maksete regulaarsus on endiselt pigem langustrendis ning seda nii koguvalimi puhul kui ka kitsendatud valimi korral, millesse olid kaasatud välisriigi ettevõtete tütarühingud Eestis.

Analüüsitava perioodi hulka jääb Covid-19 pandeemia algusperiood, mis hakkas Eestile otsest mõju avaldama alates 2020. aasta algusest. Seega juba 2019. finantsaasta tulemuste kokkuvõtmistel, aastaaruannete kinnitamisel ning dividendimaksete otsuste tegemisel valitses maailmas ebakindel olukord. Ka sellel võib olla oluline mõju dividendide regulaarsusele, sh suurema likviidsuse säilitamine oli oluline piirangute kehtestamise ajal, et tagada suurem kindlustunne ning võimekus kulusid katta olukorras, kus käive ning kasum langeb. Selle magistritööga ei ole võimalik eristada, mis määral avaldas Covid-19 pandeemia dividenditotsustele mõju ning kas regulaarsuse kasvu puudumine oli pandeemiaga otseses seoses ning pandeemia puudumisel oleksid tulemused olnud teistsugused.

Magistritöös läbiviidud uuringu tulemusena ei tuvastanud autor, et regulaarsele kasumijaotisele rakenduv 14%-line tulumaksumäär oleks avaldanud mõju Eesti ettevõtete dividendipoliitikale. Dividendimaksjate arv ning dividendimaksete jätkuvus on jätkanud vähenemist. Nagu töös korduvalt mainitud, on tulemused esialgsed, kuivõrd analüüsitav muudatusejärgne periood on lühike.

Autor soovib uuringut korrata mõne aasta möödudes, et hinnata, kas mõju dividendide regulaarsusele on ilmnunud viitega. Uuringu tegemisel aastate pärast on üks võimalus jätta kõrvale seadusemuudatuse kehtima hakkamise ning efektiivse 14%-lise maksumäära saavutamiseni

kulunud esimesed kolm üleminekuaastat (2018–2020). Uuringu tulemused eelkõige just välisriigi ettevõtete kontsernide Eesti tütarühingute puhul on autorile pigem üllatavad. Kuivõrd kasumi regulaarsel jaotamisel on võimalik saavutada oluline maksusääst, siis oleks autor oodanud selle aktiivsemat rakendamist juba alates 2018. aastast. Seetõttu võiks kaaluda täiendavalt ka kvalitatiivsemate meetoditega just sellele sihtgrupile suunatud uuringu läbiviimist, et mõista veelgi paremini dividendietsuste põhjuseid, sh nende seotust alandatud maksumääraga.

Kuivõrd esialgset muudatust dividendikäitumises ei ilmnenud, soovitab autor maksupoliitika kujundajatel asuda analüüsima dividendide maksmise efektiivsemaks muutmiseks teisi alternatiivseid lahendusi. Ühe sellisena pakub autor välja üldise ettevõtte tulumaksumäära langetamise, st alandatud määra rakendumine kõikidele kasumijaotistele sõltumata regulaarsusest ning loobuda eraisikust omanike puhul täiendavast kinnipidamisest. Selliselt säilitaks või taastaks Eesti oma konkurentsivõime investeringute siia meelitamisel vähemalt Baltikumi vaates. Samas oleks see oluline maksusääst ettevõtjatele, mis julgustaks kasumit jaotama ning mitte hoidma üleliigset raha seismas. Üldise dividendile rakenduva maksumäära muutmisel on mõistlik arvesse võtta globaalse maksureformi tingimusi ning potentsiaalselt 15%-list ülemaailmselt miinimummaksumäära.

KOKKUVÕTE

Magistritöö eesmärk oli hinnata alandatud 14%-lise regulaarsele dividendile rakenduva tulumaksumäära mõju Eesti ettevõtete dividendipoliitikale. Nimetatud 14%-line maksumäär kehtestati 2018. aastast ning see rakendub regulaarselt makstavale dividendile ja muudele kasumieraldistele. Maksumäära muudatusega soovis riik dividendide jaotamist regulaarsemaks ning aktiivsemaks muuta, et tagada raha aktiivsena hoidmine, aga ka parem maksutulude prognoosimine. Muudatuse sihtgrupp on välisriigi kontsernide tütarühingud Eestis, kes regulaarsel jaotamisel võivad enim vähenenud maksukulu näol. Erasisikust omanikule makstavale alandatud maksumääraga maksustatud dividendile rakendub täiendav kinnipeetav 7%-line tulumaks.

Töö teoreetilises osas mõtestati lahti dividendipoliitika, selle rakendatavad teooriad ja erinevad poliitikatüübid. Selgus, et kuigi dividendipoliitikat on uuritud palju, ei ole majandusteadlased jõudnud ühistele järeldustele, kuidas kujuneb ja millest sõltub dividendipoliitika. Lähtutakse erinevatest käsitlustest sellele, kas dividendimaksed suurendavad, vähendavad või hoopis ei mõjuta ettevõtte väärtust ning millest lähtuvalt ettevõtteid kasumijaotamise otsuseid teevad. Autor süstematiseeris varasemaid dividendipoliitika uuringuid, et selgitada välja kasumiväljamakseid mõjutavad tegurid. Neid tegureid võeti arvesse töö empiirilise uurimise teostamisel.

Töö eesmärgi täitmiseks teostas autor empiirilise uurimuse kasutades järgmisi meetodeid:

- 1) dividendide regulaarsuse analüüs;
- 2) kahe valimi keskväärtuste testimine enne ja peale seadusemuudatust;
- 3) mitmene lineaarne paneelandmete regressioon kasutades fikseeritud ja juhuslike efektidega mudeleid.

Valim on koostatud Orbis Europe andmebaasis kaasates kõik Eesti ettevõtted, kes on tegutsevad, töötajate arv on 5 või enam, asutatud aastal 2012 või varem ning on maksnud dividende kahel või enamal aastal perioodil 2012–2020. Selliselt taandab autor valimist väga uued, ilma sisulise tegevuseta ning puuduva dividendipoliitikaga äriühingud. Analüüsitava periood on 2012–2020 ehk 9 aastat. Valim koosneb 2996-st Eestis registreeritud äriühingust. Empiiriline uuring viiakse läbi

nii koguvalimi kui ka vähendatud valimi osas. Vähendatud valim koosneb välisriigi ettevõtete tütarühingutest Eestis, kes on seadusemuudatuse peamine kasusaav sihtgrupp. Vähendatud valimi maht on 273 ettevõtet.

