

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Kristiina Niinep

**EESTI ADVOKAADIBÜROODE
KASUMIJAOTUSPOLIITIKA**

Magistritöö

Juhendajad: assistent Mark Kantšukov,
dotsent Priit Sander

Tartu 2019

Suunan kaitsmisele,

Mark Kantšukov

.....

Priit Sander

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

Kristiina Niinep

SISUKORD

Sissejuhatus	4
1. Kasumijaotuspoliitika teoreetilised alused	7
1.1 Kasumijaotuspoliitika eesmärk ning kasumijaotusviisid	7
1.2 Kasumijaotust selgitavad teooriad	16
1.3 Kasumijaotuspoliitikad ning kasumijaotust seletavad tegurid.....	28
2. Kasumijaotuspoliitika Eesti advokaadibüroode valdkonda kuuluvates ettevõtetes ...	36
2.1 Andmed ja metoodika	36
2.2. Kasumijaotust selgitavate tegurite analüüs.....	43
2.3 Järeldused	53
Kokkuvõte	58
Viidatud allikad	62
Lisad.....	70
Lisa 1. lnDIV korrelatsioonimaatriks.....	70
Lisa 2. TOOT_DIV korrelatsioonimaatriks	71
Lisa 3. KORD_DIV korrelatsioonimaatriks	72
Lisa 4. KORD2_DIV korrelatsioonimaatriks	73
Summary	74

SISSEJUHATUS

Kasumijaotuspoliitika all mõistetakse ettevõtete otsuseid selles, kas ja kui suures osas otsustatakse väljamakseid teostada. Sõna “*poliitika*” viitab teatud tüüpi järjepidevusele, mis ettevõtte kasumijaotuste osas esineb (Allen, Michaely 2003). Kasumijaotuspoliitika otsused hõlmavad eelkõige kahte valikut: teostada ettevõtte omanikele väljamakseid või reinvesteerida kasum tagasi ettevõttesse - kui kasumit jaotada, siis millises ulatuses? Põhjendust, miks osad ettevõtted väljamakseid teostavad samas kui teised mitte, on otsitud juba aastakümneid. Paraku ei ole siiani jõutud üksmeelele selles osas, kas kasumijaotuspoliitikal on üldse otsest mõju ettevõtte väärtusele ning millised tegurid ettevõtete juhtkonna kasumijaotuse otsuseid motiveerivad.

Ettevõtte kasumijaotuspoliitika pakub oma olemuselt huvi nii ettevõtte sisestele kui ka välistele osalistele ning seetõttu omab vastav poliitika olulist mõju ka ettevõttes tehtavate rahandusotsuste planeerimisele ja kujundamisele. Ettevõtte kasumijaotusotsused võivad mõjutada võlakohustiste tasumist, investeeringute rahastamist kui ka kapitali eelarvestamist. Samuti on ettevõtete kasumi väljamaksepoliitika muutujate analüüs vajalik nii majandusliku kui ka õigusliku keskkonna muudatuste kujundamisel ning mõjude hindamisel. Uurimistööd antud valdkonnas aitavadki mõista erinevate teooriate kohandamisvõimalusi ning kitsaskohti, pakkudes seeläbi võimalusi ettevõtete kasumijaotusotsuste analüüsimiseks ning järelduste tegemiseks.

Käesolevas töös on vaatluse alla võetud majandusaasta aruannetest pärit näitajad, mille põhjal on läbi viidud analüüs hindamaks nende seost dividendimaksete suurustega. Senini on Eestis koostatud kasumijaotust käsitlevad tööd hõlmanud peamiselt kas börsil noteeritud ettevõtteid või on analüüsinud ettevõtete väljamakseid loetud aastate lõikes ilma erinevatele valdkondadele konkreetsemalt tähelepanu pööramata.

Käesolev magistritöö on oma fookuse suunanud ühe konkreetse tegevusvaldkonna uurimisele, lootes seeläbi tabada võimalikke valdkonnasiseseid sarnasusi. Täpsemalt on vaatluse alla võetud Eesti advokaadibüroode tegevusalasse kuuluvad ettevõtted, mis on teadaolevalt oma kasumite ja kasumieraldiste suuruste osas ka palju kõneainet pakkunud. Autorile teadaolevalt ei ole senini Eesti ettevõtete osas valdkonnapõhist uurimust varem läbi viidud. Küll aga on välismaiste uurimistööde puhul leitud toetust tööstusharu ja valdkonnasiseste kasumijaotuspoliitikate sarnasusele (Van Caneghem *et al.* 2011), kui ühele väljamakse poliitikat seletavale tegurile.

Magistritöö eesmärgiks on välja selgitada, kas ja millised on seosed ettevõtete finantsnäitajate ning dividendide väljamaksete vahel Eesti advokaadibüroode tegevusalasse kuuluvate ettevõtete seas. Selleks on püstitatud järgmised uurimisülesanded:

- selgitada välja kasumijaotuspoliitika peamised eesmärgid ning analüüsida erinevaid kasumijaotusvõimalusi;
- luua ülevaade põhilistest kasumijaotuspoliitikat käsitlevatest teooriatest;
- kaardistada peamised kasumi väljamakseid mõjutavad tegurid;
- anda ülevaade magistritöö andmetega seotud probleemidest ning valdkonna üldistest näitajatest;
- viia läbi korrelatsioon- ning regressioonanalüüs, et hinnata võimalike tegurite seost Eesti advokaadibüroode väljamaksetega;
- selgitada saadud tulemusi ning võrrelda neid varasemalt läbiviidud uurimistööde tulemustega.

Töö on jaotatud kaheks osaks. Esimeses osas käsitletakse kasumijaotuspoliitika teoreetilist raamistikku. Eestis on antud teemat käsitlevate tööde hulk oluliselt väiksem kui mujal riikides, kus kasumijaotuspoliitikate uurimine omab pikemat ajalugu. Seetõttu kasutatakse teoreetilise osa koostamisel peamiselt välismaiseid uurimusi ja teadusajakirjade artikleid. Teadusartiklid pärinevad enamasti EBSCO, JSTOR, EconPapers ning ScienceDirect andmebaasidest.

Töö teoreetilise osa esimeses alapeatükis selgitatakse, mis on kasumijaotuspoliitika eesmärk ning millised on olnud üldised trendid ettevõtete kasumi väljamaksetes. Selgub, et võrreldes eelmise sajandi algusega, on toimunud dividendide maksvate

ettevõtete osakaalu vähenemine ning üha enam eelistatakse tavapärastele rahalistele dividendidele aktsiate tagasiostu. Sellest tulenevalt vaadeldaksegi esimeses alapeatükis erinevaid kasumijaotusvõimalusi. Teises alapeatükis on vaatluse alla võetud peamised kasumijaotuspoliitika teooriad. Tähelepanu on pööratud nii rohkem käsitletud leidnud teooriatele nagu agentuurikonflikti, informatsiooniefekti, maksueelise teooria kui ka ettevõtte elutsükli, kontrollõigusele ning käitumuslikel aspektidel põhinevatele teooriatele. Kuigi antud lähenemised on oma seisukohtadelt kohati vastanduvad, leidub siiski aspekte, mille osas vaadeldavad teooriad üksteist täiendavad. Kolmandas alapeatükis tuuakse välja peamised dividendipoliitikad ning kasumi väljamakseid mõjutavad tegureid, mis on seniste empiiriliste uurimuste põhjal enim toetust leidnud.

Magistritöö teine peatükk analüüsib ettevõtete kasumijaotuste muutusi ning dividendide suurusi mõjutavaid tegureid. Analüüsi aluseks on võetud EMTAK 2008 klassifikaatori järgi advokaatide ja advokaadibüroode tegevusalasse kuuluvate ettevõtete majandusaasta aruanded perioodil 2005-2016. Väljavõtte ettevõtete andmetest on saadud Äriregistri andmebaasist. Lõplik valim koosnes 2 287-st ettevõtte aastaaruandest. Empiirilise osa esimeses alapeatükis tuuakse välja andmetega seotud probleemid ning antakse ülevaade advokaadibüroode valdkonna üldistest näitajatest. Lisaks dividendide maksmisele, pööratakse esimeses alapeatükis tähelepanu ka aktsiate/osakute tagasiostu teostamisele. Empiirilise osa teises alapeatükis tuuakse välja analüüsitavad tegurid. Tegurite mõju uurimiseks on kasutatud korrelatsioon- ning (OLS) regressioonanalüüsi, mis võimaldab analüüsida seoseid dividendide ning erinevate finants- ning mittefinantstegurite vahel. Viimaks tuuakse välja analüüsi tulemuste järeldused ning võrreldakse empiirilises osas saadud tulemusi teiste varem läbiviidud uurimuste tulemustega.

Töö autor soovib tänada oma juhendajaid Mark Kantšukovi ja Priit Sanderit kasulike soovitude ja asjakohaste märkuste eest magistritöö kirjutamisel.

Märksõnad: kasumijaotuspoliitika, dividendimaksed, advokaadibürood, regressioonanalüüs.

1. KASUMIJAOTUSPOLIITIKA TEOREETILISED ALUSED

1.1. Kasumijaotuspoliitika eesmärk ning kasumijaotusviisid

Finantsjuhtide peamiseks otsustusvaldkondadeks võib pidada investeerimis- ning finantseerimisotsuseid. Tulusate investeerimisvõimaluste korral on ettevõttel vaja leida vahendid nende rahastamiseks. Finantseerimisotsused omakorda kujutavad endas valikuid ettevõtte kapitalstruktuuri osas. Sisuliselt on antud juhul vaja leida sobivaim laenu- ja omakapitali vahekord.

Lisaks eelnevatele valdkondadele tekib ettevõttel kasumi teenimisel täiendavalt vajadus otsustada ettevõtte kasumijaotuspoliitika üle. Kasumijaotusotsuseid võib seega pidada ettevõtte rahanduse finantseerimis- ning investeerimisotsuste kõrval kolmandaks oluliseks valdkonnaks (vt joonis 1). Eelnevast tulenevalt mõjutavad investeerimis- ja finantseerimisotsused omakorda ettevõttele suunatud vabu rahavooge, millest on võimalik teha kasumi väljamakseid.



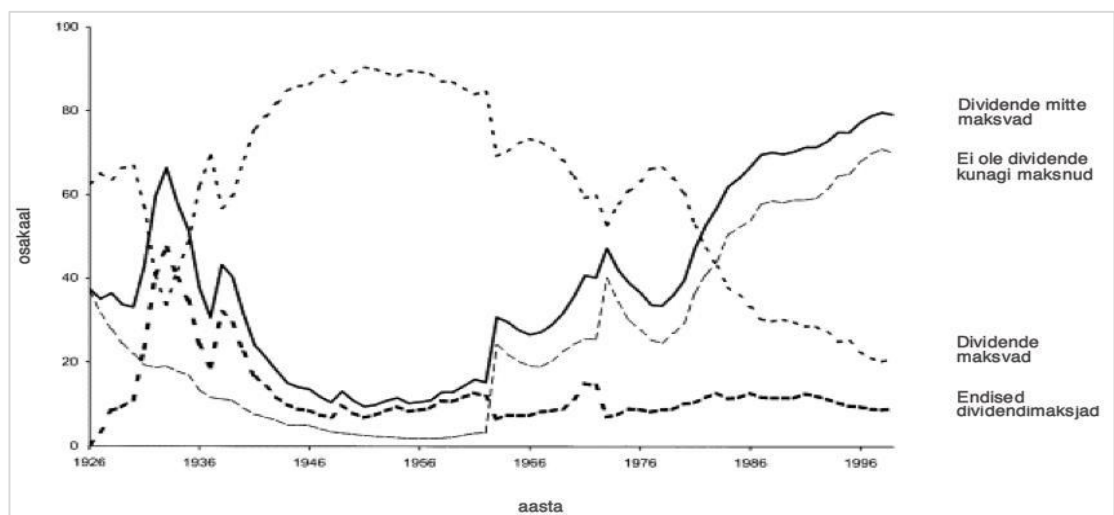
Joonis 1. Ettevõtte väärtust kujundavad rahandusotsused (Damodaran 2014: 284).

Kasumijaotuspoliitikat mõjutavate tegurite väljaselgitamine on olnud aluseks mitmetele töödele, mis on püüdnud leida ühiseid mustreid ettevõtete otsuste põhjendamisel. Investorite jaoks pakub väljamaksepoliitika võimalust hinnata ettevõtte tuleviku

väljavaateid ning kasumlikkust. Kuna investorid pööravad suurt tähelepanu ettevõtte tulemuslikkusele, mille üheks väljendiks peetakse kasumijaotusotsused, siis on see ka oluliseks valdkonnaks juhtkonna otsustusprotsessides.

Kasumi väljamakseid on nähtud kui vahendit, mille abil on võimalik vähendada ettevõtte erinevate osapoolte vahelisi agentuurikonflikte, signaliseerida ettevõtte juhtkonna sisemist informatsiooni ettevõtte tuleviku väljavaadete kohta kui ka moodust mõjutamaks ettevõtte väärtust (Baker, Jabbouri 2016: 272). Ettevõtte kasumijaotuspoliitikat uurides on tihtipeale jõutud erinevatele ning kohati isegi vastanduvatele tulemustele (Baker, Weigand 2015: 127). Lisaks on tõdetud, et ettevõtete kasumijaotuspraktikad erinevad nii riikide kui ka perioodide vahel. Nimelt on muutused dividende maksvate ettevõtete osakaalus olnud eelmise sajandiga võrreldes küllaltki märkimisväärsed (Fama, French 2001; Fatemi, Bildik 2012).

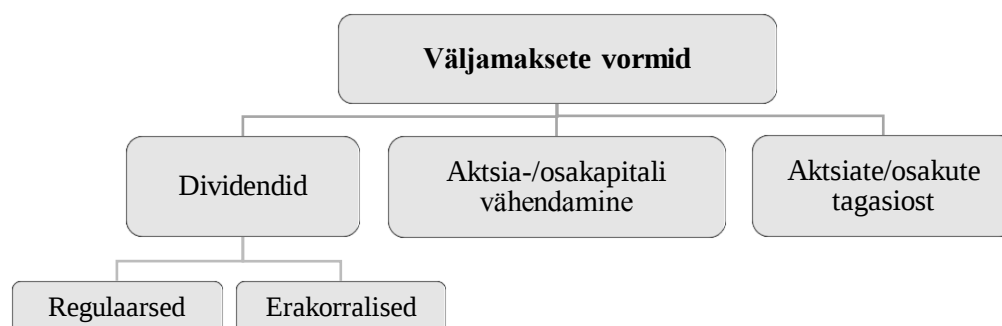
Eelmise sajandi lõpul viitasid mitmed uurijad dividendide hääbumise trendile (Clayman *et al.* 2008: 249). USA turu puhul oli märgata olulist langust dividende maksvate ettevõtete arvus (Fama, French 2001: 8). Kui dividende maksvate ettevõtete osakaal oli kõrghetkel üle 80%, siis 90ndate lõpuks oli vastav osakaal langenud 20% lähedale (vt joonis 2). Aastaks 1999 oli suurem osa ettevõtetest sellised, kes ei maksnud dividende ning ei olnud seda ka kunagi varem teinud.



Joonis 2. Dividende maksvate ettevõtete osakaalu muutus USA-s perioodil 1926-1999 (Fama, French 2001: 8).

Sarnast trendi oli märgata ka mujal maailmas. Fatemi ja Bildik (2012) analüüsisid rohkem kui 17 000-t ettevõtet 33-st erinevast riigist perioodil 1985-2006 ning tõdesid, et kuigi ülemaailmselt erineb ettevõtete dividendide maksmine üsna oluliselt, siis üldiselt võib siiski näha kalduvust dividendide maksvate ettevõtete vähenemise suunas (Fatemi, Bildik 2012: 676). Eeltoodud analüüsi tulemusena selgus, et dividendide maksvate ettevõtete osakaal langes vaadeldava 22 aasta jooksul 87%-lt 53%-ni (*Ibid.*: 663). Muutust peeti peamiselt põhjendatavaks väiksemate ning madalama tulemuslikkusega ettevõtete arvu lisandumisega. Samas oli märgata, et kokkuvõttes oli teenitud kasumi ning väljamakstavate dividendide osakaal vaadeldavate aastate jooksul vähesel määral tõusnud – kui 1985. aastal oli väljamakstud dividendide osakaal teenitud kasumist 24%, siis 2006. aastaks oli see tõusnud 29%-ni (Fatemi, Bildik 2012: 667).

Ettevõttel on kasumi väljamaksete tegemiseks erinevaid võimalusi (vt joonis 3). Rahaline dividend on ajalooliselt enim tuntud ja tavapärasem kasumi väljamakse vorm, kus ettevõtte jaotab teenitud kasumi selle investoritele rahaliste ülekannetena (Ross *et al.* 1990: 482). Kuigi selgus, et rahalisi dividendide maksvate ettevõtete arv on nii USA kui ka teiste riikide ettevõtete puhul viimastel aastakümnetel oluliselt vähenenud, siis on nii mõnegi majandusharu osas märgata, et suurimaid dividendide maksvad ettevõtted on summaarselt rahalisi dividendide siiski pigem suurendanud kui vähendanud. USA ettevõtete puhul on märgatav rahaliste dividendide väljamaksete suurenemine tulenevalt sellest, et rahalisi dividendide maksvad ettevõtted teevad väljamakseid regulaarselt, erinevalt ettevõtetest, kes kasutavad rahalistele dividendidele alternatiivseid väljamakse võimalusi. (DeAngelo *et al.* 2004; Dittmar 2000)



Joonis 3. Kasumi väljamaksete võimalikud vormid (autori koostatud).

Rahalised dividendid võib omakorda jaotada regulaarseteks ning erakorralisteks dividendideks. **Erakorraliste dividendide** puhul viidatakse üldiselt nii väljamaksetele, mis teostatakse ettevõtete poolt, kel puudub kindel kasumijaotuspoliitika, kui ka väljamaksetele, mis tasutakse lisaks regulaarsetele dividendidele. Kuigi erakorraliste dividendide puhul on sarnaselt tavapärastele dividendidele üldiselt tegemist rahalise väljamaksega, siis eristab seda siiski regulaarsuse puudumine. Seetõttu võib regulaarsete ja erakorraliste dividendide eesmärke pidada mõnevõrra erinevaks. Erakorraliste dividendide väljamakse vormi kasutavad eelkõige ettevõtted, kes tegutsevad muutlikus keskkonnas, kus ettevõtte tulemused võivad aastate jooksul oluliselt erineda (Clayman *et al.* 2008: 222). Seega, kui ettevõtte majandustulemused paranevad, siis jaotatakse vastav kasum omanikele erakorraliste dividendidena. Teisalt kui ettevõtte finantsnäitajad on pigem halvenevad, siis eelistatakse vabu vahendeid hoida ettevõttes ettenägematute kulude katteks (*Ibid.*).

Regulaarsete rahaliste dividendide väljamaksete puudumine aitab seega vältida investorite negatiivset reaktsiooni, mis võib tekkida tavapärasest dividendipoliitikast kõrvale kaldudes. Lisaks eeltoodud ettevõtetele, kus tulud on pigem volatiilsed, makstakse erakorralisi dividende lisaks ka regulaarsetele dividendidele. Seda näiteks ootamatult heade majandustulemuste korral. Seetõttu võib arvata, et erakorralised dividendid väljendavad eelkõige lühiajalisi tulemusi ning ei võimalda teha järeldusi ettevõtte väljavaadete kohta pikema perioodi puhul (Baker *et al.* 2005: 124). Erakorraliste dividendide jaotamise motiivideks võib pidada (Caudill *et al.* 2006: 30):

- soovi muuta kapitalistruktuuri;
- vähendada üleliigset rahavaru;
- vähendada juhtkonna ja aktsionäride vahelisi konflikte;
- vältida ülevõtmist;
- väljendada aktsia sisemist väärtust.

Eeltoodud motiividest kattuvad mitmed regulaarsete dividendide ning aktsiate tagasiostu põhjustega. Võrreldes erakorralisi dividende regulaarsete dividendidega, siis pakub see ettevõttele oluliselt paindlikumat viisi rahandusotsuste planeerimisel. Teisalt jällegi ei ole erakorralised dividendid mõjusad aktsia sisemise väärtuse väljendamisel,

kuna peegeldavad lühiajalisi tulemusi. Lisaks võib see olla ebaatraktiivne investorile, kes eelistab püsivamaid sissetulekuid.

Erakorraliste dividendide tähtsus on USA turul aja jooksul oluliselt langenud (DeAngelo *et al.* 2000: 315). Osaliselt on selle põhjusena nähtud erakorraliste dividendide asendamist regulaarsete dividendidega. Nimelt on erakorraliste dividendide maksmine mitmete ettevõtete puhul kujunenud järjepidevaks ehk regulaarseks (DeAngelo *et al.* 2000: 324). Kui USA dividende maksvatest ettevõtetest maksis aastatel 1927-1949 erakorralisi dividende keskmiselt 23,9% ettevõtetest, siis üheksakümnendateks oli antud arv vähenenud 1,8%-ni (DeAngelo *et al.* 2000: 315). Lisaks on erakorraliste dividendide maksmine omasem ettevõtetele, kes maksavad juba niigi suure osa oma kasumist välja regulaarsete dividendidena (Caudill *et al.* 2006: 46).

Vastupidiselt erakorralistele dividendidele on **aktsiate tagasiost** USA ettevõtete puhul omandanud viimaste aastakümnete jooksul järjest suuremat populaarsust rahaliste dividendide kõrval (Fama, French 2001: 35). Võrreldes aktsiate tagasiostu ning rahaliste dividendide muutusi, on aktsiate tagasiostu nähtud ka kui asendust rahalistele dividendidele (*Ibid.*; Grullon, Michaely 2002: 1651). Kuigi dividendide osatähtsuse vähenemist viimaste aastate jooksul on raske mitte märgata, siis asendatavuse vaatlemisel oluline hinnata põhjuseid, mis erinevate väljamaksete vormide valimisel määravaks saavad. Nimelt nähakse aktsiate tagasioste rahastatavat ajutisema iseloomuga tuludest, samas kui rahaliste dividendide maksmisel võetakse arvesse ettevõtte pikemaajalisemaid väljavaateid (Jagannathan *et al.* 2000: 374). Seetõttu võib aktsiate tagasiostu pidada pigem täiendavaks kui asendavaks väljamakse meetodiks (Jain *et al.* 2009: 1290; Mitchell, Dharmawan 2007: 165). Võrreldes aktsiate tagasiostu erakorraliste dividendidega, on nende kahe kasumijaotusviisi puhul märgatav erinevus väljamakse suuruse osas – kui erakorralisi dividende seostatakse väiksemate väljamaksetega, siis aktsiate tagasiost on kasutust leidnud pigem suuremate väljamaksete teostamisel (Wesson *et al.* 2018: 190).

