

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond
Rahanduse ja arvestuse instituut
Ärirahanduse ja investeringute õppetool

Dissertatsioon *magister artium* kraadi taotlemiseks majandusteaduses

Nr. 119

Keith Trumm

DIVIDENDIPOLIITIKA EESTI ETTEVÕTETES JA SEDA MÕJUTAVAD TEGURID

Juhendaja: lektor Priit Sander

Tartu 2005

Kaitsmine toimub Tartu Ülikooli majandusteaduskonna nõukogu koosolekul 28. septembril 2005. aastal kell 15.00 Narva mnt. 4 auditooriumis B202.

Ametlikud oponendid: prof. Toomas Haldma, majanduskandidaat
 Kaur Andresson, MA (majandusteadus)

Majandusteaduskonna

nõukogu sekretär: dots. Kaia Philips, PhD (majandusteadus)

SISUKORD

Sissejuhatus	4
1. Dividendipoliitika kujundamise teoreetilised alused	8
1.1. Dividendipoliitika eesmärk ning väljakujunenud seisukohad.....	8
1.2. Dividendipoliitika teooriad ja väljakujunenud dividendipoliitikad	13
1.3. Dividendide maksmise võimalused.....	19
2. Dividendipoliitikat mõjutavad tegurid	26
2.1. Ettevõtte sisesed dividendipoliitikat mõjutavad tegurid	26
2.2. Ettevõtte välised dividendipoliitikat mõjutavad tegurid	30
3. Dividendide maksmine Eesti ettevõtetes	41
3.1. Eesti ettevõtete poolt makstavate dividendide dünaamika analüüs	41
3.2. Dividendipoliitikat mõjutavate tegurite analüüs	47
3.3. Dividende mõjutavate finantstegurite analüüs	53
Kokkuvõte	70
Viidatud allikad	74
Lisad	81
Lisa 1. Dividendide ning aktsiate tagasiostu võrdlus.....	81
Lisa 2. Dividende mõjutavate tegurite empiirilised uuringud.....	82
Lisa 3. Ettevõtetesse saadetud küsitluse näidis	85
Lisa 4. Eesti ettevõtete juhtide arvamused ettevõtete dividendipoliitikast	89
Lisa 5. Regressioonanalüüsi mudelite esialgsed tulemused.....	91
Lisa 6. Regressioonanalüüsi mudelid.....	93
Summary	95

SISSEJUHATUS

Esimesed tõsised uuringud ettevõtete dividendipoliitikest viidi läbi juba 1950. aastate alguses. 1961. aastal kahe majandusteadlase Merton Milleri ja Franco Modigliani poolt avaldatud artikkel dividendipoliitika tähtsusest pani aluse põhjalikematele diskussioonidele antud valdkonnas. Kuid siiski pühendusid nimetatud teema uurimisele eelkõige arenenud riikide teadlased, kes arutledes dividendipoliitika olulisuse, mõjutegurite ja erinevate dividendipoliitika teooriate üle jõudsid mitmete oluliste seaduspärasusteni. Samas leidub vähe uuringuid selle kohta, kuidas kujundatakse dividendipoliitikat vähem arenenud riikides ja üleminekumaades nagu Eesti. Meil on antud teema rohkem kajastamist leidnud peale 1996. aastat, mil avati Tallinna Börs, mis omakorda tekitas suuremat huvi aktsiate ning nende omamisest saadavate tulude vastu, andes tõuke mõningatele artiklitele ning aruteludele dividendide teemal.

Käesolevas väitekirjas on uurimisprobleemiks Eesti ettevõtete dividendipoliitikad oma eripärade ning mõjuteguritega. Antud valdkond ei ole kohalike majandusteadlaste poolt põhjalikku kajastamist leidnud, hoolimata teema aktuaalsusest ning faktist, et huvi dividendide vastu on investorite poolt märgatavalt tõusnud. Antud teema valiku põhjusteks võibki pidada nii dividendipoliitika aktuaalsust tänapäeva majanduselus kui ka vähest käsitlemist Eesti majandusalases kirjanduses.

Magistritöö eesmärgiks on välja selgitada, missugused tegurid mõjutavad Eesti ettevõtteid dividendipoliitika kujundamisel. Uuringu tulemusena saadav informatsioon kajastab Eesti ettevõtetes kasutatavaid dividendipoliitikaid ning toob välja tegurid, mis võivad mõjutada dividendipoliitiliste otsuste vastuvõtmist.

Peamised uurimisülesanded, mis tuleb töö eesmärgi täitmiseks lahendada, on järgmised:

- ✓ Süstematiseerida olemasolevad teoreetilised seisukohad ettevõtete dividendipoliitikast.

- ✓ Dividendipoliitikat selgitavatest teooriatest lähtudes tuua välja võimalikud ettevõtte dividendipoliitika mõjutegurid ning neid analüüsida, võttes aluseks varasemad välisriikides teostatud empiirilised uurimused.
- ✓ Eesti ettevõtetest koosneva valimi baasil selgitada välja ettevõtete poolt kasutatavad dividendipoliitikad ning nende kujunemist mõjutavad tegurid, kasutades selleks nii ettevõtete ankeetküsitlusest saadavat informatsiooni kui ka ettevõtete finantsaruandeid. Tuua välja olulisemad tegurid, mida Eesti ettevõtete juhid arvestavad dividendipoliitika kujundamisel ning võrrelda saadud tulemusi samalaadsete välismaiste uuringutega.

Käesolevas väitekirjas püstitatakse järgnevad hüpoteesid:

- ✓ Eesti ettevõtete poolt makstavad dividendid omavad kasvutendentsi.
- ✓ Eesti ettevõtete kasvutendentsi ning kohustusi iseloomustavate näitajate tõus pärsib dividendide maksmist ning rentaablust iseloomustavate näitajate kasv soodustab dividendide maksmist.
- ✓ Finantstegurite mõju dividendipoliitikatele ühtib erinevate riikide ettevõtetes, samas ettevõtteväliste tegurite mõju makstavatele dividendidele võib olla erinev, sõltudes asukohamaa majandusolukorrast.

Töö ülesehitusel on lähtutud põhimõttest, mille kohaselt esimestes peatükkides selgitatakse teemaga seonduvaid teoreetilisi seaduspärasusi ning liigutakse järk-järgult empiirilise analüüsini. Esimeses peatükis kajastatakse dividendipoliitika kujunemise teoreetilisi aluseid. Tuuakse välja dividendipoliitika olemus, eesmärk ning peatutakse põhjalikumalt majandusteadlaste poolt kindlaks tehtud seaduspärasustel. Lisaks kajastatakse välja kujunenud dividendipoliitika teooriaid ning vaadeldakse erinevaid dividendipoliitikaid, mis on ettevõtetes kasutust leidnud. Esimeses peatükis peatutakse põhjalikult ka dividendide maksmise alternatiivsetel võimalustel ning analüüsitakse nende eeliseid ning puudusi võrreldes rahaliste dividendide maksmisega. Esimese peatüki kirjutamisel on kasutust leidnud mitmete tuntud majandusteadlaste nagu Damodaran, Ross, Westerfield, Jaffe ja mitmete teiste koostatud ettevõtte finantsjuhtimise teooriaid ning praktikaid selgitavad raamatud. Lisaks on kasutatud majandusteadlaste nagu Barclay, Smith, Miller, Modigliani, Brennan ja mitmete teiste avaldatud artikleid teadusajakirjades (*The Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics* jt.). Seega baseerub esimene peatükk, mis kajastab

dividendipoliitika teooriate kujunemise aluseid, eelkõige võõrkeelsel kirjandusel, sest eestikeelses kirjanduses ei ole vastav temaatika nii põhjalikku kajastamist leidnud.

Teine peatükk keskendub dividendipoliitikat mõjutavate tegurite uurimisele. Dividendipoliitikat mõjutavad tegurid on jaotatud kaheks: ettevõtte sisesteks ning ettevõtte välisteks. Esimene alapeatükk keskendub ettevõtte siseste mõjutajate uurimisele. Alustuseks tuuakse välja dividendide teooriaid kajastatavates raamatutes avaldatud ettevõtte sisesed mõjutegurid. Leitud teoreetilisi seisukohti täpsustatakse ning võrreldakse teadusartiklites avaldatud empiiriliste uuringute tulemustega. Saadud informatsioon põhineb eelkõige teiste riikide majandusteadlaste uuringutel ja baseerub võõrkeelsel teaduskirjandusel ning teadusajakirjades avaldatud artiklidel. Teises alapeatükis leiavad kajastamist ettevõtte välised dividendipoliitikat mõjutavad tegurid, kus mitmed olulised aspektid nagu seadusandlus ja maksundus leiavad põhjalikumat käsitlemist. Samuti tuuakse välja teoreetiliselt põhjendatud seisukohad ettevõtte väliste mõjutegurite kohta ning täpsustatakse teadusartiklites avaldatud empiiriliste uuringute tulemustega.

Kolmas peatükk kajastab dividendide maksmist Eesti ettevõtetes ning selgitatakse, missugused tegurid mõjutavad kohalikke ettevõtteid dividendide maksmisel. Kolmanda peatüki esimeses alapeatükis analüüsitakse dividendide maksmise dünaamikat Eesti ettevõtetes. Analüüsi aluseks on Eesti Statistikaameti poolt kogutud andmed ettevõtete dividendide kohta ajaperioodil 1997–2002 ning Rahandusministeeriumi koduleheküljel avaldatud riigieelarve täitmist kajastavad aruanded, mis hõlmavad andmeid dividenditulude kohta aastatel 1999–2005.

Kolmanda peatüki teises ning kolmandas alapeatükis keskendutakse sügavuti Eesti ettevõtete dividendipoliitikat mõjutavatele teguritele. Analüüsi aluseks on ettevõtetesse saadetud ankeedid, mille põhjal on võimalik konkreetselt teada saada, missuguseid dividendipoliitikaid Eesti ettevõtetes kasutatakse ning missugused ettevõtte sisesed ning välised tegurid mõjutavad makstavaid dividende. Täiendavalt viiakse läbi Eesti ettevõtetest koosneva valimi põhjal regressioonanalüüs, mille tulemusena on võimalik teada saada, kuidas erinevad finantstegurid mõjutavad dividendide maksmist. Parema ülevaate saamiseks võrreldakse saadud tulemusi samalaadsete välismaiste uuringute tulemustega.

Arvestades välismaistes allikates välja toodud teoreetilisi dividendipoliitilisi seisukohti ja teostatud empiirilisi uurimusi ning võrreldes saadud tulemusi Eesti ettevõtete põhjal läbi viidud ankeedi ning regressioonanalüüsi uuringu tulemustega on võimalik välja selgitada, missugused tegurid mõjutavad Eesti ettevõtete dividendipoliitika kujundamist.

1. DIVIDENDIPOLIITIKA KUJUNDAMISE TEOREETILISED ALUSED

1.1. Dividendipoliitika eesmärk ning väljakujunenud seisukohad

Ettevõtte juhid peavad oma igapäevatöös vastu võtma mitmesuguseid organisatsiooni tulevikku mõjutavaid otsuseid. Ettevõttes vastu võetavad finantsjuhtimisel otsused jaotatakse üldjuhul finantseerimisotsusteks ning investeerimisotsusteks. Üheks eraldi otsuste grupiks finantseerimis- ning investeerimisotsuste kõrval tuuakse välja ka kasumijaotuse otsused.

Enamik ettevõtteid puutub oma äritegevuse käigus kokku tekkinud vabade rahavoogudega. Sellisel juhul on ettevõtte juhtkond küsimuse ees, mida nendega ette võtta. Võimalikeks variantideks on tekkinud vabade rahavoogude investeerimine või aktsionäridele dividendide maksmine. Otsused, mis puudutavad vabade rahaliste vahendite jaotamist või mittejaotamist aktsionäride vahel võib nimetada ettevõtte *dividendipoliitikaks* (Damodaran 2005b).

Dividendipoliitika teostamisel on ettevõtte juhtkonnal vaja leida vastus kahele olulisele küsimusele (Rao 1992: 448):

- ✓ kas ettevõtte peaks maksma oma aktsionäridele dividende;
- ✓ kui maksta dividende, siis milline oleks optimaalne dividendide väljamaksekindaja (dividendid jagatud puhaskasumiga) väärtus.

Dividendid on vastavalt Eesti Vabariigis kehtiva Tulumaksuseaduse §18 lõige 2-le defineeritud järgnevalt: *dividendid on väljamakse, mida tehakse juriidilise isiku pädeva organi otsuse alusel puhaskasumist või eelmiste majandusaastate jaotamata kasumist ning mille aluseks on dividendi saaja osalus juriidilises isikus (aktsiate või osade omamine, täis- või usaldusühingu osanikuks või tulundusühistu liikmeks olemine või muud osaluse vormid vastavalt äriühingu asukohamaa seadustele)* (Tulumaksuseadus 1999).

Dividende eristavad teistest äriühingu poolt tehtavatest väljamaksetest järgmised asjaolud (Pikamäe, Nurk 2000: 43):

- ✓ Dividend on väljamakse, mida saab teha üksnes juriidiline isik. Füüsiline isik ei saa dividende maksta ja sugugi mitte kõik juriidilised isikud ei saa dividende maksta, näiteks avalik-õiguslikud juriidilised isikud (Tartu Ülikool) või ka eraõiguslikud juriidilised isikud, kelle ülesandeks ei ole kasumi teenimine ning selle jaotamine (mittetulundusühing ja sihtasutus).
- ✓ Dividende makstakse juriidilise isiku pädeva organi otsuse alusel. Vastavalt Äriseadustiku §335 *võtab kasumi jaotamise otsuse vastu üldkoosolek kinnitatud raamatupidamise aastaaruande alusel*. Aktsiaseltsi, osaühingu ja tulundusühistu puhul on pädevaks organiks vastavalt aktsionäride, osanike või ühistu liikmete üldkoosolek. Täisühingu ja usaldusühingu korral on dividendide maksmise aluseks osanike otsus.
- ✓ Dividende makstakse puhaskasumist või eelmiste majandusaastate jaotamata kasumist. Äriseadustiku §277 lõikes 1 sätestatud piirangu tähendus selles kontekstis on, et aktsiaselts võib otsustada dividendi maksmise vaid korra aastas, kinnitatud aastaaruande alusel. See piirang on vajalik, vältimaks dividendi maksmise otsustamist, ilma et aktsiaseltsi majanduslikku olukorda oleks kontrollinud audiitor ja kinnitanud üldkoosolek, näiteks kui aktsiaselts sooviks dividendi maksta enne aastaaruande vastuvõtmist (nn avansilise dividendi maksmise keeld). Äriühingu majanduslik olukord võib kiiresti muutuda, seega peab dividendi maksmise otsustamise aluseks olema kinnitatud raamatupidamise aastaaruanne (Kohtuotsus ... 2005). Samas tähendab see, et dividende on võimalik maksta üksnes juhul, kui äriühingul on kasumit, millest väljamakseid teha.
- ✓ Dividendide saajaks on isik, kellel on osalus dividende maksvas äriühingus. Järelikult saab dividendide saajaks olla reeglina üksnes isik, kellele kuulub mõtteline osa vastava äriühingu aktsia- või osakapitalist. Teised isikud saavad olla dividendi saajaks üksnes seaduses ettenähtud juhtudel, näiteks osaühingu osa või aktsia koormamisel kasutusvaldusega on dividendi saajaks mitte osanik või aktsionär, vaid isik, kelle kasuks on seatud kasutusvaldus.

Dividendide maksmise peamiseks eesmärgiks on aktsionäride heaolu tõstmine. Teatavasti on dividendid rahaline tulu, mida investorid saavad aktsiate omamisest. Teine võimalus

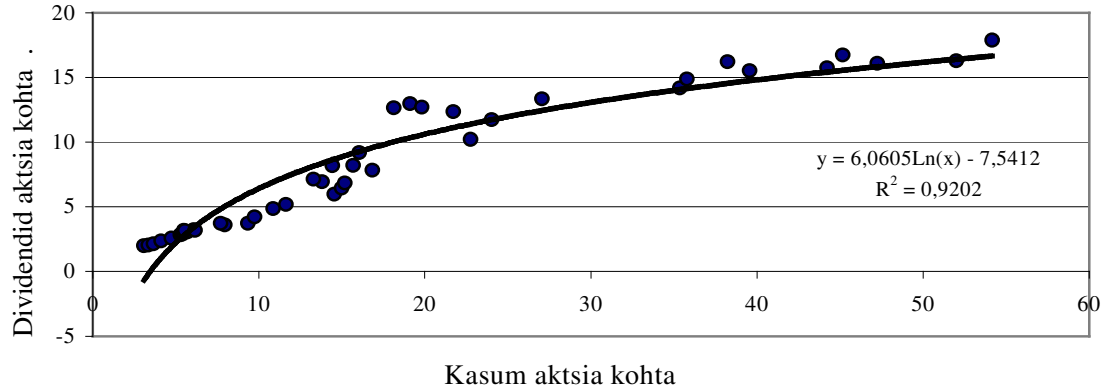
rahalist tulu teenida tekib aktsiate müümisel. Seega võivad dividendid olla investorite jaoks regulaarseks tuluallikaks, samas aktsiate müümisel võivad nad saada ühekordset müügitulu. Dividend on sisuliselt tasu investori raha kasutamise ja võetud riski eest. Samas võib ettevõtte dividendipoliitikal olla investorite silmis ka mitmesuguseid informatsioonilisi eesmärke. Näiteks omab enamik aktsionäre ebapiisavat informatsiooni ettevõtete tegeliku olukorra ja võimalike probleemide kohta. Ettepaneku dividendide suuruse kohta teeb aga juhatus (ehk inimesed, kellel on parem ülevaade ettevõttest), seetõttu analüüsivad mitmed investorid nii dividendide suurusi kui dünaamikat, tehes nende kaudu järeldusi ettevõtte olukorra kohta. Seega on dividendidel ning ettevõtte dividendipoliitikal lisaks aktsionäride tuluallikana ka informatiivne eesmärk aktsionäride ja investorite silmis.

Atul Saxena on oma töös välja toonud kolm olulist aspekti, mille poolest dividendipoliitika on ettevõtete jaoks tähtis (Saxena 2004):

- ✓ Teaduslikud uuringud on kinnitanud, et ettevõtted kasutavad dividende edastamiseks signaale ettevõttevälistele infotarbijatele ettevõtte stabiilsuse ning kasvuperspektiivide kohta.
- ✓ Uuringud on tõestanud, et eksisteerib kindel seos investeeringute ning dividendipoliitiliste otsuste vahel.
- ✓ Ettevõtte aktsia hind on lisaks mitmetele teistele mõjuteguritele mõjutatud ka dividendipoliitikast.

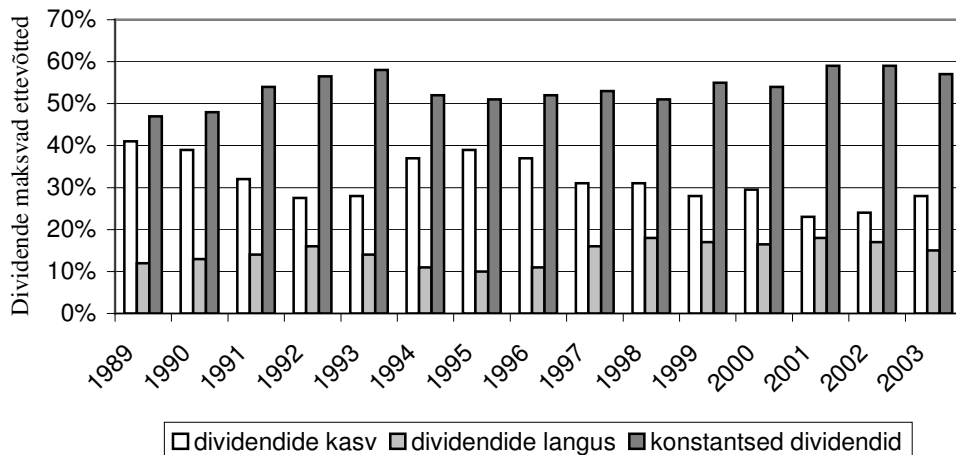
Dividendide maksmise ajalugu ulatub kaugele minevikku, teadaolevate andmete kohaselt maksti esimesi dividende juba 16. sajandil Ameerikas (Lease *et al.* 2000: 5). Nende pikk ajalugu on majandusteadlastele andnud võimaluse viia läbi ulatuslikke uurimusi antud valdkonnas. Siinkohal tuuakse välja neli põhilist seisukohta ning dividendide iseloomustavat aspekti, milleni majandusteadlased on oma uuringutes jõudnud:

1. Dividendid on korrelatsioonis kasumiga (Damodaran 1997: 545). Loomulikult ei ole vastav väide uudis, sest dividendide väljamaksmine toimub kasumi arvelt ning seetõttu on loomulik, et kasumi ning dividendide vahel on positiivne korrelatsioon. Väidet iseloomustab graafiliselt järgneval leheküljel asuv joonis 1.1.