Dividendide regulaarsuse analüüsis selgus, et aastal 2016 toimus oluline langus dividendimaksjate arvus, mis 2019. aastal veidi tõusis, kuid langus taas jätkus 2020. aastal. Võrreldes perioode enne ja peale seadusemuudatust (2012–2017 vs 2018–2020), siis selgus, et dividendide regulaarsus on üle 50%-l ettevõtetest langenud. Kui 2019. aasta andis märku, et regulaarsus oli veidi kasvamas, järjestikkuseid dividendimakseid oli rohkem sama ettevõtte poolt, siis ka see mõju 2020. aastal taandus. Ka valimite keskväärtuseid võrdlev t-test jõudis järeldusele, et dividendimaksete osakaal kasumist on peale seadusemuudatust oluliselt langenud, kuigi makse suurus ise on jäänud samaks või kasvanud.

Paneelandmete regressioonanalüüs teostati kahe erineva sõltuva muutuja osas: dividendide väljamaksekordaja ning makstud dividend summana. Analüüsitava muutuja on viimase kolme aasta keskmine makstud dividend, kontrollmuutujad määratleti varasematest uuringutest juhitudes. Tõlgendatavaks mudeliks jäi fikseeritud efektidega mudel, dividendide väljamaksekordajat analüüsivas mudelis osutus oluliseks ka ajaline efekt. Selgus, et ettevõtete dividendiväljamakseid ning dividendidena väljamakstavat osakaalu kasumist mõjutavad positiivselt enim ettevõtte vara suurus ning kasumlikkus. Negatiivse efekti annab koguvarade kasvumäär, koguvalimi puhul ka eelmise aasta dividendide väljamaksekordaja. Varasemate aastate dividendimaksed ning nende osakaal kasumist annavad edasiste aastate dividendiootsustele negatiivse efekti, dividendimaksete aktiivsus pigem langeb. Seega võib järeldada, et varasemate aastate dividendikäitumine ei ole Eesti ettevõtete puhul dividendide otsustamisel määrav ning dividendide maksmise sageduse ja mahu säilitamine ei leidnud tõestust.

Magistritöös läbiviidud uuringu tulemusena tuvastas autor, et regulaarsele kasumijaotisele rakenduv 14%-line tulumaksumäär ei ole avaldanud soovitud mõju Eesti ettevõtete dividendipoliitikale. Dividendimaksjate arv ning dividendimaksete regulaarsus on jätkanud vähenemist. Järelduse valguses on oluline silmas pidada, et tulemused on esialgsed, kuivõrd analüüsitava muudatusejärgne periood on veel lühike (3 aastat) ning selles sisalduvad juba ka Covid-19 pandeemia mõjud, mis võisid alates 2020. aastast planeeritud dividendiväljamakseid pidurdada.

Autor soovib uuringut korrata mõne aasta möödudes, et hinnata, kas mõju dividendide regulaarsusele on ilmnenud viitega. Samuti annaks kvalitatiivsete meetoditega teostatav uuring mõtestada lahti, mis põhjustel Eesti ettevõtted, peamiselt välisriigi ettevõtete tütarühingud, ei ole alandatud maksumäära rakendamiseks oluliselt oma dividendide regulaarust muutnud. Kuivõrd esialgset muudatust dividendikäitumises ei ilmnenud, soovib autor maksupoliitika kujundajatel asuda analüüsima dividendide maksmise aktiveerimiseks teisi alternatiivseid lahendusi ning otsuste tegemisel pidada silmas hetkel teostatavat globaalset maksureformi ning potentsiaalset 15%-list ülemaailmselt miinimummaksumäära.

SUMMARY

HOW THE DIVIDEND POLICY OF ESTONIAN COMPANIES IS IMPACTED BY THE REDUCED 14% TAX RATE APPLIED TO REGULAR PROFIT DISTRIBUTION

Kaisa Borštšik

The aim of this thesis was to evaluate how the dividend policy of Estonian companies is impacted by the reduced 14% tax rate applied to regular profit distribution. Referred 14% tax rate was introduced in Estonia from 2018 and it applies only to part of dividends that are paid out regularly, last three year's average dividend is considered. With this law amendment legislators' purpose was to increase the regularity and amount of dividend payments, as this would keep the surplus funds of entities in active circulation as well as would make the tax revenue forecasting more efficient. Tax rate reduction is most beneficial for Estonian subsidiaries of foreign companies as to them no additional taxation follows in Estonia. If recipient of the dividend is a private person, additional 7% withholding tax triggers for the part of dividends that was taxed with lower 14% corporate income tax rate.

In theoretical part of this thesis author explained dividend policy, it's theories and types. Even though scientists have performed a lot of research on the subject, there is no agreed definite approach for dividend policy and what influences it. Different views are presented when evaluating whether the dividend payments increase, decrease, or have no influence on firms' value and what is taken into consideration when dividend decisions are made. Author analysed several empirical studies on the subject in order to find out the factors influencing dividend payments. These factors were used for empirical analysis performed.

To fulfill the aim defined for this thesis, the author conducted an empirical analysis using the following methods:

- 1) analysis of the regularity of dividends;

- 2) testing the average values of two samples (paired t-test), samples differ the periods before and after the law amendment;
- 3) multiple linear regression of panel data using fixed and random effect models.

The sample has been formed in the Orbis Europe database and it includes Estonian operating companies which have 5 or more employees, are established in 2012 or earlier and have paid dividends at least two times during period 2012–2020. This way the selection is reduced by entities which are very new, have no substantive activities and have no dividend policy the law change could have potentially influenced. The period analysed was 2012–2020 (9 years). The sample consist of 2996 companies registered in Estonia. The empirical study was performed for the full sample and also for a reduced sample, which consists Estonian subsidiaries of foreign companies. The reduced sample size is 273 companies.

Dividend regularity analysis showed that in 2016 the number of dividend payers reduced significantly. Slight increase can be noted in 2019, but the decline continued again in 2020. Comparing the periods before and after the amendment to the law (2012–2017 vs 2018–2020), it turned out that the regularity of dividends has decreased in more than 50% of companies. While 2019 signaled a slight increase in dividend regularity, with more consecutive dividend payments by the same company, this effect also subsided in 2020. The t-test of the sample averages conclude also that the amount of dividends paid compared to the profit has decreased significantly since the amendment to the law, although the amount of the payment itself has remained the same or increased.