Aktsiate tagasiostu peamiste motiividena võib tuua välja järgmised põhjused (Tearu, Krumm 2005: 181; Dittmar 2000: 333):

- soov läbi finantsvõimenduse suurendamise alandada kapitali hinda ning tõsta omakapitali tootlust;
- soov suurendada sisemisi finantseerimisallikaid;
- aktsia tegeliku väärtuse väljendamine;
- ülevõtmiste vältimine;
- soov vabaneda teatud vähemusgrupist;
- rahavood ületavad investeringute vajadusi;
- maksueelis dividenditulu ees;
- paindlikkus.

Aktsiate tagasiostu eeliseks rahaliste dividendide ees tuuakse mitmel juhul maksuaspekti. Maksueelis tekib juhul, kui aktsiate tagasiostu maksustatakse kapitalituluna ning kapitalitulu on maksustatud madalamalt kui dividenditulu (Hsieh, Wang 2009: 246). Kapitalitulu puhul on investoril erinevalt dividenditulust võimalik maksustamise hetk tulevikku lükata, kuna tulu maksustatakse alles aktsia müümisel (Lease *et al.* 2000: 53). Aktsiate tagasiostu korral kuulub maksustamisele aktsia väärtuse tõusust saadav tulu. Seega on investoril võimalik tagasiostuga kokkuvõttes saavutada dividendidega sarnased rahavood, kuid madalam maksukoormus. Maksueelise olemasolu sõltub vaadeldava riigi maksupoliitikast ning investori profiilist. Lisaks peetakse aktsiate tagasiostu eeliseks rahaliste dividendide ees ka selle paindlikkust, kuna aktsiate tagasiostuga ei kaasne ootusi tulevaste väljamaksete jätkumiste osas (Dittmar 2000: 333). Erinevalt rahalistest dividendidest, annab aktsiate tagasiost investorile valikuvabaduse, kuna puudub kohustus tagasiostus osaleda. Rahaliste dividendide väljamaksmisel investoril sellist valikuvõimalust ei ole.

Aktsiate tagasiostu läbiviimiseks on ettevõttel peamiselt viis meetodit (Lease *et al.* 2000: 157):

- fikseeritud hinnaga pakkumine;
- aktsiate tagasiost börsilt;
- tagasiost läbi Hollandi oksjoni;
- jaotamine üle antavate müügiõiguste näol (*transferable put-rights distribution*);

- suunatud pakkumine.

Fikseeritud hinnaga pakkumise korral teeb ettevõtte aktsiate ostupakkumise konkreetse hinnaga, määraes ära soovitavate aktsiate hulga ning ostuperioodi (Comment, Jarrell 1991: 1247). Ostuhind sisaldab tavapärasest turuhinnast mõnevõrra kõrgemat hinda (Ikenberry *et al.* 1995: 198). Fikseeritud hinnaga pakkumist kasutatakse üldiselt juhul, kui ettevõte soovib saata turule signaali, et aktsia väärtus on alahinnatud (*Ibid.*).

Aktsiate tagasiost börsilt toimub võrreldes fikseeritud hinnaga pakkumisest pikema perioodi jooksul, ulatudes isegi aastatesse (Lease *et al.* 2000: 158). Lisaks erineb antud meetod ka ostuhinnalt, mis on tavaliselt madalam kui fikseeritud hinnaga pakkumisel. Seetõttu ei pruugi tagasiost börsilt aktsia alahindamise puhul soovitud mõju omada. (*Ibid.*) Aktsiate tagasiost börsilt on ajalooliselt tekitanud diskussiooni selle üle, kas antud meetodit võidakse kasutada turuhinnaga manipuleerimiseks (Cornell 2009: 278). Seetõttu on aktsiate tagasiost olnud mitmetes riikides piiratud või lausa keelatud (Clayman *et al.* 2008: 230; Frankfurter, Wood 2003: 209). Tänapäeval moodustab aktsiate tagasiost börsilt enim kasutatud tagasiostu meetodi (Cornell 2009: 278).

Hollandi oksjoni korral määrab ettevõte ostetavate aktsiate koguse ning hinnavaheemiku, misjärel on aktsionäridel võimalik pakkuda madalaim hind, mis on neile vastuvõetav. Pakkumised järjestatakse vastavalt hinnale ning seejärel ostetakse tagasi soovitav hulk aktsiaid. Sarnaselt fikseeritud hinnaga pakkumisele on Hollandi oksjonil ostuhind turuhinnast mõnevõrra kõrgem. (Lease *et al.* 2000: 159) Kuna aktsiate tagasiostul on Hollandi oksjonil hinnaline preemia väiksem kui fikseeritud pakkumise puhul, siis peetakse seda vähetõhusaks aktsia alaväärtustamise signaali edastamisel (Comment, Jarrell 1991: 1242). Fikseeritud hinnaga pakkumist ning Hollandi oksjonit kasutatakse üldiselt juhul, kui lühikese perioodi jooksul soovitakse osta tagasi suur osa aktsiatest (Cornell 2009: 279).

Tagasiost üle-antavate müügiõigustega annab aktsionärile õiguse aktsiate ettevõttele tagasi müümiseks kindlaks määratud hinnaga ning piiratud perioodi jooksul. Antud müügiõigustega on võimalik kaubelda ka järelturul. Seega kujutab antud tagasiostu meetod suuremat kindlust investorile, kuna kaitseb teda võimalike hinnalanguste eest. (Lease *et al.* 2000: 159)

Suunatud pakkumise korral esitatakse tagasiostu pakkumine konkreetsele aktsionäride segmendile. Selliseks segmendiks võivad olla näiteks väikeaktsionärid, eesmärgiga vähendada kulusid, mis kaasnevad väikeaktsionäride teenindamisega. Teisalt võib pakkumine olla suunatud tuumikaktsionäridele, eesmärgiga vähendada kontrolli kontsentreeritust. (Lease *et al.* 2000: 160).

Lisaks rahalistele dividendidele ning aktsiate tagasiostule võib ettevõtte teostada väljamakseid **aktsia-/osakapitali vähendamisenä**. Aktsiakapitali vähendamine on võimalik vaid juhul, kui aktsiakapitali väärtus ületab minimaalse nõutava suuruse. Eeltoodud tingimuse eesmärgiks on tagada võlausaldajate huvide kaitse. Võlausaldajate teavitamiskohustuse tõttu on antud väljamakse teostamine ka aeganõudvam (Sander 2008). Erinevalt aktsiate tagasiostust säilib aktsiakapitali vähendamisel aktsionäride senine osalus. Aktsiate tagasiostu puhul toimuvad üldjuhul muutused aktsionäride struktuuris. Kui aktsiate tagasiostu puhul oli investoril võimalik valida, kas ta soovib tagasiostus osaleda või mitte, siis sarnaselt rahalistele dividendidele aktsiakapitali vähendamisel aktsionäril selline valikuvõimalus puudub. Nii aktsiate tagasiostu kui ka aktsiakapitali vähendamise puhul võib eelisena välja tuua paindlikkust (Shih, Yang 2013: 631). Nimelt, kui rahaliste dividendidega kaasnevad investorite ootused tulevaste maksete osas, siis eeltoodud väljamakseviisi puhul see enamasti nii ei ole. Aktsiakapitali vähendamise üheks eesmärgiks võib pidada aktsia likviidsuse suurendamist (*Ibid.*).

Kasumijaotusvõimaluste valikul tuleks lähtuda eesmärgist, mida saavutada soovitakse. Lisaks on näiteks aktsiate tagasiostu puhul vaja teha valik erinevate tagasiostu meetodite vahel. Nagu selgus, siis võib tagasiostu teostamise meetodist kokkuvõttes sõltuda soovitud eesmärgi realiseerumine. Erinevate kasumi väljamaksete võimaluste eelised ning puudused on toodud järgnevas tabelis 1.

Tabel 1. Erinevate väljamakse vormide eelised ning puudused.

	Dividendid		Aktsiate tagasiost	Aktsiakapitali vähendamine
	Regulaarne	Erakorraline		
Eelised	- Tagab investorile stabiilse tulu. - Väljendab ettevõtte häid majandustulemusi.	- Paindlikkus - ei kaasne investorite ootusi tulevaste väljamaksete osas. - Väljendab ettevõtte häid majandustulemusi.	- Investoril on võimalik valida, kas soovib aktsiaid müüa või mitte. - Võimalik maksueelis. - Paindlikkus	- Suurendab aktsia likviidsust. - Paindlikkus
Puudused	- Dividendide vähendamist vaadeldakse üldiselt negatiivse signaalina. - Mitmetes riikides maksustatud kõrgemalt kui kapitali kasvutulu.	- Sõltuvad üldiselt ettevõtte majandustulemustest, mistõttu võivad väljamaksed olla muutlikud.	- Väljendab eelkõige lühiajalisi tulemusi.	- Ajakulu - Ei ole aktsia väärtuse väljendamisel kuigi tõhus.

Allikas: autori koostatud.

Regulaarsete dividendide puhul võib seega peamiseks eeliseks teiste väljamaksete võimaluste ees pidada stabiilsust. Kuna üldiselt ei peeta dividendide vähendamist positiivseks märgiks, siis võib eeldada, et investeerimine ettevõttesse, mis maksab iga-aastaselt rahalisi dividende, tagab investorile stabiilse sissetuleku. Teisalt võib just antud põhjust pidada ettevõtte seisukohalt negatiivseks – dividendid vähendavad ettevõttes olevat raha, mida oleks võimalik suunata investeringutesse. Regulaarsete dividendide alternatiivsed väljamakse meetodid pakuvad seega ettevõttele paindlikuma võimaluse nii kasumi kui ka investeerimisvõimaluste muutustele reageerimiseks ilma, et sellega kaasneks negatiivse signaali andmist investorile. Erinevalt teistest kasumi väljamakse meetoditest on aktsiate tagasiostu puhul investoril võimalik valida, kas soovitakse tagasiostus osaleda või mitte. Dividendide ning aktsiakapitali vähendamise korral selline võimalus puudub. Antud aspekt võib investorile oluliseks osutada maksumõju seisukohalt. Maksude mõju ettevõtte kasumi väljamaksete suurusele ning väljamakse meetodile vaadeldakse täiendavalt alapeatükkides 1.2 ning 1.3.

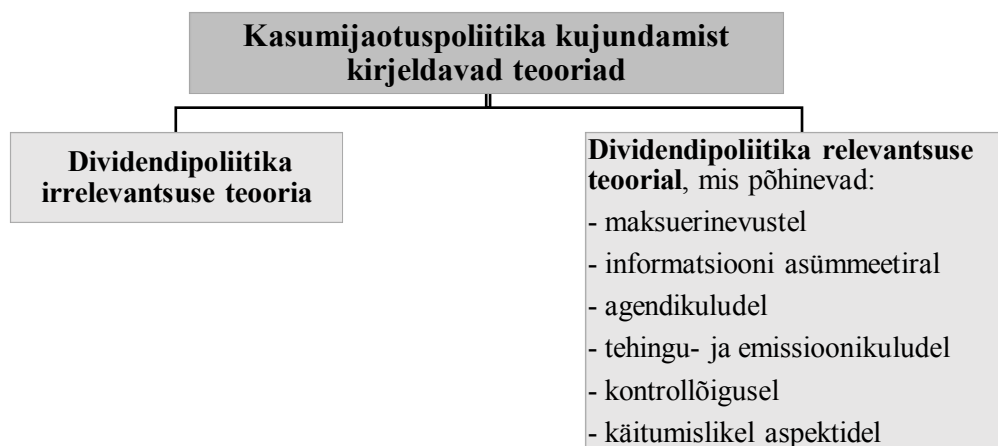
Käesolevas alapeatükis vaadeldi muutusi ettevõtete kasumi väljamaksetes USA-s ning mujal riikides. Lisaks uuriti erinevaid kasumi väljamaksete võimalusi. Selgus, et ühe läbiva motiivina võib kasumi väljamaksete tegemisel välja tuua soovi väljendada

ettevõtte tegelikku väärtust. Antud seisukoht on informatsiooniefekti teooria põhiargumendiks. Lisaks eelnevale on kasumijaotuspoliitika teooriate seas mitmeid teisi lähenemisi. Järgnev alapeatükk keskendubki erinevate kasumijaotuspoliitika teooriate uurimisele, mis üritavad selgitada eelkõige seda, miks ettevõtted kasumi väljamakseid teevad ning milline on kasumijaotuspoliitika olulisus ettevõtte väärtuse seisukohalt.

1.2. Kasumijaotust selgitavad teooriad

Kasumijaotuspoliitikate uurimisel on üsnagi pikk ajalugu, kuid siiani ei ole jõutud üksmeelele selles osas, mis ettevõtete kasumijaotusotsuseid täpsemalt mõjutab ning milline on antud otsuste võimalik mõju ettevõtte väärtusele. Käesolevas alapeatükis võetaksegi vaatluse alla peamised kasumijaotuspoliitika valdkonnas kujunenud teooriad ning seisukohad.

Kasumijaotusteooriad võib üldiselt jagada kaheks: dividendide tähtsuse (*relevance*) ja dividendide tähtsusetuse (*irrelevance*) teooria (vt joonis 4). Kui dividendide tähtsuse teooria mudelid püüavad leida selgitusi kasumijaotuspoliitika mõjust ettevõtte väärtusele ebatäiuslike turutingimuste korral, siis dividendide tähtsusetuse teooria kohaselt ei mõjuta ettevõtte kasumijaotuspoliitika tema väärtust.



Joonis 4. Kasumijaotuspoliitika kujunemist kirjeldavad teooriad (Sander, Trumm 2005).

Franco Modigliani ja Merton H. Miller (1961) panid aluse mitmetele järgnevatele dividendide ning kasumi väljamakseid käsitlevale uurimustele (Fatemi, Bildik 2012: 662). Vastupidiselt seni valdavalt kehtinud seisukohtadele, mille kohaselt arvati, et kasumijaotuspoliitikal on mõju ettevõtte väärtusele, leidsid Miller ja Modigliani oma

töös, et ettevõtte väärtust mõjutavad vaid tema investeeringute valikud ning varade võime genereerida tulevaseid rahavooge (Miller, Modigliani 1961: 414). Autorite teooria kohaselt oli ettevõtte väärtus leitav järgnevalt (Miller, Modigliani 1958: 268):

$$(1) \quad V_j = (S_j + D_j) = \frac{X_j}{p_k}$$

kus	V_j	–	ettevõtte turuväärtus,
	S_j	–	ettevõtte omakapitali turuväärtus,
	D_j	–	ettevõtte laenukapitali turuväärtus,
	X_j	–	ettevõtte oodatav intresside-eelne kasum,
	p_k	–	varaklassi oodatav tulusus.

Loodud mudel sisaldas endas järgmisi eeldusi (Miller, Modigliani 1961: 412):

- Puudub informatsiooni asümmeetria. Kõik turuosalised on hinnavõtjad.
- Puuduvad tehingukulud, maksud ja komisjonitasud aktsiate ostul, müügil ja väljastamisel.
- Turuosalised käituvad ratsionaalselt – investorid eelistavad alati suuremat kasu väiksemale ning neile ei oma tähtsust, kas vara suurenemine toimub dividendide väljamaksete või kapitalikasvu näol.
- Investor omab täielikku selgust tuleviku investeeringute kohta.

Dividendide tähtsusetuse teooria kohaselt ei oma täiuslike turutingimuste korral kasumijaotuspoliitika mõju ettevõtte väärtusele ehk on sisuliselt ebaoluline (Baker, Weigand 2015: 128). Dividendid kujutavad seega endast kõigest jääktulu, mis jääb alles peale positiivse puhta nüüdisväärtusega (NPV) investeerimisprojektide vastuvõtmist. Kuna dividendi- ning kapitalitulu ei maksustata, siis on investoril võimalik ise oma rahavooge kujundada ning konkreetne kasumijaotuspoliitika ei mängi siinkohal rolli. Kui investorile makstakse ootustest rohkem dividende, on tal võimalik saadud summa reinvesteerida ning vastupidiselt – kui investor soovib saada suuremaid tulusid dividendimaksetest kui tegelikult teostati, siis on tal võimalik müüa osa oma aktsiatest ning saavutada kokkuvõttes samaväärsed rahavood. Seega täiuslike turutingimuste korral määrab ettevõtte väärtuse eelkõige tema võime genereerida tulevaseid rahavooge ning kapitali struktuuri valikud ei oma seejuures tähtsust. (Miller, Modigliani 1961: 414)

Tegelikkuses ei ole Milleri ja Modigliani (1961) teoorias toodud eeldustele vastavat täiuslikku turgu paraku olemas. Linda DeAngelo ja Harry DeAngelo (2007) on kritiseerinud Milleri ja Modigliani lähenemist väites, et mudelile kehtestatud eeldused on oma olemuselt ebareaalsed ning ei sobitu tegeliku maailmaga kokku. Püstitatud eelduste tõttu tekitas antud töö omajagu poleemikat ning kriitikat, kuid teisalt lõi see aluse edasistele uurimustele, kus üritati luua mudelit, mis sobituks paremini tegeliku turu tingimustega.

Kuigi Miller ja Modigliani (1961) väitsid, et ettevõtte dividendipoliitika ei oma tähtsust ning investoritel on võimalik enda rahavoogusid ise kujundada, siis ei suutnud nad siiski põhjendada seda, miks paljud investorid eelistavad paigutada oma raha just ettevõtetesse, mis maksavad dividende. „Varblane peos” (*bird-in-the-hand*) teooria kohaselt suurendavad dividendide väljamaksed ettevõtte väärtust (Baker, Weigand 2015: 134). Dividenditulu puhul on investorile tegemist kindlama sissetulekuga, kui seda on võimalik tulu kapitalikasvust (Lintner 1956: 259-260; Gordon, 1963: 272). Perioodilised tulud dividendimaksete kujul suurendavad investori kindlust ning sissetulekute stabiilsust, kapitalikasv sisaldab endas aga vastupidiselt ebamäärast riski (*Ibid.*; Baker, Haslem 1974).

Üheks oluliseks tööks antud teooria kujunemisel võib seejuures pidada John Lintneri (1956) läbi viidud uurimust, kus autor viis läbi intervjuud 28 ettevõtte finantsjuhiga, võttes vaatluse alla nende ettevõtete kasumi väljamaksed aastatel 1947-1953. Töö tulemustest selgus, et finantsjuhid arvestavad dividendide väljamaksete tegemisel olulisel määral sellega, milline on olnud eelnevate perioodide väljamaksemäär ning milline oleks selle muutus antud perioodil (Lintner 1956: 99). Lintneri töö tulemustele tuginedes võib järeldada (Marsh, Merton 1987: 5-6):

- ettevõtte finantsjuhid pooldavad seisukohta, et ettevõtete kasumijaotuspoliitika eesmärgiks on saavutada kindel pikaajaline dividendide väljamaksemäär;
- juhtkond on rohkem huvitatud dividendide väljamaksemäära muutustest kui dividendimaksete summast;
- vähenemised väljamakstavates dividendides on peamiselt põhjendatud ettenägematutest ning püsivatest muutustest ettevõtte tuludes;

- kui ei olda kindel suutlikkuses hoida dividendimakseid varasemal tasemel, siis eelistatakse muutusi selles osas vältida.

Seega olid Lintneri pakutud mudeli kohaselt olulised dividendide väljamaksete muutused ning nende stabiilsus läbi aja. Lintneri loodud mudeli püstitus oli järgmine (Lintner 1956: 107):

$$(2) \quad \Delta D_{it} = a_i + c_i(D_{it}^* - D_{i(t-1)}) + u_{it},$$

kus ΔD_{it} – muutus dividendimaksete summas,
 a_i – vabaliige,
 c_i – kasvumäära koefitsient,
 D_{it}^* – vaadeldaval perioodil makstavad dividendid arvestades seatud väljamakse kordajat,
 $D_{i(t-1)}$ – eelneval perioodil väljamakstud dividendid,
 u_i – vealiige.

Valemis toodud kasvumäära koefitsiendi c_i väärtus näitab, kuidas ettevõtte reageerib kasumi muutustele. Kui c_i väärtus läheneb nullile, siis on ettevõtte reageering kasumi muutustele väike. Lintneri (1956) töö tulemustele tuginedes eelistavad sellist varianti eeldatavalt ettevõtted, kelle kasumid on läbi aastate volatiilsemad ning eelistavad seetõttu pigem dividendide osalist kohandamist kasumi muutustega. Ettevõtted, kes omavad stabiilseid kasumeid, valivad suurema tõenäosusega ka suurema kasvumäära, mis tähendab, et ettevõtte kohandab oma dividende kasumi muutustega sarnases määras.

Lintneriga sarnasele tulemusele jõudsid oma töös ka Baker, Farrelly ja Edelman (1986), kelle uurimus tugines oluliselt suuremale valimile, võttes aluseks 318 New Yorgi börsil noteeritud ettevõtte finantsjuhtide intervjuud (Baker *et al.* 1986: 83). Argumenti, et ettevõtted suurendavad dividendide väljamakseid, kui nad on kindlad, et nad suudavad vastavaid väljamakseid hoida ka tulevikus, toetasid ka ning DeAngelo *et al.* (2004) töö tulemused.

Täiusliku turu korral omavad kõik turuosalised s.t ettevõtte juhid ja investorid võrdväärset infot ettevõtte tegevusest ja tulemustest. Informatsiooni asümmeetria kujutab aga vastupidist olukorda, kus ettevõtte juhtkond on ettevõtte sisese osalisena

üldiselt alati paremini informeeritud ettevõtte käekäigust kui selle välised osalised. See on üheks turu ebatäiuslikkuse väljendiks, millega tegelikus elus kokku puututakse. Informatsiooniefekti teooria (*signaling theory*) kohaselt kasutavad ettevõtte juhid, kui sisesed osalised, kasumijaotuspoliitikat kui võimalikku vahendit väljendamaks informatsiooni selle väliste osalistele (Basse, Reddeman 2011: 35). Bhattacharya (1979) väitis, et vaatamata maksude negatiivsele mõjule, kipuvad ettevõtted positiivsete rahavoogude korral suurendama dividendimakseid, viidates sel viisil optimismile tuleviku ootuste osas. Tulenevalt sellest võib paljude uurijate arvates teha ettevõtte kasumijaotusotsustest järeldusi tema tulemuslikkuse kohta.