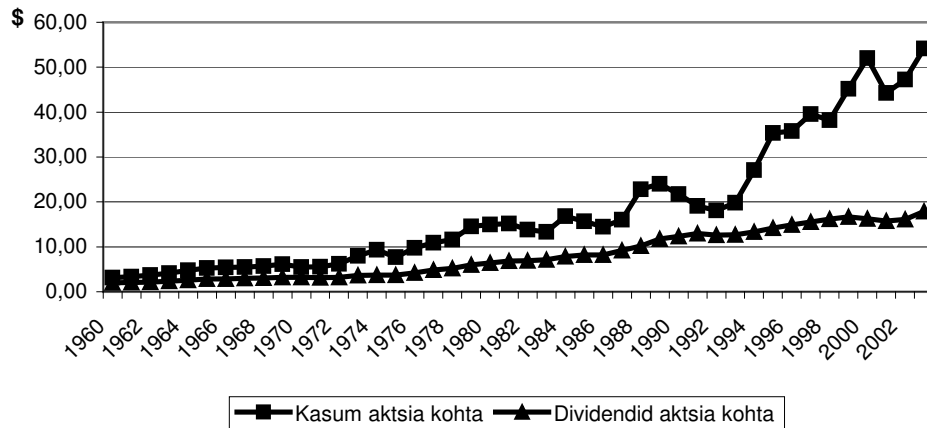
Joonis 1.1. Dividendide ning kasumi vaheline korrelatsioon (Damodaran 2004).

2. Dividendid on jäigad (Damodaran 2004). On kindlaks tehtud, et ettevõtted ei muuda tihti väljamakstavaid dividende, vaid üritavad hoida neid stabiilsel tasemel. Ettevõtted kardavad dividendide tõstmisel, et tulevikus ei ole nad suutelised kõrgemaid dividende maksma ning dividendide vähendamine toob üldjuhul kaasa aktsia hinna languse. Seetõttu püüavad ettevõtted hoida oma dividendid ühtlasel tasemel (Damodaran 1997: 546) ning väldivad vajadust dividende vähendada (Smith 1971: 64). Antud väidet tõestab joonis 1.2, mis iseloomustab Ameerika ettevõtete dividendide muutusi (kasv, langus või dividendide muutumatus) aastatel 1989–2003. Antud jooniselt võib näha, et suurem osa firmadest ei muutnud vaadeldaval perioodil dividendide väärtust, vaid hoidsid neid stabiilsena.



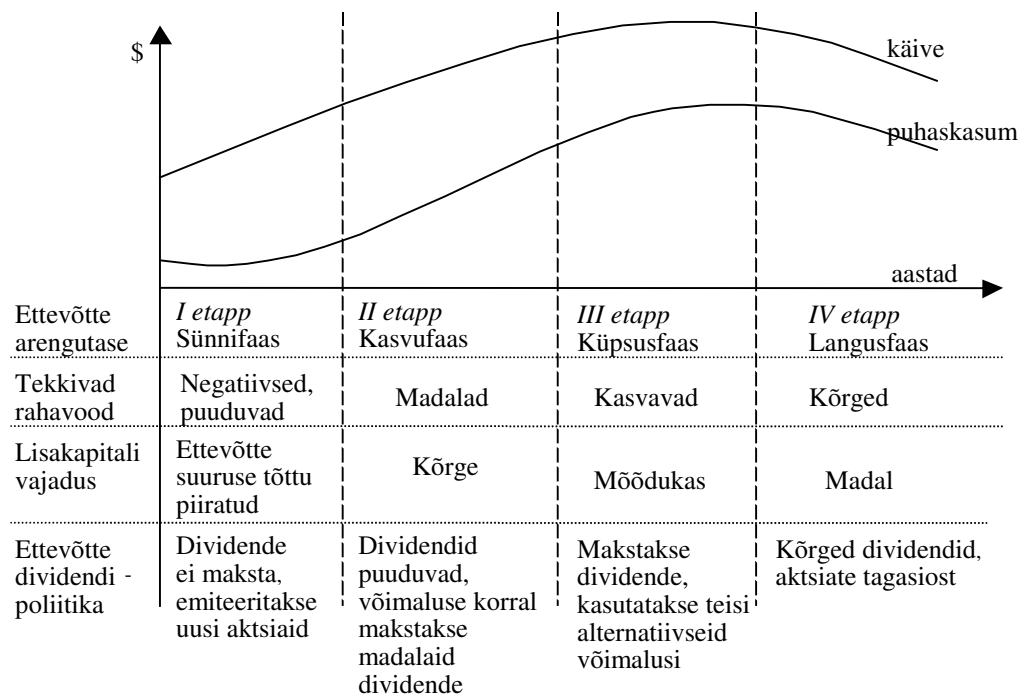
Joonis 1.2. Dividendid on jäigad (Damodaran 2004).

3. Dividendide taseme dünaamika on ühtlasem kui kasumi dünaamika (Damodaran 1997: 546). Antud väidet tõestab joonis 1.3 (aluseks Ameerika Ühendriikide ettevõtte), kus dividendide ühtlasele aeglaselt tõusvale tasemele vastandub kasumi kõikuv ja ebastabiilsem joon.



Joonis 1.3. Kasumi ja dividendide kujunemine aastatel 1960-2003 (Damodaran 2004).

4. Ettevõtte dividendipoliitika on seotud ettevõtte elutsükliga (vt. joonis 1.4) (Damodaran 1997: 546).



Joonis 1.4. Dividendipoliitika sõltuvus ettevõtte elutsüklist (Block *et al.* 1992: 535; Damodaran 1997: 547; Damodaran 2004; autori modifikatsioonid).

On kindlaks tehtud, et vastavalt sellele, millises elutsükli etapis firma asub, on välja kujunenud erinevad dividendipoliitikad (vt. joonis 1.4). Näiteks arengujärgus olevad ettevõtted, kes vajavad suurt osa kasumist tehnoloogiasse investeerimiseks, tavaliselt dividende ei maksa. Samas elutsükli stabiilsemas osas olevad ettevõtted võivad suure osa kasumist välja maksta dividendidena.

Eelnevalt välja toodud asjaoludele lisavad mõned autorid veel kaks olulist aspekti. Nimelt on viimasel aastakümnel järjest rohkem ettevõtteid hakanud aktsiaid tagasi ostma. Kuni 80.-te keskpaigani omas aktsiate tagasiost äärmiselt minimaalset tähtsust, kuid nüüdseks on see muutunud oluliseks väljamakse vormiks. Samuti on dividendipoliitikat iseloomustades esile toodud aspekt, et mitmetes riikides on selles valdkonnas tekkinud mõningad erinevused. Põhjusteks võib pidada riikide erinevat arengutaset, maksupoliitikat või aktsionäride suhtumist dividendidesse (Beiner 2004).

Kuigi dividendide maksmist iseloomustab pikk ajalugu ning läbi on viidud mitmeid põhjalikke uuringuid, on viimastel aastatel dividendide teema tekitanud jällegi suuremaid diskussioone. Põhjuseks peetakse asjaolu, et dividende maksvate ettevõtete arv (Ameerika Ühendriikides) on aastatel 1978–1999 langenud 66,5%-lt 20,8%-ni (Fama, French 2001: 40). Kusjuures läbiviidud uuringud näitavad, et kuigi dividende maksvate ettevõtete arv väheneb, on makstavad dividendid jätkanud suurenemise tendentsi (DeAngelo *et al.* 2004: 426). Läbi aegade on dividendipoliitikas leidunud küsimusi, millele ei ole vastust leitud ning mille üle arutletakse siiani (Black 1976: 5). Seetõttu nimetatakse tihti dividende puudutavaid küsimusi, millele ei ole leitud üksmeelset vastust, ka dividendide *puzzleks* ehk mõistatuseks.

1.2. Dividendipoliitika teooriad ja väljakujunenud dividendipoliitikad

Dividendide-alases kirjanduses on dividendipoliitika teooriad leidnud põhjalikku kajastamist. Majandusteadlased toovad oma töödes välja järgmised dividendipoliitika teooriad (Damodaran 1997: 552; Keown *et al.* 1997: 448; Brigham, Houston 1999: 497):

- ✓ dividendipoliitika tähtsusetuse teooria ehk MM teooria,
- ✓ “varblane peos” teooria ehk Gordon–Lintneri teooria,

- ✓ maksueelistuse teooria ning
- ✓ jääkdividendide teooria.

Järgnevalt selgitatakse nimetatud teooriaid. Üks tuntumaid dividendipoliitika teooriaid ning samas kõige vaieldavamaid on Merton Milleri ning Franco Modigliani 1961. aastal avaldatud dividendipoliitika tähtsusetuse teooria. Antud teooria esindajad on seisukohal, et dividendipoliitika ei mõjuta teatud eeldustel ettevõtte aktsia väärtust ega kapitali hinda (Miller, Modigliani 1961: 432). Kuna mõju puudub, siis järelikult on dividendipoliitika tähtsusetu. Miller ja Modigliani tõestasid, et firma väärtus sõltub üksnes varade tuluteenimise võimest ning äririskist. Nad rõhutasid, et ettevõtte väärtus ei sõltu sellest, kuidas ta oma kasumit jaotab (Brigham Houston 1999: 497).

Miller ja Modigliani tõestasid oma teoreetilise teesi, kuid selle kehtimiseks peavad olema täidetud järgmised tingimused (Kahl *et al* 1991: 513; Ross *et al.* 1999: 465):

- 1) puuduvad üksikisiku maksud ning ettevõtte tulumaks,
- 2) puuduvad tehingu- ning emissioonikulud,
- 3) investeerimispoliitika on sõltumatu dividendipoliitikast,
- 4) investorid ja juhtkond omavad sarnast informatsiooni nii firma hetkeolukorra kui ka tulevaste investeerimisvõimaluste kohta.

Teatavasti eksisteerivad reaalses elus nii tehingukulud kui ka maksud ning päris kindlasti võib väita, et juhtkond omab ettevõttest märkimisväärselt paremat ülevaadet kui potentsiaalsed investorid. Samuti on tõestatud, et dividendipoliitika on tihedalt seotud ettevõtte investeerimispoliitikaga (Saxena 2004). Järelikult Milleri ja Modigliani teooria reaalse maailma tingimustes ei kehti. Sellele vaatamata olid Miller ja Modigliani kindlad, et dividendipoliitika ja aktsia hinna vahel ei ole mingit seost ning et üks dividendipoliitika on sama hea kui iga teine.

Peale Milleri ning Modigliani artiklit 1961. aastal hakkasid esile kerkima mitmesugused muud teooriad, uueks seisukohaks oli “varblane peos” teooria. Antud teooria formuleerijateks olid Myron Gordon ja John Lintner, kes avaldasid oma seisukoha 1962. aastal. Nime panid antud teooriale Miller ja Modigliani, lähtudes antud teooria sisust – dividendid on kindlamad kui kapitali kasvutulu (Brigham, Houston 1999: 498). Antud

teooria eestvedajad olid seisukohal, et mida heldem on ettevõtte dividendipoliitika ehk mida suuremad dividendid, seda kõrgem on aktsia hind (Brennan 1971: 1115).

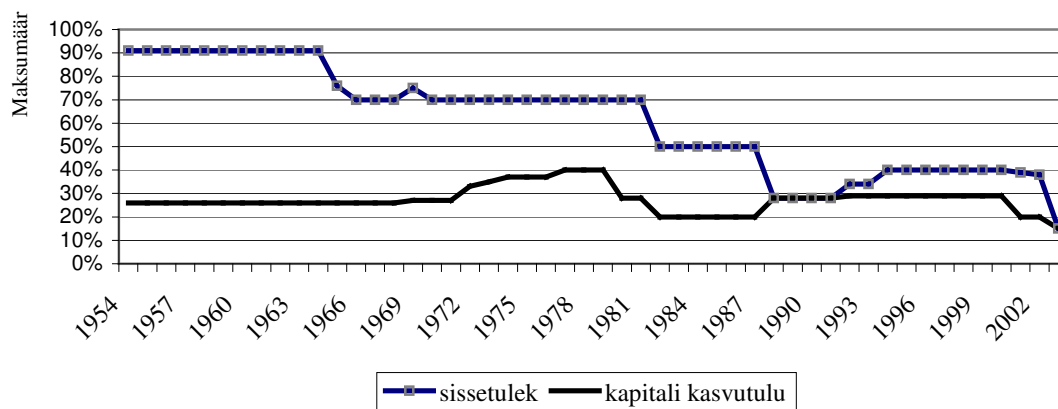
Gordon ja Lintner olid arvamusel, et dividendid on rohkem ette ennustatavamad kui näiteks tulu aktsia hinna muutusest (kapitali kasvatulu), ettevõtte juhatuse saab kontrollida küll dividende aga mitte turul kujunevat aktsia hinda (Keown *et al* 1994: 450). Seega hindavad investorid rohkem oodatavat dividendi suurust kui oodatava hinnamuutuse suurust.

Gordon ja Lintner pidasid dividende vähemriskantseteks kui kapitali kasvatulu, ning see on ka põhjuseks, miks ettevõtted peaksid endale eesmärgiks seadma kõrgemad dividendide väljamaksekorrad. Kõrgemad dividendid aga omakorda võivad soodustada aktsia hinna tõusu. Samas soovivad investorid kõrgemat tulunormi just kapitali kasvatulu puhul, sest peavad seda riskantsemaks kui dividende. (Keown *et al* 1994: 450)

Siinkohal tuleb mainida, et “varblane peos” teoorial on samuti teatud aspektid, mis tekitasid kriitikat. Välja võib tuua näiteks asjaolu, millel peatuti eespool – dividendid on suhteliselt jäigad ning eriti ei muutu. Seega on küllaltki ebatõenäoline, et üks ettevõtte hakkab järjest suurendama oma dividende selleks, et suurendada aktsia väärtust. Sellest hoolimata oli nimetatud teooria oma algusaastatel populaarne Prantsusmaa ettevõtete seas (McDonald *et al.* 1975: 752).

Kolmandaks teooriaks on maksueelistuste teooria. On olemas kolm olulist maksudega seotud põhjust, miks investorid võivad olla huvitatud pigem madalamatest kui kõrgetest dividendidest (Brigham, Houston 1999: 498).

1. Mõningates riikides (näiteks Ameerika Ühendriigid) on kapitali kasvatulu olnud maksustatud madalamalt kui dividenditulu. Kapitali kasvatulu maksustatakse proportsionaalse maksumäära alusel, kuid dividenditulu kuulub maksustamisele tavalise sissetulekuna ning maksustamise aluseks on progresseeruv tulumaksumäär, mistõttu jõukamad investorid on huvitatud rohkem kasumi reinvesteeringist. Järgnev joonis 1.5 iseloomustab suurimat maksukoormust kandva isiku sissetuleku ning kapitali kasvatulu maksustamist Ameerika Ühendriikides. Joonis näitab maksumäärade suurt erinevust läbi aegade ning aitab mõista, miks investorid ei ole huvitatud suurtest dividendidest.



Joonis 1.5. Sissetulekute ning kapitali kasvutulu maksustamine aastatel 1954–2003 Ameerika Ühendriikides (Damodaran 2004).

2. Teatavasti ei maksta makse kapitali kasvutulult enne võõrandamist ning vastavalt ajaväärtuse efektile on tänane makstud 1 kroon rohkem väärt kui tulevikus, seega investorid lükkavad oma maksukohustused edasi tulevikku.
3. Üheks omapäraseks põhjuseks mõningates riikides (Ameerika Ühendriigid) on see, et kui aktsia omanik hoiab aktsiat nii kaua kuni ta sureb, siis ei maksustata aktsiad päriba inimese kapitali kasvutulu.

Eelnevalt nimetatud kolmele teooriale lisatakse osades allikates neljaski – jääkdividendide teooria (Keown *et al* 1994: 453). Lähtudes nimetatud teooria olemusest, võib töö autori arvates tegemist olla pigem ühe dividendipoliitikaga. Jääkdividendide teooria olemust on antud töös selgitatud kui ühte võimalikku dividendipoliitika teooriat, kuid samas on ühe võimaliku dividendipoliitikana lisatud ka jääkdividendid.

Analüüsides jääkdividendide teooria olemust, võib arvata, et tegemist on lihtsalt finantshierarhia teooria rakendamisega dividendipoliitikale. Jääkdividendide teooria kohaselt kujuneb ettevõtte dividendipoliitika järgmiselt (Keown *et al.* 1994: 454).

1. Potentsiaalne investering võetakse vastu, kui nüüdispuhasväärtus (NPV) on positiivne.
2. Kõigepealt tuleks uut investeringut finantseerida ettevõttesisestest vahenditega. Kui see kapitali osa on täielikult kasutatud, peaks ettevõtte emiteerima aktsiaid.
3. Kui mõni ettevõttesisene finantseerimise allikas (nt jaotamata kasum) on jäänud peale kõigi investeringute teostamist alles, siis võiks maksta järelejäänud vahenditest dividende. Kui aga kogu kapital on läinud investeringuteks, siis dividende ei maksta.

Nimetatud teooria puhul on dividendipoliitika mõjutatud kahest aspektist: ettevõtte investeerimisvõimalustest ja olemasolevatest ettevõttesisestest vahenditest ning dividende makstakse ainult siis, kui kõik projektid on finantseeritud. Samas ei mõjuta dividendipoliitika aktsia hinda (Keown *et al.* 1994: 454).