The regression analysis of the panel data was performed for two different dependent variables: dividend payout ratio and dividend amount paid. The analyzed variable was the average dividend paid over the last three years. Control variables were defined on the basis of previous studies. The fixed effect model remained the model to be interpreted, time effect was proved to be important in the models analyzing the dividend payout ratio. It turned out that the dividend payments and the dividend payout ratio are most positively affected by the size and profitability of the company. The growth rate of total assets and dividend payout ratio of the previous year gives a negative effect. Dividend payments from previous years and their ratio to profit have a negative effect on dividend decisions in subsequent years; the activity of dividend payments tends to decrease. Thus, it can be concluded that the dividend behavior of previous years is not decisive for Estonian

companies when making dividend decisions, maintaining the frequency and volume of dividend payments was not proven.

As a result of the analysis performed in this master's thesis, the author concludes that the 14% income tax rate applied to the regular profit distribution has not had the desired effect on the dividend policy of Estonian companies. The number of dividend payers and the continuity of dividend payments have continued to decline. In the light of the conclusion, it is important to keep in mind that the results are preliminary, as the post-change period under analysis is still short (3 years) and already includes the effects of the Covid-19 pandemic, which may have reduced planned dividend payments from 2020 onwards.

The author recommends repeating the study after a few years to assess whether the effect on the regularity of dividends has been appeared during longer period. A study carried out using qualitative methods would also make it possible to understand why Estonian companies, mainly subsidiaries of foreign entities, have not significantly changed the regularity of their dividends in order to apply the reduced tax rate. As there was no initial change in dividend behavior during analysed period, the author recommends that tax policy makers start considering other alternatives to make dividend payments more active and when deciding respective measures, taking into account the ongoing global tax reform and a potential global 15% minimum tax.

KASUTATUD ALLIKATE LOETELU

- Al-Malkawi, H.-A., Rafferty, M., Pillai, Rekha. (2010). Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence. *International Bulletin of Business Administration*, 9, 171-200.
- Allen, F., Bernardo, E. A., Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *The Journal of Finance*, 55 (6), 2499-2536.
- Andrejovská, A., Hudáková, M. (2016). Classification of EU countries in the context of corporate income tax. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 64 (5), 1699-1708.
- Baker, H. K., Powell, G. E. (2000). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms. *Financial Practice & Education*, 10 (1), 29-40.
- Baker, H. K., Powell, G. E., Veit, E. T. (2002). Revisiting the dividend puzzle. Do all of the pieces now fit? *Review of Financial Economics*, 11, 241-261.
- Berrington, A., Smith, P., Sturgis, P. (2006). An Overview of Methods for the Analysis of Panel Data. *ESRC National Centre for Research Methods Briefing Paper*, NCRM/007.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), 259-270.
- Bhattacharyya, N. (2007). Dividend policy: a review. *Managerial Finance*, 33 (1), 4-13.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R. ja Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- Bray, S. (2021). *Corporate Tax Rates around the Worlds, 2021*. Washington, USA: Tax Foundation.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed). New York, USA: McGraw-Hill.
- Brennan, M. J. (1970). Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, 23 (4), 417-427.
- Bunn, D., Asen, E. (2021). *International Tax Competitiveness Index 2021*. Washington, USA: Tax Foundation.
- Clayman, M. R., Fridson, M. S., Troughton, G. H. (2012). *Corporate Finance: A Practical Approach* (2nd ed). New Jersey, USA: John Wiley & Sons.

- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice* (2nd ed). USA: Hermitage Publishing.
- Deloitte Advisory AS. (2020). Maksusüsteemi konkurentsivõimelisuse analüüs, sh Eesti tööstusettevõtete tootmissisendi hindasid mõjutavate maksude ja tasude analüüs võrdluses naaberriikidega. Tallinn: Riigikantselei.
- Eije, H., Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89 (2), 347-374.
- El-Ansary, O., Gomaa, T. (2012). The Life Cycle Theory of Dividends: Evidence from Egypt. *International Research Journal of Finance and Economics*, 97, 72–80.
- European Commission. (2022) *What is VAT?* Kättesaadav: https://ec.europa.eu/taxation_customs/what-vat_en, 13. veebruar 2022.
- European Union. (2022) *Taxation*. Kättesaadav: https://european-union.europa.eu/priorities-and-actions/actions-topic/taxation_en, 12. veebruar 2022.
- EY. (2021) *Worldwide Corporate Tax Guide 2021*, 982-983. Kättesaadav: https://www.ey.com/en_gl/tax-guides/worldwide-corporate-tax-guide, 12. veebruar 2022.
- Fama, E. F., French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (1), 67-79.
- Fernando, J. (2021) *Correlation Coefficient*. Kättesaadav: <https://www.investopedia.com/terms/c/correlationcoefficient.asp>, 29. märts 2022.
- Fisher, G. R. (1961). Some Factors Influencing Share Prices. *The Economic Journal*, 71 (281), 121-141.
- Gordon, M.T. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41 (2), 99-105.
- Greene, W. H. (2003). *Econometric Analysis* (5th ed). New Jersey, USA: Pearson Education Inc.
- Guttman, I., Kadan, O., Kandel, E. (2010). Dividend Stickiness and Strategic Pooling. *Review of Financial Studies*, 23 (12), 4455-4495.
- Hanlon, M., Hoopes, J. L. (2014). What do firms do when dividend tax rate change? An examination of alternative payout responses. *Journal of Financial Economics*, 114, 105-124.
- Hazak, A. (2008). *Capital Structure and Dividend Decisions Under Distributed Profit Taxation*. (Doktoritöö) Tallinna Tehnikaülikooli majandusteaduskond, Tallinn.
- Hazak, A. (2009). Companies' Financial Decisions Under the Distributed Profit Taxation Regime of Estonia. *Emerging Markets Finance and Trade*, 45 (4).

- Ilie, L. (2011). Dividend Controversy: A Theoretical Approach. *Studies in Business and Economics*, 6 (3), 110–118.
- Jacob, M., Jacob, M. (2013). Taxation, Dividends, and Share Repurchases: Taking Evidence Global. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48 (4), 1241-1269.
- Johansson, A., Heady, C., Arnold, J., Brys, B., Vartia, L. (2008). Taxation and Economic Growth. *OECD Economics Department Working Papers*, No. 620.
- Kuzucu, N. (2015). Determinants of Dividend Policy: A Panel Data Analysis for Turkish Listed Firms. *International Journal of Business and Management*, 10 (11), 149-160.
- Labhane, N. B., Mahakud, J. (2016). Determinants of Dividend Policy of Indian Companies: A Panel Data Analysis. *Paradigm*, 20 (1), 36-55.
- Leary, M. T., Michaely, R. (2011). Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence. *The Review of Financial Studies*, 24 (10), 3197–3249.
- Lehis, L., Klauson, I., Pahapill, H., Uustalu, E. (2008) The Compatibility of the Estonian Corporate Income Tax System with Community Law. *Juridica International*, XV/2008, 14-24.
- Lehis, L. (2021) *Eesti maksuseaduste kommentaarid*. Tallinn: Eesti Maksuamkustajate Liit.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46 (2), 97-113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44 (3), 243-269.
- Loretz, S. (2008). Corporate Taxation in the OECD in a wider context. *Oxford Review of Economic Policy*, 24, 639-660.
- Maksubaasi kahandamise ja kasumi ümberpaigutamise ennetamiseks maksulepingutega seotud meetmete rakendamise mitmepoolse konventsiooni ratifitseerimise seadus. RT II, 17.12.2020, 2.
- Masso, J., Meriküll J., Vahter, P. (2013). Shift from gross profit taxation to distributed profit taxation: Are there effects on firms? *Journal on Comparative Economics*, 41 (2013), 1092-1105.
- Michaely, R., Moin, A. (2022). Disappearing and reappearing dividends. *Journal of Financial Economics*, 143, 207-226.
- Miller, M., Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34 (4), 411-433.
- OECD. (2021). *What is BEPS?* Kättesaadav: <https://www.oecd.org/tax/beps/about/#history>, 12. veebruar 2022.