Sellisele käitumisele viitasid ka juba eelnevalt kajastust leidnud Lintneri töö tulemused, mis tõdesid, et finantsjuhid lähtuvad oma otsustes suuresti ka tuleviku väljavaadetest. Miller ja Rock (1985) leidsid kinnitust sellele, et dividendi suurendamiste avaldustele järgnesid tavapäraselt ka suurenenud kasumid. See justkui kinnitab informatsiooniefekti teooria paikapidavust. Autorid ise aga tõdesid, et parimaks viisiks, kuidas hinnata informatsiooniefekti kehtivust, on vaadates ettevõtte käitumist halvenevate väljavaadete korral. Nimelt leiti, et just sel juhul lõpetavad mitmed ettevõtted oma senise poliitika järgimise (Miller, Rock 1985: 1045-1046).

Tõesti, senised tulemused on enamasti kinnitanud, et ettevõtetele on dividendimaksete vähendamine ning mittemaksmine vastumeelne, kuna see annab investoritele signaali teenimisvõimaluste vähenemise kohta (DeAngelo *et al.* 1992: 1858). Veelgi enam, dividendimaksete vähendamine või maksmata jätmine väljendab eelkõige pikaajalisemaid ning sügavamaid probleeme oodatavate tulemuste osas (DeAngelo *et al.* 1992: 1850). Seetõttu on oluline vaadelda ettevõtte dividendimaksete muutuseid läbi aja, mitte dividendimaksete teostamist kui fakti (Guttman *et al.* 2010: 4458; Benartzi *et al.* 1997: 1032). Brav *et al.* (2005) tõdeb, et ettevõtte juhid on mõnel juhul nõus dividendide vähendamise vältimise eesmärgil suurendama ka laenukapitali osakaalu või loobuma investeerimisprojektidest, mis omavad positiivset NPV-d (Brav *et al.* 2005: 419). See aga ei ole pikas perspektiivis tulemuslik, mistõttu võib väita, et informatsiooniefekti teooria ei ole kuigi tõhus ettevõtete tulemuslikkuse hindamisel lühiajalisel perioodil.

Milleri ja Modigliani eeldused täiuslikule turule välistasid võimalikud maksudest tingitud mõjud. Kuna investorid on enamasti huvitatud maksudejärgse tulu maksimeerimisest, siis võivad maksuerisused mõjutada nende eelistusi dividendide osas. Üldiselt eksisteerivad erinevused dividendi- ning kapitalitulu maksustamisel. Kapitalitulu on eelistatud dividenditulule peamiselt järgmistel põhjustel (Grullon, Michaely 2002: 1651):

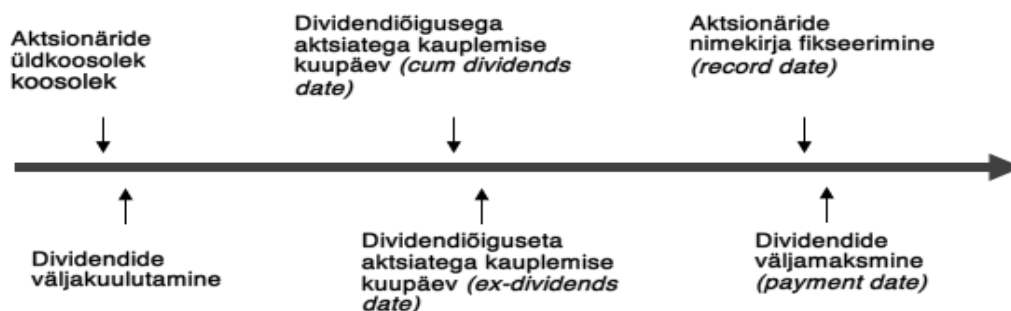
- kapitalitulu on tavapäraselt maksustatud madalamalt kui dividenditulu;
- kapitalitulu maksustatakse vara võõrandamisel ning seetõttu on võimalik maksustamise hetke edasi lükata.

Dividendid on tavapäraselt maksustatud ettevõtte tasandil, kuid lisaks on mõningates riikides dividendid omakorda maksustatud füüsilise isiku tasandil. Samuti erinevad riikide praktikad kasumi maksustamise hetke poolest – kui osades riikides kuulub kasum maksustamisele selle teenimisel, siis teistes maksustatakse see alles kasumi jaotamise hetkel. USA on üheks näiteks, kus maksustamisele kuulub teenitud kasum ning dividendid maksustatakse nii ettevõtte kui ka indiviidi tasandil (Clayman *et al.* 2008: 233). Lisaks eelnevale võib eksisteerida ka variant, kus ettevõtte jaotatud ja jaotamata kasum maksustatakse erineva tulumaksu määraga. Sellist eristavat maksusüsteemi kasutab näiteks Saksamaa, kus ettevõtte tasandil maksustatakse jaotatud dividendid madalama määraga kui kasum, mis jäeti jaotamata (Clayman *et al.* 2008: 234). Arvestades riikide maksusüsteemide keerukust ning erinevust, võib maksumõju uurimine kujutada üsna keerukat ülesannet.

Ühe võimalusena maksueelise olemasolu ning mõju uurimiseks on nähtud maksumäärade muutustest tingitud mõju vaatlemist. Nii näiteks analüüsisid Hanlon ja Hoopes (2014) USA ettevõtete kasumi väljamakse muutusi aastatel 2010 ning 2012, mis eelnesid planeeritavale füüsilise isiku tulumaksumäära tõusule. Tulemuste kohaselt suurenes sel perioodil oluliselt erakorraliste dividendide maksmine (Hanlon, Hoopes 2014: 110). 2011. aastal eeldatavat tulumaksutõusu tegelikkuses ei rakendatudki, kuid see ilmestab seda, kuidas ettevõtted maksukeskkonnas tehtavaid muudatusi oma kasumi väljamakse otsustes arvesse võtavad. Lisaks on leitud, et maksumäära langetamine võib suurendada ettevõtete tõenäosust dividendide väljamaksete algatamiseks (Chetty, Saez 2005: 802).

Kuivõrd selgub, et maksumäärade muudatused võivad mõjutada ettevõtete dividendide väljamaksete suurusi, siis lisaks on olulise faktorina nähtud ka investorite heterogeensust, mis võib kaasa tuua kliendiefekti (*cliente effect*) esinemise. Kliendiefekti kohaselt mõjutavad ettevõtte kasumijaotuspoliitikad investorite eelistusi ning poliitika muutmisel, muutuvad ka selle investorid (Blouin *et al.* 2011: 891). Investor kujundab oma aktsiaportfelli vastavalt uuele poliitikale ning enda vajadustele. Seega meelitavad erinevate kasumijaotuspoliitikatega ettevõtted erinevaid investoreid.

Maksueelise teooria puhul väljendub kliendiefekt investorite erinevas maksustamises, mistõttu võivad eelistused dividendi- ning kapitalitulu valikute osas erineda (Allen, Michaely 2003: 360). Antud teooria kohaselt meelitab dividende maksev ettevõtte ligi madala maksumääraga investoreid (*tax-clienteles*). Investor valib teades oma maksukoormust vastavalt ettevõtte, kelle kasumijaotuspoliitika on talle sobivaim – kõrge maksukoormusega investor eelistab ettevõtteid, kes ei maksa dividende või kelle dividendimaksed on madalad ning madalama maksukoormusega investor eelistab vastupidiselt kõrge dividenditootlusega ettevõtteid (Blouin *et al.* 2011: 891). Tõestust kliendiefekti olemasolule maksueelise teooria osas on pakkunud Dhaliwal, Erickson ja Trezevant (1999), kes analüüsisid muutusi ettevõtte omanike struktuuris peale dividendi väljamaksete algatamist ning leidsid, et 80% vaadeldavatest ettevõtetest koges institutsionaalsete investorite osakaalu suurenemist (Dhaliwal *et al.* 1999: 183). Lisaks on leitud, et madalama maksumääraga investorid kipuvad aktsiaid ostma enne *ex-dividend* kuupäeva (vt joonis 5) saabumist, samas kui kõrge maksumääraga investorid eelistavad *cum-dividend* kuupäeval aktsiaid müüa ning osta aktsiaid siis, kui dividendid on investoritele väljamakstud, vältides sel viisil kõrgema maksukulu kaasnemist (Graham, Kumar 2006: 1324).



Joonis 5. Dividendide väljamaksmisega seotud sündmuste ajaline telg (autori koostatud (Ross *et al.* 1990) põhjal).

Üheks argumendiks kasumi väljamaksete teostamisel on peetud ka agentuurikonflikti (*agency conflict*) vähendamist (Baker, Weigand 2015: 135). Agentuurikonflikt võib esineda mitme sihtrühma vahel, näiteks juhtkond vs omanikud, omanikud vs võlausaldajad. Siinkohal on vaatluse all peamiselt esimene variant. Agentuurikonflikt juhtkonna ning omanike vahel on tingitud mitmetasandilisest juhtimisstruktuurist. Ettevõtte omanike huviks on eelkõige ettevõtte efektiivne toimimine, väärtuse suurendamine ning selle lõpptulemusena suurema tulu saamine. Eeltoodud huvide esindatuse peaks tagama ettevõtte juhtkond. Agentuurikonfliktiga on tegemist juhul, kui juhatuse lähtub oma tegevuses eelkõige omahuvidest, tehes seda ettevõtte omanike tulu arvelt (Jensen, Meckling 1976: 313).

Üheks võimaluseks antud huvide konflikti vähendamisel on kasumi väljamaksete teostamine (Dutta, Saadi 2009: 450). Kuna kasumi väljamaksed vähendavad ettevõtte juhatuse kasutuses olevaid vabu vahendeid, siis on võimalik seeläbi vältida üleliigseid investeeringuid, mida võidakse omahuvidest lähtuvalt teostada (Jensen 1986: 323; Allen, Michaely 2003: 396). Kuigi dividendide väljamaksed võivad vähendada konflikti juhtkonna ning omanike vahel, siis teisalt võivad suureneda transaktsioonikulud välise finantseerimisvajaduse tõttu (Rozeff 1982: 251). Kuivõrd väliskapitali kaasamist on võimalik vaadelda kui täiendava kontrolli lisandumist, mis piirab juhtkonna võimalusi ebatulusate projektide rakendamiseks, siis teisalt võib see seada lepingulised piirangud kasumi väljamaksete teostamisele.

Eelnevalt vaadeldi huvide konflikti juhtkonna ning omanike vahel. Tegelikult võivad huvid lahknedagi hoopiski ettevõtte omanike enda vahel. Peamiselt on see probleemiks ettevõtetes, mille omanike struktuur on kontsentreeritud ning sellest tulenevalt on kontroll koondunud piiratud omanike kätte. Kontrollõigust omavad omanikud saavad rakendada peaaegu täieliku kontrolli ettevõtte tegevuse üle, määrates juhtkonna ametikohad ning otsustades ettevõtte rahaliste vahendite kasutuse üle (Faccio, Lang 2002: 366-367). Kuna ettevõtte enamusomanikel on võimalik mõjutada ettevõtte rahavooge, maksta endale kõrgemaid töötasusid, siis puudub neil tihtipeale motiiv kasumi väljamaksete tegemiseks, kuna see vähendaks võimalusi nende edasisteks kulutusteks (Maury, Pajuste 2002: 17). Suutmatust alata kasumi väljamakseid võib kokkuvõttes viia ettevõtte olemasolevate rahavarude ebamõistliku ja raiskava

kasutuseni kontrollõigust omavate omanike poolt (La Porta *et al.* 2000: 3). Kontrollõiguse olemasolu pärsib seega suure tõenäosusega võimalike kasumi väljamaksete teostamist ning teostatavate väljamaksete suurust.

1972. aastal pakkus Dennis Mueller välja kasumijaotuspoliitikat selgitava teooriana elutsükli teooria, mille fookus oli suunatud ettevõttele (Mueller 1972). Kuivõrd varasemalt oli elutsükli teooria puhul vaadeldud eelkõige toote ja teenuse elutsükli, siis antud töö puhul on vaatluse all ettevõtte areng ning sellega seotud muutused investeerimise, finantseerimise ning väljamaksete võimalustes.

Ettevõtte elutsükli teooria kohaselt on alustavatel ettevõtetel raske veenda turuosalisi oma äriidee tulemuslikkuses, mistõttu on enamasti ettevõtte elutsükli algfaasis kapitali kaasamine raskendatud (vt tabel 2). Kuna ettevõtte väärtuse hindamisel põhinetakse üldiselt mineviku andmetele, siis alustavate ettevõtete puhul võib selle välja selgitamine kujuneda keerukaks ülesandeks (Damodaran 2000). Puuduvad eelnevate perioodide andmed, millele tugineda, mõnel juhul ka võimalik võrdlusbaas ning puututakse kokku negatiivsete tuludega (*Ibid.*). Kuna ettevõtte välisosalistel on vähene arusaam ettevõttes toimuvast, siis on alustava ettevõtte puhul äärmiselt suur informatsiooni asümmeetria. Müügitulude kasvamisel informatsiooni asümmeetria väheneb ning suurenevad ka võimalused väliskapitali kaasamiseks.

Tabel 2. Ettevõtte elutsükli seos dividendipoliitikaga.

Ettevõtte elutsükli faas	1. Algfaas	2. Kiire kasv	3. Küpsusfaas	4. Langusfaas
Maksud (sõltuvalt omanikest)	kõrge	vähenevad, lisanduvad uued omanikud	vähenevad, suureneb institutsionaalsete investorite arv	vähenevad, suureneb institutsionaalsete ja korporatiivsete investorite arv
Agentuurikulud	madal	kasvav	kõrge	kõrge
Informatsiooni asümmeetria	äärmiselt suur	mõõdukas	vähenev	vähene
Finantseerimis-kulud	kõrge	mõõdukas	langev	madal
Transaktsiooni-kulud	kõrge	mõõdukas	madal	madal
Dividendid	puuduvad	madal väljamakse-kordaja	suurenev väljamakse-kordaja	kõrge väljamakse-kordaja

Allikas: (Lease *et al.* 2000: 194; autori kohandatud).

Kasvufaasis oleva ettevõtte eesmärgiks on eelkõige kasumlike investeerimisprojektide maksimeerimine ning ettevõtete investorid eelistavad seega dividenditulule tulu kapitalikasvu kujul, kuna dividendide väljamaksed vähendavad võimalusi kasumlike projektide rahastamiseks. Ettevõtte arenedes ning konkurentsi tõustes kasumlikud investeerimisvõimalused vähenevad. Kui ettevõtte jõuab küpsusfaasi, on ta suutnud saavutada piisavad vabad rahavood ning suurenevad ka dividendide väljamaksed omanikele. (Mueller 1972: 200; Bulan *et al.* 2009: 211; Coulton, Ruddock 2011: 383)

Ettevõtte elutsükli teooria käsitlemisel on täiendavalt vaadeldud ka konflikti juhtkonna ja omanike vahel, kus juhtkonna motivatsiooniks võib osutuda ettevõtte lõputu laienemine (Mueller 1972: 208-209). Ettevõtte areng kasvu ning laienemisena ei pruugi aga tähendada ilmtingimata ettevõtte tulemuslikkuse kasvu. Kasvu edendamise võimalus sõltub ühe variandina sellest, milline on ettevõtte omanike struktuur – suure omanike kontsentreerituse korral võib juhtkonna otsustusvabadus olla piiratud üksiku omaniku hääleõigusega (Mueller 1972: 208).

Kontroll juhtkonna tegevuse üle on üldiselt iseloomulik alustavale ettevõttele. Ettevõtte laienedes kontroll enamjaolt väheneb ning võimalik huvide konflikt suureneb. Antud konflikt tekib peamiselt ettevõtte kasvufaasi järgselt, mil ettevõtte omanike hulk on suurenenud ning konflikt juhtkonna ning omanike huvide vahel hakkab järk-järgult tõusma. Ettevõtte juhtkond võib olla huvitatud edasisest laienemisest ning seda ka investeerimisprojektide arvelt, mis ei ole kasumlikud. Aktsionäride eelistuseks antud faasis kujuneb aga dividenditulu saamine. (Lease *et al.* 2000: 193) Ettevõtte elutsükli teooria kohaselt võib seega kasumi väljamaksete muutuseid põhjendada ettevõtte arengufaasiga.

Kasumijaotuspoliitikate puhul on üha enam tähelepanu hakatud pöörama ka psühholoogiliste ja sotsiaalsete teguritele uurimisele. Mitmed majandusteadlased on üritanud põhjendada seda, miks osadele investoritele tunduvad dividendid atraktiivsemad kui teistele. (Baker, Weigand 2015: 136) Ühe põhjusena on nähtud erinevate demograafiliste näitajate (vanus, töö staatus, sissetulek) mõju investorite eelistustele. Näiteks leidis Hersh Shefrin (2009) kinnitust sellele, et madalama sissetulekuga, vanemad ning pensionil olevad inimesed eelistavad investeerida dividende maksvasse ettevõttesse (Shefrin 2009: 194). Noorematel ning keskmise või

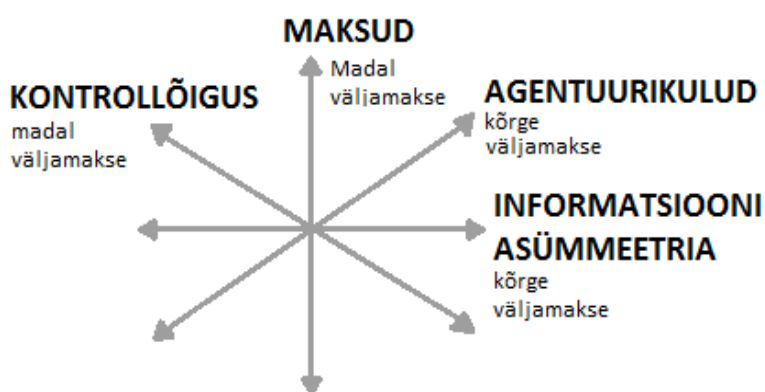
kõrgema sissetulekuga inimestel on vastupidiselt väiksem vajadus kulutada investeeringust saadavat tulu oma igapäevaste kulude katteks (*Ibid.*).

Lisaks eelnevale on organisatsiooni käitumise, tasustamissüsteemide ja juhtimispraktikate kujunemisel oluliseks peetud ka kultuuri, kuna see kujundab inimeste väärtusi ning sotsiaalseid norme, mis mõjutavad nende käitumist. Mitmed autorid on kultuuri mõju uurimisel kasutanud Hofstede pakutud nelja kultuuridimensiooni, milleks on individualism vs kollektivism, võimukaugus, ebakindluse vältimine ning maskuliinsus vs feminiinsus (Bae *et al.* 2012: 291). Bae *et al.* (2012) leidsid kultuuri dimensioonide mõju uurimisel kinnitust sellele, et keskkonnas, kus on kõrge ebakindluse vältimise tase, maskuliinsus ning orienteeritus pikaajalisusele, on tõenäosus kasumi väljamaksete tegemiseks suurem (Bae *et al.* 2012: 309).

Shao *et al.* (2010) laiendasid kultuuridimensioone ettevõtte kasumijaotuspoliitika uurimisele, kasutades selleks Schwartzi kultuuridimensiooni mõõtmeid. Autorid väidavad, et lisaks objektiivsetele põhjustele informatsiooni asümmeetria ja agentuurikonflikti probleemide tajumisel, võivad investorite ja juhtide otsused olla mõjutatud ka subjektiivsetest hinnangutest, mida kultuur kujundab (Shao *et al.* 2010: 1392). Kultuur võib seega seletada riikidevahelisi erinevusi kasumijaotuspoliitika uuringute tulemustes. Autorid tõid välja kaks peamist kultuuridimensiooni, milleks olid meisterlikkus (*mastery*) ja konservatiivsus ning kujutasid kahe erineva väärtusdimensiooni seoseid kasumi väljamaksete suurustega. Meisterlikkus ning iseseisvus väljendab soovi vältida laenukapitali kaasamist tulenevalt võimalikest piirangutest, mis sellega kaasneda võivad (Shao *et al.* 2010: 1396). Seetõttu eelistatakse kasutada ettevõtte siseseid finantseerimisallikaid. Lisaks väärtustab meisterlik kultuur otsustusvabadust, mistõttu usaldatakse juhtkonda otsuste langetamisel ning seda ka siis, kui ettevõtte omanike struktuur on kontsentreeritud ning kontroll on koondunud piiratud otsustajate kätte (*Ibid.*). Konservatiivseid väärtusi hindavas kultuurikeskkonnas nähakse kasumi väljamakseid kui näitajaid, mis väljendavad ettevõtte tulemuslikkust ning häid väljavaateid. Sellisele keskkonnale on omasem kaasatus ning peetakse oluliseks häid suhteid ja läbisaamist. See omakorda vähendab juhatuse motiive omanike ekspluateerimiseks. Viimaseks, konservatiivses ühiskonnas on tähtsal kohal turvalisus, mida tagab piisav rahvaru olemasolu. Eeltoodud põhjustest tulenevalt seostatakse

konservatiivset ühiskonda suuremate dividendide väljamaksetega. (Shao *et al.* 2010: 1395)

Eelnevalt käsitletud teooriad selgitasid turu ebatäiuslikkusest tingitud aspektide mõju ettevõtete kasumijaotusotsustele. Joonisel 6 on toodud maksude, agentuurikulude, informatsiooni asümmeetria ning kontrollõiguse mõju kasumi väljamaksetele teoreetilisest seisukohast lähtuvalt. Kasumijaotuspoliitika kujundamisel on ettevõtte jaoks oluline hinnata eeltoodud aspektide mõju individuaalselt ning seejärel vaadelda nende koosmõju.



Joonis 6. Ettevõtte poolt teostatavaid väljamakseid mõjutavad aspektid (Lease *et al.* 2000: 183; autori täiendatud).