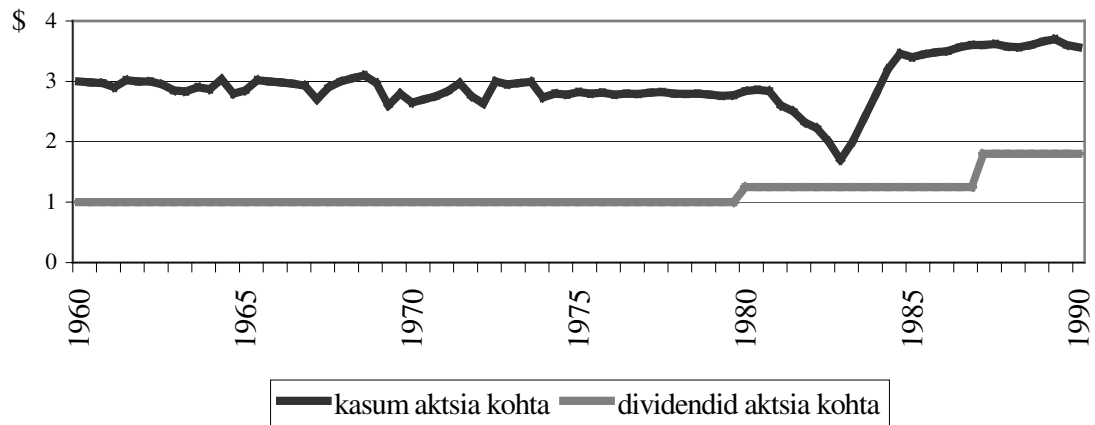
Jääkdividendide teooriast lähtuvad otsused on populaarsed, sest uus aktsiakapital lihtaktsiate müügist on alati kallim (kulukam) kui kapital, mis on saadud kasumi reinvesteeringute teel. Samas peab silmas pidama, et firma peab säilitama tulevaste investeeringute finantseerimisel optimaalse võlakordaja ja seega kapitali sihtstruktuuri. Sisuliselt tähendab see, et finantseeritakse uusi investeeringuid sisemiselt loodud fondide abil, kuid kapitali sihtstruktuuri säilitamiseks peab samaaegselt kaasama ka teisi allikaid (obligatsioone, eelisaktsiaid). (Raudsepp 1998: 23)

Eelnevalt sai juba mainitud, et dividendide maksmise ajalugu ulatub koguni 16. sajandisse ning pika aja jooksul on välja kujunenud erinevad dividendipoliitikad. Vastavalt sellele, kuidas ettevõtte maksavad oma aktsionäridele dividende ehk milline on nende dividendipoliitika, eristatakse ja kirjeldatakse erinevates välismaistes ja kodumaistes kirjandusallikates järgnevaid dividendide maksmise võimalusi ehk dividendipoliitikaid (Raudsepp 1998: 23; Bötškova, Teearu 1997: 124; Rao 1992: 449):

- ✓ stabiilsed dividendid,
- ✓ dividendide muutumatu väljamaksekindaja,
- ✓ kompromisside poliitika,
- ✓ jääkdividendide poliitika.

Stabiilsed dividendid (püsiv dividend aktsia kohta) on aktsionäride hulgas populaarseimad (Damodaran 2004). Stabiilsete dividendide väljamaksete puhul on iseloomulikuks jooneks püüd säilitada püsiv dividendi suurus ühe aktsia kohta pika perioodi kestel. Väljamaksed võivad suureneda ainult siis, kui suurenev kasum katab dividendide kasvu. Kui ettevõtte rakendab antud poliitikat, siis dividendide suurenemine on reeglina kasumi suurenemisest väiksem. Ka finantsraskuste korral püüab ettevõtte dividende mitte vähendada. Stabiilseid dividende iseloomustab järgnev joonis 1.6, millel on toodud andmed ühe Ameerika Ühendriigi ettevõtte kohta aastatel 1960 – 1990. Vastaval perioodil vaadeldi ettevõtte poolt teenitud kasumit aktsia kohta ning dividende aktsia kohta. Joonisel on selgelt näha, et kuigi

ettevõtte kasum aktsia kohta vähenes 1980–ndate aastate alguses, ei muutnud ettevõtte sellest hoolimata oma dividendide suurus, vaid jäi stabiilsete dividendide juurde.



Joonis 1.6. Stabiilsed dividendid aktsia kohta ning muutlik kasum (Rao 1992: 449).

Dividendide muutumatu väljamaksekindaja. Antud poliitikat jälgides suunab ettevõtte dividendideks teatud kindla, muutumatu osa kasumist. Juhul, kui ettevõtte kasum muutub, osutub dividendide suurus ebastabiilseks. Samas soovib ettevõtte juhtkond üldjuhul kasutada stabiilseid dividende ning seetõttu ei ole antud meetod väga populaarne ei aktsionäride ega ettevõtte juhtide seas.

Kompromisside poliitika. See poliitika on kompromissiks stabiilsete dividendide ja muutumatu väljamaksekindaja vahel. Kompromiss saavutatakse nii, et ettevõtte maksab stabiilseid dividende, kuid kasumi suurenedes lisaks täiendavaid dividende. Seega osa ettevõtetest on huvitatud hoopis madalatest stabiilsetest dividendidest ning mõnikord täiendavalt ka lisadividendidest.

Eelnevalt nimetatud poliitikatele võib lisada jääkdividendide poliitika, mis tuleneb otseselt jääkdividendide teooriast ning mille kohaselt ettevõtte maksab aktsionäridele dividende üksnes järele jäänud vabadest vahenditest. Võib eeldada, et antud poliitika on levinum riikides, kus dividendide maksmise ajalugu on suhteliselt lühike ja majanduskliima ebastabiilne ning konkreetsemaid dividendipoliitilisi seisukohti ei ole veel välja kujunenud.

1.3. Dividendide maksmise võimalused

Vastavalt Eesti Vabariigi Äriseadustiku §279 lõige 2-le *makstakse dividend välja rahas. Kuid aktsionäri nõusolekul võib dividende maksta ka muu varaga*. Seega eksisteerib ka muid dividendide maksmise võimalusi. Lisaks võimalusele aktsionäridele dividende maksta muude varaliste esemetega, võib dividendide alternatiivideks oma olemuselt investorite silmis pidada aktsiadividende ja aktsiate ositamist, mis võivad olla kasutusel koos rahaliste dividendidega või nende asemel. Samuti on populaarsust kogumas dividendide maksmise alternatiivse võimalusena aktsiate tagasiost. Nimetatud rahaliste dividendide maksmise alternatiividel peatutakse pikemalt edaspidi.

Rahalised dividendid

Rahalised dividendid omavad väga pikka ajalugu ning on investorite hulgas populaarsed (Damodaran 2004), seetõttu peatume järgnevalt olulisematel aspektidel, mida ei mainitud esimeses alapeatükis, kuid millega peab olema kursis ettevõtja, kes maksab Eesti Vabariigi seadustega kooskõlas rahalisi dividende. Vastavalt Eesti Vabariigi Äriseadustiku §277 lõige 1-le *võib dividende maksta üks kord aastas kinnitatud majandusaasta aruande alusel*. Samas võivad näiteks Ameerika Ühendriikides ettevõtted maksta regulaarselt rahalisi dividende koguni neli korda aastas (Damodaran 2005b). Vastavalt Äriseadustikule *nähakse üldine dividendi maksmise kord ette põhikirjas või üldkoosoleku otsusega* (Äriseadustik §277 lg 2). Tegelikult võivad Eesti ettevõtted võtta vastu otsuse dividende maksta küll üks kord aastas kinnitatud majandusaasta aruande põhjal, kuid maksmise kord ehk kuidas dividende maksta ning kui suurte osadena, nähakse ette üldkoosoleku otsusega (Kohtuotsus ... 2005).

Vastavalt Eesti Vabariigi Äriseadustiku sätetele *võib aktsiaselts teha aktsionäridele väljamakseid ainult puhaskasumist või eelmiste majandusaastate jaotamata kasumist, millest on maha arvatud eelmiste aastate katmata kahjum, vastavalt seadusele* (Äriseadustik §157). Dividendide maksmine on piiratud Äriseadustiku §278-ga, mille kohaselt *aktsionäridele ei tohi teha väljamakseid, kui aktsiaseltsi viimase majandusaasta lõppemisel kinnitatud majandusaasta aruandest ilmnev aktsiaseltsi netovara on väiksem või jääks väiksemaks aktsiakapitali ja reserve kogusummast, mille väljamaksmine aktsionäridele ei ole lubatud seadusest või põhikirjast tulenevalt*. Lisaks on dividendide

maksmine piiratud Äriseadustiku § 363-ga, mille põhjal *ei või ettevõtte aktsiakapitali lihtsustatud vähendamise aasta ja sellele järgneva kahe majandusaasta jooksul aktsionäridele dividende maksta*.

Mitterahalised dividendid

Ettevõtted, kes ei soovi maksta rahalisi dividende, võivad viia läbi fondi emissiooni ehk aktsiadi dividendide maksmise või aktsiate ositamise. Nii fondi emissiooni kui ka aktsiate ositamisega kaasneb üldjuhul aktsiate arvu suurenemine. Nimetatud operatsioone eelistavad investorid tihti rahalistele dividendidele, sest (Bötskova, Teearu 1997: 125):

- ✓ need operatsioonid eeldavad ettevõtte tegevuse laienemist tulevikus,
- ✓ võivad kaasa tuua aktsiate kursi tõusu ning
- ✓ kaasnevad mitmesugused eelised maksustamisel, näiteks vastavalt Tulumaksuseaduse §50-le, ei maksustata fondi emissiooni korras jaotatud kasumit.

Fondi emissioon on reguleeritud Eestis eelkõige Äriseadustikus. Fondi emissiooni puhul võib osaühing vastavalt Eesti Vabariigi Äriseadustiku §195-le *suurendada osakapitali osaiühingu omakapitali arvel sissemakseid tegemata. Fondi emissiooni korral suurendatakse osaniku osa võrdeliselt tema osa nimiväärtusega*. Aktsiaselts võib samuti suurendada aktsiakapitali aktsiaseltsi omakapitali arvel sissemakseid tegemata ehk korraldada fondi emissiooni.

Vastavalt Äriseadustiku §350-le võib *fondi emissiooni viia läbi uute aktsiate väljalaskmisega või olemasolevate aktsiate nimiväärtuse suurendamisega*. Seega kujutab fondi emissioon endast aktsiate täiendavat väljalaset, mis jaotatakse antud perioodi eest dividendidele õigust omavate aktsionäride vahel. Antud dividendi vormi rakendatakse likviidsuse säilitamiseks, aga samuti lisaks rahalistele dividendidele. Kokkuvõttes aktsiate hulk suureneb, puhaskasum ja dividendid aktsia kohta ning aktsia hind langevad. (Brigham, Houston 1999: 520). Samas arvavad ettevõtte juhid, et aktsiadi dividendide maksmine annab aktsionärile võimaluse valida, kas ta soovib dividende saada sularahas (müües hiljem aktsiadi dividendidena saadud aktsiad) või aktsiates (Lasfer 1997: 238).

Aktsiadi dividendide kohta viidi ulatuslikum uuring läbi Inglismaal, kus aktsiadi dividendide praktika ei ulatu ajas kaugele, kuid nende populaarsus on viimastel aastatel märgatavalt

tõusnud. Näiteks 1987. aastal maksis aktsiadividende 67 ettevõtet, 1992. aastal aga juba 202 ettevõtet. Eelnevalt mainitud uuringus nimetati aktsiadividendide eelistena järgnevaid aspekte (Lasfer 1997: 238):

- ✓ Aktsiadividendide maksmine jätab ettevõttele rohkem vaba raha, mille abil finantseerida potentsiaalseid investeringuid või tasuda tekkinud võlakohustusi.
- ✓ Aktsiadividendid vähendavad ettevõtte maksukohustust.
- ✓ Aktsiadividendide saamine rahaliste dividendide asemel toob aktsionäridele aktsiaid juurde, suurendab nende aktsiate arvu ilma tehingukuludeta.

Ulatusliku uuringu tulemusena jõuti teadmiseni, et aktsiadividendide maksmiseni viib eelkõige soov vähendada makse, mitte aga ettevõtete sularahapuudus. Suurem osa ettevõtetest oli seisukohal, et aktsiadividendide maksmine edastab turule informatsiooni tulevase kasumi ja dividendide kasvu kohta. Samuti mainiti, et ettevõtte juhtkond kaaludes aktsiadividendide või sularahadividendide maksmist, on tihti mõjutanud eelkõige aktsionäride nõudmistest, mida viimased on esitanud aktsionäride üldkoosolekul. (Lasfer 1997: 248)

Aktsiate ositamine kujutab endast ringluses olevate aktsiate asendamist, aktsiate nominaalväärtus seejuures väheneb. Reeglina on ositamise eesmärgiks ühe aktsia turuhinna vähendamine, sest soovitakse meelitada ligi väikeinvestoreid. Samas võib ettevõtte läbi viia ka ositamisele vastupidise operatsiooni – **aktsiate ühendamise**, mille puhul vähendab ettevõtte aktsiate arvu eesmärgiga suurendada nende turuväärtust. Sel juhul aktsiate üldine nominaalväärtus ei muutu, kuid ühe aktsia nominaalväärtus tõuseb (Bõtskova, Teearu 1997: 126). Vastavad alternatiivsed dividendide maksmise viisid on samuti Äriseadustikus reguleeritud aktsiakapitali suurendamise ning vähendamise paragrahvides.

Osades allikates on levinud arusaam, et majanduslikult ei ole fondiemissioonil ja aktsiate ositamisel erilist vahet. Mõlemad kujutavad täiendavate aktsiate proportsionaalset jagamist firma aktsionäridele. (Keown *et al* 1994: 467) Tegelikult on aga fondiemissiooni ja aktsiate ositamise vahel teatud erinevused (Bõtskova, Teearu 1997: 126).

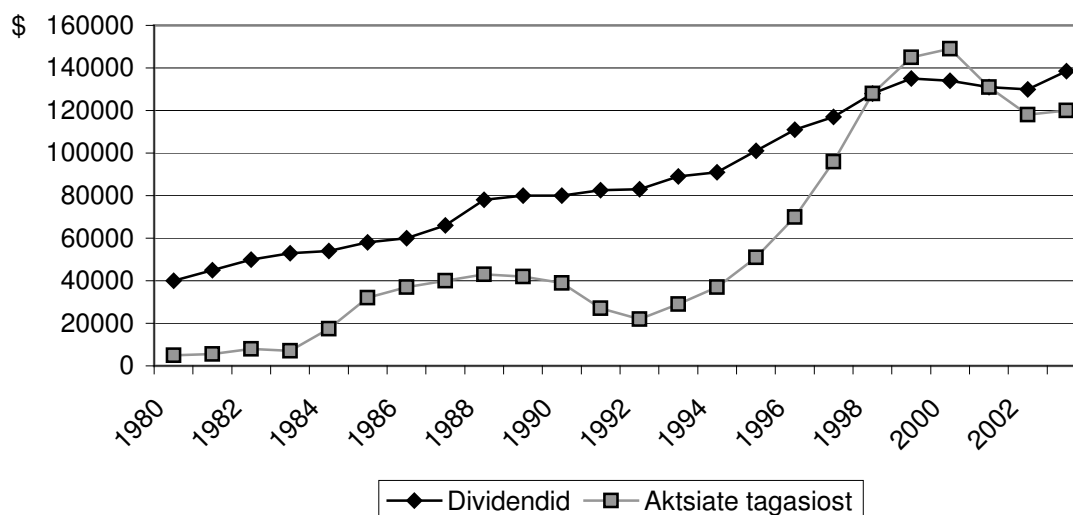
1. Fondiemissiooni korral vähendab ettevõtte eelmiste aastate jaotamata kasumit, suurendades lihtaktsiate arvu või suurendades olemasolevate aktsiate nimiväärtust ja

jaotades täiendavad aktsiad aktsionäride vahel proportsionaalselt, vastavalt nende osalusele ettevõttes.

2. Fondi emissiooni korral jääb üldjuhul aktsiate nominaalväärtus muutumata (sest üldjuhul suurendatakse lihtaktsiate arvu), aktsiate ositamise korral see väheneb.
3. Aktsiate ositamisel suureneb aktsiakapitali moodustavate aktsiate arv, kuid see ei mõjuta eelmiste aastate jaotamata kasumit ja aktsiakapitali.

Dividendide maksmise võimalik alternatiiv: aktsiate tagasiost

Üheksakümnendatel aastatel oli aktsiate tagasiost muutunud Ameerika Ühendriikides populaarseks. Selle tõestuseks on järgnev joonis 1.7, mis iseloomustab nii dividendide kui aktsiate tagasiostu dünaamikat aastatel 1980–2003 Ameerika Ühendriikide dividende maksvates ettevõtetes.



Joonis 1.7. Dividendid ja aktsiate tagasiost (Damodaran 2004).

Eelnevalt jooniselt võib märgata, nagu näitavad ka majandusteadlaste uuringud, et aktsiate tagasiostud ettevõtete seas on juhuslikumad ning kõikumad, samas kui dividende iseloomustab läbi aegade stabiilsus (Jagannathan *et al.* 2000: 358). Uurimused on näidanud, et kui ettevõttel on aktsionäridele jaotada väiksem summa vabu vahendeid, siis tehakse seda üldjuhul dividendide kaudu. Natuke suuremate summade puhul eelistavad mõningad aktsionärid juba aktsiate tagasiostu dividendidele. Suurte summade puhul on enamus aktsionäre huvitatud aktsiate tagasiostust (Brennan, Thakor 1990: 1016). Samuti on kindlaks tehtud, et dividende maksavad eelkõige püsivate rahavoogudega ettevõtted, samas

aktsiate tagasiostu kasutavad juhuslikke, ajutisi kõrgeid rahavooge omavad ettevõtted (Jagannathan *et al.* 2000: 362).

Aktsiate tagasiostu populaarsust viimastel aastatel on uurinud Gustavo Grullon ja Roni Michaely. Oma uuringu tulemusena jõudsid nad teadmiseni, et noored ettevõtted, kellel on tekkinud võimalus jaotada aktsionäridele tekkinud vabu vahendeid, eelistavad aktsiate tagasiostu dividendidele. Ka suurettevõtted eelistavad viimastel aastatel aktsiate tagasiostu dividendidele. Antud asjaolule annab kinnitust fakt, et kuigi ettevõtted ei ole vähendanud dividende, tundus autoritele, et aktsiate tagasiost on finantseeritud vahenditega, mida muidu kasutati dividendide suurendamiseks. Näiteks küsitluses hõlmatud 1700 ettevõttest, vastasid 5,5%, et vabade rahavoogude tekkimisel suurendaksid nad dividende, samas 94,5% ettevõtetest antud olukorras eelistab aktsiate tagasiostu. (Grullon, Michaely 2005)

Ettevõtte poolt tagasiostetud lihtaktsiad kannavad omaaktsiate ehk tresooraktsiate nimetust. Ettevõtte võib aktsiaid turul tagasi osta kas vahetult aktsionäridelt, tehes neile vastava pakkumise, või suurtelt aktsionäridelt lepingulisel ehk soetamisettepaneku alusel, kolmandaks võimaluseks on ka aktsiate ost otse turult (Bötskova, Teearu 1997: 126). Lease toob välja viis põhilist aktsiate tagasiostu vormi, milleks on (Lease *et al* 2000: 157):

- 1) fikseeritud hinnaga ülevõtupakkumine,
- 2) avatud turul aktsiate tagasiostmine,
- 3) hinnavähendusega oksjonil tagasiost,
- 4) üleantav jaotamine,
- 5) eesmärgipärane aktsiate tagasiost.

Ettevõtete juhtide seas ei leidu tegelikult ühtset arvamust, miks nad aktsiaid tagasi ostavad. Aktsiate tagasiostuks on tavaliselt kaks põhjust: ettevõttel on vabu vahendeid või ettevõtte aktsia on alahinnatud (Dittmar 2000: 334). Kuid siinkohal saab välja tuua 10 argumenti, mida juhid mainivad aktsiate tagasiostu motiividena. Nimetatud argumendid on järjestatud nende sageduse järgi ehk selle järgi, kui tihti on vastavat argumenti kasutatud omaaktsiate tagasiostu põhjendusena (Rao 1992: 456):

- ✓ juhatusele tundus, et aktsia oli alahinnatud;
- ✓ aktsiate tagasiost on signaaliks investoritele juhatuse kindlusest ettevõtte tulevaste tulude kohta;

- ✓ aktsiate tagasiost on vahendiks suurendada ettevõtte finantsvõimendust;
- ✓ firma omas üleliigset raha;
- ✓ firmal ei olnud muid investeerimisvõimalusi oma vaba raha paigutamiseks;
- ✓ aktsiate tagasiost oli võimaluseks hankida aktsiaid töötajate lisatasude planeerimiseks;
- ✓ firma aktsia hind turul langes hiljuti;
- ✓ keskmine tase turuhindades oli madal;
- ✓ aktsiate tagasiost oli osa kaitsestrateegiast, et vältida ülevõtmist teise firma poolt;
- ✓ aktsiate tagasiostuga hangitakse aktsiaid dividendide reinvesteerimise plaaniks.