- Orbis Europe (2022). [E-andmebaas]. Kättesaadav: <https://orbiseurope.bvdinfo.com/ip>, 14.01.2022.
- Paulo, S., Gale, C. (2012). The Miller-Modigliani 1961 Ponzi scheme, alias "dividend irrelevance". *International Journal of Law and Management*, 54 (3), 234–241.
- Pärenson, J. (2014). *Dividendipoliitikat mõjutavad tegurid Eesti ettevõtetes*. (Magistritöö) TalTechi majandusteaduskond, Tallinn.
- Rahandusministeerium. (2021). *Digitaliseeruva majanduse kasumimaksu reform*. Kättesaadav: <https://www.fin.ee/riigi-rahandus-ja-maksud/maksu-ja-tollipoliitika/algatused/#digitaliseeruva-maja>, 12. veebruar 2022.
- RIK = Registrate ja Infosüsteemide Keskus (2021). Ettevõtjate käive 2021 [Online]. Kättesaadav: https://ariregister.rik.ee/est/statistics/charts/chart_by_turnover/2021, 12. märts 2022.
- RIK = Registrate ja Infosüsteemide Keskus (2021). Ettevõtjate töötajate arv 2021 [Online]. Kättesaadav: https://ariregister.rik.ee/est/statistics/charts/chart_by_employees/2021, 12. märts 2022.
- RIK = Registrate ja Infosüsteemide Keskus (2021). Ettevõtjate vanus arv 2021 [Online]. Kättesaadav: https://ariregister.rik.ee/est/statistics/charts/chart_by_company_age/2021, 12. märts 2022.
- RIK = Registrate ja Infosüsteemide Keskus (2022). Autorile magistritöö käigus tehtud päringu vastusena edastatud andmetabelid. 21. jaanuar 2022.
- RIK = Registrate ja Infosüsteemide Keskus (2022). Juriidilised isikud tegevusala järgi seisuga 1. jaanuar 2022 [Online]. Kättesaadav: https://ariregister.rik.ee/est/statistics/detailed/detailed_by_main_area_of_activity/2022/1, 12. märts 2022.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D. (2022). *Fundamentals of Corporate Finance* (13th ed). New York, USA: McGraw-Hill.
- Rozeff, S. (1982). Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*, 5 (3), 249-259.
- Sauga, A. (2020). *Statistika*. Tallinn: TalTech kirjastus.
- State Revenue Service of the Republic of Latvia. (2021) *Corporate Income Tax*. Kättesaadav: <https://www.vid.gov.lv/en/corporate-income-tax>, 12. veebruar 2022.
- Statistikaamet (2022). EM001: Ettevõtete majandusnäitajad tegevusala ja tööga võitavad isikute arvu järgi [E-andmebaas]. Kättesaadav: https://andmed.stat.ee/et/stat/majandus_ettevetete-majandusnaitajad_ettevetete-tulud-kulud-kasum_aastastatistika/EM001, 21. märts 2022.
- Tammert, P. (2006) *Tulumaks*. Tallinn: Sisekaitseakadeemia.

Tingas, R. (2021) Kaks – või pigem kolm – maksusoovitust valitsusele. Kättesaadav: <https://www.aripaev.ee/arvamused/2021/01/27/ranno-tingas-kaks-voi-pigem-kolm-maksusoovitust-valitsusele>, 15. veebruar 2021.

Tulumaksuseadus. RT I, 22.12.2021, 41.

Tulumaksuseaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse 458 eelnõu seletuskiri. (2017) Kättesaadav: <https://www.riigikogu.ee/tegevus/eelnoud/eelnou/c7beb5e3-6d87-40cc-967a-4074ee159b96/Tulumaksuseaduse%20muutmise%20ja%20sellega%20seonduvalt%20teiste%20seaduste%20muutmise%20seadus>, 15. veebruar 2022.

Vabariigi Valitsus. (2021) *Eesti ühineb globaalse tulumaksu reformiga*. Kättesaadav: <https://www.valitsus.ee/uudised/eesti-uhineb-globaalse-tulumaksu-reformiga>, 14. veebruar 2022.

Vanasaun, I. (2017) Uus 14% maksumäär peaks kohalduma igasugusele jaotatud kasumile. *MaksuMaksja*, 2 (228), 26-27.

Weigand, R. A., Baker, H. K. (2009). Changing perspectives on distribution policy: The evolution from dividends to share repurchase. *Managerial Finance*, 35 (6), 479-492.

LISAD

Lisa 1. Näide jaotatava kasumi maksustamisest perioodil 2017–2022

Aasta	Aruandeaasta kasum (EUR)	Makstav dividend (EUR)	Tulumaks 14/86 (EUR)		Tulumaks 20/80 (EUR)		Tulumaks kokku (EUR)	Efektiivne äriühingu tulumaksumäär (%)	Kinnipeetav 7%, kui saaja on füüsiline isik	Efektiivne äriühingu kogumaksumäär, kui saaja on füüsiline isik (%)
			maksubaas	tulumaks	maksubaas	tulumaks				
Lahtri tähis	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
Arvutuskäik	-	-	Alastes 2019: Eelneva kolme aasta B summa / 3	$C \times 24/86$	$B - C$	$E \times 20/80$	$D + F$	G/A	$C \times 7\%$	$(G+I)/A$
2017	125 000	0	0	0	0	0	0	0%	0	0%
2018	125 000	100 000	0	0	100 000	25 000	25 000	20%	0	20%
2019	122 093	100 000	33 333	5 426	66 667	16 667	22 093	18%	2 333	20%
2020	119 186	100 000	66 667	10 853	33 333	8 333	19 186	16%	4 667	20%
2021	116 279	100 000	100 000	16 279	0	0	16 279	14%	7 000	20%
2022	116 279	100 000	100 000	16 279	0	0	16 279	14%	7 000	20%

Allikas: autori arvutused

Lisa 2. Magistritöös kasutatav andmestik

[https://docs.google.com/spreadsheets/d/1O2Ui_sMwnKzwx4TvTmyP9RIMlExJbf/edit?usp=s
haring&ouid=116454749133304298668&rtpof=true&sd=true](https://docs.google.com/spreadsheets/d/1O2Ui_sMwnKzwx4TvTmyP9RIMlExJbf/edit?usp=s
haring&ouid=116454749133304298668&rtpof=true&sd=true)

Allikas: Orbis Europe (2022); RIK (2022) Autorile....