Majandusteadlased on kasumijaotuspoliitika seaduspärasuste selgitamisel aluseks võtnud eelkõige börsil noteeritud ettevõtted. Kui vaadelda ettevõtteid, mille aktsiad/osakud ei ole börsil noteeritud, siis võivad mitmed eeltoodud teooriad ettevõtete kasumijaotusotsuste põhjendamisel vähetõhusaks osutuda. Näiteks võib välja tuua informatsiooniefekti teooria – kuna noteerimata ettevõtete aktsiatega avalikult ei kaubelda, siis puudub ka motiiv ettevõtte sisemise informatsiooni edastamiseks. Lisaks võib börsil mittenoteeritud ettevõtte puhul vähem oluliseks osutuda maksueelise olemasolu. Kuna mittenoteeritud ettevõtete puhul on investori aktsia/osaku turuväärtuse määramine keerukam ning aeganõudvam protsess, siis ei ole dividendi- ning kapitalitulu valiku teostamisel maksueelise aspekt kuigivõrd tõhus seletus.

1.3. Kasumijaotuspoliitikad ning kasumijaotust seletavad tegurid

Eelnevas alapeatükis leidsid kajastamist peamised kasumijaotuspoliitikat selgitavad teooriaid. Selgus, et arusaam kasumijaotuspoliitika mõjust ning olulisusest võib erineda üsna ulatuslikult. Seega ei saa kasumijaotuspoliitika teooriate puhul välja tuua ühte kindlat lähenemist, mis ettevõtete kasumijaotusotsuseid põhjendada suudaks. Antud alapeatüki eesmärgiks on analüüsida konkreetseid tegureid, mis ettevõtete kasumijaotusi selgitada võimaldaks. Selleks antakse esmalt ülevaade põhilistest väljakujunenud dividendipoliitikatest ning seejärel kasumi väljamakseid mõjutavatest teguritest, mis senistes empiirilistes uurimustes käsitlust on leidnud.

Kasumijaotuspoliitikaid käsitlevad tööd on peamiselt välja toonud neli dividendipoliitikat, mida ettevõtted väljamakseid tehes järgivad (Clayman *et al.* 2008: 242-244; Teearu, Krumm 2005: 173):

- stabiilsete dividendide poliitika,
- muutumatu väljamaksekindaja poliitika,
- kompromisspoliitika,
- jääkdividendide poliitika.

Stabiilse dividendipoliitika puhul eelistab ettevõtte hoida kasumi väljamaksed muutumatuna (Clayman *et al.* 2008: 243). Kuna kasumi väljamaksete vähendamine võib viidata ettevõtte halvenevatele väljavaadetele, siis suurendatakse väljamakseid vaid juhul, kui antud taset suudetakse tagada ka tulevatel aastatel (*Ibid.*). Sellisele seisukohale jõudsid ka eelnevas alapeatükis nimetatud autorid. Antud dividendipoliitika korral võivad investorid seega nautida küllaltki stabiilseid sissetulekuid.

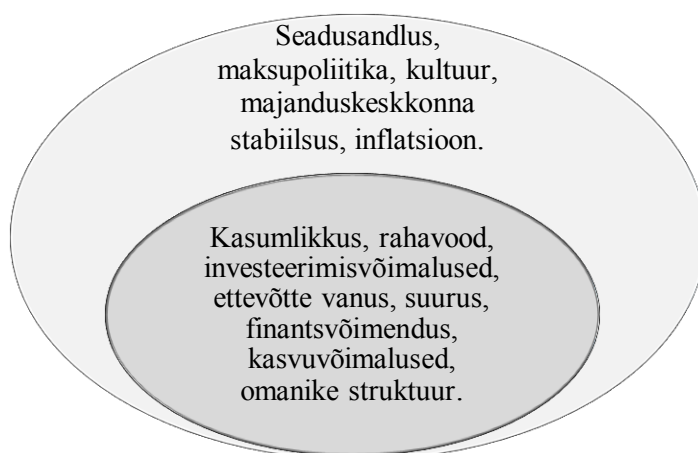
Muutumatu väljamaksekindaja poliitika kohaselt määrab ettevõtte jaotatavate dividendide suuruse vastavalt kasumile, makstes välja kindla osakaalu kasumist (Clayman *et al.* 2008: 243). Kuna dividendide suurus järgib kasumi muutusi, siis võib antud poliitika järgimine põhjustada aastate lõikes küllaltki suuri erinevusi. Selline poliitika sobib seega eelkõige ettevõtetele, kelle kasumid ei ole liialt volatiilsed.

Kompromisspoliitika kujutab endast kahe eelneva poliitika ühendamist, kus ettevõtte maksab püsivalt madalaid dividende, kuid premeerib omanikke heade tulemuste korral

lisadividendidega (Tearu, Krumm 2005: 174). Antud poliitika järgimine annab investorile erinevalt muutumatu väljamaksekindajaga poliitikast suurema kindlustunde stabiilsuse näol, kuid samas tagab ettevõttele siiski paindlikuma reageeringu kasumi muutusele. Kuna edukate tulemuste korral makstakse lisatulu omanikele erakorraliste dividendidena, siis seeläbi vähendatakse ka võimalusi turule negatiivse signaali saatmisel aastate korral, kus erakorralised dividendid on väiksemad kui eelneval aastal või sootuks puuduvad üldse.

Jääkdividendide teooria korral on tegemist kasumi jäägiga, millest on võimalik teha väljamakseid ettevõtte omanikele (Clayman *et al.* 2008: 241). Antud poliitika kohaselt eelistatakse sisemisi finantseerimisallikaid välistele, kuna see osutub ettevõttele odavamaks (Clayman *et al.* 2008: 242). Dividendide maksmine sõltub seega peamiselt investeerimisvõimalustest, ettevõtte siseste finantseerimisallikate olemasolust ning puhaskasumi suurusest. Kui peale positiivse NPV-ga investeerimisprojektide finantseerimist jääb üle vabu vahendeid, siis jaotatakse investoritele dividende.

Eeltoodud kasumijaotuspoliitikate puhul võib seega ettevõtete poolt teostatavaid väljamakseid mõjutada nii kasum kui ka näiteks investeerimisvõimaluste olemasolu. Järgnevalt vaadeldaksegi ettevõtete kasumijaotusi mõjutavaid tegureid. Ettevõtete kasumijaotust mõjutavad tegurid võib jagada kahte gruppi: sisemised ning välised tegurid (joonis 7). Esmalt keskendutakse ettevõtte sisestele teguritele, milleks on kasumlikkus, rahavood, investeerimisvõimalused, ettevõtte vanus, suurus, finantsvõimendus, kasvuvõimalused ning omanike struktuur.



Joonis 7. Ettevõtte kasumijaotust mõjutavate tegurite jaotus (autori koostatud).

Kasumlikkus. Üheks peamiseks dividendi väljamaksete suurust ning tõenäosust mõjutavaks teguriks võib nimetada ettevõtte kasumlikkust. Ka sumlikkuse hindamiseks on lisaks puhaskasumi näitajale kasutanud mitmesuguseid erinevaid suhtarve (ROA, ROE) (Fairchild *et al.* 2014: 135). Kasumlikkuse mõju dividendimaksetele on üsnagi selge – kui ettevõtte ei teeni kasumit, siis ei ole võimalik väljamakseid omanikele teostada. Seega võib eeldada, et kasum mõjutab dividendide suurust ning maksmise tõenäosust positiivselt. Kasumlikkuse positiivset mõju dividendi väljamaksetele on leidnud kinnitust mitmete uurijate poolt (Fama, French 2001: 12; Denis, Osobov 2008: 66). Samas on selgunud, et muudatused kasumijaotuste suurustes on pigem stabiilsed (Lintner 1956). Seega on ühe tegurina dividendide väljamaksete puhul nähtud ka kasumi stabiilsust. (Baker *et al.* 2007; Brav *et al.* 2005)

Rahavood. Ettevõtted võivad teenida kasumit, kuid kasuminäitajad ei pruugi väljenduda ettevõtte käibevarades, täpsemalt pangakontol. Rahalistest vahenditest on ettevõttel võimalik teostada kasumi väljamakseid dividendide, aktsiate tagasiostu või aktsiakapitali vähendamise kujul. Rahaliste vahendite puudus või vähesus piirab seega kasumi väljamaksete võimalusi. Agentuurikonflikti teooriast lähtuvalt põhjustavad jaotamata rahavarud agentuurikulusid, kuna suurendavad juhtkonna võimalusi võtta vastu ebatulusaid investeerimisprojekte ning teostada omahuve (Mansi *et al.* 2009: 701).

Investeerimisvõimalused. Ettevõtte väärtuse maksimeerimiseks tuleks vastu võtta kõik positiivse NPV-ga investeerimisprojektid (Clayman *et al.* 2008: 241). Kasumlike investeerimisprojektide olemasolul vähenevad ettevõtte vabad vahendid, millest on võimalik teostada kasumi väljamakseid. Seega mõjutavad investeerimisvõimalused võimalike väljamaksete suurust. Kui ettevõttel puuduvad tulusad investeerimisvõimalused, siis sel juhul tuleks teenitud kasum täies ulatuses välja jaotada, kuna üleliigsed rahavarud võivad viia juhatuse omahuvide edendamise ning ebatulusate projektide elluviimiseni (Jensen 1986: 324).

Ettevõtte vanus. Elutsükli teooria kohaselt omavad alustavad ettevõtted piiratud vahendeid. Lisaks on alustavatel ettevõtetel raskendatud kapitali kaasamine ning seetõttu suunatakse enamasti teenitud kasum ettevõtte arendamisse (Lease *et al.* 2000: 194). Enamasti on suuremad dividendid iseloomulikud küpses elufaasis ettevõttele.

Elutsükli teooriale on toetust leidnud näiteks DeAngelo *et al.* (2006) ja Baker *et al.* (2002).

Suurus. Ettevõtete suurust on peetud üheks oluliseks mõjuriks ettevõtete kasumi väljamaksete seletamisel. Väljamaksepoliitikat analüüsides, on tihtipeale leitud, et ettevõtte suuruse ning väljamaksete vahel esineb positiivne korrelatsioon (Denis, Osobov 2008: 66; Al-Kuwari 2009: 58). Osaliselt võib seda põhjendada taaskord ettevõtte elutsükli teooriaga, kus küpsesse kasvufaasi jõudnud ning suuremad ettevõtted maksavad suurema tõenäosusega kasumi välja dividendidena. Ettevõtte suuruse mõõtmisel on kasutatud tavapäraselt müügitulu- või varamahtude suurust.

Finantsvõimendus. Kõrge finantsvõimendusega ettevõtted teostavad tõenäoliselt vähem kasumi väljamakseid (Rozeff 1982: 253; Al-Kuwari 2009: 59). Finantsvõimenduse mõju uurimisel on üldiselt kasutatud laenukapitali suhtarvu. Võlakohustiste puhul on ettevõtetel vajalik piisava rahavaru olemasolu kohustuste täitmiseks (Rommens *et al.* 2012: 822). Seetõttu vähenevad võimalused dividendimakseteks. Lisaks kaasnevad enamasti võlakohustisega lepingulised piirangud, mis piiravad ettevõtte otsustusõigusi ka kasumi väljamaksete osas.

Kasvuvõimalused. Kõrge kasvumääraga ettevõtted omavad vähem võimalusi väljamakseteks tulenevalt sellest, et vabad vahendid suunatakse kasvu edendamisse. Kuna laenukapitali kaasamine suurendab transaktsioonikulusid, siis eelistatakse hoida sisemisi vahendeid kasvuvõimaluste realiseerimiseks (Rozeff 1982: 254). Seega kasvumäära ning kasumi väljamaksete vahel võib näha negatiivset seost. Kasvumäärana kasutatakse üldiselt aktsia turuhinna ning raamatupidamisliku väärtuse suhtarvu (P/B), müügitulu või koguvarade muutust (DeAngelo *et al.* 2006: 231).

Omanike struktuur. Ettevõtte omanike struktuuri kontsentreeritust on nähtud kui tegurit, mis seletab väljamaksepoliitika otsuseid. Ettevõtte kontrolli koondumisel üksikute omanike kätte, suurenevad nende võimalused omahuvide realiseerimiseks ning vähemusomanike ekspluateerimiseks. Seega, mida suurem on omanike struktuuri kontsentreeritus, seda väiksem on ka tõenäosus kasumi väljamaksete teostamiseks. (Maury, Pajuste 2002: 31)

Ettevõtte sisesed tegurid aitavad seletada eelkõige kasumijaotuste suuruste ning väljamaksete erisusi ettevõtte tasandil. Samuti on siseste tegurite puhul üldiselt võimalik välja tuua ka teguri mõju suund. Välised tegurid nagu seadusandlus, maksupoliitika ja kultuur kujutavad endas mitmete tegurite koosmõju ning antud tegurite mõju selgitamine ei pruugi olla niivõrd selgesisuline. Väliste tegurite hindamine võib aga selgitada ettevõtete kasumijaotuste muutusi erinevatel perioodidel ning erinevate riikide lõikes. Järgnevalt vaadeldaksegi, millist mõju võivad väljamaksetele osutada ettevõtte välised tegurid

Seadusandlus. Ettevõtte kasumijaotuspoliitikat võib mõjutada seadusandlus. Ettevõtte asukoha riigi seadusandlus määrab üldiselt:

- millised on lubatud kasumi väljamakse vormid;
- kasumi väljamakse piirangud;
- omanike õigused.

Kasumi väljamakseid tehes on vaja arvesse võtta kehtivaid seadusi, mis sätestavad väljamaksete võimalikud viisid, korra ning nõuded. Seadus võib sätestada piirangud väljamaksete võimalustele. Näiteks seadustati Euroopas aktsiate tagasiost oluliselt hiljem kui USA-s (Sakinç 2017: 24). Seadus võib sätestada nõuded minimaalsele omakapitalile või maksejõulisuse näitajatele, mis võivad piirata ettevõtete tehtavaid väljamakseid. Lisaks võlausaldajate õiguste kaitsele, reguleerib seadusandlus ka aktsionäride õigusi. Omaniku peamiseks õiguseks on osaleda aktsionäride koosolekul, kus tema hääleõigus on vastavuses tema osaluse suurusega. La Porta *et al.* (2000) väidavad, et dividendide väljamakseid saab pidada aktsionäride õiguskaitse tulemiks (La Porta *et al.* 2000: 13). Nimetatud autorid leidsid oma töös, et riikides, mis põhinevad angloameerika õigussüsteemil (*common law*), maksavad ettevõtted suuremaid dividende, kui riikides, mis põhinevad mandrieuroopa õigussüsteemil (*civil law*) (La Porta *et al.* 2000: 15) .

Maksupoliitika. Riigi maksuseadused mõjutavad seda, milline on investori lõplik saadav tulu. Maksumõju olemasolu sõltub eelkõige riigi maksumääradest. Juhul, kui kapitalitulu on maksustatud madalamalt kui dividenditulu, siis on investori seisukohalt eelistatud kapitalitulu dividenditulule (Baker, Weigand 2015: 134). Kapitalitulu madalam maksustamine mõjutab seega eeldatavalt aktsiate tagasiostu tõenäosust,

dividendiaktsiate eelistamist rahalistele dividendidele ning rahaliste dividendide suurus. Lisaks võib maksumõju väljenduda läbi omanike heterogeensuse, tulenevalt sellest, et neile kehtivad erinevad maksumäärad (*Ibid.*). Ettevõtte omanikeks võivad olla füüsilised – või juriidilised isikud, institutsioonid kui ka riik või kohalik omavalitsus. Omanike heterogeensust on nähtud kui tegurit, mis mõjutab investori eelistusi dividendide osas (Allen, Michaely 2003: 360).

Omanike heterogeensusest ning maksustamise erinevusest tingitud mõjutusi on vaadeldud läbi omanikestruktuuri muutuste aktsiatega kauplemise ajastamisel (Sander 2007: 6-7). Aktsiate müügi ja ostu strateegiaid saab jaotada staatilisteks ning dünaamilisteks. Staatilise strateegia korral hoiab investor aktsiad dividenditulu saamise eesmärgi pikema aja jooksul. Selliseks investoriks on üldiselt madalama maksumääraga institutsioonid või isikud. Dünaamilise strateegia korral kaubeldakse dividendiõigusliku kuupäeva lähedal ostes ning müües aktsiad sooviga seeläbi vältida dividendide kõrgemast maksustamisest tulenevat kulu. (Allen, Michaely 2003: 369)

Majanduskeskkonna stabiilsus. Lisaks eeltoodud teguritele võib kasumijaotuse otsuste korral oluliseks osutada üldine majanduskeskkond, milles tegutsetakse. Ebakindlas ning muutlikus keskkonnas tegutsevad ettevõtted võivad eelistada pigem teenitud kasumite säilitamist, sest majanduse ebastabiilsuse korral suurenevad tõenäoliselt ka väliste finantseerimisallikate kasutamise kulud. Sellest tingituna võivad ettevõtted otsustada kasumi väljamakseid vähendada või üldse mitte teostada. (Walkup 2015: 1055)

Inflatsioon. Üheks majanduskeskkonda iseloomustavaks teguriks on inflatsioon. Aktsiad peaksid kaitsma investoreid inflatsiooni mõjude eest, kuna esindavad nõuet reaalkapitalile (Basse, Reddemann 2011: 36). Seetõttu eelistavad investorid ettevõtteid, kelle dividenditulustus on suurem ning ületab inflatsiooni. Eelnevast tulenevalt on mõningad uuringud leidnud, et inflatsioon on dividendimaksetega positiivselt korreleeritud (Basse, Reddemann 2011: 37). Seda võib põhjendada juhtkonna püüdega säilitada investori saadava dividenditulu reaalkaalu.

Kultuurimõju. Kultuur kujundab inimeste väärtushinnangud ja hoiakud ning võib seeläbi mõjutada erinevate riikide inimeste probleemide tajumist. Kõrge sotsiaalse

usaldusega keskkonnas kulutavad inividid üldjuhul vähem vahendeid kaitsmaks end võimaliku ekspluateerimise eest. (Knack, Keefer 1997: 1252). Konservatiivsemas ühiskonnas, kus on oluline avalik kuvand, gruppi kuuluvus ning madal riskitahe, on kasumi väljamaksete tõenäosus suurem (Shao *et al.* 2010: 1395). Kultuur võib seega põhjendada riikidevahelisi erinevusi ettevõtete väljamaksete suurustes.

Tabelis 3 on toodud erinevate empiiriliste uurimustega saadud tulemused. Selgub, et peamiselt omavad positiivset mõju ettevõtte suuruse, kasumlikkuse ning vanuse näitajad. Negatiivset mõju on nähtud eelkõige kasvuvõimalustel ning finantsvõimendusel.

Tabel 3. Dividendide väljamakseid mõjutavad tegurid.

Muutuja	Autor	Mõju suund
Ettevõtte suurus	Denis and Osobov (2008)	+
	Smith, Watts (1992)	+
	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006)	+
	Fama, French (2001)	+
	Gaver, Gaver (1993)	+
	Eije, Megginson (2008)	+
	Ranajee, Pathak, Saxena (2018)	+
Tulemuslikkus	Denis, Osobov (2008)	+
	Fama, French (2001)	+
	DeAngelo, DeAngelo, Skinner (2004)	+
	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006)	+
	Ranajee, Pathak, Saxena (2018)	+
	Labhane, Mahakud (2016)	+
	Al-Kuwari (2009)	+
Kasvuvõimalused	Smith, Watts (1992)	-
	Gaver, Gaver (1993)	-
	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006)	-
	Denis, Osobov (2008)	+/-
	Fama, French (2001)	-
Ettevõtte „küpsus”	Grullon, Michaely, Swaminathan (2002)	+
	Denis, Osobov (2008)	+
	DeAngelo, DeAngelo, Stulz (2006)	+
	Al-Malkawi (2008)	+
	Eije, Megginson (2008)	+
Finantsvõimendus	Smith, Watts (1992)	-
	Gaver, Gaver (1993)	-
	Labhane, Mahakud (2016)	-
	Al-Kuwari (2009)	-
	Al-Malkawi (2008)	-

Allikas: (Denis, Stepanyan 2009: 57); autori täiendatud.

Vaadates seni läbiviidud empiiriliste tööde tulemusi, siis võib märgata ka vastandlikke tulemusi. Näiteks tõid näiteks Denis ja Osobov (2008) oma tulemustes välja kasvuvõimaluste seose dividendide maksmise tõenäosusega ning jõudsid erinevate riikide ettevõtete uurimisel erinevatele tulemustele (Saksamaa, Jaapan, Prantsusmaa puhul mõju positiivne; USA, Kanada, UK puhul negatiivne) (Denis, Osobov 2008: 65). Osaliselt viitavad saadud tulemused sellele, et ettevõtete kasumijaotusotsuseid mõjutavad tegurid ja motiivid ei ole niivõrd ühtsed ja selged kui majandusteadlased loodaksid. Teisalt võib selliste tulemuste põhjuseks olla ettevõtte väliste tegurite mõju, mida antud analüüsis täiendavalt ei arvestatud. Ettevõtte kasumijaotuspoliitike uurimisel ning erinevate riikide kõrvutamisel on seega tulemuste tõlgendamisel oluline arvestada ka väliseid tegureid, mis võivad põhjendada mõningaid erinevusi saadud tulemustes.

2. KASUMIJAOTUSPOLIITIKA EESTI ADVOKAADIBÜROODE VALDKONDA KUULUVATES ETTEVÕTETES

2.1. Andmed ja metoodika

Käesolev peatükk annab ülevaate vaadeldava valdkonna kasumijaotuspoliitikast. Empiirilises osa hinnatakse, millised on seosed finantsnäitajate, tuletatud suhtarvude ning dividendide väljamaksete vahel. Vaatluse all olevate näitajate valikul on tuginetud teoreetilises osas peamiselt toetust leidnud teooriatele ja teguritele. Analüüsi läbiviimiseks kasutatakse tarkvaraprogramme MS Excel ja SPSS.

Peatükis on uurimise alla võetud EMTAK 2008 klassifikaatori järgi advokaadibüroode tegevusalasse kuuluvate ettevõtete majandusaasta aruanded perioodil 2005-2016. Aruande esitamine Äriregistrile on kohustuslik, mistõttu võib andmeid pidada üldiselt usaldusväärseks.