Aktsionäridelt aktsiate tagasiostmisel on ka omad puudused, nimelt (Bõtškova, Teearu 1997: 127; Barclay, Smith 1988: 62; Guay, Harford 2000: 388; Damodaran 2004):

- ✓ võivad aktsionärid eelistada rahalisi dividende,
- ✓ aktsiate arvu vähenemine võib põhjustada nende käibe langust turul,
- ✓ aktsiate tagasiost vähendab teisi investeerimisvõimalusi,
- ✓ aktsiate tagasiost võib viia firma kitsa aktsionäride ringi kontrolli alla,
- ✓ aktsia hinna reaktsioon dividendidele on positiivsem kui aktsiate tagasiostule,
- ✓ aktsiate tagasiostuga kaasnevad suurema kulud.

Aktsiate tagasiostu ning dividendide maksmise võrdlemiseks on läbi viidud mitmeid empiirilisi uurimusi. Näiteks teostati 2000. aastal Kanada börsifirmades uuring, mille eesmärgiks oli jõuda selgusele, kuidas toimub firmades dividendipoliitika. Uuringu tulemusena jõuti teadmiseni, et firmades võetakse kõigepealt vastu otsus teha aktsionäridele teatavaid väljamakseid kasumist. Peale antud otsuse vastuvõtmist kaalutakse erinevaid väljamakse võimalusi. Antud uuringus vaadeldi eelkõige seda, kas otsustatakse rahaliste dividendide või aktsiate tagasiostu kasuks. Selgus, et rahaliste dividendide kasuks otsustatakse maksude (kui on madala maksumääraga investorid) ning aktsionäride eelistuste tõttu. Aktsiate tagasiostu peamiseks põhjuseks on maksud. (Jong *et al.* 2005)

Autorile teadaolevalt on hiliseim dividende ning aktsiate tagasiostu võrdlev põhjalik uuring läbi viidud 2003. aastal, mille tulemusena selgunud olulisemad erinevused on välja toodud lisas 1 tabelis, mis annab hea ülevaate dividendide ning aktsiate tagasiostu erinevustest ning sarnasustest. Uuringu tulemusi võrreldi 1960. aastatel läbi viidud samalaadsete uuringutega. Aastatega on jäänud endiseks fakt, et dividendid on oma olemuselt jäigad. Samas on

muutunud kaks olulist aspekti – nimelt varem seadsid ettevõtted eesmärgiks kindla väljamaksekindaja väärtuse, nüüd aga pigem konkreetse dividendide suuruse või kasvu. Teiseks oluliseks muutuseks võrreldes varasemate uuringutega on aktsiate tagasiostu populaarsus, mida näiteks Lintner oma 1956. aasta töös isegi ei maininud. (Brav *et al.* 2003)

Arvestades dividendide maksmise alternatiivide jätkuvat populaarsust, tekib küsimus, miks nii paljud ettevõtted maksavad dividende kõigest sellest hoolimata. Uuringute tulemused on ka selgelt näidanud, et kui puuduksid traditsioonid, maksaks praegusega võrreldes palju vähem USA ettevõtteid dividende. Dividende mittemaksvatest ettevõtetest koguni kaks kolmandikku vastas, et tõenäoliselt ei hakka nad seda kunagi tegema (Zirnask 2003: 20). Samas hoolimata aktsiate tagasiostu suurest populaarsusest on majandusteadlased veendumusel, et aktsiate tagasiost ei hakka kunagi dividendide maksmist asendama, pigem on tegemist dividendide maksmisele lisanduva võimalusega (Jagannathan *et al.* 2000: 378). Seega vaatamata ettevõtte juhtide hoiakule dividendide maksmise ning nende populaarsuse vähenemisele lähitulevikus on majandusteadlased vastupidiselt veendunud dividendide maksmise jätkumises ka tulevastel perioodidel.

2. DIVIDENDIPOLIITIKAT MÕJUTAVAD TEGURID

2.1. Ettevõtte sisesed dividendipoliitikat mõjutavad tegurid

Eelnevas peatükis mainiti, et dividendipoliitika omab põhjalikku teoreetilist tausta. Kõige enam on dividendipoliitika-alaseid uuringuid läbi viidud Ameerika Ühendriikide ettevõtete põhjal sealsete majandusteadlaste poolt. Järgnevalt pööratakse tähelepanu põhilistele dividendipoliitika mõjutajatele, mis on välja pakutud mitmetes majandusalastes allikates. Samuti vaadeldakse erinevate majandusteadlaste poolt läbi viidud empiirilisi uuringuid, mis peaksid omakorda andma kinnitust teoreetilistele seisukohtadele.

Ettevõtte dividendipoliitikat mõjutavad tegurid võib käesoleva töö autori arvates jaotada kahte suuremasse gruppi – ettevõtte sisesed ning ettevõtte välised mõjutegurid. Nimetatud jaotusest lähtuvalt peatutakse teise peatüki esimeses alapeatükis ettevõtte sisestel mõjutajatel ning teises alapeatükis ettevõtte välistel mõjutajatel.

Ettevõtte sisesed mõjutajad on tegurid, mis sõltuvad ettevõtte tegevusvaldkonnast, vanusest, finantsolukorrast. Nimetatud tegurite mõju dividendipoliitikale võib ettevõtetes olla erinev. Samas välised tegurid nagu riigi seadusandlus ja maksundus mõjutavad kõiki riigis tegutsevaid ettevõtteid sarnaselt.

Erinevate majandusteadlaste, nagu näiteks Damodaran, Ross, Westerfield, Jaffe, Keown, Puxty, Block, Dodds, Brealey, Myers, Brigham, Houston, Kahl, Rao, Palepu, teoreetilised seisukohad dividendide mõjutegurite osas on suhteliselt üksmeelsed. Järgnevalt on välja toodud eelnevalt nimetatud autorite arvates dividendipoliitikaid mõjutavad ettevõtte sisesed mõjutegurid, lisaks on erinevate tegurite juures omakorda välja toodud täiendusi mitmete teiste autorite uuringute tulemustest.

Ettevõtte sisesed mõjutajad:

✓ investeerimisvõimalused,

- ✓ kasumi stabiilsus,
- ✓ alternatiivsed kapitali allikad,
- ✓ võlakohustused,
- ✓ kasvu perspektiivid.

Investeeringisvõimalused. Uuringud on näidanud, et ettevõtte investeeringispoliitika ning dividendipoliitika on üksteisega väga tihedalt seotud ning mõjutavad üksteist (Elston 1996: 274). On välja selgitatud, et suured või alternatiivsed investeeringisvõimalused vähendavad ettevõtte poolt makstavaid dividende (Andrew 2005). Samas ettevõtted, millel eksisteerib rohkelt vabasid vahendeid, kuid puuduvad soodsad investeeringisvõimalused, on tõenäoliselt nõus suuremate väljamaksetega aktsionäridele.

Kasumi stabiilsus. Ebastabiilse kasumiga ettevõtted maksavad reeglina väikese osa kasumist dividendidena välja, sest ebastabiilsusest tingituna ei julge nad väljamakseteks suuri summasid eraldada. Samas pikemat aega stabiilset kasumit teenivad ettevõtted eraldavad dividendideks reeglina palju suuremaid summasid. Empiirilised uuringud on näidanud, et kui ettevõttel on pikemat aega stabiilne kasum, millele järgneb kasumi kasv, siis hoolimata tõusust ei suurendata dividende koheselt, vaid alles siis, kui tõus on kestnud juba pikemat aega (Brook *et al.* 1998: 48). Ameerika ettevõtete puhul on leidnud kinnitust ka asjaolu, et ettevõtted maksavad välja suure osa välismaistest allikatest teenitud kasumist (Hines 1996: 686). Seega lisaks kasumi stabiilsusele mõjutab väljamakstavaid dividende ka kasumi allikas.

Alternatiivsed kapitali allikad. Uutel ja väikestel firmadel on finantsturul tavaliselt piiratud võimalused kapitali hankimiseks ning seetõttu tuleb neil projektide finantseerimisel arvestada eelkõige sisemiste võimalustega, mis loomulikult omakorda piirab dividendide maksmist. Hea reputatsiooniga keskmistel ja suurtel firmadel on välisele finantseerimisele kergem juurdepääs ning nemad võivad dividendideks eraldada suuremaid summasid. Seega, mida rohkem alternatiivseid kapitali allikaid, seda suuremad on dividendid.

Võlakohustused. Mida suurem on surve ettevõttele kreditoridelt ning võlakohustuste omanikelt, seda väiksemad on üldjuhul makstavad dividendid. Samas ei saa ettevõtte maksta dividende, kui see kahjustab krediidi-, liising-, eelisaktsiate ja muudes lepingutes

fikseeritud kohustusi. Seega ei tohiks ettevõtte maksta liiga suurt osa oma kasumist dividendideks, kui järgneval perioodil on vajalik tasuda suuremaid võlakohustusi.

Kasvu perspektiivid. Uued, kiiresti arenevad ning elutsükli alguses olevad ettevõtted, mis vajavad suuri summasid oma tegevuse laiendamiseks, reinvesteervad tavaliselt peamise osa kasumist. Edukates ja stabiilsetes firmades on dividendide väljamaksekindajad enamasti kõrged. Antud seisukoht on leidnud tõestust mitmete majandusteadlaste poolt, vastav joonis 1.4 on toodud esimeses peatükis. Jooniselt võib näha, et dividendide maksmine või mittemaksmine sõltub konkreetset sellest, millises elutsükli etapis on firma oma arengult.

Ettevõtte siseste tegurite mõju makstavatele dividendidele on võimalik analüüsida bilansi ning kasumiaruannete kirjete kaudu. Tänu sellele on majandusteadlastel olnud võimalik uurida põhjalikult ettevõtte siseseid dividendipoliitikat mõjutavaid tegureid. Siinkohal tuleb mainida, et antud valdkonna üks esimesi uuringuid viidi läbi Robert C. Higginsi poolt 1972. aastal, kui ta jõudis kindlale seisukohale, et peamised dividendipoliitika mõjutajad on ettevõtte rentaablus ning investeerimisvõimalused (Higgins 1972: 1539). Hilisematel aastatel on dividendide valdkonnas läbi viidud palju põhjalikumaid uuringuid. Järgneva arutluse aluseks on lisas 2 koostatud tabel, milles on välja toodud dividendipoliitika-alased empiirilised uuringud. Lisas 2 toodud tabelis on kajastatud erinevate teadlaste poolt koostatud mudelites kasutatud sõltuvad ning sõltumatud muutujad, uuringute läbiviimise aastad ning tööde tulemusena selgunud sõltumatute muutujate mõju sõltuvatele muutujatele. Toodud loetelus esineb ka mõningaid sõltumatuid muutujaid, mida võib pidada ettevõtte välisteks mõjuteguriteks, samas on enamuses välja toodud uuringutes sõltumatuteks muutujateks ettevõttesisesed tegurid.

Dividendipoliitikaid hinnates vaadeldakse üldjuhul kahte olulist näitajat:

- ✓ Dividenditulu aktsia kohta, mis iseloomustab dividendi (aktsia kohta) suhet aktsia turuhinda.
- ✓ Dividendide väljamaksekindajat, mis iseloomustab dividendide osakaalu kasumist ning mis leitakse dividendideks eraldatud summa jagamisel puhaskasumiga.

Kuigi uuringutes kasutati sõltuvate muutujatena nii dividenditulu aktsia kohta, dividendide väljamaksekindajad kui ka summaarseid dividende, on siiski kõigi puhul tegemist dividendipoliitikat iseloomustavate näitajatega. Seega ei tooda järgnevalt eraldi välja dividenditulu aktsia kohta või dividendi väljamaksekindaja mõjutajaid, vaid nimetatakse neid kõiki dividendipoliitika mõjuteguriteks.

Peatudes pikemalt lisa 2 toodud erinevatel dividendipoliitika mõjutajatel, võib märgata, et peamisteks teguriteks, lähtudes empiiriliste uuringute tulemustest, on käivet ning kasvutendentsi iseloomustavad näitajad (eelnevate ning tulevaste perioodide käibe kasv), samuti ettevõtte rahanduslikku olukorda iseloomustavad näitajad (vabad rahavood, puhaskasum, rentaablus), lisaks osutusid olulisemateks mõjutajateks makstud dividendid eelnevatel perioodidel, investeeringud ja veel mitmed teised faktorid. Järgnevalt on toodud tabel 2.1, kuhu on koondatud lisa 2 olevate empiiriliste uuringute põhjal sõltumatud muutujad ning nende mõju ettevõtte poolt makstavatele dividendidele.

Tabel 2.1. Empiiriliste uuringute tulemused dividende mõjutavatest teguritest

Dividende mõjutavad tegurid	Uuringutes kasutatud sõltumatud muutujad	Mõju dividendidele
Rahaliste vahendite olemasolu	puhaskasum	positiivne
	rentaablus	positiivne
	vabad rahavood	positiivne
	jaotamata kasum	negatiivne
Ettevõtte kohustused	laenu- ning omakapitali suhe	positiivne
	pikaajalised kohustused	negatiivne
	potentsiaalsed investeeringud	positiivne
	investeeringud	negatiivne
Ettevõtte kasvu iseloomustavad näitajad	kasvumäär	negatiivne
	käive	positiivne
	prognoositav käibe kasv	negatiivne
	eelnevate aastate käibe kasv	negatiivne

Allikas: Lisa 2, autori koostatud.

Eelneva tabeli põhjal võib märgata, et alapeatüki alguses välja toodud majandusteadlaste teoreetilised seisukohad leiavad kinnitust ka empiirilistes uuringutes. Näiteks ettevõtte erinevate rahaliste vahendite suurenemine mõjutab positiivselt dividendide maksmist ning vastupidi – potentsiaalsed kohustused vähendavad ettevõtete poolt makstavaid dividende.

Samas on mõningad empiiriliselt tõestatud seosed teoreetiliselt vaadatuna ebaloogilised. Siinkohal võiks tuua näiteks potentsiaalsete investeeringute positiivse mõju dividendide maksmisele, mispuhul teoreetiliselt eeldatakse, et nimetatud teguri suurenemisega kaasneb dividendide maksmise vähenemine.

Kokkuvõttes annavad empiirilised uuringud märgatavalt täpsemat informatsiooni mõjutegurite kohta, kuigi peamiselt uuritakse ettevõtte siseste mõjutajate seost dividendidega. Mõningaid teoorias välja pakutud mõjutegureid on raskem empiiriliselt kontrollida, näiteks ettevõtte välised mõjutegurid nagu seadusandlus või maksundus. Antud näitajate uurimine nõuaks põhjalikku andmebaasi ettevõtte juhtide arvamustest ning seisukohtadest, seetõttu piirdutakse enamjaolt ettevõtte siseste mõjutegurite uurimisega.

2.2. Ettevõtte välised dividendipoliitikat mõjutavad tegurid

Mitmed majandusteadlased, nagu näiteks Damodaran, Ross, Westerfield, Jaffe, Keown, Puxty, Block, Dodds, Brealey, Myers, Brigham, Houston, Kahl, Rao, Palepu, toovad oma raamatutes välja järgmised ettevõtte välised tegurid, mis mõjutavad dividendide maksmist:

- ✓ aktsionärid ja omanikud,
- ✓ informatsiooni levik,
- ✓ investorite kihistumine,
- ✓ inflatsioon,
- ✓ seadusandlus,
- ✓ maksundus ja
- ✓ dividendide maksmise alternatiivsed võimalused.

Järgnevalt peatutakse põhjalikumalt kõikidel nimetatud mõjuteguritel ning analüüsitakse nende mõju ettevõtete poolt makstavatele dividendidele, lähtudes eelnevalt nimetatud majandusteadlaste poolt avaldatud raamatutes kajastuvast.

Aktsionärid ja omanikud. Firmed, mille aktsionäridele meeldivad dividendid, maksavad tavaliselt suurema osa oma kasumist dividendidena välja kui firmed, mille aktsionärid ei ole dividendidest väga huvitatud. Uuringud on näidanud, et mida vanemad ja vaesemad on ettevõtte aktsionärid, seda suuremad on ettevõtte poolt makstavad dividendid. Samas on ka

ettevõtteid, kus omanike kontroll on väga ulatuslik ning dividendide maksmise üle otsustatakse omanike soovidele vastavalt (Trojanowski 2005). Rääkides aktsionäridest tuleks kindlasti mainida agentuurikonflikti, mis omab tähtsust ka dividendipoliitika puhul. Kõige üldisemalt võib öelda, et agentuurikonflikt seisneb ettevõtte juhtide, aktsionäride ning võlausaldajate erinevate huvide kokkupõrkumises. Näiteks suurte vabade rahavoogudega ning väheste investeerimisvõimalustega firmade aktsionärid on huvitatud kõrgest dividendide väljamaksekordajast. Samas kui selliste ettevõtete juhid on huvitatud investeringutest, millega kaasnevad suuremad rahavood tooksid neile omakorda hüvesid juurde.

Informatsiooni levik. Informatsioonilisest aspektist dividendipoliitika mõjutajana on kirjutatud mitmeid artikleid, kuid ühtset seisukohta ei ole leitud. Küll aga on investoritel kujunenud välja omad arusaamad ettevõtete dividendide muudatustest. Väljamakstavate dividendide suuruse väljakuulutamine on investeerijate jaoks info ettevõtte tulukuse kohta. Samas teevad investorid järeldusi dividendide tõusust või langusest ettevõtte praeguse ning tulevase olukorra kohta, seetõttu on ettevõtte juhtkond sunnitud vastava seisukohaga arvestama. Näiteks välditakse seepärast dividendide vähendamist. Stabiilsed dividendid näitavad investorite arvates, et ettevõtte tegutseb edukalt ja aktsionärid võivad seda usaldada. Majandusteadlased on teostanud empiirilisi uuringuid seoses dividendide informatsioonilise omadusega. Uuringud näitasid, et ettevõtted, kes tõstsid oma dividende aastal "0", omasid suuremat puhaskasumi kasvu aastatel "-1" ja "0", kuid edaspidine puhaskasumi kasv puudus (Benartzi *et al.* 1997: 1009). Seega ei tohiks investorid dividendide muutusi pidada usaldusväärseks informatsiooni allikaks.

Investorite kihistumine. Ameerika ettevõtete põhjal on välja selgitatud, et firmad, mis maksavad kõrgeid dividende, meelitavad ligi madala maksumääraga investoreid ning vastupidi. Seega maksude mõju dividendipoliitikale on tihedalt seotud investorite kihistumise efektiga, millest tulenevalt on paljud seisukohal, et maksunduse mõju dividendidele ei ole enam oluline. Investorite kihistumine tähendab, et investorid valivad just sellise dividendipoliitikaga firma, mis neile sobib, lähtudes nende maksukoormustest ning eelistustest. Näiteks inimesed, kes on vanemad või jäänud töötuks, eelistavad loomulikult kõrgemaid ning stabiilsemaid dividende. Teise osa moodustavad inimesed, kes

ei ole huvitatud kõrgetest dividendidest praegu, küll aga millalgi tulevikus. Sellist tüüpi inimesed on huvitatud investeringutest kõrgema kasvupotentsiaaliga ettevõtetesse, mis maksavad vähem dividende ning samas kasutavad tekkinud rahavoogusid investeringuteks positiivse nüüdispuhasväärtusega projektidesse. Sellisteks inimesteks on üldjuhul nooremad ning keskealised inimesed, kellel on hetkel küllaldasi sissetulekuid, et oma vajadusi rahuldada. Samuti mõtlevad nad oma tulevikule, investeerides kasvupotentsiaaliga ettevõtetesse, mis kunagi peaksid hakkama maksuma kõrgeid dividende. Investorite kihistumist iseloomustab järgnev tabel 2.2.

Tabel 2.2. Erinevate maksumääradega investorid ning vastavad väljamaksekindajad.

<i>Investorid</i>	<i>Dividendide väljamaksekindaja</i>
kõrge maksumääraga eraisikutest investorid	null või madal väljamaksekindaja
madala maksumääraga eraisikutest investorid	madal kuni keskmine väljamaksekindaja
maksuvabad institutsioonid	keskmine väljamaksekindaja
ettevõtted	kõrge väljamaksekindaja

Allikas: Palepu *et al.* 1997: 415.