Lisa 3. Korrelatsioonimaatriksid

Koguvalim								
Sõltuv muutuja dividendi väljamaksekordaja (DIV_MAAR)								
Korrelatsioonikoeffitsiendid, puuduvad väärtused on eemaldatud								
5% kriitiline väärtus = 0,0156, vaatluste arv = 15 849								
DIV_MAAR	DIV_AVG3	DIV_MAAR_1	VOLG	KASV	VARA	ROA	VANUS	
1,000	0,025	0,322	-0,022	-0,063	0,107	0,041	-0,014	DIV_MAAR
-	1,000	0,274	-0,027	-0,043	0,414	0,033	0,079	DIV_AVG3
-	-	1,000	-0,027	-0,017	0,025	0,076	-0,045	DIV_MAAR_1
-	-	-	1,000	0,009	0,066	-0,217	-0,046	VOLG
-	-	-	-	1,000	-0,010	0,386	-0,162	KASV
-	-	-	-	-	1,000	-0,119	0,102	VARA
-	-	-	-	-	-	1,000	-0,195	ROA
-	-	-	-	-	-	-	1,000	VANUS
Sõltuv muutuja makstud dividend (DIV)								
Korrelatsioonikoeffitsiendid, puuduvad väärtused on eemaldatud								
5% kriitiline väärtus = 0,0155, vaatluste arv = 15 994								
DIV	DIV_AVG3	DIV_MAAR_1	VOLG	KASV	VARA	ROA	VANUS	
1,000	0,685	0,205	-0,020	-0,055	0,412	0,027	0,060	DIV
-	1,000	0,271	-0,030	-0,040	0,404	0,022	0,079	DIV_AVG3
-	-	1,000	-0,030	-0,017	0,020	0,073	-0,042	DIV_MAAR_1
-	-	-	1,000	0,007	0,072	-0,217	-0,045	VOLG
-	-	-	-	1,000	-0,002	0,387	-0,162	KASV
-	-	-	-	-	1,000	-0,121	0,103	VARA
-	-	-	-	-	-	1,000	-0,196	ROA
-	-	-	-	-	-	-	1,000	VANUS

Allikas: Gretl, autori koostatud

Lisa 3. Järg

Välisriigi ettevõtete tütarühingud								
Sõltuv muutuja dividendi väljamaksekorrajaja (DIV MAAR)								
Korrelatsioonikoefitsiendid, puuduvad väärtused on eemaldatud								
5% kriitiline väärtus = 0,0537, vaatluste arv = 1335								
DIV_MAAR	DIV_AVG3	DIV_MAAR_1	VOLG	KASV	VARA	ROA	VANUS	
1,000	0,248	0,284	-0,039	-0,179	0,142	-0,032	0,037	DIV_MAAR
-	1,000	0,399	-0,048	-0,071	0,347	0,027	0,130	DIV_AVG3
-	-	1,000	-0,047	-0,062	0,012	0,086	0,009	DIV_MAAR_1
-	-	-	1,000	-0,005	0,030	-0,201	-0,019	VOLG
-	-	-	-	1,000	-0,031	0,242	-0,111	KASV
-	-	-	-	-	1,000	-0,218	0,055	VARA
-	-	-	-	-	-	1,000	-0,188	ROA
-	-	-	-	-	-	-	1,000	VANUS
Sõltuv muutuja makstud dividend (DIV)								
Korrelatsioonikoefitsiendid, puuduvad väärtused on eemaldatud								
5% kriitiline väärtus = 0,0538, vaatluste arv = 1327								
DIV	DIV_AVG3	DIV_MAAR_1	VOLG	KASV	VARA	ROA	VANUS	
1,000	0,549	0,276	-0,059	-0,152	0,267	0,032	0,081	DIV
-	1,000	0,396	-0,061	-0,057	0,332	0,031	0,124	DIV_AVG3
-	-	1,000	-0,053	-0,057	0,023	0,086	0,010	DIV_MAAR_1
-	-	-	1,000	-0,005	0,043	-0,202	-0,017	VOLG
-	-	-	-	1,000	0,009	0,245	-0,105	KASV
-	-	-	-	-	1,000	-0,207	0,051	VARA
-	-	-	-	-	-	1,000	-0,185	ROA
-	-	-	-	-	-	-	1,000	VANUS

Allikas: Gretl, autori koostatud

Lisa 4. Dividendide maksmise jätkuvus 2016 kuni 2019

Kogu valim												
	Dividendimaksjad 2016			Dividendimaksjad 2017			Dividendimaksjad 2018			Dividendimaksjad 2019		
Aasta	Dividendi- maksjate arv	Osakaal, kes jätkasid regulaarseid makseid	Osakaalu muutus	Dividendi- maksjate arv	Osakaal, kes jätkasid regulaarseid makseid	Osakaalu muutus	Dividendi- maksjate arv	Osakaal, kes jätkasid regulaarseid makseid	Osakaalu muutus	Dividendi- maksjate arv	Osakaal, kes jätkasid regulaarseid makseid	Osakaalu muutus
2016	762	100%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017	505	66%	-34%	610	100%	-	-	-	-	-	-	-
2018	415	54%	-12%	448	73%	-27%	559	100%	-	-	-	-
2019	381	50%	-4%	419	69%	-5%	451	81%	-19%	573	100%	-
2020	317	42%	-8%	338	55%	-13%	368	66%	-15%	426	74%	-26%
Välisriigi ettevõtete tütarühingud Eestis												
	Dividendimaksjad 2016			Dividendimaksjad 2017			Dividendimaksjad 2018			Dividendimaksjad 2019		
Aasta	Dividendi- maksjate arv	Osakaal, kes jätkasid regulaarseid makseid	Osakaalu muutus	Dividendi- maksjate arv	Osakaal, kes jätkasid regulaarseid makseid	Osakaalu muutus	Dividendim- aksjate arv	Osakaal, kes jätkasid regulaarseid makseid	Osakaalu muutus	Dividendi- maksjate arv	Osakaal, kes jätkasid regulaarseid makseid	Osakaalu muutus
2016	125	100%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017	98	78%	-22%	115	100%	-	-	-	-	-	-	-
2018	89	71%	-7%	96	83%	-17%	127	100%	-	-	-	-
2019	85	68%	-3%	91	79%	-4%	109	86%	-14%	141	100%	-
2020	69	55%	-13%	73	63%	-16%	86	68%	-18%	105	74%	-26%