Advokaadibüroode kasumi väljamaksed on küllaltki palju tähelepanu saanud. Näiteks koostab Äripäev iga aastaselt advokaatide dividenditulu edetabeleid (Stadnik 2016). Koostatud edetabelid ilmestavad seda, kui suured on antud valdkonnas jaotatavad tulud. Just sellest on ka tingitud käesoleva töö valdkonna valik. Magistritöö autori eesmärgiks on seega uurida, kas vaadeldava tegevusala kasumijaotusotsused on selgitatavad teoreetilises osas kirjeldatud lähenemiste ning teguritega. Kuna ettevõtete äritegevus võib valdkondade lõikes oluliselt erineda, siis loodetakse üksiku tegevusala uurimisel leida paremat selgitust kasumijaotusotsuste põhjendamisel.

Advokaadibüroode valdkonna algne andmete kogum koosnes 2 690-st ettevõtte aruandeaastast. Esialgsetest andmetest on eemaldatud passiivsed ettevõtted, millel puudusid vaadeldavatel aastatel müügitulud. Lisaks on eemaldatud aruanded, mille ühinguvormiks on märgitud füüsilisest isikust ettevõtja või sihtasutus, kuna neil puudub võimalus kasumi väljamaksete tegemiseks. Lõplik andmete kogum koosnes 2 287-st

ettevõtte aruandeaastast. Ettevõtete jaotust aastate lõikes võib pidada üsna võrdseks. Kõige enam oli ettevõtteid 2015. aastast, mil analüüsitavaid aruandeid moodustasid 9,88% kõigist vaatlusalusteks olevatest aruannetest. Kõige vähem oli analüüsitavaid aruandeid valimis 2006. aastal.

Uurimuse läbiviimiseks kasutatakse kvantitatiivset analüüsi. Seoste esmaseks analüüsiks viiakse läbi korrelatsioonanalüüs. Korrelatsioonanalüüs võimaldab vaadelda muutujate vaheliste seoste suunda, tugevust ning statistilist olulisust. Korrelatsioonanalüüsi puhul kasutatakse lineaarset korrelatsioonikordajat. Korrelatsioonmaatriksitele tuginedes valitakse regressioonanalüüsi läbiviimiseks sobilikud muutujad. Regressioonmudeli koostamisel tuleb tähelepanu pöörata sõltumatute muutujate omavahelistele seostele, mis ei tohiks olla tugevamad, kui antud muutujate seosed sõltumatu muutujaga. Regressioonanalüüsi parameetrite leidmisel on kasutatud vähimruutude meetodil põhinevat regressioonimudelit, mis minimeerib juhuslikku komponenti kirjeldavate ruutude summat.

Dividendide ja aktsiate/osakute tagasiostu andmeid on võimalik saada ettevõtete rahavoogude aruannetest. Autorile on nimetatud väljamaksed Äriregistri andmebaasist kättesaadavad alates 2008. aasta andmete kohta. Seetõttu on eelnevat perioodi analüüsides dividendide väljamaksete summad tuletatud omakapitali kirjete muutuste kaudu kasutades valemit:

$$(3) \quad \textit{Dividendid}_t = \textit{eelmiste perioodide jaotamata kasum}_{t-1} + \\ + \textit{aruandeperioodi kasum}_{t-1} - \textit{eelmiste perioodide jaotamata kasum}_t$$

Eeltoodud valemi negatiivseks asjaoluks on see, et kasumi väljamaksete tuletamine omakapitali kirjete muutuste kaudu ei võimalda eristada dividendide aktsiate/osakute tagasiostust.

Dividendide analüüsi peamiseks võimaluseks on võtta sõltuva muutujana vaatluse alla jaotatud dividendide summad. Lisaks summaarsetele dividendidele, on dividendide jaotuste vaatlemisel kasutatud erinevaid suhtarve. Välismaiste uurimuste puhul on enamasti vaadeldud dividenditootluse (*dividend yield*) näitajat, mis väljendab

investeeringu tasuvust aktsia turuhinna suhtes. Dividenditootlus on leitav järgmiselt (Järve, Veisson 2002: 28):

$$(4) \quad \text{Dividenditootlus} = \frac{\text{Dividend aktsia kohta}}{\text{Aktsia turuhind}}$$

Dividenditootluse näitaja kasutamine nimetatud kujul on põhjendatav eelkõige börsil noteeritud ettevõtete dividendide väljamaksete analüüsil, kuna mittenoteeritud ettevõtete aktsiate/osakute turuhinna leidmine on keeruline ning aeganõudev. Sellest tulenevalt ei ole antud suhtarvu kasutamine käesoleva töö puhul mõeldav. Seega on kasutatud dividenditootluse kohandust, kus vastav näitaja on leitud dividendide ning omakapitali suhtena ehk turuväärtuse asemel on aluseks võetud bilansiline väärtus ning leitud omakapitali põhise dividenditootluse väärtus:

$$(5) \quad \text{Bilansiline dividenditootlus} = \frac{\text{Dividendid}}{\text{Omakapital}}$$

Lisaks eelnevatele näitajatele, on mitmetes töödes analüüsitava näitajana kasutatud ka väljamaksekordajat (*dividend payout ratio*), mis väljendab dividendide suhet kasumisse (Tearu, Krumm 2005: 36):

$$(6) \quad \text{Dividendide väljamaksekordaja} = \frac{\text{Dividendid}}{\text{Aruandeperioodi kasum}}$$

Dividendide väljamaksekordaja näitab seega, kui suure osa teenitud kasumist ettevõtte selle omanikele jaotab. Kuna dividende on lisaks aruandeperioodi kasumile võimalik maksta ka eelnevate aastate jaotamata kasumist, siis võib dividendide väljamakse summa ületada ka aruandeperioodi kasumi väärtust. Seetõttu võib lisaks eeltoodud valemile kasutatud ka laiendatud väljamaksekordajat, kus lisaks aruandeperioodi kasumile on arvestatud ka eelnevate perioodide jaotamata kasumiga:

$$(7) \text{ Laiendatud väljamaksekordaja} = \frac{\text{Dividendid}}{\left(\text{Aruandeperioodi kasum} + \text{eelmist perioodide jaotamata kasum} \right)}$$

Kuna aruandeperioodi kasumist tehtavad väljamaksed kinnitatakse sellele järgneval aastal, siis on suhtarvude leidmisel ning seoste analüüsil kasutatavad väljamaksed toodud ühe aastase nihkega varasemaks.

2016. aastal jõustus muudatus ettevõtete Raamatupidamise seaduses. Muudatuse eesmärgiks oli vähendada ettevõtete halduskoormust ning selle tagajärjel ei ole mikro- ning väikeettevõtted kohustatud esitama rahavoogude aruannet. Mikroettevõtteks loetakse ettevõtet, kelle varad on kokku kuni 175 000 eurot, kohustised ei ole suuremad kui omakapital, omanik on samaaegselt juhatuse liige ning müügitulu ei ole suurem kui 50 000 eurot (RPS §3 lg15). Väikeettevõtteks loetakse ettevõtet, kelle ükski järgnev näitaja ei ületa järgmiseid tingimusi: varad kokku 4 miljonit, müügitulu 8 miljonit ning keskmine töötajate arv aruandeperioodi jooksul 50 inimest (RPS §3 lg16).

Valimisse kuulus 212 2016. aasta ettevõtte aruannet. Eeltoodud aruannetest ületas ühel ettevõttel varade maht 4 miljoni ning töötajate arv 50 töötaja piiri. Lisaks oli kaks ettevõtet, millest ühel oli varasid üle 4 miljoni ja teisel keskmine töötajate arv üle 50 töötaja. Seega oli valimisse kuuluvate ettevõtete puhul tegemist peamiselt mikro- ning väikeettevõtetega. Kuna Eesti ettevõtetest moodustavadki valdava enamuse just mikroettevõtted (Leesment 2018), siis on edasiste analüüside teostamine ettevõtete kasumijaotuspoliitika uurimisel problemaatiline. Lihtsustatud aruandluskohustus võimaldab mikroettevõtetel esitada lühendatud raamatupidamise aastaaruande, mille alusel ei ole kasumi väljamaksete tuletamine omakapitali kirjete muutuste kaudu võimalik. Nimelt ei ole mikroettevõtete bilansis nõutud eelmiste perioodide jaotamata kasumi kirje kajastamine. (RPS §15 lg 2²)

Tabelis 4 (lk 40) on toodud valimisse kuuluvate ettevõtete keskmised näitajad. Valimi keskmiseks müügituluks kujunes 282 tuhat eurot, kasumiks 59 tuhat eurot, varade mahuks 216 tuhat eurot ning kohustisteks 88 tuhat eurot. Vaadeldavate ettevõtete keskmiseks vanuseks oli 10,6 aastat. Advokaadibüroode valdkonnas pakuti aastast tööd keskmiselt 846-le inimesele. Ettevõtte keskmiseks töötajate arvuks läbi aastate kujunes 4,6 inimest.

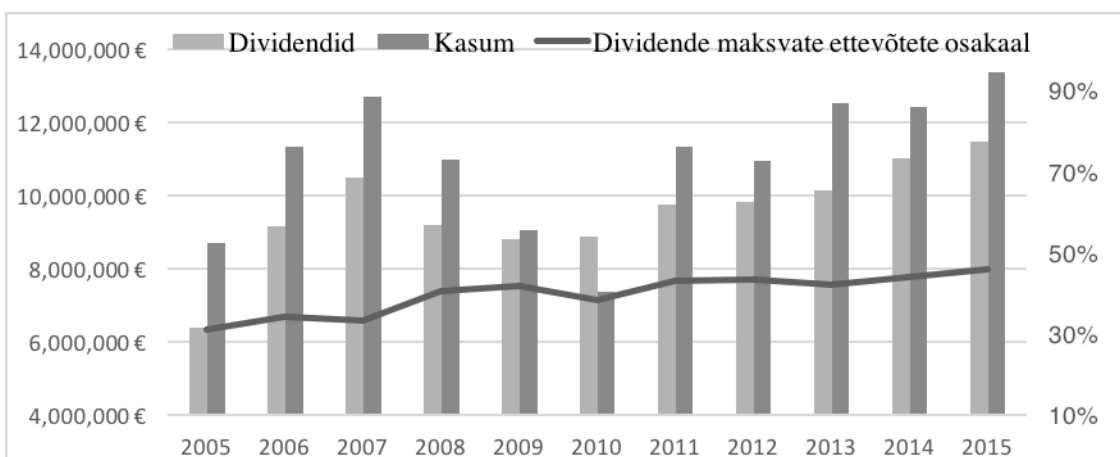
Tabel 4. Advokaadibüroode keskmisi väärtusi iseloomustavad näitajad.

	Müügitulu	Kasum	Varad	Kohustised	Vanus	Töötajate arv
Keskmine	€281 730	€59 255	€215 760	€88 640	10,6	4,6
Mediaan	€55 887	€4 486	€50 754	€15 939	11	2

Allikas: (Äriregistri andmebaas); autori arvutused.

Üldiselt on antud valdkond töötajate arvult pigem väike. 41%-l ettevõtetest töötajad puudusid või oli vaid 1 töötaja, 46%-l ettevõtetest oli töötajaid registreeritud 2-10, 9,6%-l 11-49 inimest ning 3%-l ettevõtetest oli töötajad üle 50 inimese.

Joonisel 8 on välja toodud advokaadibüroode puhaskasumid, teostatud väljamaksed ning kasumi väljamakseid teostavate ettevõtete osakaal. Kuna kasumi väljamakseid teostatakse aruandeperioodile järgneval aastal, siis on vastavad väljamaksed toodud ühe aastase nihkega varasemaks. Nähtub, et 2008. aastal alguse saanud majanduslangusel on olnud mõju ka vaadeldava sektori kasumile. Kui aastatel 2008-2010 olid kasumid langustrendis, siis alates 2011. aastast on antud valdkonna kasumid olnud üldjoontes siiski suurenevad. 2015. aastal oli valdkonna ettevõtete puhaskasum kokku 13,4 miljonit eurot. Kõige väiksem oli kasum perioodil 2010. aastal jäädes 7,4 miljoni euro ligidale.



Joonis 8. Advokaadibüroode puhaskasumid, dividendide väljamaksete summad ning dividende maksvate ettevõtete osakaalud aastatel 2005-2015 (Äriregistri andmebaas); autori arvutused.

Perioodil 2005-2008 on muutused dividendimaksetes sarnased kasumite muutustega. Kui kasum langes 2010. aastal arvestatavalt, siis dividendide väljamaksed säilisid

peaaegu samal tasemel kui eelneval aastal. Kuna väljamakstavate dividendide summa ületas aruandeperioodi kasumi, siis järelikult teostasid mitmed ettevõtted väljamakseid eelnevate aastate jaotamata kasumi arvelt. Kui vaadelda dividende maksvate ettevõtete osakaalu, siis üldjoones on märgata suurenevat trendi. Samas ei ole dividende maksvate ettevõtete osakaal otseses seoses valdkonna kasumi muutustega. Kui 2007. aastal kasvas advokaadibüroode ettevõtete kogukasum 12%, siis dividende maksvate ettevõtete osakaalus toimus 1%-ne langus. Nagu ka eelnevalt öeldud, siis dividende maksvate ettevõtete osakaalus toimunud vähenemised on üldjuhul olnud marginaalsed. Perioodi keskmiseks dividende maksvate ettevõtete osakaaluks kujunes 40%. Seega dividende maksvate ettevõtete osakaalu advokaadibüroode valdkonnas võib pidada oluliselt suuremaks kui Eestis keskmiselt. Nimelt on Sander *et al.* (2013) tulemuste kohaselt perioodil 2008-2011 Eesti keskmiseks dividende maksvate ettevõtete osakaaluks vaid 10%.

Tabelis 5 on kujutatud dividende maksvate ettevõtete väljamakstud summade osakaal kasumist ehk dividendide väljamaksekorrajad. Kui väljamakse kordaja jääb alla 0%-i, siis on järelikult dividende maksnud ettevõtte aruandeperioodi puhul tegemist kahjumiga. Seega väljamakseid on teostatud eelnevate perioodide jaotamata kasumist. Kõige enam on selliseid ettevõtteid aastal 2009. Ootuste kohaselt selgub, et valdav osa väljamakseid teostatakse siiski aruandeperioodi kasumist. Vaadeldes 2010. aasta näitajaid, siis on taaskord näha, et suur osa ettevõtetest teostas väljamakseid aruandeperioodi kasumile lisaks ka eelmiste perioodide jaotamata kasumist. Seda võis järeldada ka joonise 8 põhjal.

Tabel 5. Ettevõtete dividendi väljamaksekorrajad aastatel 2005-2015.

Välja- makse- kordaja	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
< 0%	4%	11%	2%	7%	15%	11%	5%	8%	5%	4%	11%
0%- 100%	76%	67%	65%	60%	51%	46%	56%	54%	64%	60%	47%
> 100%	20%	22%	33%	33%	33%	43%	39%	38%	31%	36%	42%

Allikas: (Äriregistri andmebaas); autori arvutused.

Äriregistri andmebaasist on võimalik saada andmeid aktsiate/osakute tagasiostu kohta alates 2008. aastast. Sellest tulenevalt on võimalik vaadelda, millised on erinevused kahe USA-s enim levinud kasumi väljamakse liigi vahel advokaadibüroode valdkonda kuuluvate ettevõtete puhul Eestis.

Tabelis 6 on toodud ettevõtete arv ja osakaal kõigist valimisse kuuluvatest ettevõtetest, kes on aastatel 2008-2016 teostanud aktsiate/osakute tagasioste. Kuna 2016. aastast ei ole mikroettevõtted kohustatud esitama rahavoogude aruannet ning puudub ülevaade sellest, mitu ettevõtet esitasid aruande omal soovil, siis tuleb arvestada, et toodud arvud ei kirjelda suure tõenäosusega vaadeldava aasta tegelikku väärtust.

Tabel 6. Dividendide väljamaksed ja aktsiate/osakute tagasiost ettevõtete poolt aastatel 2008-2016 rahavoogude aruande põhjal.

Dividendide maksmine									
Aasta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ettevõtete osakaal	33%	40%	42%	38%	43%	43%	42%	44%	46%
Aktsiate/Osakute tagasiost									
Aasta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ettevõtete osakaal	0,56%	0%	0%	0,52%	0,49%	0,49%	1,46%	2,31%	1%
sh. dividende maksvate ettevõtete osakaal	0,56%	0%	0%	0,52%	0,49%	0,49%	1,46%	2,31%	1%

Allikas: (Äriregistri andmebaas); autori arvutused.

2008-2015 aastal on advokaadibüroode valdkonna ettevõtete seas dividende maksvate ettevõtete osakaal keskmiselt 41%. Võttes arvesse, et valdkonna ettevõtete kasuminäitajate langus oli aastatel 2008-2010 üsnagi märgatav, siis dividende maksvate ettevõtete osakaalus oli mõningast langust märgata vaid 2011. aastal väljamakseid teostanud ettevõtete osakaalus. See omakorda väljendab seda, et 2010. aasta kasumite vähenemisel oli mõju 2011. aastal väljamakseid teostavate ettevõtete osakaalule. 2008-

2015 maksid vaadeldava valdkonna ettevõtted kokku keskmiselt 9,1 miljonit dividende aastas.

Vaadeldes 2008-2015 aasta aktsiate/osakute tagasioste, siis on märgata, et analüüsitava valdkonna ettevõtete seas ei ole antud kasumijaotus viis kuigi sagedane ning USA-ga sarnast trendi välja tuua ei saa. Perioodi keskmiseks tagasiostu teostavate ettevõtete osakaaluks kujunes vaid 0,76%. Kõik tagasiostu teostanud ettevõtted teostasid samaaegselt dividendide väljamakseid, mistõttu ei saa ka antud andmetele põhinedes eeldada dividendide asendamist tagasiostuga. Perioodil 2008-2011 oli Eesti keskmine aktsiate tagasiostu teostanud ettevõtete osakaal 4% (Sander *et al.* 2013: 6). Seega kokkuvõttes võib aktsiate tagasiostu pidada Eestis pigem vähelevinud kasumi väljamakse meetodiks. Kuna üheks põhiliseks motiiviks aktsiate tagasiostu puhul oli aktsia sisemise väärtuse väljendamine (vt lk 12), siis võib antud tulemusi pidada ootuspäraseks – aktsia sisemise väärtuse väljendamist võib oluliseks pidada eelkõige börsil noteeritud ettevõtete puhul.

Kõige enam omandati omaosi aastal 2015, mil kolme ettevõtte poolt teostati tagasioste kokku summas 574 460 eurot. Üksiku ettevõtte poolt teostati suurim tagasiost aastal 2008, mil Advokaadibüroo Teder, Glikman & Partnerid OÜ omandas ettevõtte endise partneri Indrek Tederi osaluse ettevõttes summaga 319 558 eurot. Autor vaatles ka teiste tagasioste teostanud ettevõtete majandusaasta aruandeid ning selgus, et enamus neist teostas tagasioste osaniku väljaostu eesmärgil.

Üldiselt võib tagasioste teostanud ettevõtete osakaalu pidada ebaoluliseks. Kuna teada on ka enamike tagasiostude põhjused, siis ei leia osakute tagasiost antud töös edasist uurimist. Selle asemel suunatakse tähelepanu dividendide jaotamist mõjutavate tegurite uurimisele.

2.2. Kasumijaotust selgitavate tegurite analüüs

Järgnevalt hinnatakse erinevate finants- ning mittefinantsnäitajate seost advokaadibüroode valdkonda kuuluvate ettevõtete dividendide väljamaksete näitajatega. Tegurite valikul on lähtutud esimeses peatükis käsitlust leidnud teooriatest ning seni läbiviidud uurimustest.

Magistritöö analüüsi on sõltuvate muutujatena kaasatud:

- summaarsed dividendide väljamaksed,
- bilansiline dividenditootlus,
- dividendide väljamaksekordaja,
- dividendide laiendatud väljamaksekordaja.

Kui eelnevas alapeatükis pöörati tähelepanu ülaltoodud muutujate selgitamisele, siis selles alapeatükis põhjendatakse sõltumatute muutujate valikut ning viiakse läbi analüüs hindamaks eeltoodud tegurite seoseid dividendide väljamaksete ning tuletatud suhtarvudega. Tabelis 7 on kokkuvõtlikult välja toodud analüüsitavad tegurid ning nende oodatavad seosed väljamaksetega. Järgnevalt pöörataksegi tähelepanu tabelis kujutatud muutujate selgitamisele.

Tabel 7. Dividendi väljamaksete ning sõltumatute muutujate eeldatavad seosed.

Muutuja	Mõju suund
Aruandeperioodi puhaskasum	+
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	+
Ettevõtte suurus (varad, müügitulu)	+
Raha	+
Likviidsus	+
ROA	+
ROE	+
Ettevõtte vanus	+
Eelmisel perioodil makstud dividendid	+
Müügitulu kasvumäär	-
Võlakordaja	-
Töötajate arv	+/-
Suhteline palgakulu töötaja kohta	+/-

Allikas: autori koostatud.

Kasuminäitajate seost dividendi väljamaksete suurusega võib pidada küllaltki tõenäoliseks. Kui ettevõttel puudub kasum, siis puuduvad ka võimalused dividendide väljamakseteks.