Inflatsioon. Enne 1970. aastat oli inflatsioon Ameerika ettevõtte juhtidele väga suureks probleemiks (Damodaran 2004) ja ühtlasi ka suureks dividendipoliitika mõjutajaks, kuid 1990. aastatel on inflatsioon suhteliselt madalal tasemel ning seetõttu ei mõjuta tänapäeval eriti ettevõtete dividendipoliitika.

Seadusandlus. Iga ettevõtte peab juhinduma asukohariigi seadusandlusest. Dividendide maksmisel tuleb teada, mitu korda on lubatud aastas dividende maksta ja millistest rahalistest vahenditest tohib neid maksta. Multinatsionaalsed ettevõtted, mis tegutsevad erinevates maades, peavad olema kursis teiste riikide seadustega, eriti oluline on maksudega seonduva seadusandluse tundmine. Eestis tegutsevad ettevõtted peavad dividendide maksmisel olema kursis eelkõige Tulumaksuseaduse ja Äriseadustiku sätetega. Esimeses alapeatükis kajastati olulisemaid äriseadustiku sätteid, mis puudutavad dividendide maksmist. Tulumaksuseaduse olulisemad paragrahvid, mis samuti mõjutavad dividendide maksmist, leiavad põhjalikumalt kajastamist antud alapeatükis.

Siinkohal tuleks kindlasti põhjalikumalt peatuda olulisel seadusandlikul aspektil, mis võib mõjutada tulevikus Eesti ettevõtete poolt makstavaid dividende. Nimelt viimased aktiivsemad diskussioonid dividendide teemal leidsid ajakirjanduses kajastamist 2004.

aasta mais, kui justiitsministeerium töötas Äriseadustiku muudatuseelnõuga, mille kohaselt pidi täienema Äriseadustiku §276 lg 1: *Aktsiaselts peab aktsionäridele välja maksma vähemalt poole summast, mida võib aktsionäride vahel kasumina jaotada. Üldkoosoleku otsusega, mille poolt on antud vähemalt 2/3 üldkoosolekul esindatud häälest, võib kasumi jaotamise välistada või seda piirata* (Männik 2004: 2). Eelnõu väljatöötajatel oli palju argumente, miks antud säte peaks ellu viidama. Kavandatav äriseadustiku muudatus parandab investeerimiskliimat, sest (Pärna 2004: 23):

- ei lase 51%-lise osaluse omanikul käituda ainuomanikuna ega saada kasu teiste aktsionäride arvelt;
- tagab mõistliku kaitse vähemusaktsionäride huvidele;
- muudab ka vähemusosalused müügi seisukohalt atraktiivsemaks;
- ei sunni dividende maksma, kui aktsionärid on ühel meelel kasumi jaotamise osas;
- arvestab majanduslikult edukate riikide kogemusega;
- vastab äriseadustiku üldisele eesmärgile tagada äriühingutesse koondunud vastuoluliste huvide tasakaal.

Ülaltoodud plaan leidis Eesti ajakirjanduses loomulikult nii tormilist vastuseisu kui ka osalist pooldamist. Paljud suurettevõtete juhid ei olnud antud ideest vaimustatud. Teiste ettevõtete juhtide seas protestis eriti aktiivselt antud seadusemuudatuse vastu Estonian Airi juhatuse esimees Erki Urva, kes tõi välja seitse argumenti, miks antud eelnõu ei ole ettevõtete vaatenurgast sobilik (Urva 2004: 23):

- maksukoormuse tõus,
- kahjustab Eesti investeerimiskliimat,
- aktsionäride vähemuse diktaat ettevõtte pikemaajalise arengu üle,
- põhjustab ettevõttele likviidsusprobleeme,
- päevapoliitika suurenemine,
- toob kaasa kohtuprotsessid ka Eesti riigi enda vastu,
- aktsionäride erinev kohtlemine.

Nimetatud eelnõu vastu võitlesid aktiivselt ka Kaubandus-Tööstuskoja esindajad. Kuna riik oli eelnõu vastuvõtus kõigutamatu, siis üritasid vastava organi esindajad muuta olukorda ettevõtete jaoks mõnevõrra sobilikumaks. Läbirääkimiste tulemusena üritati vähendada

kasumist dividendidena väljamakstavat osa 50%-lt 20%-ni (Feldmanis 2004a: 3), mis koos maksumääraga oleks 27 % kasumist.

Nimetatud seaduseelnõu jõustumisel ei olekski antud töö puhul niivõrd mõtet diskuteerida dividendipoliitika mõjutajate osas, sest antud juhul oleks Eesti ettevõtete puhul suurimaks dividendipoliitiliseks mõjuteguriks seadusandlus. Ning mitmedki muud tegurid nagu vabad rahavood, potentsiaalsed investeeringud, kohustused oleksid muutunud teisejärgulisteks.

2004. aasta novembri alguses loobus aga justiitsministeerium rahandusministri soovitusel seaduseelnõu elluviimisest. Põhjendades antud olukorda argumendiga, et lähenemine kasumi jaotamisele on Eesti puhul küll õige mõte, kuid praegu on selleks veel liiga vara (Feldmanis 2004b: 2). Rahandusministri sõnul tuleb praegu toetada ettevõtete suuremat kapitaliseerumist, et tagada majanduse jätkuv kasv ja Eesti konkurentsivõime ning seadusemuudatus oleks läinud vastuollu tulumaksuvabastuse ideega. Samas ei välista ei rahandus- ega justiitsminister teema üleskerkimist tulevikus, näiteks 2008. aastal, kui saab läbi Eesti eriseisund Euroopa Liidus tulumaksu osas (Feldmanis 2004b: 2). Nimetatud seaduseelnõu kehtestamisel oleks ettevõtte juhtide arvates kaasnenud 95% ettevõtete pankrot (Luman 2004: 2), ning ettevõtted hakkaksid oma kasumeid peitma (Puusepp 2004: 2). Samas on Eesti ettevõtted oma arengult suhteliselt noored ning vajalik on hoopis kasumi investeerimine (Vähi 2004: 3), mitte jagamine dividendidena. Arvestades Eesti ettevõtete arengustaadiumeid, oleks ka antud töö autori arvates nimetatud seadusesätte kehtestamine võimalik alles 10 aasta pärast, kui ettevõtted on suutnud teostada suuremad investeeringud ning nende tegevus on jõudnud staadiumisse, kus tekib rohkem vabasid vahendeid, mida aktsionäridele jaotada.

Maksundus. Maksunduse mõju dividendipoliitikale on mitmete teadlaste arvates olnud küsitav. Samas peavad Eesti ettevõtted rahaliste dividendide maksmisel arvestama suhteliselt suure maksukoormusega. Seega antud temaatika põhjalikum selgitamine dividendide mõjutava tegurina on töö autori arvates vajalik.

Teatud ringkond majandusteadlasi on veendunud, et maksunduse osatähtsus dividendide mõjutajana ei olegi enam suur, põhjuseks peetakse investorite kihistumise efekti, mille kohaselt iga investor valib temale sobiva dividendipoliitikaga ettevõtte. Nimetatud efekt on

välja toodud eelkõige Ameerika Ühendriikide investorite käitumise alusel. Antud käitumist iseloomustas tabel 2.2. Maksunduse vähest mõju dividendidele on seletanud ka asjaolu, et 1986. aastal toimunud maksumuudatus Ameerikas, mis vähendas märkimisväärselt kapitali kasvutulu maksueeliseid, ei muutnud ettevõtete poolt makstavate dividendide suuruseid, mis jäid muutumatuks enne ja pärast toimunud maksumuudatusi (Hubbard, Michaely 1997: 117). Samas on uuringud tõestanud, et vastav seadusemuudatus ei mõjutanud ainult keskmiste ja suuremate dividendiväljamaksekordajatega ettevõtete dividendide väljamakseid, sest nimetatud ettevõtted ei pea maksundust oluliseks dividendipoliitiliseks mõjuteguriks (Papaioannou, Savarese 1994). Seega vaatamata dividendide võrdlemisi suurele maksukoormusele ei peeta teatud majandusringkondades maksustamist oluliseks dividendide mõjutajaks. Antud aspekti tõestuseks on veel asjaolu, et dividendide suurest maksukoormusest hoolimata on ettevõtted läbi aegade dividende maksnud, mis omakorda on tõestuseks maksunduse vähesele mõjule dividendide maksmisele (Amihud, Murgia 1997: 397).

Dividendide maksustamine mujal maailmas

Eesti puhul on maksumäärad ühtsed nii kapitali kasvutulu kui dividendide puhul. Osades riikides nagu USA-s on tegemist erinevate maksumääradega ning toimub topeltmaksustamine – esmalt maksab makse ettevõtte ning maksudejärgsest kasumist makstud dividendidelt peab makse tasuma ka investor. Nimelt maksustatakse dividende Ameerikas kui tavalist sissetulekut ning alates 1913. aastast on maksumäärad kõikunud 8-94% vahel, kapitali kasvutulu on aga maksustatud märkimisväärselt madalamalt (Damodaran 2005a). 1986. aasta maksumääruse muudatus vähendas küll oluliselt sissetulekutelt tasutavat tulumaksu, kuid ei kaotanud täielikult kapitali kasvutulu maksueelist dividendide ees, mis tegelikkuses oli peamiseks määruse eesmärgiks (Casey 2002: 44; Talmor, Titman 35). 2003. aasta alguses tegi aga Ameerika president Bush ettepaneku dramaatiliseks pöördeks Ameerika maksunduses – muuta dividendid nende saajate jaoks maksuvabaks. Vastava ettepaneku üle arutles majandusteadlane Damodaran oma 2003. aastal ilmunud artiklis ning arvestades viimastel aastatel aktsiate tagasiostu populaarsuse tõusu seoses kasvutulu madalama maksustamisega, leidis ta, et Bushi ettepaneku täideviimisel omavad hoopis dividendid maksueelist ning saavutaksid uuesti investorite seas suurema populaarsuse. Kokkuvõttes arvas Damodaran, et kui dividendid

muutuvad maksuvabaks, toimuvad suured muudatused nii selles, kuidas investorid hindavad aktsiaid kui ka selles, kuidas ettevõtted jaotavad oma rahalisi vahendeid (Damodaran 2005a).

Dividendide maksustamine Eestis enne 1999. aastat

Enne 2000. aastat kehtinud tulumaksuseaduse kohaselt pidid Eesti ettevõtted teenitud kasumilt tasuma tulumaksu 26% (Tulumaksuseadus 1996, §7) ning dividendide jaotamisel aktsionäridele tuli ettevõttel täiendavalt tasuda tulumaksu 26/74 väljamakstavatelt netodividendidelt (Tulumaksuseadus 1996, §32). Samas oli ettevõttel õigus arvata dividendidelt makstud tulumaks enda poolt tasumisele kuuluvast tulumaksust maha (Pikamäe, Nurk 2000: 47), sellisel juhul ei tekkinud ettevõtetel kasumi kahekordset maksustamist. Samas öeldakse, et Tulumaksuseaduse §32 alusel tasutud tulumaksusumma ei kuulu tagastamisele. Seega oli enamikel juhtudel sisuliselt tegemist ettevõtetepoolse lühiajalise intressivaba laenuga riigile (Sander 2004: 72). Füüsilisest isikust aktsionäri jaoks olid dividendid maksuvaba tulu. Dividendisaaja kohustuseks jäi deklareerida saadud maksuvaba dividenditulu (Lehis 2001: 30). Samas mitteresidentidelt saadud dividendidelt pidid residendist füüsilised isikud tasuma 26% tulumaksu.

Dividendide maksustamine Eestis 2000–2002. aastal

Alates 2000. aastast toimusid ulatuslikud tulumaksuseaduse muudatused. Vastavalt uue seaduse §50-le maksavad äriühingud tulumaksu kasumilt mitte selle teenimisel, vaid jaotamisel dividendidena või muus vormis. Kusjuures maksustamisele kuuluvad dividendid, mis on makstud kõikidele füüsilistele isikutele, tulumaksusoodustusega nimekirja mittekuuluvatele mittetulundusühingutele ja sihtasutustele ning mitteresidentidele (Tulumaksuseadus 1999 §50). Uue seaduse koostamisel lähtuti eeldusest, et kogu äriühingu teenitud kasum muutub kunagi osanike tuluks (võetakse välja dividendidena või likvideerimisjaotisena) (Raudjärv 2001: 33). Seaduseelnõu seletuskirja kohaselt oli uue tulumaksuseaduse eesmärgiks vabastada Eestis registreeritud juriidilised isikud ja Eestis püsiva tegevuskohana registreerinud mitteresidentid taasinvesteeringut kasumilt tulumaksu maksmisest (*Ibid.*: 33). Kokkuvõttes oli seadusemuudatuse eesmärgiks soodustada investeeringuid ja läbi selle majandusarengut ning tööhõive kasvu.

Oluliseks muudatuseks uue seaduse puhul oli asjaolu, et kui varasema seaduse kohaselt maksti dividende kasumist, millelt oli juba makstud tulumaks, siis nüüd tasutakse tulumaksu alles siis, kui dividendid välja makstakse. Seega ei tohi ettevõtted enam kogu jaotamata kasumit dividendidena välja jaotada, sest vastasel korral ei ole enam raha tulumaksu tasumiseks.

Uus seadusemuudatus tekitas aga elavat diskussiooni, sest vastavalt Äriseadustiku §272-le tuleb aktsionäre võrdsetel asjaoludel kohelda võrdselt. Kui juriidilise isiku aktsionärideks on nii residendist juriidilised kui ka füüsilised isikud, kerkibki päevakorda vastav asjaolu aktsionäride võrdsest kohtlemisest. Põhjus seisnes tulumaksu arvestamises, sest dividendide saajateks olid erineva maksukohustusega aktsionärid – juriidilised isikud, kellele makstavatelt dividendidelt ei pea tulumaksu arvestama ning füüsilised isikud, kellele makstavatelt dividendidelt pidi tulumaksu arvestama.

Dividendide maksustamine Eestis 2003–2004. aastal

Tõenäoliselt omas uue seadusemuudatuse vastuvõtmisel olulist tähtsust Äriseadustikust tulenev asjaolu, et aktsionäre tuleb kohelda võrdsetel asjaoludel võrdselt. 2002. aastal võeti vastu tulumaksuseaduse muudatus, mille kohaselt maksab residendist äriühing (sealhulgas täis- ja usaldusühing) tulumaksu dividendide või muude kasumieraldistena jaotatud kasumilt nende väljamaksmisel rahalises või mitterahalises vormis (Palgaseaduse, tulumaksuseaduse ... 2002, §2 lg 38). Seega alates 2003. aastast ei oma enam tähtsust, kes on dividendide saajaks, kõik väljamakstavad dividendid maksustatakse tulumaksuga.

Üleüldiselt kehtib põhimõte, et kui dividendid on kord juba maksustatud, siis teist korda seda üldjuhul enam ei tehta. Dividendide teistkordsel maksustamisel tuleb vaadata, kui suur osa dividende maksva firma aktsiatest või osadest on dividendisaajal (Maksuviidad 2003: 54). Kui dividendide saaja omab vähemalt 20% dividendide maksja aktsiatest või osadest, siis nende dividendide väljamaksmisel järgmisele omanikule lubatakse tasumisele kuuluvast tulumaksust maha arvata summa, mis võrdub 26/74ga residendist äriühingult saadud dividendidest. Kui aktsiaid või osasid on alla 20%, maksustatakse dividende teist korda (Tulumaksuseadus §54).

Välismaalt saadud dividendide puhul võib residendist äriühing maha arvata dividendidelt kinnipeetud tulumaksu välismaal. Samas kasumiosalt tasutud tulumaksu saab ettevõtte maha arvata juhul, kui dividende saanud Eesti äriühingule kuulus vähemalt 20% dividende maksnud äriühingu aktsiatest või osadest (Tulumaksuseadus §54). Samas mitteresidendilt saadud dividendid kuuluvad residendist füüsiliste isikute maksustatava tulu hulka. Antud olukorda peetakse välisdividendide diskrimineerimiseks ning leitakse, et vastav seadusesäte on vastuolus Euroopa Liidu õigusaktidega (Uustalu 2003: 23). Analoogne säte oli kehtiv ka Hollandis, kuid Euroopa Kohus leidis, et see on vastuolus Euroopa Ühenduse asutamislepingu põhimõtetega, kuna piiras kapitali vaba liikumist ja asutamisvabadust (Kuldkepp 2003: 30). Seega rahvusvaheliselt propageeritud tulumaksuvaba investeerimiskeskond enam ei toimi. Ka Eesti dividendide maksustamine oli vastuolus Euroopa Liidu direktiiviga (Kompus 2003: 4).

Mitteresidentidest juriidilistele isikutele dividendide maksmisel omab tähtsust jällegi dividendide osakaal. Kui mitteresidendist juriidilisele isikule kuulub 25% aktsia- või osakapitalist, siis nende dividendide väljamaksmisel tulumaksu kinni pidama ei pea. Mitteresidendist füüsilistele isikutele dividendide maksmisel tuleb 26%, maksulepingu olemasolul kinni pidada 10%–15%. Alates 1. maist 2004 muutus aga dividendide maksustamine mitteresidendist füüsiliste isikute jaoks, nimelt on neile makstavad dividendid maksuvabad (Tingas 2004: 25).

Loomulikult on veel mitmeid nüansse dividendide maksustamisega seonduvalt, kuid eelpool said välja toodud peamised. Märkimisväärset suurt poleemikat on aga antud seaduse puhul tekitanud topeltnmaksustamise aspekt. Topeltnmaksustamise probleem kujuneb aktuaalseks eelkõige nende residendist juriidiliste investorite jaoks, kelle osalus äriühingus on alla 20%. Just sellistel juhtudel võib residendist üksikisikust investor, kes tegi investeeringu läbi oma osäühingu maksukohustuse edasilükkamiseks, lähtudes senikehtinud maksustamise põhimõtetest, saada topeltnmaksustamise löögi osaliseks (Maksuviidad 2003: 56).

Eelnevast võib järeldada, et maksunduse osa Eesti ettevõtete poolt makstavate dividendide mõjutajana on märkimisväärne. Üheks ning kindlasti suurimaks mõjutajaks on viimastel aastatel toimunud seadusemuudatused. Vastavaid muudatusi võib isegi pidada dividendide

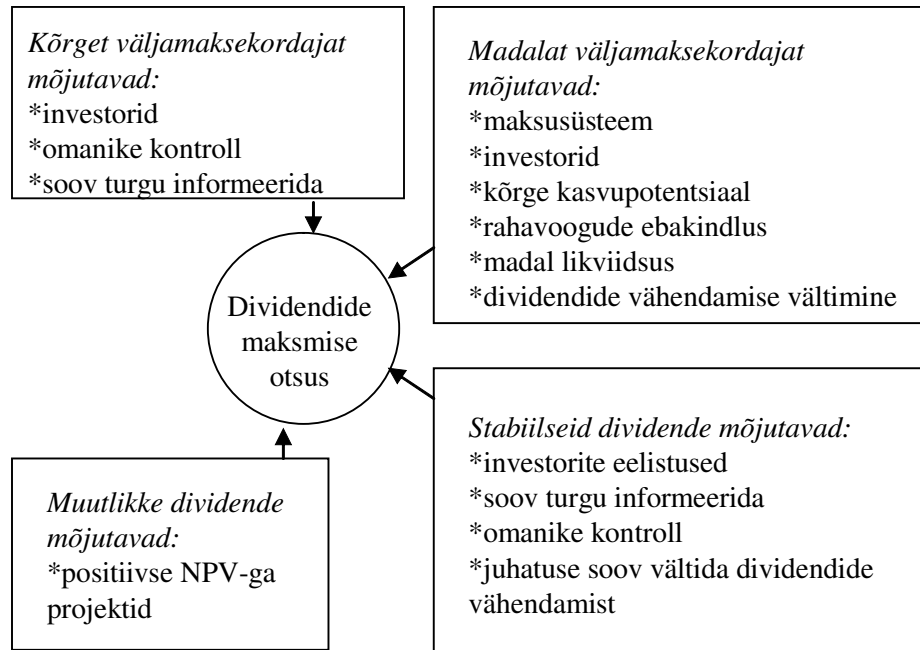
maksmise vähendamist propageerivateks seadusemuudatusteks. Nimelt kui ettevõtted sooviksid vältida tulumaksu tasumist, on neil võimalus mitte maksta dividende, sest neilt makstav maksumäär on võrdlemisi suur (26%). Seega oleks täiesti mõisteta, et ettevõtted ei olegi huvitatud dividendide maksmisest. Mõnevõrra positiivsemaks dividendide maksustamise osas peetakse tulumaksumäära vähendamist 2005. aastast. Nii mõnigi ettevõtte juht on arvamisel, et vastav soodustus suurendab järgneval aastal makstavate dividendide suurust (Matson 2004: 8). Seega maksunduse mõju dividendidele võib Eesti kogemustest lähtuvalt olla mõlemasuunaline.