Allikas: Autori arvutused

Lisa 5. Valimite keskväärtuste erinevuste testimise tulemused

Analüüsitava tunnus	Dividendide väljamaksekindaja (DIV MAAR)				Makstud dividend (DIV)			
	Kogu valim		Välisriigi äriühingute tütarühingud		Kogu valim		Välisriigi äriühingute tütarühingud	
Alamvalim	2012-2017	2018-2020	2012-2017	2018-2020	2012-2017	2018-2020	2012-2017	2018-2020
Vaatluste arv	2 996	2 996	273	273	2 996	2 996	273	273
Keskvärtus	0,335	0,106	0,391	0,405	77 399	72 709	226 294	309 991
Dispersioon	0,079	0,076	0,117	0,304	35 448 322 313	78 512 158 089	128 575 973 396	320 958 523 441
Pearsoni korrelatsioonikoeffitsient		0,158		0,062		0,574		0,426
Nullhüpoteesile vastav erisus		0		0		0		0
Vabadusastmete arv		2 996		272		2 995		272
t-statistik		34,738		-0,370		1,111		-2,630
Olulisuse tõenäosus ühepoolse hüpoteesi korral		<0,001		0,356		0,133		0,005
Parempoolne kriitiline väärtus ühepoolse hüpoteesi korral		1,645		1,650		1,645		1,650
Olulisuse tõenäosus kahepoolse hüpoteesi korral		<0,001		0,712		0,267		0,009
Parempoolne kriitiline väärtus kahepoolse hüpoteesi korral		1,961		1,969		1,961		1,969
Tõlgendus	H1: Keskvärtused on erinevad		H0: oluline erinevus keskväärtuses puudub		H0: oluline erinevus keskväärtuses puudub		H1: Keskvärtused on erinevad	

Allikas: Autori koostatud lisa 2 andmete alusel MS Exceli abil

Lisa 6. Regressioonanalüüsi tulemused koguvalimi puhul, sõltuv muutuja DIV_MAAR

Sõltuv muutuja: Dividendide väljamaksekordaja (DIV_MAAR)				
Koguvalim				
Mudel	Fikseeritud efektidega mudel	Fikseeritud efektidega kahepoolne mudel	Fikseeritud efektidega kahepoolne mudel ebaoluliste tunnuste elimineerimisega	Juhuslike efektidega mudel
Vabaliige	1,924 *** (0,379)	-0,543 (0,396)	-0,547 (0,394)	-0,393 *** (0,041)
I_DIV_AVG3	-0,068 *** (0,010)	-0,061 *** -0,010	-0,061 *** (0,01)	0,050 *** (0,004)
DIV_MAAR_1	-0,046 *** (0,014)	-0,053 *** (0,014)	-0,051 *** (0,014)	0,201 *** (0,009)
VOLG	-0,247 (0,169)	-0,216 (0,163)	-	0,018 (0,062)
KASV	-0,184 *** (0,025)	-0,168 *** (0,023)	-0,174 *** (0,022)	-0,144 *** (0,019)
I_VARA	0,081 *** (0,030)	0,093 *** (0,028)	0,092 *** (0,028)	0,005 (0,004)
ROA	0,001 ** (0,000)	0,002 *** (0,001)	0,002 *** (0,001)	0,001 *** (0,000)
VANUS	-0,122 *** (0,006)	-	-	-0,002 *** (0,001)
Aasta fiktiivne tunnus dt_4	-	0,516 *** (0,029)	0,514 *** (0,029)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_5	-	0,132 *** (0,027)	0,131 *** (0,026)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_6	-	0,052 ** (0,025)	0,052 ** (0,024)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_7	-	-0,027 (0,023)	-0,028 (0,022)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_8	-	0,014 (0,021)	-0,028 (0,022)	-
LSDV determinatsioonikordaja R ²	0,421	0,475	0,476	-
Regressorite olulisuse teststatistik	105,743	19,149	122,390	1 518,700
Regressorite olulisuse teststatistiku olulisuse tõenäosus p	<0,001	<0,001	<0,001	0,000

Lisa 6. Järg

F-test fikseeritud efektiga mudeli ja ühendatud mudeli võrdlemiseks - F-statistik	50,634	7,386	8,674	-
F-test fikseeritud efektiga mudeli ja ühendatud mudeli võrdlemiseks - olulisuse tõenäosus p	0,000	0,000	0,000	-
Wald test ajamuutujatele olulisuse tõenäosus p	-	<0,001	-	-
Breush-Pagan test olulisuse tõenäosus p	-	-	-	<0,001
Hausman test olulisuse tõenäosus p	-	-	-	0,000

Allikas: Gretl, autori koostatud

Märkused:

3. Sulgudes on toodud kordaja standardviga
4. Olulisuse nivoo tähistes selgitused: * 0,1; ** 0,05; *** 0,01

Lisa 7. Regressioonanalüüsi tulemused vähendatud valimi puhul, sõltuv muutuja DIV_MAAR

Sõltuv muutuja: Dividendide väljamaksekindaja (DIV_MAAR)				
Välisriigi ettevõtte tütarühingud				
Mudel	Fikseeritud efektidega mudel	Fikseeritud efektidega kahepoolne mudel	Fikseeritud efektidega kahepoolne mudel ebaoluliste tunnuste elimineerimisega	Juhuslike efektidega mudel
Vabaliige	2,925 (1,867)	1,876 (2,061)	0,305 *** (0,030)	-0,737 *** (0,213)
l_DIV_AVG3	-0,014 (0,044)	-0,007 (0,044)	-	0,069 *** (0,018)
DIV_MAAR_1	-0,057 (0,051)	-0,073 (0,049)	0,079 ** (0,038)	0,178 *** (0,032)
VOLG	-0,300 (0,829)	-0,385 (0,843)	-	-0,163 (0,274)
KASV	-0,240 ** -0,120	-0,234 ** (0,116)	-0,361 *** (0,075)	-0,330 *** (0,078)
l_VARA	-0,113 (0,129)	-0,087 (0,127)	-	0,021 (0,020)
ROA	-0,003 (0,003)	-0,002 (0,003)	-	-0,001 (0,002)
VANUS	-0,029 (0,019)	-	-	-0,002 (0,003)
Aasta fiktiivne tunnus dt_3	-	-	0,112 ** (0,051)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_4	-	0,210 ** (0,103)	0,180 *** (0,050)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_5	-	-0,027 (0,093)	-0,002 (0,046)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_6	-	-0,049 (0,092)	0,011 (0,046)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_7	-	-0,064 (0,085)	0,104 ** (0,045)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_8	-	0,093 (0,080)	0,110 *** (0,039)	-
LSDV determinatsioonikordaja R ²	0,423	0,445	0,324	-
Regressorite olulisuse teststatistik	2,116	1,716	14,692	146,381
Regressorite olulisuse teststatistiku olulisuse tõenäosus p	0,043	0,118	<0,001	<0,001