Ettevõtte suuruse hindamise aluseks on võetud müügitulu ning varade maht. Eeldatavalt omavad suuremate müügitulude ning varadega ettevõtted ka suuremaid väljamakseid. Muutuja mõju on tuletatud ettevõtte elutsükli teooriast, mille kohaselt teostavad eluealt küpses elufaasis olevad ettevõtted suuremaid väljamakseid (vt lk 24). Lisaks müügitulu

suurusele on täiendavalt vaatluse alla võetud ka ettevõtte vanus. Ettevõtte vanust on arvestatud aastates võttes aluseks ettevõtte registreerimise kuupäev. Vanuse ning dividendide väljamaksete vahel eeldatakse samuti positiivse seost. Kuna eluea algfaasis olevale ettevõttele peetakse omaseks kiiret kasvu, siis on müügitulu kasvumäära ning dividendide väljamaksete vahel eeldatud negatiivse seose olemasolu. Müügitulu kasvumäär on tuletatud järgnevalt:

$$(8) \quad \text{Müügitulu kasvumäär} = \frac{(Müügitulu_t - Müügitulu_{t-1})}{Müügitulu_{t-1}}$$

Dividendide väljamaksete teostamiseks on vajalik piisavate rahaliste vahendite olemasolu. Sellest tulenevalt võib eeldada, et mida suurem on ettevõtte bilansikirje „raha” väärtus, seda suuremad on dividendide väljamaksed. Likviidsete varade suurus võib teisalt viidata sellele, et ettevõtte omab suuri lühiajalisi kohustisi ning seetõttu on vajalik piisavate käibevarde olemasolu nende rahastamiseks. Seetõttu on vaadeldud ka ettevõtte lühiajalise võlgnevuste kattekordajat, kui ühte likviidsuse näitajat ning selle seost dividendide väljamaksetega. Likviidsuse suhtarv on leitud käibevarde ning lühiajaliste kohustiste suhtena (Järve, Veisson 2002: 24):

$$(9) \quad \text{Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja} = \frac{\text{Käibevarad}}{\text{Lühiajalised kohustused}}$$

Sõltumatute muutujatena on analüüsi kaasatud ka ettevõtte tasuvuse suhtarvud. Varade rentaablus (*Return on Assets – ROA*) väljendab seda kui suur on kasum iga varasse investeeritud rahaühiku kohta. Varade tulukus on leitav järgmiselt (Roos *et al.* 2014: 278):

$$(10) \quad ROA = \frac{\text{Puhaskasum}}{\text{Koguvarad}}$$

Sarnaselt ROA-le, kirjeldab omakapitali rentaablus seda, milline on kasum iga ettevõtte omakapitali investeeritud rahaühiku kohta. Suurem omakapitali tulukus väljendab seega ettevõttesse suunatud omanike investeeringute efektiivsust. Omakapitali rentaabluse (*Return on Equity – ROE*) valem on järgmine (Roos *et al.* 2014: 278):

$$(11) \quad ROE = \frac{\text{Puhaskasum}}{\text{Omakapital}}$$

Käesolevas töös eeldatakse, et nimetatud tasuvuse suhtarvude ning dividendide väljamaksete vahel eksisteerib positiivne seos.

Lisaks müügitulu kasvumääradele, eeldatakse negatiivse seose olemasolu laenukapitali osakaalu ning dividendide vahel. Kuna suuremad kohustised tähendavad ettevõttele eeldatavalt täiendavaid kulusid ning riski, siis eeldatakse, et suurem võlakordaja vähendab ettevõtete poolt makstavate dividendide suurust. Laenukapitali võimaliku mõju hindamiseks on analüüsi lisatud võlakordaja, mis on leitav järgmiselt (Järve, Veisson 2002: 27):

$$(12) \quad V\acute{o}lakordaja = \frac{Kohustised}{Varad}$$

Maksukeskkonna mõju hindamiseks on üldiselt uurimise alla on võetud dividendi- ning kapitalitulu maksuerisused. Kui aga vaadelda Eesti maksukeskkonda, siis võib kasumijaotusotsuste tegemisel määravaks saada palga- ja dividenditulu erinevused maksustamisel. Eestis maksustatakse dividenditulu oluliselt madalamalt kui palgatulu, mille tulemusena eelistavad mitmed ettevõtte omanikud, kes osalevad samaaegselt aktiivselt ettevõtte tegevuses, maksta endale palga asemel dividende (Sander *et al.* 2010). Eelnevast tulenevalt on analüüsitavate muutujate hulka lisatud ka töötajate arv ning suhteline palgakulu töötaja kohta. Antud juhul eeldatakse negatiivset suhet töötajate arvu ning väljamakstud dividendide vahel. Teisalt tuleb arvestada, et suuremate töötajate arvuga ettevõtte puhul on arvatavasti tegu kasumlikuma ning küpsemas elufaasis oleva ettevõttega, mistõttu võib vaadeldav seos suure tõenäosusega osutuda siiski positiivseks. Kuna maksueelist võidakse realiseerida ka viisil, kus omanik maksab endale minimaalsel tasemel palka ning lisaks dividende, siis on täiendavalt vaadeldud ka ettevõtte töötaja suhtelise palgakulu ning dividendide vahelisi seoseid. Suhteline palgakulu väljendab seda, milline on ettevõtte töötaja palgakulu võrrelduna valdkonna keskmise palgakuluga.

Kuna töö peatükis 1.2 selgus, et ettevõtte juhtkond arvestab dividendide väljamaksete tegemisel ka eelnevate perioodide väljamaksetega, siis on analüüsi lisatud ka eelneval perioodil tasutud dividendid. Seega käesoleval perioodil makstud dividendid sõltuvad idee kohaselt eelmistel perioodil makstud dividendide suuruselt.

Tabelis 8 on välja toodud töös kasutatavate muutujate lühendid ning selgitused. Korrelatsioon- ja regressioonanalüüsi läbiviimiseks on analüüsitavad andmed võetud naturaallogaritm, et vähendada analüüsitavate andmete hajuvust.

Tabel 8. Analüüsis kasutatavate muutujate lühendid ning selgitused.

LÜHEND	SELGITUS
lnDIV	summaarselt väljamakstud dividendid
TOOT_DIV	bilansiline dividenditootlus (<i>dividendid/omakapital</i>)
KORD_DIV	dividendide väljamaksekordaja (<i>dividendid/puhaskasum</i>)
KORD2_DIV	laiendatud dividendide väljamaksekordaja (<i>dividendid/(aruandeperioodi kasum + eelmiste perioodide jaotamata kasum)</i>)
lnRAHA	bilansikirje „raha”
lnVARAD	varad kokku (ettevõtte suuruse mõõdik)
lnKÄIVE	müügitulu (ettevõtte suuruse mõõdik)
KÄIBEKASV	müügitulu kasvumäär (<i>(aruandeperioodi müügitulu – eelneva perioodi müügitulu)/eelneva perioodi müügitulu</i>)
lnKAS	aruandeperioodi puhaskasum
lnKAS_JAOT	elmiste perioodide jaotamata kasum
LIKV	lühiajaliste kohustiste kattekordaja (<i>käibevara/lühiajalised kohutused</i>)
ROE	omakapitali tulukus (<i>puhaskasum/omakapital</i>)
ROA	varade tulukus (<i>puhaskasum/varad</i>)
VÕLAK	võlakordaja (<i>kohustised/varad</i>)
T_ARV	töötajate arv
VANUS	ettevõtte vanus (aastates)
SUHT_PALK	suhteline palgakulu töötaja kohta (<i>palgakulu töötaja kohta/ aasta keskmine palgakulu töötaja kohta</i>)
EEL_DIV	eelmisel perioodil makstud dividendid

Allikas: autori koostatud.

Korrelatsioonanalüüs võimaldab vaadelda muutujate vaheliste seoste tõenäosust, tugevust ning suunda. Lisas 1 on toodud korrelatsioonimaatriks, kasutades esmalt sõltuva muutujana summaarseid dividende (lnDIV). Nähtub, et positiivset ja tugevat seost väljamakstavate dividendide suurusega omab varade maht (lnVarad), aruandeperioodi kasum (lnKAS), rahaliste vahendite suurus (lnRAHA), müügitulu (lnKÄIVE) ning vanus (VANUS). Mõõdukas ning positiivne seos väljamakstavate dividendidega esineb eelnevate perioodide jaotamata kasumi (lnKAS_JAOT), töötaja suhtelise palgakulu (SUHT_PALK) ning eelmisel perioodil makstud dividendidega (lnEEL_DIV). Omakapitali tulukuse (ROE) ja varade tulukuse (ROA) ning dividendide vahel on positiivne ning võlakordaja (VÕLAK) ning dividendide vahel negatiivne, kuid

nõrgem seos. Müügitulu muutuse (KÄIBEKASV), lühiajalise võlgnevuse kattekordaja (LIKV) ning töötajate arvuga (TÖÖT_ARV) statistiliselt oluline seos puudub.

Korrelatsioonmaatriksist selgub, et mudelis esineb tõenäoliselt multikollineaarsuse oht, kuna mitmete sõltumatute muutujate omavahelised seosed on tugevamad kui seosed sõltumatu muutujaga. Sellest tulenevalt võivad antud muutujad omada vahendatud mõju sõltumatule muutujale. Selle tagajärjel ei pruugi vaadeldavate näitajatega koostatud regressioonimudelis leitud kordajad olla püsivad. Üheks selliseks näitajaks on võlakordaja, mille seos rahaliste vahendite, varade ning likviidsusega on oluliselt tugevam kui seos väljamakstud dividendidega. Tõenäoliselt viitavad saadud tulemused ka sellele, et vaadeldavasse mudelisse on kaasatud liialt palju muutujaid. Tabelis 9 on toodud kokkuvõtlikult algselt püstitatud eeldused ning korrelatsioonanalüüsina saadud tulemused.

Tabel 9. Eeldatud seosed vaadeldavate muutujate ning väljamakstavate dividendidega ning korrelatsioonanalüüsi tulemused (lnDIV).

Muutuja	Eeldatud	Korrelatsioonanalüüsi põhjal saadud tulemus
Aruandeperioodi kasum	positiivne	positiivne (tugev)
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	positiivne	positiivne (mõõdukas)
Müügitulu	positiivne	positiivne (tugev)
Varade maht	positiivne	positiivne (tugev)
Raha	positiivne	positiivne (tugev)
Likviidsus	positiivne	ebaoluline
ROA	positiivne	positiivne (nõrk)
ROE	positiivne	positiivne (nõrk)
Ettevõtte vanus	positiivne	positiivne (tugev)
Müügitulu kasvumäär	negatiivne	ebaoluline
Võlakordaja	negatiivne	negatiivne (nõrk)
Töötajate arv	negatiivne	ebaoluline
Suhteline palgakulu	negatiivne/positiivne	positiivne (mõõdukas)
Eelmisel perioodil makstud dividendid	positiivne	positiivne (mõõdukas)

Allikas: autori koostatud.

Järgmisena võetakse vaatluse alla bilansilise dividenditootluse (TOOT_DIV) ning valitud muutujate vahelised seosed. Korrelatsioonimaatriks on esitatud lisas 2. Ebaoluliseks osutusid bilansilise dividenditootluse seosed müügitulu muutustega (KÄIBEKASV) ning töötajate arvuga (TÖÖT_ARV). Ülejäänud muutujatel esines

statistiliselt oluline seos sõltumatu muutujaga. Jättes välja eelmiste perioodide jaotamata kasumi (lnKAS_JAOT) näitaja, siis kõikide teiste muutujatega osutus seos positiivseks. Kui vaadelda seoste tugevust, siis enamike näitajate vahelised on seosed pigem nõrgad (korrelatsioonikordaja väärtus on väiksem kui 0,3). Kõige tugevamad olid seosed omakapitali tulukuse (0,387), aruandeperioodi kasumi (0,382) ning varade tulukusega (0,319).

Viimasena vaadeldakse magistritöösse kaasatud sõltumatute muutujate seost dividendide väljamaksekordajatega. Vastavad korrelatsioonimaatriksid on toodud lisas 3 ja 4. Mõlema, nii väljamaksekordaja kui ka laiendatud väljamaksekordaja puhul on seosed pea olematud. Laiendatud väljamaksekordaja puhul (KORD2_DIV) on väljamakstud dividendide suhte leidmisel arvestatud nii aruandeperioodi kui ka eelnevate perioodide jaotamata kasumiga. Laiendatud väljamaksekordaja puhul on statistiliselt olulised, kuid nõrgad seosed rahaliste vahendite suuruse (lnRAHA), varade mahu (lnVARA), müügitulu (lnKÄIVE), omakapitali tulukusega (ROE) varade tulukusega (ROA), töötajate arvu (TÖÖT_ARV), vanuse (VANUS), aruandeperioodi kasumi (lnKAS) ning mõõdukas seos eelmiste perioodide jaotamata kasumiga (lnEEL_JAOT). Seoste suunad on valdavalt vastupidised eelnevates mudelites saadud tulemustega, mis on põhjendatav sellega, et laiendatud väljamaksekordaja puhul on tegemist suhtarvuga. Aruandeperioodi kasumist teostatud dividendide osakaalu (KORD_DIV) puhul on oluline, kuid nõrk seos vaid eelneval aastal väljamakstud dividendidega (lnEEL_DIV) ning töötaja palgakuluga (SUHT_PALK).

Võttes aluseks korrelatsioonanalüüsis saadud tulemused, siis otsustas autor regressioonanalüüsi läbiviimiseks sõltuva muutujana mudelisse kaasata summaarselt väljamakstud dividendid (lnDIV) ning dividenditootluse näitaja (TOOT_DIV). Kuna dividendikordajate mudelite korral olid seosed vaadeldavate teguritega nõrgad ning suures osas ebaolulised, siis nende muutujatega täiendavat analüüsi ei teostata.

Tabelis 10 (lk 50) on toodud regressioonanalüüsi (lnDIV) esmane mudel. Mudelisse lisati esialgu kõik vaadeldavad muutujad. Ajalise efekti arvestamiseks koostati ka mudel, kuhu lisati fiktiivsete muutujatena vaadeldavad aastad. Kuna ajaspetsiifilised muutujad ei osutunud statistiliselt oluliseks, siis jäädigi mudeli juurde, kus fiktiivseid muutujaid ei lisatud.

Tabel 10. Regressioonanalüüsi (lnDIV) esialgne mudel.

Muutuja lühend	Kordaja	Standard-hälve	t -statistik	Olulisus tõenäosus	Kollineaarsus -statistikud	
					Tolerants	VIF
vabaliige	-0,004	0,560	-0,008	0,994		
lnRAHA	0,389	0,063	6,132	0,000	0,120	8,336
lnKÄIVE	0,046	0,029	1,593	0,112	0,368	2,717
KÄIBEKASV	-0,118	0,222	-0,532	0,595	0,813	1,230
lnKAS	0,101	0,014	7,352	0,000	0,520	1,923
lnKAS_JAOT	0,005	0,011	0,407	0,684	0,700	1,429
lnVARAD	0,480	0,058	8,252	0,000	0,133	7,536
VÖLAK	-2,597	0,411	-6,325	0,000	0,577	1,733
LIKV	-0,053	0,042	-1,254	0,210	0,736	1,358
ROA	0,058	0,084	0,686	0,493	0,792	1,263
ROE	0,010	0,014	0,701	0,484	0,949	1,054
lnEEL_DIV	0,033	0,009	3,758	0,000	0,696	1,436
VANUS	0,009	0,006	1,517	0,030	0,908	1,101
TÖÖT_ARV	0,004	0,004	0,873	0,383	0,947	1,056
SUHT_PALK	3,266	0,700	4,669	0,000	0,569	1,758
Mudeli üldised näitajad:						
Determinatsioonikordaja (R^2)				0,790		
F-statistik				103,798		
Olulisustõenäosus				0,000		
Durbin-Watsoni statistik				2,141		

Allikas: autori koostatud.

Korrelatsioonianalüüsis selgus, et sõltumatute muutujate vahel esineb suure tõenäosusega multikollineaarsuse esinemise oht. Multikollineaarsuse mõõtmiseks kasutatakse statistikuid VIF ja Tolerants. Kui sõltuva muutuja tolerantsi näitaja on väiksem kui 0,15 või VIF väärtus suurem kui 10, siis on tegemist multikollineaarsusega. Multikollineaarsuse esinemise korral on regressioonanalüüsi tulemusena saadud hinnangud ebatäpsed. Antud mudelis vastavad eeltoodud tingimustele vabade rahaliste vahendite (lnRAHA) ning varade (lnVARAD) näitajad.

Tabelis 10 on lisaks ära toodud mudeli üldised näitajad. Determinatsioonikordajat kasutatakse mudeli kirjeldusvõime iseloomustamiseks. Antud juhul kirjeldavad lisatud sõltuvad muutujad ära 79% dividendide väljamaksete koguhajuvusest, mida võib pidada väga heaks. Lisaks on mudel tervikuna statistiliselt oluline ($p=0,000$). Durbin-Watsoni statistikut kasutatakse mudelis jääkliikmete autokorrelatsiooni testimiseks. Antud näitaja väärtused jäävad vahemikku 0-4. Kui statistiku väärtus on väiksem kui 2, siis on tegemist positiivse autokorrelatsiooniga. Kui väärtus on suurem kui 2, siis on tegemist

negatiivse autokorrelatsiooniga. Kuna antud juhul on Durbin-Watson statistiku väärtus kahe lähedal, siis võib järeldada, et mudelis ei esine autokorrelatsiooni.

Esmase mudeli uurimisel selgub, et mitmed kaasatud sõltumatud muutujad ei ole statistiliselt olulised. Seetõttu eemaldatakse järgnevalt samm-sammult muutujad, mis on statistiliselt ebaolulised. Lõplik mudel on toodud tabelis 11.

Tabel 11. Regressioonanalüüsi (lnDIV) lõplik mudel.

Muutuja lühend	Kordaja	Standard -hälve	t -statistik	Olulisustõenäosus	Kollineaarsus-statistikud	
					Tolerants	VIF
Vabaliige	1,041	0,541	1,924	0,055		
lnKäive	0,698	0,041	16,849	0,000	0,276	3,624
lnKAS	0,130	0,013	10,028	0,000	0,637	1,569
VÕLAK	-2,330	0,362	-6,440	0,000	0,815	1,227
lnEEL_DIV	0,029	0,007	3,895	0,000	0,842	1,188
VANUS	0,242	0,055	4,435	0,000	0,300	3,336
SUHT_PALK	1,829	0,638	2,867	0,004	0,635	1,574
Mudeli üldised näitajad:						
Determinatsioonikordaja (R^2)				0,763		
F-statistik				149,774		
Olulisustõenäosus				0,000		
Durbin-Watsoni statistik				1,950		

Allikas: autori koostatud.

Lõplik regressioonimudel on tervikuna statistiliselt oluline ning suudab kirjeldada 76% summaarsete dividendide varieeruvusest. Mudeli kirjeldusvõime võrreldes esmase mudeliga küll vähenes, kuid mudelist on kõrvaldatud multikollineaarsuse ohtu põhjustavad muutujad. Kuna Durbin-Watsoni statistik on lähedal kahele, siis võib järeldada, et mudelis ei esine autokorrelatsiooni. Selgub, et lõpliku mudeli kohaselt mõjutab väljamakstavaid dividende positiivselt ettevõtte suurus, mida mõõdeti müügituluna, aruandeperioodi kasum, eelneval perioodil makstud dividendid, vanus ning suhteline palgakulu. Võlakordajal on negatiivne mõju dividendide väljamaksetele.

Tulemused kinnitavad töö teoreetilises osas toodut, mille järgselt teostavad suuremaid väljamakseid eelkõige küpses elufaasis olevad ettevõtted. Lõplikus regressioonimudelis omavad kõik olulised muutujad mõju suunda, mida algselt eeldati. Lisaks osutus positiivseks töötaja suhtelise palgakulu ning jaotavate dividendide vaheline seos.

Tulemus on tõenäoliselt tingitud sellest, et ettevõtted, mille suhteline palgakulu töötaja kohta on suurem, on kasumlikumad, kui ettevõtted, kelle palgakulu töötaja kohta on madalam.

Järgnevalt vaadeldakse sõltuva muutujana dividendide ja omakapitali suhtarvuna saadud regressioonimudelit. Võrreldes seda summaarselt väljamakstavate dividendide analüüsis saadud tulemustega (vt tabel 10), siis on antud mudeli kirjeldusvõime tunduvalt madalam (vt tabel 12).

Tabel 12. Regressioonanalüüsi (TOOT_DIV) esialgne mudel.

Muutuja lühend	Kordaja	Standard - hälve	t - statistik	Olulisus tõenäosus	Kollineaarsus-statistikud	
					Tolerants	VIF
vabaliige	0,643	0,070	9,243	0,000		
lnRAHA	0,020	0,008	2,506	0,012	0,070	14,329
lnKÄIVE	0,002	0,003	0,848	0,397	0,404	2,475
KÄIBEKASV	-0,005	0,020	-0,276	0,783	0,941	1,063
lnVARAD	-0,010	0,006	-1,713	0,087	0,126	7,908
LIKV	0,016	0,018	0,917	0,360	0,548	1,823
ROE	0,011	0,001	8,107	0,000	0,958	1,044
ROA	0,013	0,011	1,220	0,223	0,672	1,488
VÕLAK	0,003	0,039	0,066	0,947	0,566	1,768
lnEEL_DIV	0,002	0,001	2,169	0,030	0,677	1,477
TÖÖT_ARV	0,001	0,005	0,279	0,780	0,962	1,040
VANUS	-0,002	0,007	-0,260	0,795	0,154	6,510
SUHT_PALK	0,011	0,006	1,790	0,074	0,572	1,750
Mudeli üldised näitajad:						
Determinatsioonikordaja (R^2)				0,462		
F-statistik				41,618		
Olulisustõenäosus				0,000		
Durbin-Watsoni statistik				1,978		

Allikas: autori koostatud.

Tulemus on mõnevõrra ootuspärane, kuna korrelatsioonanalüüsis saadud muutujate vahelised seosed olid üsna nõrgad. Selgub, et vaadeldavad sõltumatud muutujad suudavad ära kirjeldada vaid 46% dividenditootluse hajuvusest. Mudelis puudub autokorrelatsioon ($d=1,978$), kuid enamus lisatud muutujaid on statistiliselt ebaolulised.

Sarnaselt eelnevaga, eemaldatakse taaskord mudelist ükshaaval sõltumatud muutujad, mis on statistiliselt ebaolulised või põhjustavad multikollineaarsust. Lõplik (TOOT_DIV) regressioonimudel on välja toodud all olevas tabelis 13.

Tabel 13. Regressioonanalüüsi (TOOT_DIV) lõplik mudel

Muutuja	Kordaja	Standard-hälve	t-statistik	Olulisus tõenäosus	Kollineaarsus-statistikud	
					Tolerants	VIF
vabaliige	0,864	0,012	74,105	0,000		
ROE	0,012	0,002	7,840	0,000	0,973	1,027
lnEEL_DIV	0,003	0,001	4,791	0,000	0,835	1,197
VANUS	0,014	0,003	4,157	0,000	0,641	1,560
Mudeli üldised näitajad:						
Determinatsioonikordaja (R^2)				0,259		
F-statistik				49,764		
Olulisustõenäosus				0,000		
Durbin-Watsoni statistik				1,951		

Allikas: autori koostatud.