Ajakirjanduses on leidnud arutamist ka uus dividendide maksustamisega seotud aspekt. Nimelt kuna paljud ettevõtjad võtavad põhimõtteliselt palgana käsitletava sissetuleku ettevõttest välja vaid tulumaksuga maksustatavate dividendidena, kaalub rahandusministeerium võimalust kehtestada dividendidele osaline sotsiaalmaks (Männik 2003: 2). Antud seadusemuudatus oleks küll äärmiselt komplitseeritud ning kindlasti ei ole mitmed ettevõtjad sellega nõus. Ka ajakirjanduses tuli antud sotsiaalmaksu võimalusele kriitika (Sotsiaalmaks dividendile ... 2003: 21; Klanberg 2003: 23). Leiti, et dividendide sotsiaalmaksustamine oleks mõtlematu punase tule näitamine igasugusele ettevõtlusaktiivsusele ning tooks kindlasti kaasa negatiivse signaali. Seda enam, et ka kehtiva seadusandluse alusel on võimalik vastavat maksukohustust rakendada. Ei ole arusaadav, miks tahetakse läbi viia uusi keerulisi seadusemuudatusi, mis tekitavad ettevõtjates suurt vastuolu, kui vastav dividendide sotsiaalmaksustamine on tegelikkuses juba praeguse Maksukorralduse seaduse §84 alusel võimalik.

Eelnevalt loetleti väga mitmeid dividendipoliitikat mõjutavaid tegureid, mis on välja toodud erinevates majandusalastes allikates. Märkimist ei leidnud aga **dividendide maksmise alternatiivsed võimalused**, mis tegelikkuses mõjutavad samuti ettevõtte poolt makstavaid dividende. Vastavalt alternatiivsete võimaluste olemasolule, nende populaarsusele aktsionäride seas ning muudele võimalikele soodustustele, mis võivad kaasneda nende eelistamisele dividendidele, omavad nad tegelikkuses samuti olulist tähtsust ettevõtte dividendipoliitika kujundamisel.

Ettevõtte väliste mõjutegurite kohta on samuti läbi viidud mõningaid empiirilisi uuringuid (vt. lisa 2), kuid võrreldes ettevõtte siseste mõjuteguritega on nende mõju

dividendipoliitikale üldiselt keerulisem kindlaks teha ning andmete kogumine ja töötlemine on raskem. Üldjuhul eeldaks ettevõtte väliste mõjutegurite kohta andmete kogumine pikaajalisi vestlusi asjaosalistega, kes kõige tihedamini puutuvad kokku dividendipoliitiliste otsuste vastuvõtmisega.



Joonis 2.1. Dividendipoliitika mõjutajad (Glen 2002: 859).

Kokkuvõtteks eelnevast kahest alapeatükist annab hea ülevaate majandusteadlase A. Glen'i poolt koostatud joonis 2.1 teguritest, mis mõjutavad ettevõtte juhtkonda dividendipoliitiliste otsuste vastuvõtmisel. Antud jooniselt on konkreetsemalt näha, missugused ettevõtte sisesed ning välised tegurid mõjutavad kõrgemat või madalamat väljamaksekindajad ja kõrgeid ning madalaid dividende.

3. DIVIDENDIDE MAKSMINE EESTI ETTEVÕTETES

3.1. Eesti ettevõtete poolt makstavate dividendide dünaamika analüüs

Käesolevas peatükis vaadeldakse Eesti ettevõtete poolt viimastel aastatel makstud dividendide dünaamikat ning peatutakse lühidalt dividenditulude tähtsuset Eesti riigieelarves. Arvestades Eesti üldist majandusolukorda eelnevate aastatega võrreldes, võiks eeldada, et soodne majanduskliima ning küllaldane tegevusaeg peaks järjest enam soosima ettevõtete poolt dividendide maksmist.

Eesti ettevõtete poolt makstavatest dividendidest on võimalik saada ülevaade kasutades Statistikaameti poolt kogutud andmeid. Järgnevalt on välja toodud tabel 3.1, milles on kajastatud grupeeritud põhitegevusalade kaupa ettevõtete poolt makstud dividende aastatel 1997–2002.

Tabel 3.1. Aruandeaastal ettevõtete poolt tegelikult arvestatud dividendid või osakud (nii väljamakstud kui ka väljamaksmata), 1997–2002. a., tuhandetes kroonides

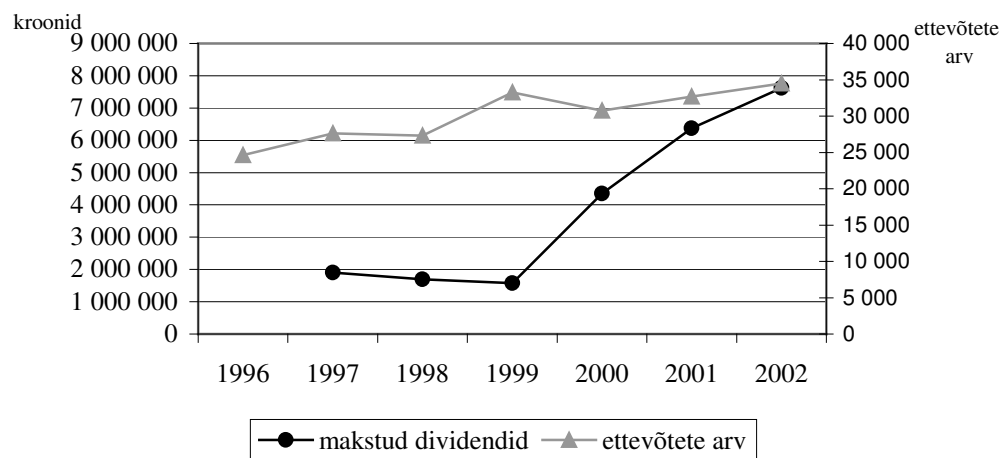
Eestis registreeritud äriühingud põhitegevusalati	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Põllumajandus-, jahindus-, metsamajandus- ja kalandusettevõtted	11 361	5 901	7 374	47 741	26 270	48 183
Tööstus- ja teenindusettevõtted	1 496 231	1 571 114	1 563 210	2 980 819	4 267 610	5 824 975
Finantsvahendusettevõtted	397 400	120 300	6 100	1 325 400	2 081 300	1 752 600
Dividendid kokku	1 904 992	1 697 315	1 576 684	4 353 960	6 375 180	7 625 758

Allikas: Lauk 2004.

Analüüsides Eesti ettevõtete dividendide dünaamikat, võttes aluseks eelnevas tabelis toodud andmed, võib selgelt märgata kahte põhilist väljakujunenud trendi kuue aasta jooksul. Esimene trend on aastatel 1997–1999, mil ettevõtete poolt makstud dividendid

aastate jooksul järjest kahanesid. Samas algab 2000. aastast selge tõusutrend, dividendideks makstud summa on 2002. aastaks võrreldes langusperioodi lõpuga suurenenud peaaegu viis korda. Kuni 1999. aastani oli dividendide puhul äärmiselt aktuaalseks teemaks topeltmaksustamine, mida võiks kindlasti osaliselt pidada mainitud langustendentsi põhjustajaks. Võibolla oli see põhjuseks, miks tehti just nende aastate lõpus dividendide maksustamises kardinaalsemaid muudatusi. Samas võib dividendide tõusutrendist teha järelduse, et toimunud seadusemuudatused on märkimisväärselt soodustanud dividendide maksmist Eesti ettevõtetes. Ka võivad 1998. ja 1999. aasta dividendide suhteliselt suure languse osalisteks mõjuteguriteks olla nii ettevõtete suured kahjumid antud aastatel kui ka 1998. aastal toimunud finantskriis, mille tulemusena võisid ettevõtted suhteliselt ebastabiilses majanduskliimas olla huvitatud pigem kasumi säilitamisest kui selle jagamisest aktsionäridele.

Järgnevalt vaadeldakse ettevõtete koguarvu muutuste mõju makstavatele dividendidele, mis võib olla samuti dividendide langustrendi või tõusutrendi põhjuseks. Siinkohal on otstarbekas vaadelda muutujaid graafiliselt (vt. joonis 3.1).

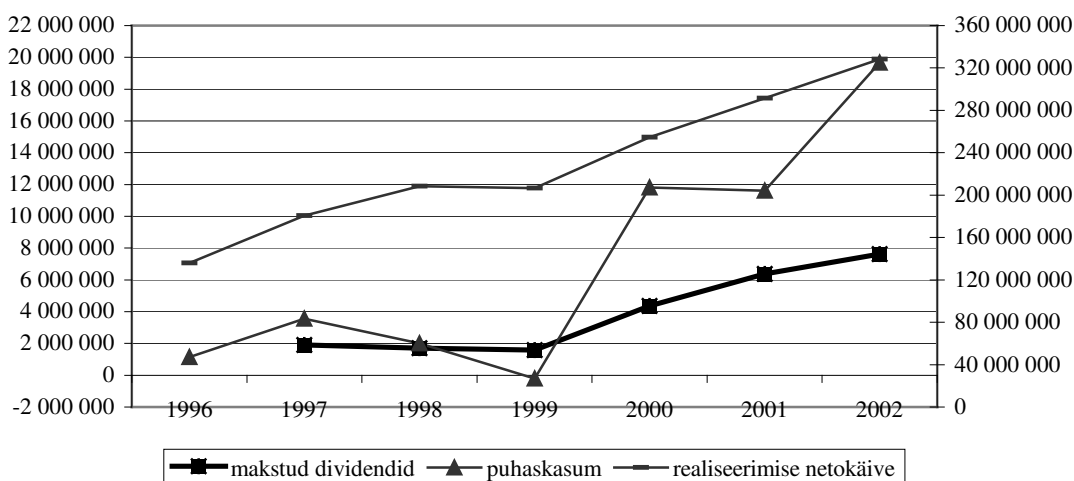


Joonis 3.1. Eesti ettevõtete koguarv (skaala asub parempoolsel teljel) (Statistika andmebaas 2005) ning makstud dividendid (skaala asub vasakpoolsel teljel, tuhandetes kroonides) (Lauk 2004).

Eelnevalt jooniselt 3.1. võib välja lugeda, et ettevõtete koguarvu suurenemistel ning vähenemistel puudub otsene mõju ettevõtte poolt makstavatele dividendidele. Vastupidiselt dividendide vähenemistendentsile kuni 1999. aastani on ettevõtete koguarvus toimunud

tõus, ning 2000. aasta tõusutrendile järgneb ettevõtete arvu mõningane langus. Seega Eesti ettevõtete poolt makstavad dividendid ei ole mõjutatud lühiajalistest muutustest ettevõtete koguarvus. Antud aspekti tõestuseks on vastavalt elutsükli põhimõttele asjaolu, et turule sisenevad noored ettevõtted ei alusta üldjuhul oma tegevuse algusaastatel dividendide maksmisega, sest rahalised vahendid on suhteliselt piiratud.

Järgnevalt analüüsitakse puhaskasumi ning realiseerimise netokäibe mõju ettevõtete poolt makstavatele dividendidele, parema ülevaate saamiseks on koostatud joonis 3.2.



Joonis 3.2. Ettevõtete dividendid (Lauk 2004), puhaskasumid, realiseerimise netokäibed (skaala asub parempoolsel teljel) (Statistika andmebaas 2005), tuhandetes kroonides.

Joonise 3.2 esialgsel vaatlusel võib tunduda, et ettevõtete poolt makstavatele dividendidele avaldavad mõju nii kasumi kui ka käibe muutused. Puhaskasumi suurte kasvude ning kahanemistega on kaasnenud samasuunalised dividendide muutused, kuid seda märkimisväärselt tagasihoidlikumalt. Sõltumata puhaskasumi suurtest kõikumistest on dividendide tase jäänud suhteliselt stabiilseks. Seega vaadeldes kasumi ning dividendide dünaamikat, võib märgata sarnaselt muu maailma kogemustele (vt. joonis 1.3) dividendide stabiilsuse iseloomu võrreldes puhaskasumi dünaamikaga.

Realiseerimise netokäibe mõju makstavatele dividendidele omab üldjoontes vaadatuna samasuunalist mõju. 2000. aastast algab tõusutrend nii makstavates dividendides kui realiseerimise netokäivetes. Samas peaks ettevõtte elutsükli joonise kohaselt käibe kiire kasvuga kaasnema dividendide langus. Seega võib siinkohal käibe mõju analüüsimisel olla omakorda oluliseks faktoriks ettevõtete koguarvu suurenemine. See mõjutab oluliselt käibe

suurenemist, kuid ei pruugi soodustada dividendide maksmist, sest elutsükli põhimõtetest lähtuvalt ei maksa turule sisenenud ettevõtted oma tegevuse algusaastatel dividende.

Järgnevalt vaatleme Eesti börsiettevõtete poolt makstud dividendide osakaalu kõikidest makstud dividendidest. Parema ülevaate saamiseks on tabelis 3.2 toodud välja börsiettevõtete poolt makstavate dividendide osakaal kõikide ettevõtete poolt makstavatest dividendidest. Andmed näitavad, et Tallinna Börsil noteeritud ettevõtete poolt makstud dividendid moodustavad erinevatel aastatel 10–20% kõikidest Eesti ettevõtete poolt makstud dividendidest. Samas on dividende maksvate noteeritud ettevõtete arv võrreldes kõikide ettevõtete arvuga äärmiselt minimaalne ega moodusta isegi 1% Eesti ettevõtete koguarvust. Dividendide populaarsusest börsil noteeritud ettevõtete seas võiks järeldada, et nii mitmedki börsiettevõtete juhid on veendunud, et dividendide maksmine mõjub hästi aktsia hinnale ning muudab aktsiad mitmete investorite jaoks väärtuslikumaks.

Tabel 3.2. Börsiettevõtete poolt makstud dividendide osakaal kõikidest makstud dividendidest, tuhandetes kroonides ning dividende maksvate börsiettevõtete arv ettevõtete koguarvust, osatähtsus %-des.

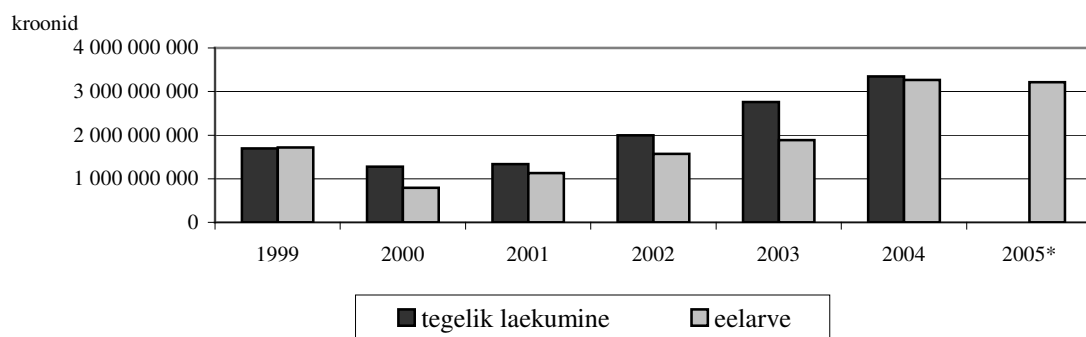
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Makstud dividendid	1 904 992	1 697 315	1 576 684	4 353 960	6 375 180	7 625 758
Börsiev. dividendid	79 200	225 890	155 900	1 041 248	975 278	1 370 300
<i>Osakaal</i>	4,2%	13,3%	9,9%	23,9%	15,3%	18,0%
Ettevõtete arv	27 627	27 317	33 256	30 752	32 690	34 511
Dividende maksvate börsiev. arv	16	14	6	8	8	8
<i>Osakaal</i>	0,058%	0,051%	0,018%	0,026%	0,024%	0,023%

Allikas: Lauk 2004, Statistika andmebaas 2005, Börsiettevõtete aruanded 2005.

Saamaks veelgi paremat ülevaadet Eesti ettevõtete üldise dividendide olukorra kohta, vaadeldakse dividendide tähtsust Eesti riigieelarves. Teatavasti on dividendid suureks tuluallikaks investoritele ning lisaks saab suurt tulu ettevõtete poolt makstavatelt dividendidelt Eesti Riik. Dividendidelt makstava tulumaksu roll riigieelarves on tõusnud eelkõige viimastel aastatel, kuigi enne 2000. aastat maksti samuti tulumaksu. Peale 2000. aastat muutus maksustamise kord, riik loobus sellega suurest tuluallikast – tulumaksust, mida ettevõtted pidid maksma teenitud kasumilt. Peale reformi maksustati kasum alles ettevõttest väljumisel. Seega ennustati, et peale 2000. aastat investeerivad ettevõtted

suurema osa oma kasumist. Arvati, et dividendide maksmine muutub ebapopulaarseks ning dividenditulude osakaal väheneb märkimisväärselt.

Dividendid on riigi tuluallikaks ning neid võib leida tulude poolelt kahelt kirjelt: *juriidilise isiku tulumaks* (varasematel aastatel ettevõtte tulumaks) ning *dividendid aktsiatelt*. Dividendid aktsiatelt kirje alla kuuluvad riigi osalusega ettevõtete poolt Eesti riigile makstud dividendid. Juriidilise isiku tulumaksu moodustab alates 2000. aastast suures osas Eesti ettevõtete poolt makstavatelt dividendidelt tasutud tulumaks ning väiksema osa moodustavad mitmesugused muud tulud tulumaksu arvestamisest. Kahjuks ei tooda riigieelarves konkreetsemalt välja, kui suure osa juriidilise isiku tulumaksust moodustab dividendidelt tasutud tulumaks. Samas on mitmetes aruannetes viidatud, et dividendidelt tasutava tulumaksu suur laekumine on aastatel 2002–2004 põhjustanud juriidilise isiku tulumaksu ülelaekumise (Riigieelarve täitmise ... 2005). Seetõttu on näiteks 2003. aasta eelarvet korrigeeritud lisaeelarvega ning 2004. aasta eelarves suurendatud oluliselt dividendidelt laekuva tulumaksu osakaalu (Riigieelarve täitmise ... 2005). Seega, analüüsides dividenditulude osatähtsust riigieelarves, kasutatakse juriidilise isiku tulumaksu summat, samas tuleb arvestada asjaoluga, et tegelikult võib dividendide osatähtsus olla mõnevõrra väiksem.



Joonis 3.3. Dividenditulude (juriidilise isiku tulumaks, dividendid aktsiatelt koos) laekumine riigieelarvesse (Riigieelarve täitmine 2005) (tuhandetes kroonides).