Lisa 7. Järg

F-test fikseeritud efektiga mudeli ja ühendatud mudeli võrdlemiseks - F-statistik	9,154	3,034	4,085	-
F-test fikseeritud efektiga mudeli ja ühendatud mudeli võrdlemiseks - olulisuse tõenäosus p	<0,001	<0,001	<0,001	-
Wald test ajamuutujatele olulisuse tõenäosus p	-	<0,001	<0,001	-
Breush-Pagan test olulisuse tõenäosus p	-	-	-	0,807
Hausman test olulisuse tõenäosus p	-	-	-	<0,001

Allikas: Gretl, autori koostatud

Märkused:

1. Sulgudes on toodud kordaja standardviga
2. Olulisuse nivoo tähistes selgitused: * 0,1; ** 0,05; *** 0,01

Lisa 8. Regressioonanalüüsi tulemused kogupalimi puhul, sõltuv muutuja I_DIV

Sõltuv muutuja: naturaallõgaritm maksud dividendist (I_DIV)				
Kogupalim				
Mudel	Fikseeritud efektidega mudel	Fikseeritud efektidega kahepoolne mudel	Fikseeritud efektidega kahepoolne mudel ebaoluliste tunnuste elimineerimisega	Juhuslike efektidega mudel
Vabaliige	-0,533 (1,375)	-0,943 (1,506)	1,496 ** (0,665)	0,323 ** (0,143)
I_DIV_AVG3	0,009 (0,034)	0,006 (0,034)	-	0,479 *** (0,013)
DIV_MAAR_1	0,007 (0,034)	0,014 (0,033)	-	0,039 * (0,023)
VOLG	-0,385 (0,503)	-0,314 (0,500)	-	-0,636 *** (0,206)
KASV	-0,977 *** (0,092)	-0,988 *** (0,091)	-0,966 *** (0,050)	-0,981 *** (0,056)
I_VARA	0,836 *** (0,106)	0,849 *** (0,105)	0,673 *** (0,048)	0,405 *** (0,014)
ROA	0,009 *** (0,002)	0,010 *** (0,002)	0,012 *** (0,001)	0,023 *** (0,001)
VANUS	-0,012 (0,012)	-	-	-0,015 *** (0,002)
Aasta fiktiivne tunnus dt_4	-	0,034 (0,062)	0,064 *** (0,017)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_5	-	0,057 (0,056)	0,110 *** (0,028)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_6	-	0,055 (0,054)	0,101 *** (0,036)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_7	-	-0,010 (0,046)	0,028 (0,037)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_8	-	-0,043 (0,041)	0,020 (0,036)	-
LSDV determinatsioonikordaja R ²	0,935	0,934	0,893	-
Regressorite olulisuse teststatistik	23,427	23,539	70,420	7 714,930
Regressorite olulisuse teststatistiku olulisuse tõenäosus p	<0,001	<0,001	<0,001	0,000

Lisa 8. Järg

F-test fikseeritud efektiga mudeli ja ühendatud mudeli võrdlemiseks - F-statistik	45,607	166,779	175,910	-
F-test fikseeritud efektiga mudeli ja ühendatud mudeli võrdlemiseks - olulisuse tõenäosus p	0,000	0,000	0,000	-
Wald test ajamuutujatele olulisuse tõenäosus p	-	0,284	-	-
Breush-Pagan test olulisuse tõenäosus p	-	-	-	<0,001
Hausman test olulisuse tõenäosus p	-	-	-	<0,001

Allikas: Gretl, autori koostatud

Märkused:

1. Sulgudes on toodud kordaja standardviga
2. Olulisuse nivoo tähistel selgitused: * 0,1; ** 0,05; *** 0,01

Lisa 9. Regressioonanalüüsi tulemused vähendatud valimi puhul, sõltuv muutuja I_DIV

Sõltuv muutuja: naturaallogaritm maksud dividendist (I_DIV)				
Välisriigi ettevõtte tütarühingud				
Mudel	Fikseeritud efektidega mudel	Fikseeritud efektidega kahepoolne mudel	Fikseeritud efektidega kahepoolne mudel ebaoluliste tunnuste elimineerimisega	Juhuslike efektidega mudel
Vabaliige	-0,898 (4,096)	-0,928 (4,306)	1,165 (2,292)	1,122 ** (0,503)
I_DIV_AVG3	0,076 (0,083)	0,076 (0,081)	-	0,428 *** (0,038)
DIV_MAAR_1	-0,085 (0,069)	-0,083 (0,070)	-	-0,113 ** (0,054)
VOLG	-1,091 (1,001)	-1,104 (1,021)	-	-0,370 (0,535)
KASV	-0,877 *** (0,195)	-0,883 *** (0,193)	-1,022 *** (0,151)	-0,672 *** (0,132)
I_VARA	0,839 *** (0,271)	0,836 *** (0,275)	0,751 *** (0,152)	0,413 *** (0,044)
ROA	0,003 (0,005)	0,003 (0,005)	0,010 *** (0,003)	0,015 *** (0,003)
VANUS	-0,002 (0,027)	-	-	-0,002 (0,007)
Aasta fiktiivne tunnus dt_2	-	-	-0,106 (0,130)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_3	-	-	-0,161 (0,131)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_4	-	0,040 (0,136)	-0,029 (0,114)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_5	-	0,051 (0,126)	0,038 (0,108)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_6	-	0,035 (0,124)	-0,021 (0,115)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_7	-	0,033 (0,109)	-0,032 (0,102)	-
Aasta fiktiivne tunnus dt_8	-	0,078 (0,092)	0,095 (0,084)	-
LSDV determinatsioonikordaja R ²	0,892	0,892	0,847	-
Regressorite olulisuse teststatistik	4,031	4,477	17,689	656,126
Regressorite olulisuse teststatistiku olulisuse tõenäosus p	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001