Dividenditootluse suurus on seega selgitatav omakapitali tulukuse, eelneval aastal makstud dividendide summa ning ettevõtte vanusega. Regressioonimudel on tervikuna statistiliselt oluline, kuid mudeli kirjeldusvõime on äärmiselt madal, suutes ära kirjeldada vaid 26% dividenditootluse hajuvusest.

2.3. Järeldused

Käesoleva töö empiirilises osas uuriti Eesti advokaadibüroode kasumijaotuspoliitikat. Kui peatükis 1.1 selgus, et rahalisi dividendide maksvate ettevõtete osakaal on mujal maailmas üldiselt vähenev, siis käesoleva töö tulemusele tuginedes sarnast trendi välja tuua ei saa. Nimelt on nii dividendide maksvate ettevõtete osakaal kui ka dividendide suurus olnud üldiselt tõusvas trendis.

Ettevõtete kasumijaotusotsuseid on üritatud seletada läbi erinevate teooriate. Üheks oluliseks ettevõtete kasumijaotust selgitavaks teooriaks võib pidada ettevõtte elutsükli teooriat. Sellele leidsid kinnitust ka antud töö tulemused.

Nii leiti, et nii väljamakstavate dividendide kui omakapitalil põhineva dividenditootluse korral on oluliseks teguriks ettevõtte vanus – mida kauem on ettevõtte tegutsenud, seda

suuremad on omanikele teostatavad väljamaksed. Positiivse seose olemasolu dividendide ning ettevõtte vanuse vahel leidsid näiteks ka Henk von Eije ning William Megginson (Eije, Megginson 2008: 368). Summaarsete dividendide analüüsi tulemusena selgus, et lisaks vanusele, mõjutab väljamakstavaid dividende ka ettevõtte suurus. Ettevõtte suuruse mõõdikuks olid varad ning müügitulu, millest viimane osutus statistiliselt oluliseks teguriks jaotatud dividendide kirjeldamisel. Mõlemad eeltoodud tegurid toetavad ettevõtte elutsükli teooria lähenemist, mille kohaselt teostavad vanemad ning küpsemas elufaasis ettevõtted ka suuremaid väljamakseid.

Kui DeAngelo *et al.* (2006) ning Fama ja French (2001) töö tulemustest selgus, et kasvumäära ning dividendide vahel esineb negatiivne seos, siis käesolevas analüüsis ei osutunud antud tegur statistiliselt oluliseks. Tulemuse põhjuseks võib pidada valdkonna spetsiifikat. Kuna tegemist ei ole niivõrd varamahuka valdkonnaga, siis on müügitulu loomisel oluline eelkõige inimkapitali, mitte põhivara suurus.

Töötaja suhtelise palgakulu analüüsimisega sooviti kontrollida palga ning dividendide maksustamise erisustest tulenevat mõju. Analüüsi tulemusena selgus, et suhtelise palgakulu ning dividendide vahel esineb positiivne seos, mis on tõenäoliselt tingitud sellest, et kasumlikemate ettevõtete puhul on töötajate palgad kõrgemad. Töötajate arvu ning dividendide vahel puudus statistiliselt oluline seos. Seega kokkuvõttes ei suudetud tõestada, et antud valdkonna ettevõtete puhul oleks märgatav palga asendamine dividendidega.

Ootuspäraselt leidis kinnitust ka see, et aruandeperioodi kasum suurendab jaotatavate dividendide suurust. Kuna aruandeperioodi kasum on ka põhiline allikas, millest väljamakseid tehakse, siis on saadud tulemus igati loogiline. Lisaks saab välja tuua omakapitali tulukuse suurendava mõju dividenditootlusele. Teisalt ei osutunud oluliseks eelmiste perioodide jaotamata kasumi suurus.

Üheks võimaluseks ettevõtte investeeringute rahastamiseks on laenukapitali kaasamine. Laenukapitali kasutamisel tuleb ettevõttel arvestada tulevaste lisakohustustega tagasimaksete näol. Seetõttu võib eeldada, et suurte laenukohustiste olemasolul on jaotatavate dividendide suurus pigem väiksem. Käesolevas töös kasutati laenukapitali suuruse kontrolliks võlakordaja näitajat. Tulemusena selgus, et võlakordaja vähendab

jaotatavate dividendide suurst. Laenukapitali mõju ettevõtte poolt tehtavatele kasumijaotusotsustele võib olla põhjendatav ka sellega kaasnevate lepinguliste piirangutega.

Kõigele eelnevale lisaks leiti, et eelnevatel perioodidel makstud dividendidel on positiivne seos nii jaotavate dividendide suuruse kui ka bilansilise dividenditootlusega. Sellest tulenevalt võib eeldada, et suuremaid dividende maksvad ettevõtted teevad väljamakseid regulaarselt.

Rahaliste vahendite, likviidsuse ning dividendide väljamaksete vahel puudus statistiliselt oluline seos. Seega võib järeldada, et dividendide maksmisel on määravaks eelkõige kasum ning ettevõtte üldiselt ei lähtu väljamaksete teostamisel olemasolevate likviidsete varade suurusest. Tegurite analüüsi tulemused on koondatud tabelisse 14.

Tabel 14. Advokaadibüroode väljamakseid selgitavad tegurid ning analüüsi tulemusel saadud seosed.

Positiivne	Negatiivne	Ebaoluline
Ettevõtte suurus (müügitulu) Aruande perioodi kasum Eelneval perioodil makstud dividendid Ettevõtte vanus Suhteline palgakulu töötaja kohta Omakapitali tulukus	Võlakordaja	Raha Varad Müügitulu muutus Eelmiste perioodide jaotamata kasum Likviidus Töötajate arv Varade tulukus

Allikas: autori koostatud.

Hindamaks seda, kas advokaadibüroode kasumijaotuspoliitika uurimisel saadud tulemused erinevad teistest varasemalt Eestis läbiviidud uurimustes leitud, siis vaadeldakse järgnevalt põgusalt ka varasemate magistr tööde tulemusi.

Keith Trummi (2005) magistr töö oli üheks esimeseks Eesti ettevõtete kasumijaotusotsuseid analüüsivaks lõputööks. Eeltoodud magistr töös võeti kasumijaotusotsuseid mõjutavate tegurite analüüsi aluseks 150-ne ettevõtte andmed perioodil 1996-2001. Keith Trummi (2005: 68) töö tulemusena selgus, et jaotavate dividendide suurst mõjutavad positiivselt aruande ning eelmiste perioodide jaotamata kasum ja eelmisel perioodil tehtud väljamaksed. Negatiivse mõju olemasolu leiti vabade

rahavoogude, müügitulu ning kohustiste puhul. Seega kattusid mitmed leitud näitajad käesolevas töös saadud tulemustega. Teisalt on müügitulu puhul jõutud vastupidistele tulemustele.

Jaanus Karileri (2013) magistritöös kasutati 2008-2011 aasta ettevõtete aruandeid. Vaadeldes dividendide jaotuste suurust mõjutavaid tegureid, siis osutusid Jaanus Karileri (2013: 63) magistriöös oluliseks koguvarad, eelmisel perioodil makstud dividendid, aruandeperioodi puhaskasum, varade tulukus ning võlakordaja. Enamus eelnevalt nimetatud teguritest osutusid oluliseks mõjuriks ka käesoleva töö puhul. Küll aga ei leidnud Kariler oma töös kinnitust ettevõtte vanuse mõju väljamaksetele.

Argo Terali 2011. aastal kaitstud magistritöö lähenemine oli mõnevõrra erinev eelnevatest töödest. Nimelt oli antud töö puhul vaatluse alla võetud eelkõige erinevate majandusnäitajate ja väljamaksete muutuste vahelised seosed. Finantsnäitajate seoste uurimisel võeti aluseks 2009. aastal pankrotistunud ettevõtete 2005-2007 aasta finantsandmed. Sõltumatute muutujatena kaasati töösse võlakordaja, brutorentaabluse, puharentaabluse, lühiajalise kattekordaja, müügitulu brutokasumi ning puhaskasumi muutused. Töö tulemusena leiti, et kasumi ning müügitulu muutustel on positiivne seos ettevõtte poolt tehtavate väljamaksetega. Teisalt oli mitmete aastate puhul märgatav ka võlakordaja positiivne seos väljamaksetega. Põhjendusena tuuakse välja eelistust rahastada investeeringuid laenukapitalist, mitte teenitud kasumist, et tänu sellele tagada väljamaksete teostamine (Teral 2011: 87). Lisaks sellele, et Argo Terali töös erinesid analüüsitavad ettevõtted oma olemuselt (vaatluse alla võeti pankrotistunud ettevõtted), siis erines antud töö ka tegurite seoste analüüsi osas – töö järeldustel põhineti vaid korrelatsioonanalüüsi tulemustele.

Selgub, et üldiselt on eeltoodud tööd oma tulemuste poolest sarnased vaadeldava magistritöö tulemustega. Teisalt võib siiski öelda, et antud töö tulemused ühtivad üldjoontes paremini seniste välismaiste uurimustega – kõik kaasatud muutujad omasid eeldatud mõju. Samas kui advokaadibüroode, kui üksiku valdkonna valikul loodeti tabada suuremaid sarnasusi ning seega paremini selgitada kasumijaotust mõjutavaid tegureid, siis tegelikkuses seda saavutada ei suudetud. Töösse lisati vaadeldavate teguritena küll rohkem muutujaid, kuid kokkuvõttes ei saa üldiselt välja tuua märgatavalt rohkem statistiliselt olulisi tegureid, mis selgitaks teostatud väljamakseid

kui eelnevalt teostatud tööde puhul. Siinkohal tuleks rõhutada, et käesoleva töö analüüsi eesmärgiks ei olnud vaadeldava valdkonna ettevõtete tulevaste väljamaksete suuruste prognoosimine, vaid eelkõige mineviku andmetele tuginedes olulistete selgitavate tegurite väljatoomine.

KOKKUVÕTE

Käesoleva magistritöö eesmärgiks oli välja selgitada Eesti advokaadibüroode valdkonna ettevõtete kasumijaotuspoliitikat iseloomustavad tegurid. Teema valikuga sooviti täita tühimikku, mis kasumijaotuspoliitika analüüsi valdkonnas senini esines. Nimelt ei ole autorile teadaolevalt tegevusala põhist analüüsi varasemalt läbi viidud. Üksiku valdkonna kasumijaotuspoliitika vaatlemisega loodeti tabada sarnasusi ettevõtete kasumijaotusotsuste kujundamisel oluliseks osutuvate tegurite seas.

Töö teoreetilise osa esimeses alapeatükis võeti vaatluse alla kasumijaotuspoliitika eesmärgid ning analüüsiti dividendide maksmise alternatiivseid võimalusi. Selgus, et dividendide maksvate ettevõtete osakaal on USA-s eelmise sajandiga võrreldes oluliselt langenud. Kasumi jaotamise viisidena vaadeldi rahalisi dividende (regulaarsed, erakorralised), aktsiate tagasiostu ning aktsiakapitali vähendamist. Eriti olulist suurenemist on nähtud just aktsiate tagasiostu kasutuses. Erinevate kasumijaotusviiside eesmärkidenä võib välja tuua soovi väljendada ettevõtte positiivseid tulevikuväljavaateid, jaotada üleliigseid rahavarusid, väljendada aktsia tegeliku väärtust, muuta kapitalistruktuuri, jätkata ettevõtte senist praktikat kui ka suurendada aktsiate likviidsust. See, kui hästi antud eesmäärke saavutada suudetakse, võib sõltuda suuresti valitud kasumijaotusviisist.

Kasumijaotuspoliitikate puhul võib välja tuua kaks vastandlikku lähenemist. Kui üks osa teadlastest peab kasumijaotuspoliitikat tähtsusetuks, väites, et sel puudub mõju ettevõtte väärtusele, siis suurem osa pooldab siiski seisukohta, et ettevõtte kasumijaotusotsustel on mõju ettevõtte väärtusele. Magistritöö teoreetilise osa teine alapeatükk käsitleski peamisi kasumijaotuspoliitika teooriaid, mis püüdsid põhjendada kasumijaotuspoliitika olulisust ettevõtte rahandusotsuste kujundamisel. Esmalt pöörati tähelepanu rohkem käsitletud leidnud teooriatele nagu „varblane peos”, informatsiooniefekti, agentuurikulude ning ettevõtte elutsükli teooria. Lisaks käsitleti ka

kontrollõigusel ning käitumuslikel seletustel põhinevaid teooriad. Kasumijaotuspoliitika teooriate uurimise tulemusena võib tõdeda, et ühte ja kindlat teooriat, mis selgitaks ettevõtete motiive kasumijaotusotsuste teostamisel ning antud otsuste mõju ettevõtte väärtusele, ei ole senini suudetud luua.

Teoreetilise osa viimases alapeatükis toodi välja põhilised ettevõtete poolt kasutatud kasumijaotuspoliitikad, milleks on stabiilsete dividendide poliitika, muutumatu väljamaksekordaja poliitika, kompromisspoliitika ning jääkdividendi poliitika. Kui stabiilsete dividendide poliitika, muutumatu väljamaksekordaja poliitika ning kompromisspoliitika puhul võetakse arvesse peamiselt ettevõtte poolt teenitud kasumit, siis jääkdividendi poliitika kohaselt sõltub lisaks kasumile väljamaksete suurus investeerimisprojektide olemasolust – kui peale investeerimisprojektide rahastamist jääb ettevõttele üle vabu vahendeid, siis jaotatakse antud kasum ettevõtte omanike vahel. Lisaks kasumile ning investeerimisvõimalustele võib ettevõtte kasumijaotuspoliitika olla seotud ka mitme muu teguriga. Ettevõtete kasumijaotuspoliitika põhjalikumaks käsitlemiseks vaadeldi ettevõtete siseste ja väliste tegurite võimalikku mõju ettevõtete poolt teostatavatele väljamaksetele. Kui ettevõtte sisesed tegurid aitavad paremini mõista erinevusi tehtavates väljamaksetes ettevõtte tasandil, siis välised tegurid aitavad paremini kirjeldada erinevusi eelkõige riikide vahelistes võrdluses. Selgus, et empiiriliste uuringutele tulemustena on seost kasumi väljamaksetega nähtud eelkõige ettevõtte suurusel, kasumlikkusel, vanusel, finantsvõimendusel ning kasvumääral.

Magistritöö empiirilises osas võeti vaatluse alla Eesti advokaadibüroode poolt teostatud kasumi väljamaksed perioodil 2005-2016. Nimelt on antud valdkonna ettevõtted oma kasumite ja kasumijaotuste osas suurt tähelepanu saanud. Analüüsiks kasutatavad andmed pärinesid ettevõtete majandusaasta aruannetest, mis tuleb iga-aastaselt Äriregistrile esitada. Empiirilise osa esmases analüüsis võeti aluseks omakapitali kirjade muutustest saadud väljamaksed. Selgus, et sarnaselt mitmete teadlaste poolt saadud tulemustele, ei ole ettevõtted kuigi alati dividendide väljamakseid vähendama. Kui langus advokaadibüroode kasumites 2010. aastal oli märkimisväärne, siis dividendide väljamaksete suurused püsisid suures joones muutumatuna.

Perioodi 2008-2016 kohta oli autoril võimalik saada kasumi väljamaksete suurused rahavoogude aruandest. See võimaldas eraldi välja tuua ka ettevõtete poolt teostatud

tagasiostud. Kui USA ettevõtete puhul võis märgata suurenevat trendi aktsiate tagasioste teostavate ettevõtte osas, siis Eesti advokaadibüroode valdkonna puhul osutus tagasioste teostanud ettevõtete osakaal ebaoluliseks. Kokku teostati tagasioste vaadeldaval perioodil vaid neljateistkümnel korral. Kõik tagasioste teostanud ettevõtted teostasid samaaegselt ka dividendide väljamakseid. Enamikel juhtudel oli tagasioste teostavate ettevõtete puhul tegemist osaniku väljaostuga. Eelnevast tulenevalt otsustati aktsiate tagasiostu mõjutavaid tegureid täiendavalt mitte analüüsida.

Empiirilise osa teises alapeatükis võeti analüüsi alla Eesti advokaadibüroode dividendide väljamaksete suurust ning tuletatud suhtarve seletavad tegurid. Tegurite valikul oli lähtutud peamiselt töö teoreetilises osas toodud näitajatest. Erinevate tegurite seoste uurimiseks viidi läbi korrelatsioon- ning regressioonanalüüs. Sõltuvate muutujatena vaadeldi väljamakstavate dividendide suurust, bilansilist dividenditootlust ning väljamaksekindajaid. Sõltumatute muutujatena kaasati mudelisse järgmised näitajad: aruandeperioodi kasum, eelmiste perioodide jaotamata kasum, ettevõtte suurus (hinnatud nii müügitulu kui ka varade väärtusena), müügitulu kasvumäär, rahaliste vahendite suurus, võlakordaja, lühiajaliste kohustiste kattekordaja, varade ning omakapitali tulukus, ettevõtte vanus, eelneval perioodil makstud dividendid, töötajate arv ning suhteline palgakulu töötaja kohta. Korrelatsioonanalüüsi tulemuste põhjal osutus kõige enam tegureid statistiliselt oluliseks summaarsete dividendide ning dividenditootluse vaatlemisel. Dividenditootluse korral oli vaadeldavate tegurite seoste tugevus siiski üsna nõrk. Kuna nii dividendide väljamaksekindaja kui laiendatud väljamaksekindaja puhul osutusid enamus seostest ebaoluliseks, siis otsustati regressioonanalüüsi sõltumatute muutujatena kaasata vaid summaarsed dividendid ning dividenditootlus.

Väljamakstavate dividendide puhul osutusid oluliseks teguriteks müügitulu, aruandeperioodi kasum, võlakordaja, suhteline palgakulu, eelnevatel perioodidel makstud dividendid ning ettevõtte vanus. Selgus, et mida suurem on ettevõtte müügitulu, aruandeperioodi kasum töötaja suhteline palgakulu ning eelneval perioodil makstud dividendid, seda suuremad on ka ettevõtete poolt teostatavad väljamaksed. Lisaks leiti toetust ka sellele, et suuremad dividendid on omased eelkõige kauem tegutsenud ettevõtetele. Võlakordaja suurenemisel vähenesid väljamakstavad

dividendid. Saadud tulemused kinnitasid töö teoreetilises osas toodut, mille kohaselt teostavad suuremaid väljamakseid eelkõige küpses elufaasis olevad ettevõtted. Dividenditootluse suurused olid kirjeldatavad omakapitali tulukuse, eelneval perioodil makstud dividendide ning ettevõtte vanusega.

Kokkuvõttes võib tõdeda, et antud töö analüüsi põhjal saadud tulemused ühtivad suures osas välismaistes uurimustes saadud tulemustega ning ettevõtte elutsükli teooria seisukohtadega. Teisalt ei ilmnenu, et üksiku valdkonna vaatlemisel suudetaks tabada oluliselt rohkem mõjutegureid, kui tööde puhul, kus vaatluse all on erinevate valdkondade ettevõtted koos.

VIIDATUD ALLIKAD

1. Al-Kuwari, Duha A. Kalifa. (2009). Determinants of the Dividend Policy of Companies Listed on Emerging Stock Exchanges: The Case of the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries. *Global Economy & Finance Journal*, 2, 2, 38-63.
2. Allen, F., Michaely, R. Payout policy. (2003). Constantinides, G.M., Harris, M., Stulz, R.M., *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam: North Holland, 337-429.
3. Bae, S., Chang, K., Kang, E. (2012). Culture, corporate governance, and dividend policy: international evidence. *Journal of Finance Research*, 35, 2, 289–316.
4. Baker, H. K., Farrelly, G. E., Edelman, R. B. (1985). A Survey of Management Views on Dividend Policy. *Financial Management*, 14, 3, 78-84.
5. Baker, H. K., Jabbouri, I. (2016). How Moroccan managers view dividend policy. *Managerial Finance*, 42, 3, 270-288.
6. Baker, H. K., Powell, G. E. Veit, E. T. (2002). Revisiting the dividend puzzle: Do all the pieces now fit? *Review of Financial Economics*, 11, 4, 241-261.
7. Baker, H. K., Saadi, S., Dutta, S., Gandhi, D. (2007). The Perception of Dividends by Canadian Managers: New Survey Evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 3, 1, 70–91.
8. Baker, H. K., Tarun, K. M., Gary E. P. (2005). Distributing Excess Cash: The Role of Specially Designated Dividends. *Financial Services Review*, 14, 2, 111–131.
9. Baker, H., Haslem, J. (1974). Toward the development of client-specified valuation models. *The Journal of Finance*, 29, 4, 1255-1263.
10. Baker, K., Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41, 2, 126-144.

11. Baker, M., Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59, 3, 1125-1165.
12. Basse, T., Reddemann, S. (2011). Inflation and the dividend policy of US firm. *Managerial Finance*, 37, 1, 34-46.
13. Benartzi, S., Michaely, R., Thaler, R.H. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *The Journal of Finance*, 52, 3, 1007-1034.
14. Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.
15. Blouin, J. L., Raedy, J. S., Shackelford, D. A. (2011). Dividends, share repurchases, and tax clienteles: Evidence from the 2003 reductions in shareholder taxes. *Accounting Review*, 86, 887–914.
16. Brav, A., Graham, J., Harvey, C., Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
17. Bulan, L., T., Subramanian, N., Tanlu, L. (2007). On the Timing of Dividend Initiations. *Financial Management*, 36, 4, 31-65.
18. Caudill, S. B., Hudson, C.D., Marshall B. B., Roumantzi, A., (2006), An empirical model of choice of one-time corporate cash disbursement method. *Studies in Economics and Finance*, 23, 1, 27-50.
19. Chetty, R., Saez, E. (2005). Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003 Dividend Tax Cut. *The Quarterly Journal of Economics*, 120, 3, 791-833.
20. Clayman, M. R., Fridson, M. S., Troughton, G. H. (2008). *Corporate Finance: a Practical Approach*. John Wiley & Sons, 451.
21. Comment, R., Jarrell, G. A. (1991). The relative signalling power of Dutch auction and fixed price tender offers and open market share repurchases. *Journal of Finance*, 46, 4, 1243-1271.
22. Cornell, B. (2009). Stock repurchases and dividends: trade-offs and trends. Baker, H. K. *Dividends and Dividend Policy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 275-290.
23. Coulton J. J., Ruddock, C. (2011). Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory. *Accounting and Finance*, 51, 2, 381-407.