Eelnevalt jooniselt on näha, et dividenditulude osakaal on aastatega hakanud suurenema. 2000. aasta suur langus on tõenäoliselt põhjustatud eelpool nimetatud maksuseaduste muudatustest. Vaadates riigi poolt prognoositud suurusi dividendide laekumistest võib

märgata, et mitmel vaadeldud aastal on prognoosid väiksemad kui tegelikult laekunud dividendide suurus. Seega võib veelkord leida kinnitust asjaolu, et dividendide maksmist puudutavad riigi prognoosid ei osutunud peale seadusemuudatusi tõeks.

Lõpetuseks vaatleme järgnevas tabelis veel ettevõtte tulumaksu ning riigile makstud dividendide osakaalu riigieelarves. Kui aktsiatelt makstud dividendide osakaal on 1–2%, siis ettevõtte tulumaksu osakaal on mõnevõrra kõrgem, ulatudes 1999. aastal koguni 9%-ni. Ettevõtte tulumaksu kõrge osakaal oli tingitud sellest, et siis oli maksusüsteem mõnevõrra erinev. See on ka põhjuseks, miks järgnevatel aastatel on tulumaksu osa mõnevõrra väiksem, kuid samas on aastatega toimunud suurenemine. Dividendide osakaal riigieelarves on olnud tagasihoidlik, põhjuseks asjaolu, et riik lähtub oma osalusega ettevõtete puhul iga ettevõtte investeeringuvajadustest, samas ettevõtted, mis on olnud jooksvas kasumis, on aastaid maksnud dividendideks puhaskasumist 70% (Raidla 2003: 7).

Tabel 3.3. Dividendide osatähtsus riigieelarves.

Aasta	Eelarve tulude suurus (koos lisaeelarvega)	Dividendid aktsiatelt osakaal	Juriidilise isiku tulumaksu osakaal
1999	17 571 506 700	0,32%	9,31%
2000	28 530 988 300	1,27%	2,99%
2001	29 786 050 000	1,98%	2,51%
2002	34 329 436 000	1,89%	3,93%
2003	39 550 672 387	1,55%	5,43%
2004	47 619 732 025	1,46%	4,20%
2005*	53 072 811 033	1,53%	4,52%

Allikas: Riigieelarve täitmine 2005, (autori arvutused).

Aastate jooksul on dividenditulude tähtsus riigieelarves muutunud oluliseks ning tõenäoliselt kasvavad antud tulud käesoleval aastal veelgi (tabelis on toodud prognoositud suurus). Aastate pärast, kui väheneb dividendidelt makstav tulumaks ja kui kehtestatakse kasumi sundjaotamise sätted, võib riigieelarves oodata veelgi suuremat dividenditulude osakaalu. Alapeatüki kokkuvõtteks võib nõustuda püstitatud hüpoteesiga, mille kohaselt omavad Eesti ettevõtete poolt makstavad dividendid kasvutendentsi. Sellele viitavad nii dividenditulude osakaalu tõus riigieelarves kui ka järjest suurenevad Eesti ettevõtete poolt makstavad dividendid.

3.2. Dividendipoliitikat mõjutavate tegurite analüüs

Teadlased on majandusalasest kirjanduses välja toonud mitmesuguseid tegureid, mis võivad mõjutada ettevõtete dividendipoliitikaid (vt. peatükk 2). Samuti on välismaiste ettevõtete andmetele tuginedes viidud läbi ulatuslikke uuringuid, et empiiriliselt välja selgitada, missugused tegurid mõjutavad ettevõtete poolt makstavaid dividende. Käesolevas alapeatükis analüüsitakse Eesti ettevõtete andmetele tuginedes dividendipoliitikaid mõjutavaid tegureid.

Saamaks paremat ülevaadet Eesti ettevõtete dividendipoliitikaid mõjutavatest teguritest, on koostatud ankeedid, mis paluti täita ettevõtete finantsjuhtidel või isikutel, kes on ettevõttes dividendipoliitilise valdkonnaga kõige paremini kursis. Seega baseerub käesolev peatükk ettevõtte juhtide arvamustel ning praktilistel kogemustel, mis kokkuvõttes annab tõepärase ülevaate Eesti ettevõtetes kasutatavatest dividendipoliitikatest ja seda mõjutavatest teguritest. Nimetatud ankeedi näidis on toodud lisas 3.

Ankeedis sai välja toodud peamised tegurid, mis võivad mõjutada Eesti ettevõtete poolt makstavaid dividende ning juhtkonna dividendipoliitilisi otsuseid. Lähtudes teises peatükis välja toodud mõjutegurite jaotusest, on ankeedis uuritud tegurid jagatud järgnevalt: ettevõtte välised mõjutegurid – maksud, seadusandlus, teiste ettevõtete dividendipoliitiline käitumine, aktsionäride suhtumine dividendidesse, dividendide informatsiooniline aspekt; ja ettevõtte sisesed mõjutegurid – kasumi stabiilsus, vabad rahavood, positiivse nüüdispuhasväärtusega (NPV) projektide olemasolu, eelnevatel aastatel makstud dividendid, samuti tulevaste perioodide kasumite ning rahavoogude prognoosid.

Valim

Autori poolt laiali saadetud ankeetküsitluses osalesid Eesti juhtiva majandusajakirja “Äripäev” poolt koostatud edukate ettevõtete TOP 100-sse ning käibe TOP 500-sse kuuluvad ettevõtted. Valitud 100st ettevõttest vastasid 22. Seejuures vastanutest on 3 dividende mittemaksvad ning 19 dividende maksvad ettevõtted. Kuivõrd representatiivsed on saadud tulemused, arvestades asjaolu, et tegelikkuses on mitmeid tuhandeid ettevõtteid rohkem, on küsitav. Siinkohal on aga otstarbekas vaadata, kui suure osa moodustavad ankeetidele vastanud ettevõtete poolt makstavad dividendid kõikidest dividendidest.

Vastavalt Eesti Statistikaameti poolt kogutud andmetele on järgnevas tabelis 3.4. toodud välja kõik Eesti ettevõtete poolt makstud dividendid ning ankeedile vastanud ettevõtete dividendid ning osakaalud.

Tabelist võib märgata, et olenemata asjaolust, et ankeetidele vastasid vähesed ettevõtted, moodustavad nende poolt makstavad dividendid märgatava osa kõikidest dividendidest. Näiteks vastanud 19 ettevõtte dividendid moodustavad 9–16% kogu Eesti ettevõtete poolt makstavatest dividendidest. Seega võib arvata, et ankeedile vastasid peamiselt Eestis tegutsevad suurettevõtted ning saadud tulemused kehtivad eelkõige suurettevõtete puhul.

Tabel 3.4. Uuringus osalenud ettevõtete dividendide osakaalud kõikidest Eesti ettevõtete poolt makstavatest dividendidest, tuhandetes kroonides, osakaal %-des

	1999	2000	2001	2002
Valimisse kuulunud ettevõtete poolt makstud dividendid	156 965	702 926	553 993	898 194
Eesti ettevõtete poolt makstud dividendid	1 576 684	4 353 960	6 375 180	7 625 758
Valimisse kuulunud ettevõtete osakaal	10%	16%	9%	12%

Allikas: Lauk 2004, autori koostatud

Arvestades ankeedile vastanud ettevõtete arvu, tuleb mainida, et saadav informatsioon annab hea ülevaate dividendide maksvate suurettevõtete käitumisest. Samas dividendide mittemaksvate ettevõtete käitumise üldistamisel tuleb arvestada asjaolu, et järeldusi tehakse kõigest kolme ettevõtte arvamuse põhjal.

Järgnevalt iseloomustatakse ülevaatlikult ankeedile vastanud ettevõtteid. Parema ülevaate saamiseks analüüsitakse dividendide maksvaid ja mittemaksvaid ettevõtteid eraldi.

Dividende mittemaksvad ettevõtted

Ankeedile vastanutest olid 3 dividendide mittemaksvad, 6–10 aastase tegevusajaga, seega suhteliselt noored ettevõtted. Majandusnäitajate poolest iseloomustab nimetatud ettevõtteid kasvav käive, samas ebastabiilne kasum ning töötajate arv. Dividendide mittemaksmise põhjuseks peetakse suuri investeeringuid, vaba omakapitali puudumist ning aktsionäride otsust dividendide mitte maksta. Samas arvab 2 vastanud ettevõtet, et tulevikus plaanitakse

dividendide maksmisega siiski alustada. Tuumikaktsionäriks on peamiselt mitteresidendist juriidiline isik. Vastanud ettevõtetest ei poolda keegi üldjuhul teadaolevaid dividendipoliitikaid ega teooriad. Ainsana arvasid üksikud ettevõtted pooldavat jääkdividendide teooriat (dividende makstakse juhul, kui ettevõttel jääb üle potentsiaalsetest investeeringutest vabu rahalisi vahendeid). Dividendide maksmise alternatiivsetest võimalustest kasutasid pooled ettevõtted nii ositamist, fondi emissiooni kui aktsiate tagasiostu. Seega dividendide maksmise alternatiivsed võimalused on dividende mittemaksvates ettevõtetes suhteliselt populaarsed. Lähtudes saadud informatsioonist dividende mittemaksvate ettevõtete osas võib järeldada, et enamus ettevõtteid asuvad elutsükli arengustaadiumis. Seetõttu on ettevõtete jaoks esmatähtis teenitud kasumi reinvesteering, mitte niivõrd tekkinud vabade rahaliste vahendite jagamine aktsionäridele.

Dividende maksvad ettevõtted

Erinevalt dividende mittemaksvatest ettevõtetest on küsitluses osalenud 19 dividende maksvast ettevõtetest enamik tegutsenud üle 11 aasta, seega on tegemist eluealt vanemate ettevõtetega. Teatavasti sõltub dividendide maksmine ettevõtte elutsüklist, mille tulemusena maksavadki dividende vanemad ettevõtted, kes on üle saanud oma arengu- ja kasvustaadiumist ning suurematest investeeringutest. Samas omab enamik ettevõtteid kasvufaasile iseloomulikke tunnuseid – kasvavat töötajate arvu ning käivet. Ettevõtete kasumid on valdavalt ebastabiilsed, kuid omavad tugevalt kasvavat tendentsi. Analüüsides makstud dividende, võib öelda, et need ei ole stabiilsed, omades siiski väikest kasvavat tendentsi. Ka dividende maksvate ettevõtete tuumikaktsionärideks olid valdavalt mitteresidendist juriidilised isikud. Ettevõtted ei poolda valdavalt ühtegi teadaolevat dividenditeooriat ega poliitikat, üksikud pooldavad jääkdividendide teooriat sarnaselt dividende mittemaksvate ettevõtetega. Dividendide maksmise alternatiivseid võimalusi kasutatakse vähe, mõned ettevõtted on läbi viinud fondi emissiooni, ainult üksikud on läbi viinud ositamist ja aktsiate tagasiostu. Seega alternatiivsed dividendide maksmise võimalused ei ole nii populaarsed kui dividende mittemaksvate ettevõtete seas.

Järgnevalt vaatleme ettevõtete finantsjuhtide arvates erinevate mõjutegurite olulisust dividendipoliitika kujundamisel. Küsitluses oli võimalus finantsjuhtidel 5-palli skaalas

hinnata alapeatüki alguses nimetatud dividendipoliitikat mõjutavaid tegureid. Tabelis 3.5 on välja toodud erinevate mõjutegurite keskmised, mis on saadud ankeetides märgitud pallide põhjal. Mida lähemal on keskmine 5-le, seda suuremat mõju omab vastav näitaja finantsjuhtide arvates ettevõtte dividendipoliitikale ning 1-le lähedalolev keskmine ei oma finantsjuhtide arvates erilist mõju.

Tabel 3.5. Dividendipoliitikat mõjutavad tegurid

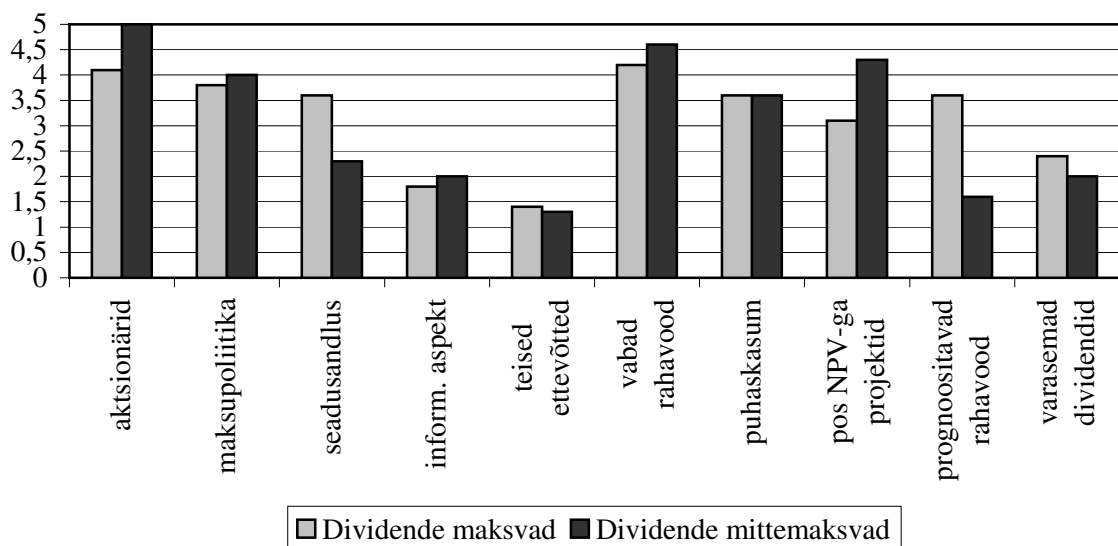
Mõjutegur	Olulisus (1-ei mõjuta üldse, 5-mõjutab väga)		
	dividende maksvad	dividende mittemaksvad	kõik
<i>Ettevõtte välised mõjutegurid:</i>			
Aksionäride soovid, ootused	4,1	5	4,2
Eesti Vabariigi maksupoliitika	3,8	4	3,9
Eesti Vabariigi seadusandlus	3,6	2,3	3,4
Dividendide informatsiooniline aspekt	1,8	2	1,9
Sarnaste ettevõtete dividendipoliitika	1,4	1,3	1,4
<i>Ettevõtte sisesed mõjutegurid:</i>			
Äritegevusest tekkivad vabad rahavood	4,2	4,6	4,2
Kasumi stabiilsus	3,6	3,6	3,6
Positiivse nüüdispuhasväärtusega projektid	3,1	4,3	3,3
Prognoositavad rahavood järgnevatel perioodideks	3,6	1,6	3,3
Eelnevatel aastatel makstud dividendid	2,4	2	2,3

Allikas: autori koostatud.

Parema ülevaate saamiseks on vastavad tulemused esitatud ka graafiliselt. Jooniselt 3.4 ning eelnevast tabelist 3.5 võib selgelt näha, et dividende mittemaksvate ettevõtete puhul omab dividendipoliitika mõjutajana kõige suuremat tähtsust aktsionäride otsus ning suhtumine dividendidesse. Seega on antud ettevõtete aktsionärid huvitatud mitte dividendidest, vaid kasumi reinvesteeringist. Samas arvasid osade ettevõtete finantsjuhid, et nad maksavad dividende tulevikus, seega tõenäoliselt on aktsionärid hetkel huvitatud lihtsalt raha reinvesteeringist, et tulevikus saada suuremaid kasumeid, mis omakorda tagab suuremaid dividende. Samas Ameerika Ühendriikides läbi viidud empiirilise uuringu tulemusena arvasid 70% dividende mittemaksvatest ettevõtetest, et nad ei kavatsengi kunagi dividende maksta (Brav *et al.* 2003: 31). Järgmised olulised mõjutegurid dividende mittemaksvate ettevõtete finantsjuhtide arvates on äritegevusest tekkivad vabad rahavood

ning positiivse NPV-ga projektid. Siinkohal annab vastavate näitajate suur olulisus märku sellest, et Eesti ettevõtted järgivad jääkdividendide teooriat, mille kohaselt makstakse dividende vaid siis, kui võimalikest positiivse nüüdispuhasväärtusega projektidest jääb üle vabu rahalisi vahendeid. Olulisematest mõjuteguritest tuleb siinkohal märkida ka maksupoliitika suurt tähtsust. Samas on ankeedile vastanud dividende mittemaksvate ettevõtete tuumikaktsionärideks mitteresidendist juriidilised ettevõtted. Seega võib Eesti maksupoliitikat pidada mitteresidendist juriidilistele ettevõtetele mitte just kõige vastuvõetavamaks. Ülejäänud mõjutegurid omavad finantsjuhtide arvates ettevõttes vastu võetud dividendipoliitilistele otsustele märkimisväärselt väiksemat mõju.

Finantsjuhtide arvates on kõige ebaolulisemateks teguriteks teiste ettevõtete dividendipoliitiline käitumine ning prognoositavad rahavood. Prognoositavate rahavoogude ebaolulisus on seletatav aktsionäride otsusega dividende mitte maksta, seetõttu ei oma ka tulude prognoosid dividendipoliitika vaatekohast erilist tähtsust. Samas teiste ettevõtete dividendipoliitilise käitumise ebaolulisus on osaliselt selgitatav asjaoluga, et nimetatud mõjutaja on oluline eelkõige noteeritud ettevõtete puhul, kuid ankeedile vastanud dividende mittemaksvad ettevõtted ei ole Tallinna Börsil noteeritud.



Joonis 3.4. Dividendipoliitikat mõjutavad tegurid (autori koostatud).

Vaadates eraldi dividende maksvate ettevõtete mõjutegurite proportsioone, võib märgata, et kõige tähtsamateks mõjuteguriteks peetakse vabasid rahavooge ning seejärel aktsionäride

ootusi. Siinkohal võib öelda, et vastavate näitajate olulisus viitab samuti jääkdividendipoliitika pooldamisele ettevõtetes. Tähtsateks mõjutajateks peavad finantsjuhid lisaks ka prognoositavasid rahavoogusid, makse, kasumi stabiilsust ning seadusandlust. Ka nende ettevõtete seas peetakse ebaoluliseks teiste ettevõtete samalaadset käitumist ning dividendide informatsioonilist aspekti, põhjuseks võib samuti pidada asjaolu, et enamus ettevõtteid ei ole börsil noteeritud.

Jooniselt on näha ka suurimaid erinevusi dividendide maksvate ning mittemaksvate ettevõtete vahel. Näiteks omavad prognoositavad rahavood dividendide maksvate ettevõtete seas märkimisväärset tähtsust, samas dividendide mittemaksvad ettevõtted peavad prognoose suhteliselt ebaoluliseks. Tõenäoliselt peavad dividendide maksvad ettevõtted prognoose tähtsateks eelkõige seetõttu, et nad on huvitatud järgnevatel perioodidel stabiilsetest tulemustest ning piisavalt suurtest rahavoogudest, et tulevikus jätkata stabiilsete dividendide maksmist. Järgmise suurema erinevusena võib välja tuua positiivsete NPV-ga projektid – nimelt omavad need dividendide mittemaksvate ettevõtete arvates suuremat tähtsust kui dividendide maksvate ettevõtete jaoks. Tõenäoliselt võib siinkohal põhjuseks tuua dividendide mittemaksvate ettevõtete suhteliselt lühikese tegutsemisaja, mille tõttu võib neil olla piiratud ligipääs ettevõttevälisele finantseerimisele, mis omakorda muudabki ettevõttesiseselt tekkivad vabad rahavood olulisteks finantseerimisallikateks. Ning kolmandaks suuremaks erinevuseks on seadusandluse tähtsus, nimelt dividendide mittemaksvad ettevõtted peavad seadusandlust olulisemaks kui dividendide maksvad ettevõtted. Samas sai eelpool mainitud, et nii dividendide maksvate kui mittemaksvate ettevõtete tuumikaktsionärid on valdavalt mitteresidendist juriidilised isikud, seega on seadusandluse mõju suur erinevus mõnevõrra küsitav.