Lisa 9. Järg

F-test fikseeritud efektiga mudeli ja ühendatud mudeli võrdlemiseks - F-statistik	1,433	1,360	29,858	-
F-test fikseeritud efektiga mudeli ja ühendatud mudeli võrdlemiseks - olulisuse tõenäosus p	0,003	0,008	<0,001	-
Wald test ajamuutujatele olulisuse tõenäosus p	-	0,974	0,360	-
Breush-Pagan test olulisuse tõenäosus p	-	-	-	0,011
Hausman test olulisuse tõenäosus p	-	-	-	<0,001

Allikas: Gretl, autori koostatud

Märkused:

1. Sulgudes on toodud kordaja standardviga
2. Olulisuse nivoo tähisted selgitused: * 0,1; ** 0,05; *** 0,01

Lisa 10. Regressioonanalüüsi alternatiivide võrdlus

Sõltuv tunnus	DIV_MAAR										
Valim	koguvalim					välisriigi ettevõtete tütarühingud					
Mudel	fikseeritud efektidega kahepoolne										
Alternatiiv	Rakendatava mudel	Alternatiiv 1	Alternatiiv 2	Alternatiiv 3	Rakendatava mudel	Alternatiiv 1	Alternatiiv 2	Alternatiiv 3	Alternatiiv 1	Alternatiiv 2	Alternatiiv 3
I DIV AVG3	-0,061 ***	-0,060 ***	<i>elimineeritud</i>	<i>elimineeritud</i>	-0,007	<0,001	<i>elimineeritud</i>	<i>elimineeritud</i>			
DIV_MAAR_1	-0,053 ***	-0,052 ***	0,039 ***	0,042 ***	-0,073	-0,070	0,055	0,063			
VOLG	-0,216	-0,210	-0,193 **	-0,199 **	-0,385	-0,503	-0,440	-0,421			
KASV	-0,168 **	-0,135 ***	-0,162 ***	-0,151 ***	-0,234 **	-0,273 **	-0,410 ***	-0,432 ***			
I VARA	0,093 ***	<i>elimineeritud</i>	0,029 **	<i>elimineeritud</i>	-0,087	<i>elimineeritud</i>	-0,107	<i>elimineeritud</i>			
ROA	0,002 ***	0,002 ***	0,002 ***	0,002 ***	-0,002	-0,002	0,002	0,002			
dt 3	-	-	0,375 ***	0,359 ***	-	-	0,094	0,105 **			
dt 4	0,516 ***	0,488 ***	0,420 ***	0,405 ***	0,210 **	0,231 ***	0,159 ***	0,165 ***			
dt 5	0,132 ***	0,109 ***	0,053 ***	0,044 ***	-0,027	-0,011	-0,015	-0,008			
dt 6	0,052 **	0,036	0,041 ***	0,034 ***	-0,049	-0,043	0,004	0,001			
dt 7	-0,027	-0,034	0,022 ***	0,022 ***	-0,064	-0,048	0,068	0,098 **			
dt 8	0,014	0,014	0,017 ***	0,018 ***	0,093	0,100	0,090 **	0,103 **			

Lisa 10. Järg

Sõltuv tunnus	1 DIV							
Valim	koguvalim				välisriigi ettevõtete tütarühingud			
Mudel	fikseeritud efektidega	fikseeritud efektidega kahepoolne			fikseeritud efektidega			
Alternatiiv	Rakendatava mudel	Alternatiiv 1	Alternatiiv 2	Alternatiiv 3	Rakendatava mudel	Alternatiiv 1	Alternatiiv 2	Alternatiiv 3
1 DIV AVG3	0,009	0,039	<i>elimineeritud</i>	<i>elimineeritud</i>	0,076	0,076	<i>elimineeritud</i>	<i>elimineeritud</i>
DIV MAAR_1	0,007	-0,006	-0,028	-0,034	-0,085	-0,118	-0,081	-0,099 *
VOLG	-0,385	-0,141	-0,716 **	-0,583	-1,091	-1,057	-1,809	-1,802 *
KASV	-0,977 ***	-0,662 ***	-0,945 ***	-0,727 ***	-0,877 ***	-0,475 ***	-1,027 ***	-0,795 ***
1 VARA	0,836 ***	<i>elimineeritud</i>	0,585 ***	<i>elimineeritud</i>	0,839 ***	<i>elimineeritud</i>	0,460 ***	<i>elimineeritud</i>
ROA	0,009 ***	0,011 ***	0,012 ***	0,012 ***	0,003	0,006	0,009 **	0,010 ***
VANUS	-0,012	-	-	-	-0,002	0,035	0,042 *	0,064 ***
dt 3	-	-	-0,131 **	-0,376 ***	-	-	-	-
dt 4	-	-0,224 ***	-0,043	-0,245 ***	-	-	-	-
dt 5	-	-0,147 ***	-0,005	-0,156 ***	-	-	-	-
dt 6	-	-0,084	-0,002	-0,108 **	-	-	-	-
dt 7	-	-0,091 *	-0,055	-0,111 **	-	-	-	-
dt 8	-	-0,081 **	-0,071 *	-0,092 **	-	-	-	-

Allikas: Gretl, autori koostatud

Märkused:

1. Olulisuse nivoo tähiste selgitused: * 0,1; ** 0,05; *** 0,01

Lisa 11. Lihtlitsents

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks³

Mina, Kaisa Borštšik,

1. annan Tallinna Tehnikaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Regulaarsele kasumijaotisele rakenduva 14%-lise tulumaksumäära mõju Eesti ettevõtete dividendipoliitikale“, mille juhendaja on Karin Jõeveer,

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

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

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

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

10. mai 2022

³ Lihtlitsents ei kehti juurdepääsupiirangu kehtivuse ajal vastavalt üliõpilase taotlusele lõputööle juurdepääsupiirangu kehtestamiseks, mis on allkirjastatud teaduskonna dekaani poolt, välja arvatud ülikooli õigus lõputööd reprodutseerida üksnes säilitamise eesmärgil. Kui lõputöö on loonud kaks või enam isikut oma ühise loomingulise tegevusega ning lõputöö kaas- või ühisautor(id) ei ole andnud lõputööd kaitsvale üliõpilasele kindlaksmääratud tähtajaks nõusolekut lõputöö reprodutseerimiseks ja avalikustamiseks vastavalt lihtlitsentsi punktidele 1.1. jq 1.2, siis lihtlitsents nimetatud tähtaja jooksul ei kehti.