24. Damodaran, A. (2000). The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables Can Amazon.com be valued? [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/HighGrow.pdf>] 30.03.2019
25. Damodaran, A. (2014). *Applied Corporate Finance. 4th ed.* New York: John Wiley & Sons, 656.
26. DeAngelo, H., DeAngelo, L. (2007). Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why. *European Financial Management*, 13, 1, 11-27.
27. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D. (1992). Dividends and Losses. *The Journal of Finance*, 47, 5, 1837-1863.
28. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D. (2000). Special dividends and the evolution of dividend signalling. *Journal of Financial Economics*, 57, 3, 309-354.
29. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72, 3, 425-456.
30. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 2, 227-254.
31. Denis, D., Stepanyan, G. (2009). Factors influencing dividend payouts. Baker, H., K. *Dividends and Dividend Policy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 55-69.
32. Denis D. J., Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89,1, 62–82.
33. Dhaliwal D. S., Erickson, M., Trezevant, R. (1999). A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies. *National Tax Journal*, 52, 2, 179-194.
34. Dittmar, A. K. (2000). Why do Firms Repurchase Stock? *The Journal of Business*, 73, 3, 331–355.
35. Dutta S., Saadi, S. (2009). Dividend Policy and Corporate Governance. Baker, H. K. *Dividends and Dividend Policy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 447-462.

36. Eije, H., Megginson, W., L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of Financial Economics*, 89, 2, 347-374
37. Faccio, M., Lang L., H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, 3, 365-395.
38. Fama, E., French, K. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3-44.
39. Fatemi, A.,Bildik, R. (2012). Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36, 3, 662-677.
40. Fairchild, R., Guney, Y., Thanatawee, Y. (2014). Corporate Dividend Policy in Thailand: Theory and Evidence. *International Review of Financial Analysis*, 31, 129–151.
41. Frankfurter, G., M., Wood, B. G. (2003). *Dividend policy: theory and practice*. London: Academic Press.
42. Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 18, 2, 264-272.
43. Graham J. R., Kumar A. (2006). Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors. *The Journal of Finance*, 61, 3, 1305 – 1336.
44. Grullon, G., Michaely, R. (2002). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, 57, 4, 1649-1684.
45. Guttman, I., Kadan, O., Kandel, E. (2010). Dividend Stickiness and Strategic Pooling. *Review of Financial Studies*, 23, 12, 4455-4495.
46. Hanlon, M., Hoopes, J. (2014). What do firms do when dividend tax rates change? An examination of alternative payout responses. *Journal of Financial Economics*, 114, 1, 105-124.
47. Hsieh, J., Wang, Q. (2009). Stock repurchases: theory and evidence. Baker, H. K. *Dividends and Dividend Policy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 241-273.
48. Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T. (1995). Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, 2-3, 181-208.

49. Jagannathan, M., Stephens, C., Weisbach, M. (2000). Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Share Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57, 3, 355-384.
50. Jain, A. B., Shekhar, C., Torbey, V. (2009). Payout initiation by IPO firms: The choice between dividends and share repurchases. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 1275–1297.
51. Jensen, M. C. (1986). Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 2, 323-329.
52. Jensen, M., Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
53. Järve J., Veisson, T. (2003). Finantsjuhtimine. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.
54. Kariler, J. (2013). Dividendipoliitika Eesti ettevõtetes. Tartu Ülikool, majandusteaduskond. (Magistritöö)
55. Knack, S., Keefer, P. (1997). Does social capital have an economic pay-off? A cross country investigation. *Quarterly Journal of Economics*, 112, 4, 1251–1288.
56. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Robert W. Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, 55, 1, 1-33.
57. Labhane, N. B., Mahakud, J. (2016). Determinants of Dividend Policy of Indian Companies: A Panel Data Analysis. *Paradigm*, 20, 1, 36–55.
58. Lease, R. C., Kose, J., Avner, K., Uri, L., Oded, H. S. (2000). *Dividend policy: Its impact on firms value*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
59. Leesment, M. (2018). Eesti majandusnäitajad paranesid 2016 aastal. *Statistikaamet*, 5. juuni. [<https://www.stat.ee/artikkel-2018-06-05-ettevotete-majandusnaitajad>]. 6.05.2019
60. Lintner, J. (1956). Distribution of income of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, 46, 2, 97-113.
61. Malkawi, H., N. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23-2, 44-70.

62. Mansi, S. A., Maxwell, W. F., Wald, J. K. (2009). Creditor protection laws and the cost of debt. *The Journal of Law & Economics*, 52, 4, 701-717.
63. Marsh, T., Merton, R. (1987). Dividend behaviour for the aggregate stock market. *Journal of Business*. 60, 1, 1–40.
64. Maury, B., Pajuste, A. (2002). Controlling shareholders, agency problems and dividend policy in Finland. *The Finnish Journal of Business Economics*, 51, 1, 15-45.
65. Miller, M., Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40, 4, 1031-1051.
66. Mitchell, J. D., Dharmawan, G. V. (2007). Incentives for on-market buy-backs: Evidence from a transparent buy-back regime. *Journal of Corporate Finance*, 13, 1, 146-169.
67. Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 3, 261-297.
68. Modigliani, F., Miller, M. H. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34, 4, 411-433.
69. Mueller, D. C. (1972). A life cycle theory of the firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20, 3, 199-219.
70. Raamatupidamise seadus. Vastu võetud Riigikogus 20. novembril 2002. aastal. [<https://www.riigiteataja.ee/akt/130122015065?>]. 5.03.2019.
71. Ranajee, R., Pathak, R., Saxena, A. (2018). To pay or not to pay: what matters the most for dividend payments? *International Journal of Managerial Finance*, 14, 2, 230-244.
72. Rommens, A., Cuyvers, L., Deloof, M. (2012). Dividend Policies of Privately Held Companies: Stand-Alone and Group Companies in Belgium. *European Financial Management*, 18, 5, 816–835.
73. Roos, A., Sander, P., Nurmet, M., Ivanova, N. (2014). Finantsturud ja -institutsioonid. Tartu: Tartu Ülikooli kirjastus.
74. Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F. (1990). *Corporate Finance 2th ed.* Boston: McGraw-Hill, 833.
75. Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5, 3, 249-259.

76. Sakinç, M. E. (2017). Share Repurchases in Europe: A Value Extraction Analysis. *The Academic-Industry Research Network working paper*, 1-27. [http://www.isigrowth.eu/2017/06/15/share-repurchases-in-europe-a-value-extraction-analysis/]. 04.05.2018.
77. Sander, P. (2007). Tax Heterogeneity and Trading Volume around the Ex-Dividend Day: Estonian Evidence. [https://www.etis.ee/Portal/Publications/Display/746474c5-b884-47cf-9fc6-5bf11a179c26]. 1.04.2019.
78. Sander, P. (2008). Dividendipoliitika. Finantsjuhtimise käsiraamat. *Äripäeva käsiraamat*. Tallinn: Äripäeva Kirjastus.
79. Sander, P., Kantšukov, M., Buldas, V. (2010). The use of tax planning schemes based on the differential taxation of labor income and capital income. *Estonian Discussions on Economic Policy*, 18. [https://doi.org/10.15157/tpep.v18i0.892]. 2.05.2019
80. Sander, P. Kariler, J., Viikmaa, K. (2013). Recent Trends in Dividend Policy of Estonian Companies. *Journal of International Scientific Publications: Economy and Business*, 7, 3, 4–14.
81. Sander, P., Trumm, K. (2006). Dividendipoliitika Eesti suurettevõtetes, Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspekt (toim. V. Raudsepp, P. Sander), Tartu Ülikooli Kirjastus, 142-167.
82. Shao, L., Kwok, C. C., Guedhami, O. (2010). National culture and dividend policy. *Journal of International Business Studies*, 41, 8, 1391–1414.
83. Shefrin, H. (2009). Behavioral Explanations of Dividends. Baker, H. K. *Dividends and Dividend Policy*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 179-199.
84. Shih, N., Yang, M. (2013). Why Do Firms Choose Refunds to Shareholders Through Capital Reduction? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 42, 627–652
85. Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, 2, 737-783.

86. Stadnik, A. (2016). Vaata, palju advokaat teenis. *Äripäev*, 4. august. [<https://www.aripaev.ee/rikaste-top/2016/08/04/vaata-palju-advokaat-teenis>]. 17.04.19
87. Teearu, A., Krumm, E. (2005). Ettevõtte finantsjuhtimine. Tallinn: Pegasus, 223.
88. Teral, A. (2011). Väljamaksepoliitika ja selle seos finantsnäitajatega Eesti ettevõtetes. Tartu Ülikool, majandusteaduskond. (Magistritöö)
89. Trumm, K. (2005). Dividendipoliitika Eesti ettevõtetes ja seda mõjutavad tegurid. Tartu Ülikool, majandusteaduskond. (Magistritöö)
90. Van Caneghem, T., Aerts, W. (2011). Intra-industry conformity in dividend policy. *Managerial Finance*, 37, 492–516.
91. Walkup, B. (2016). The impact of uncertainty on payout policy. *Managerial Finance*, 42, 11, 1054-1072.
92. Wesson, N. S., E.v.d.M., Kidd, M., Hamman. W.D. (2018). Determinants of the choice between share repurchases and dividend payments. *Research in International Business and Finance*, 45, 180–196.
93. Äriregistri andmebaas, 2005-2016 - Eesti Äriregistri materjalid, 2018.

LISAD

Lisa 1. lnDIV korrelatsioonimaatriks

	lnDIV	lnRAHA	lnKÄIVE	KÄIBEKASV	lnVARAD	lnKAS	lnKAS_JAOT	LIKV	ROE	ROA	VÕLAK	lnEEL_DIV	TÖÖT_ARV	SUHT_PALK	VANUS
lnDIV	1														
lnRAHA	.806**	1													
lnKÄIVE	.763**	.772**	1												
KÄIBEKASV	.010	-.060	.060	1											
lnVARAD	.820**	.895**	.843**	-.020	1										
lnKAS	.839**	.792**	.764**	.146**	.804**	1									
lnKAS_JAOT	.493**	.537**	.553**	-.128**	.646**	.374**	1								
LIKV	.030	.251**	.072*	-.098**	.202**	.010	-.050	1							
ROE	.276**	.204**	.179**	.358**	.141**	.442**	-.350**	.070*	1						
ROA	.260**	.105**	.127**	.395**	0.02	.418**	-.243**	-.311**	.831**	1					
VÕLAK	-.221**	.479**	.305**	-.107**	-.455**	.197**	.086*	.763**	.060	-.267**	1				
lnEEL_DIV	.527**	.513**	.446**	-.105**	.502**	.467**	.380**	.147**	.231**	.197**	.205**	1			
TÖÖT_ARV	-.010	.000	-.075*	-.030	-.050	-.020	-.060	.000	.070	.040	-.020	.040	1		
SUHT_PALK	.541**	.690**	.502**	-.067	.557**	.500**	.342**	-.194**	.157**	.109**	.292**	.340**	.043	1	
VANUS	.683**	.898**	.674**	-.079*	.799**	.648**	.515**	.288**	.110**	.001	.499**	.444**	-.025	.517**	1
** seos on statistiliselt oluline nivool 0,01; * seos on statistiliselt oluline nivool 0,05															

Lisa 2. TOOT_DIV korrelatsioonimaatriks

	TOOT_DIV	lnRAHA	lnKÄIVE	KÄIBEKASV	lnVARAD	lnKAS	lnKAS_JAOT	LIKV	ROE	ROA	VÕLAK	lnEEL_DIV	TÖÖT_ARV	SUHT_PALK	VANUS
TOOT_DIV	1														
lnRAHA	.295**	1													
lnKÄIVE	.252**	.772**	1												
KÄIBEKASV	.010	-.060	.056	1											
lnVARAD	.224**	.895**	.843**	-.021	1										
lnKAS	.382**	.792**	.764**	.146**	.804**	1									
lnKAS_JAOT	-.134**	.537**	.553**	-.128**	.646**	.374**	1								
LIKV	.086*	.251**	.072*	-.098**	.202**	.011	-.051	1							
ROE	.387**	.204**	.179**	.358**	.141**	.442**	-.350**	.070*	1						
ROA	.319**	.105**	.127**	.395**	.021	.418**	-.243**	-.311**	.831**	1					
VÕLAK	.140**	.479**	.305**	-.107**	.455**	.197**	.086*	.763**	.056	-.267**	1				
lnEEL_DIV	.275**	.513**	.446**	-.105**	.502**	.467**	.380**	.147**	.231**	.197**	.205**	1			
TÖÖT_ARV	.060	.000	-.075*	-.027	-.046	-.024	-.062	.001	.069	.042	-.019	.035	1		
SUHT_PALK	.246**	.600**	.382**	-.125**	.469**	.414**	.262**	.259**	.164**	.092*	.279**	.519**	.035	1	
VANUS	.214**	.898**	.674**	-.079*	.799**	.648**	.515**	.288**	.110**	.001	.499**	.444**	-.025	.517**	1
** seos on statistiliselt oluline nivool 0,01															
* seos on statistiliselt oluline nivool 0,05															

Lisa 3. KORD_DIV korrelatsioonimaatriks

	KORD_DIV	lnRAHA	lnKÄIVE	KÄIBEKASV	lnVARAD	lnKAS	lnKAS_JAOT	LIKV	ROE	ROA	VÕLAK	lnEEL_DIV	TÖÖT_ARV	SUHT_PALK	VANUS
KORD_DIV	1														
lnRAHA	.046	1													
lnKÄIVE	.052	.772**	1												
KÄIBEKASV	-.036	-.060	.056	1											
lnVARAD	.030	.895**	.843**	-.021	1										
lnKAS	.058	.792**	.764**	.146**	.804**	1									
lnKAS_JAOT	.037	.537**	.553**	-.128**	.646**	.374**	1								
LIKV	.009	.251**	.072*	-.098**	.202**	.011	-.051	1							
ROE	-.023	.204**	.179**	.358**	.141**	.442**	-.350**	.070*	1						
ROA	-.022	.105**	.127**	.395**	.021	.418**	-.243**	-.311**	.831**	1					
VÕLAK	.014	.479**	.305**	-.107**	.455**	.197**	.086*	.763**	0.056	-.267**	1				
lnEEL_DIV	.134**	.513**	.446**	-.105**	.502**	.467**	.380**	.147**	.231**	.197**	.205**	1			
TÖÖT_ARV	.002	.000	-.075*	-.027	-.046	-.024	-.062	.001	.069	.042	-.019	.035	1		
SUHT_PALK	.038	.691**	.505**	-.060	.558**	.501**	.341**	-.193**	.161**	.113**	.293**	.340**	.037	1	
VANUS	.042	.898**	.674**	-.079*	.799**	.648**	.515**	.288**	.110**	.001	.499**	.444**	-.025	.517**	1
** seos on statistiliselt oluline nivool 0,01															
* seos on statistiliselt oluline nivool 0,05															

Lisa 4. KORD2_DIV korrelatsioonimaatriks

	KORD2_DIV	lnRAHA	lnKÄIVE	KÄIBEKASV	lnVARAD	lnKAS	lnKAS_JAOT	LIKV	ROE	ROA	VÕLAK	lnEEL_DIV	TÖÖT_ARV	SUHT_PALK	VANUS
KORD2_DIV	1														
lnRAHA	-.132**	1													
lnKÄIVE	-.176**	.772**	1												
KÄIBEKASV	-.099**	-.060	.056	1											
lnVARAD	-.208**	.895**	.843**	-.021	1										
lnKAS	-.168**	.792**	.764**	.146**	.804**	1									
lnKAS_JAOT	-.574**	.537**	.553**	-.128**	.646**	.374**	1								
LIKV	.074	.251**	.072*	-.098**	.202**	.011	-.051	1. 1							
ROE	.268**	.204**	.179**	.358**	.141**	.442**	-.350**	.070*	1						
ROA	.146**	.105**	.127**	.395**	.021	.418**	-.243**	-.311**	.831**	1					
VÕLAK	.029	.479**	.305**	-.107**	.455**	.197**	.086*	.763**	.056	-.267**	1				
lnEEL_DIV	-.069	.513**	.446**	-.105**	.502**	.467**	.380**	.147**	.231**	.197**	.205**	1			
TÖÖT_ARV	.104**	.000	-.075*	-.027	-.046	-.024	-.062	.001	.069	.042	-.019	.035	1		
SUHT_PALK	.242**	.691**	.505**	-.060	.558**	.501**	.341**	-.193**	.161**	.113**	.293**	.340**	.037	1	
VANUS	-.155**	.898**	.674**	-.079*	.799**	.648**	.515**	.288**	.110**	.001	.499**	.444**	-.025	.517**	1
** seos on statistiliselt oluline nivool 0,01															
* seos on statistiliselt oluline nivool 0,05															

SUMMARY

PAYOUT POLICY IN ESTONIAN LAW FIRMS

Kristiina Niinep

A firm's payout policy refers to a set of decisions that determines how the firm distributes earnings to its owners. Despite extensive research, economists still fail to explain why some firms pay dividends but others do not. Although there have been numerous studies on firms' payout policies, only a few have been conducted in Estonia.

The aim of this Master's thesis is to identify the factors explaining payout policies of Estonian law firms. The author is not aware of any prior studies analysing a specific industry. Therefore, the choice of this topic was motivated by the lack of earlier studies on payout policies of Estonian firms in specific industry. Furthermore, by analysing the payout policy in this single area, the author hoped to find similarities among factors important in shaping a firm's profit-distribution decisions.

In order to achieve the aim of this thesis, the following tasks were set:

- identify the main goals of firms' payout policies and analyse different profit-distribution methods
- analyse theories that can be used to explain firms' payout policies
- systemize the main factors that explain firms' payout policies based on previous empiric findings
- give an overview of the data that is used for empiric analysis and highlight problems related to these data
- perform correlation and regression analysis to determine factors that explain Estonian law firms' payouts;
- analyse these results and compare them with other authors' findings.

The thesis comprises two chapters. The first is subdivided into three parts. Chapter one part one describes changes in company dividend payouts over time. Typically, companies can distribute profit in three ways: through cash dividends (regular and extra), share repurchases or capital reductions. Over the last century, although the aggregate dividends have slightly increased, the proportion of dividend-paying companies has declined substantially in the U.S. and many other countries. In contrast, a particularly significant increase has been observed in the use of share repurchases. As dividend reductions may be perceived as a negative signal of the company's future prospects, managers are typically reluctant to cut dividends. Therefore, alternative payout choices can offer more flexibility than regular cash dividends. Thus, there is little evidence of the substitution hypothesis between cash dividends and repurchases. Chapter one part two focuses on theories of payout policies. There are two alternative approaches that offer different views on the relationship between dividend payouts and the firm's value. One is that the company's dividend policy is irrelevant and does not affect its value, whereas the other tries to explain why managers should consider dividends and other profit disbursements as an important part of their decision-making process. Chapter one part three focuses on factors that underlie firms' payouts. These factors can be divided into two categories: internal and external. While internal factors such as profitability, investments, free cash flow, company's age, size and leverage can explain the differences in payouts on company level, external factors like culture, taxes and economic stability can help to understand the variance at the country-level data.

The second chapter analyses Estonian law firms' payout policies. Data from the Estonian Commercial Register was used. The first part provides a short overview of Estonian law firms' financials during 2005-2016. As data for dividends and repurchases are only available since 2008, prior-period payouts cannot be viewed separately. Furthermore, studies on payout policies of Estonian firms are affected by the changes in reporting standards that took effect from 2016. Since micro enterprises (which comprise the majority of Estonian firms) are not obliged to submit cash-flow statements and can use modified balance-sheet forms, the sum of dividend payouts cannot be derived. Therefore, future analyses on payout policies can be conducted only on small, medium and large-sized companies.

The changes in dividend payments during the period 2005-2016 were generally in line with changes in firms' profits. Although profitability fell significantly in 2010, dividend payments remained almost at the same level as in the previous year, supporting the fact that companies are usually reluctant to cut dividends. The average percentage of dividend-paying firms in this selected industry is 40%, which is far beyond the mean of all Estonian companies (10%). When looking at law firms that use repurchases, the percentage is remarkably low (0,76%). Although the use of repurchases has become relatively common in many other countries, the opposite can be said for the firms analysed in this study. In Estonian law firms, repurchases were primarily used to buy out the departing owner.

In order to get a better overview of the factors that underlie dividend payouts of Estonian law firms, correlation and regression analyses were performed. Different dependent variables were used: sum of dividends, dividend yield, dividend payout ratios. Based on the results of the correlation analysis, the sum of dividend and dividend yield were selected for further analysis. Various financial and non-financial factors were selected as independent variables: total assets, net turnover, net turnover change, profit for financial year, undistributed profits from previous years, cash balances, dividends paid in the previous period, debts-to-assets ratio, return of assets, return of equity, liquidity ratio, number of employees, age of the company and relative wage cost (per employee). Variables were taken from firms' balance sheets, income statements and cash-flow statements. In Estonia, managers who are also owners of the company tend to optimize tax costs by fully or partially replacing dividends with wages. Therefore, relative wage cost was added to control for the possible substitution effect on dividend and wages.

The results of the regression analysis showed that net turnover, profit for financial year, dividends paid in the previous period, the company's age and relative wage cost had a positive impact on paid dividends. In contrast, debt-to-assets ratio had a negative impact on dividend payouts. The following variables showed no statistically significant effects: total assets, turnover change, cash balance, undistributed profit, number of employees, liquidity ratio, return of assets and equity. The relative wage cost had a positive effect on

dividend payouts, which may be explained by the fact that profitable firms pay higher wages and do not use dividends as a substitute for wages.

Overall, the factors affecting Estonian law firms' dividend payouts align with previous empiric findings. Furthermore, the results of this thesis support the theory of dividend life-cycle where more dividends are paid by mature and more profitable firms. The topic of payout policy could be further analysed by looking at the possible relationship between firms' ownership structure and dividend payouts in Estonian firms.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Kristiina Niinep,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) minu loodud teose „Eesti advokaadibüroode kasumijaotuspoliitika“, mille juhendajad on Mark Kantšukov ja Priit Sander, reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada digitaalarhiivi DSpace kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.
2. Annan Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 3.0, mis lubab autorile viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.
3. Olen teadlik, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
4. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei riku ma teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Kristiina Niinep
23.05.2019