Nimetatud mõjutegurite erinevus on mingil määral tingitud ka dividendide maksvate ning mittemaksvate ettevõtete erinevatest arengustaadiumitest. Vaadates dividendide mittemaksvaid ettevõtteid, siis nende puhul on tegemist arengujärgus ehk kasvufaasi alguses olevate ettevõtetega, kellel ei ole eriti kombeks dividende maksta. Samas dividendide maksvad ettevõtted on jõudmas või paiknevad kasvufaasi kesk- või lõpposas ning ettevõtte suurenevad rahavood võimaldavad maksta aktsionäridele dividende.

Ankeedis oli ettevõtte finantsjuhtidel võimalik väljendada arvamust Eesti ettevõtete üldise dividendipoliitilise olukorra kohta. Finantsjuhtide seisukohad dividendipoliitikast on toodud lisas 4. Lühidalt võib öelda, et enamiku ettevõtete juhtide arvates ei ole Eestis välja kujunenud ühtset seisukohta, mis puudutab dividendide maksmist. Seetõttu maksavad ettevõtted dividende juhul, kui neil jääb peale investeeringute teostamist üle piisavalt vaba raha.

Käesolev peatükk andis ülevaate sellest, missugused ettevõtte välised ning sisesed tegurid mõjutavad ankeedile vastanud ettevõtete dividendipoliitikaid. Kokkuvõtteks tuleb mainida, et enim mõjutavad makstavaid dividende aktsionäridele suunatud vabad rahavood ning seejärel aktsionäride soovid ja ootused. Ankeetidele vastanud ettevõtted pooldavad jääkdividendide poliitikat ning ettevõtete juhid on veendunud, et Eesti ettevõtete dividendipoliitikad on alles kujunemisjärgus.

3.3. Dividende mõjutavate finantstegurite analüüs

Eelnevas alapeatükis olid vaatluse all nii ettevõtte sisesed kui ka välised mõjutegurid. Käesolevas peatükis käsitletakse konkreetsemalt ettevõtte siseseid mõjutegureid ja viiakse läbi täiendav analüüs, mille tulemusena on täpsemalt näha erinevate tegurite mõju dividendide maksmisele. Ettevõtte siseste mõjutegurite analüüsimisel on võimalik kasutada bilansi ja kasumiaruande kirjeid ning nende põhjal moodustada erinevaid suhtarve – seetõttu võib ettevõtte siseste mõjutegurite analüüsi nimetada ka finantstegurite analüüsiks.

Eelmises peatükis sai mainitud, et välismaised autorid kasutasid dividendipoliitika uurimisel sõltuva muutujana dividenditulu aktsia kohta, dividendide väljamaksekindajat ning summaarseid dividende. Analüüsides Eesti ettevõtete poolt makstavaid dividende, on otstarbekas lähtuda dividendide väljamaksekindaja suurusest ning summaarsetest dividendidest, sest dividenditulu aktsia kohta leidmise muudab raskeks aktsia hinna keerukas arvutamine enamiku ettevõtete puhul. Alapeatükis 2.1 ning lisas 2 välja toodud mõningates empiirilistes uuringutes on uuritud erinevate näitajate mõju dividenditulule aktsia kohta. Nimetatud uuringud on läbi viidud peamiselt Ameerika ettevõtete kohta, mis suures osas on börsidel noteeritud ning seetõttu on uuringutes võimalik ettevõtete aktsia hinna kasutamine. Eesti puhul on olukord komplitseeritud, sest siin on ainult üksikud

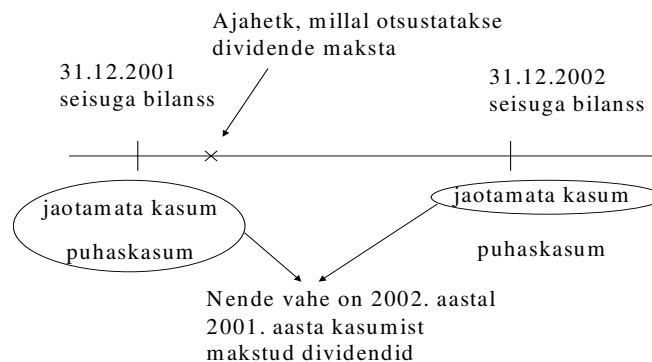
ettevõtted börsil noteeritud ning ülejäänute puhul on keeruline leida õiglasest väärtusest aktsia hinda.

Eesti ettevõtete dividendipoliitika mõjutegurite uurimisel kasutatakse antud töös sõltuva muutujana dividendide väljamaksekindajad ning summaarseid dividende. Uuringus kasutatavad andmed on saadud Eesti Äriregistri andmebaasist, mida võib kindlasti lugeda usaldusväärseks allikaks. Uuringus on kasutatud 150 ettevõtte andmeid ajavahemikul 1996–2001. Tegemist on Äripäeva Edukate Ettevõtete, Kasumi ning Käibe TOPist valitud ettevõtetega. Eemaldatud said ettevõtted, mille kohta puudusid vaadeldaval perioodil andmed. Samuti lühendati vaatlusalust perioodi, põhjuseks oli 1995 ning 2002 aasta kohta esitatud andmete vähesus.

Mõnevõrra keeruliseks muudab aga dividendide analüüsimise asjaolu, et andmebaasis saadud andmed sisaldavad küll erinevaid bilansi ning kasumiaruande kirjeid, kuid konkreetne kirje dividendide suuruse kohta puudub. Dividendide üldsuurus leitakse järgmise põhimõtte järgi: kui ettevõtte ei jaota kasumit, siis tema jooksva aruande eelmiste perioodide jaotamata kasum on võrdne eelmise raamatupidamissaasta aruandes kajastuvate eelnevate perioodide jaotamata kasumi ning puhaskasumi summaga. Kasumi jagamisel (antud juhul eeldame, et tegemist on dividendide maksmisega) näeks võrrand välja järgmine:

$$\begin{aligned} \text{dividendid} = & \text{eelmiste perioodide jaotamata kasum}_{t-1} + \\ & \text{aruandeaasta kasum}_{t-1} - \\ & \text{eelmiste perioodide jaotamata kasum}_t. \end{aligned}$$

Seoses dividendide maksmise ajalise nihkega on välja toodud järgnev joonis (vt. joonis 3.5), kus on selgelt näha, millal dividende makstakse ning missuguse perioodi tulemuste eest. Siinkohal on otstarbekas mainida, et järgnevas regressioonianalüüsis uuritaksegi 2001. aasta bilansist tulenevate tegurite mõju 2001. aasta tulemustest makstavatele dividendidele ning 2000. aasta tegurite mõju 2000. aasta tulemustest makstavatele dividendidele jne.



Joonis 3.5. Dividendide kujunemine ning maksmise aeg (autori koostatud).

Loomulikult ei pruugi ettevõtte jaotada kasumit ainult dividendideks, näiteks võib ettevõtte lisaks osta tagasi omaaktsiaid, paigutada raha mitmesugustele reservkontodele või korraldada fondi emissiooni. Eelnevalt nimetatud toimingute kindlakstegemine ainult bilansi ning kasumiaruande baasil on mõnevõrra keeruline. Samas on valemi abil leitud dividendide suurust korrigeeritud. Kui ettevõtte bilansi omakapitalis on näha reserve suurenemist, on vastav summa dividendidest maha lahutatud. Lisaks on valemi abil saadud negatiivsed või summaarselt väga väiksed dividendid analüüsist eemaldatud. Omaaktsiate tagasiostu või fondi emissiooni toimumist on aga märkimisväärselt keerulisem kindlaks teha. Kuna nii aktsiate tagasiostu kui fondi emissiooni on tihti vaadeldud kui dividendide alternatiivi, siis võib lihtsustatult pidada ka seda kasumi jaotamist dividendide maksmiseks.

Lähtudes 2. peatükis välja toodud tegurite kirjeldustest ja nende mõjust dividendide maksmisele on tabelisse 3.6. koondatud regressioonanalüüsis uuritavate tegurite eeldatav ehk prognoositav mõju dividendidele. Antud töö autori arvates on tegemist olulisemate teguritega, mis võivad mõjutada eelkõige Eesti ettevõtete dividendipoliitikaid. Dividendipoliitikat mõjutavad tegurid on lähtudes nende iseloomust jaotatud kolme suuremasse gruppi: ettevõtet üldiselt iseloomustavad näitajad, seejärel näitajad, mis soodustavad ettevõttes dividendide maksmist ning lõpuks näitajad, mis pärivad dividendide maksmist.

Tabel 3.6. Dividendide maksmist mõjutavate tegurite eeldatav mõju

Dividendide maksmist mõjutavad tegurid		Proгноositud mõju dividendidele
Ettevõtte üldised iseloomulikud jooned (suurus, arengutase)	realiseerimise netokäive	positiivne/negatiivne
	kasvumäär	negatiivne
	rentaablus	positiivne
	eelmisel perioodil makstud dividendid	positiivne
Dividendide maksmist soodustavad tegurid	eelmiste perioodide jaotamata kasum	positiivne
	aruandeaasta kasum	positiivne
	vabad rahavood	positiivne
Dividendide maksmist piiravad tegurid	kohustused	negatiivne
	likviidsus	positiivne
	maksud	positiivne/negatiivne

Allikas: autori koostatud.

Järgnevalt vaadeldakse tabelis 3.6 välja toodud ning mudelis kasutatavaid sõltumatuid muutujaid ning selgitatakse tabelis prognoositud mõju ettevõtte poolt makstavatele dividendidele:

- ✓ Realiseerimise netokäive. Võib arvata, et mida suuremat kasvutendentsi omab ettevõtte käive, seda tõenäolisemad on ettevõtte võimalused dividendide maksmiseks. Seega võiks prognoosida, et käibe kasv soodustab dividendide maksmist. Samas võib käibe kasv viidata hoopis ettevõtte arenemisele, mis vastavalt elutsükli põhimõtetele nõuab omakorda suuremaid investeeringuid ning dividendide maksmine võib osutuda teisejärguliseks.
- ✓ Põhivara kasvumäär. Kasvumäära mõju dividendidele saab vaadelda paralleelselt elutsükli joonisega. Kui ettevõtte kasvumäär on kõrge ning ta asub arengustaadiumis, siis on loogiline, et enamus teenitud kasumist reinvesteeritakse. Seega kasvumäära suurenemisele peaks kaasnema dividendide vähenemine. Kasvumäära leidmiseks kasutatakse üldjuhul valemit (Raudsepp 1999: 152):

$$g = (1 - b)ROE,$$

mis sisaldab dividendide väljamaksekindajast (b). Antud juhul ei oleks otstarbekas näitaja siduda otseselt dividendide väljamaksekindajaga. Teise võimalusena kasutatakse kasvumäära leidmiseks valemeid, mis võivad sisaldada arendusväljaminekuid, samas ei ole aga andmebaasist antud näitaja leidmine võimalik. Seetõttu kasutame kasvumäära

leidmiseks ligikaudsest valemit, sellisel juhul iseloomustab põhivarade muutus ettevõtte kulutusi arengule ja kasvule:

$$\text{kasvumäär} = \frac{\text{põhivara}_t - \text{põhivara}_{t-1}}{\text{koguvarad}}.$$

- ✓ Omakapitali rentaablus (puhaskasum/omakapital) (ROE). Kasumi suurenemine on dividendide maksmise puhul positiivseks signaaliks, sest üldjuhul kaasneb kasumi kasvuga dividendide kasv. Sama põhimõtte peaks kehtima ka rentaabluse puhul: mida rentaablim ehk kasumlikum on ettevõtte, seda suuremad peaksid olema makstavad dividendid.
- ✓ Eelmisel perioodil makstud dividendid. Arvestades muu maailma ettevõtete kogemusi ning seda, et dividende peetakse stabiilseteks, võib eeldada, et dividendide maksmine eelmisel perioodil soodustab dividendide maksmist ka järgnevatel perioodidel.
- ✓ Eelmiste perioodide jaotamata kasum ning aruandeaasta puhaskasum. Kaks olulist näitajat, mis kõige enam peaksid mõjutama ettevõtte poolt makstavaid dividende. Kasumi näitajate suurenemisega peaks kaasnema dividendide suurenemine.
- ✓ Vabad rahavood. Näitaja, mis peaks kõige otsesemalt mõjutama dividendide suurust. Teatavasti on ettevõttes tekkivad vabad rahavood eelduseks dividendide maksmisele. Vabade rahavoogude tõusu korral peaksid suurenema ka makstavad dividendid. Aktsionäridele suunatud rahavoogude leidmiseks kasutatakse lihtsustatud valemit (Damodaran 2005b):
$$\text{vabad rahavood} = \text{puhaskasum} + \text{amortisatsioon} + \text{laenud} - \text{laenu põhiosa} \\ \text{tagasimaksed} - \text{põhivara ost} - \text{käibekapitali muutus}$$
- ✓ Kohustused. Kohustused omavad dividendide maksmisel olulist tähtsust. Teatavasti ei ole ettevõtetel suurt võimalust dividendide maksmiseks, kui on võetud suurel määral mitmesuguseid kohustusi. Kohustuste tasumine erinevatel perioodidel võib oluliselt vähendada aktsionäridele suunatud rahavoogusid, mille tõttu ei pruugi jääda vabu rahalisi vahendeid dividendide maksmiseks. Eesti ettevõtete puhul on loogiline eeldada, et suhteliselt lühikese tegevusaja tõttu ei ole nad jõudnud tasuda oma suuri kohustusi, mis on kaasatud, et viia ellu ettevõtte arengut soodustavaid investeeringuid. Seega kohustuste suurenemine peaks endaga kaasa tooma dividendide vähenemise.

- ✓ Likviidsus. Likviidsus iseloomustab ettevõtte võimet tasuda oma kohustusi. Mida suurem on antud näitaja väärtus, seda paremini suudab ettevõtte tasuda oma kohustusi ning järelkult leidub rohkem vabu vahendeid, millest maksta dividende. Seega likviidsuse suurenemisega peaks kaasnema dividendide suurenemine. Likviidsuse iseloomustamiseks on kasutatud lühiajalise võlgnevuse kattekordajat (Raudsepp 1999: 185):

$$\text{lühiajalise võlgnevuse kattekordaja} = \frac{\text{käibevarad}}{\text{lühiajalised kohustused}}$$

- ✓ Maksunduse aspekt (enne ja pärast 2000. aastat). Teatavasti toimus 2000. aastal üks suuremaid maksuseaduste muudatusi, millel peatuti põhjalikumalt alapeatükis 2.2. Peale 2000. aastat maksustati kasum hetkel, kui see viidi ettevõttest välja. Seega soodustati enam investeringuid kui dividendide maksmist. Andmebaasis sisalduvad andmed on teatavasti toodud aegreana, mille periood jaotatakse kaheks – enne 2000. aastat ning peale 2000. aastat. Arvestades antud seadusemuudatuse olemust, peaks seos dividendidega olema negatiivne. Samas näitas dividendide statistiline analüüs eelmises alapeatükis, et seadusemuudatusega ei kaasnud dividendide maksmise vähenemist. Seega võib maksunduse mõju olla nii positiivne kui ka negatiivne.

Sõltuvateks muutujateks regressioonianalüüsis on summaarsed dividendid ning dividendide väljamaksekindajad. Tabelis 3.7 on välja toodud valimis olevate ettevõtete poolt makstavate dividendide osakaal kõikidest Eesti ettevõtete poolt makstud dividendidest, mis vastavalt arvutustele omavad 37–74% kõikidest dividendidest. Seega on alust arvata, et mudelitest saadav informatsioon on representatiivne, eelkõige edukate ettevõtete kohta, sest valimisse ei kaasatud väiksemaid ning edukate ettevõtete hulka mittekuuluvaid firmasid.

Tabel 3.7. Valimisse kuuluvate ettevõtete poolt makstud dividendide osakaal kõikidest Eesti ettevõtte poolt makstud dividendidest, tuhandetes kroonides, osakaal %-des

	1997	1998	1999	2000	2001
Eesti ettevõtete poolt makstud dividendid	1 904 992	1 697 315	1 576 684	4 353 960	6 375 180
Valimisse kuuluvate ettevõtete poolt makstud dividendid	1 418 835	835 361	1 119 249	1 970 218	2 362 813
osakaal	74%	49%	71%	45%	37%

Allikas: autori arvutused, Lauk 2004.

Seoses dividendide väljamaksekindaja leidmisega tekkis kaks võimalust. Teatavasti avaldub väljamaksekindaja väärtus dividendide ja puhaskasumi jagatisena. Seega peaks dividendideks eraldatud summa jagamisel aruandeaasta puhaskasumi kirjega olema võimalik saada väljamaksekindaja väärtuse. Tegelikuses on aga näiteks maksunduse aspektist lähtuvalt oluline, mis aasta kasumist dividende makstakse. Tihti ei maksta dividende mitte aruandeaasta puhaskasumist, vaid hoopis eelmiste perioodide jaotamata kasumi arvelt. Seega tuleks väljamaksekindaja leidmisel puhaskasumi puhul arvestada nii aruandeaasta puhaskasumit kui ka eelmiste perioodide jaotamata kasumit. Samas kui ettevõtte tõesti maksab dividende ainult aruandeaasta puhaskasumist, siis ei oleks väljamaksekindaja väärtus, mis on saadud, kui puhaskasumina arvestatakse ka eelmiste perioodide jaotamata kasumit, tõepärane. Seetõttu on järgnevalt tehtud kaks mudelit, ühes neist on sõltuvaks muutujaks väljamaksekindaja DIV, mille puhul on puhaskasumina kasutatud eelmiste perioodide jaotamata kasumi ning aruandeaasta kasumi summat, ning teisel juhul on muutujaks väljamaksekindaja DIVII, mille korral on dividendid jagatud aruandeaasta kasumiga.

Mõlema väljamaksekindaja (DIV ja DIVII) väärtuste põhjal leiti Eesti ettevõtete keskmine. Esimese mudeli puhul oli keskmiseks väljamaksekindajaks 38% ning teisel juhul oli selleks 43%. Väljamaksekindajate väike erinevus on seletatav lihtsa matemaatilise tõepära abil. Eelnevalt sai mainitud, et esimese väljamaksekindaja leidmisel sai dividende jagatud eelmiste perioodide jaotamata kasumi ja aruandeaasta kasumi summaga. Saadud summa on aga suurem kui ainult aruandeaasta puhaskasum, mis omakorda tingiski esimese väljamaksekindaja mõnevõrra väiksema väärtuse.

Regressioonanalüüsi eesmärgiks on uurida seaduspärasusi, mis on toodud tabelis 3.8:

Tabel 3.8. Regressioonanalüüsi aluseks olevad seosed

Sõltuvad muutujad	Sõltumatud muutujad
<i>DIV</i>	<i>DIV</i> _{<i>t</i>-1} ; <i>KAIVE</i> ; <i>KOH</i> ; <i>EKAS</i> ; <i>KAS</i> ; <i>KASV</i> ; <i>LIKV</i> ; <i>ROE</i> ; <i>RAHAV</i> ; <i>AASTA</i>
<i>DIVII</i>	<i>DIVII</i> _{<i>t</i>-1} ; <i>KAIVE</i> ; <i>KOH</i> ; <i>EKAS</i> ; <i>KAS</i> ; <i>KASV</i> ; <i>LIKV</i> ; <i>ROE</i> ; <i>RAHAV</i> ; <i>AASTA</i>
<i>DIVSUM</i>	<i>DIVSUM</i> _{<i>t</i>-1} ; <i>KAIVE</i> ; <i>KOH</i> ; <i>EKAS</i> ; <i>KAS</i> ; <i>KASV</i> ; <i>LIKV</i> ; <i>ROE</i> ; <i>RAHAV</i> ; <i>AASTA</i>

Allikas: autori koostatud.

Parema ülevaate saamiseks on järgnevalt välja toodud eelnevas tabelis kasutatud muutujate lühendite selgitused:

- DIV* - dividendide väljamaksekordaja ($\text{dividendid} / (\text{aruandeaasta puhaskasum} + \text{eelmiste perioodide jaotamata kasum})$),
- DIVII* - dividendide väljamaksekordaja ($\text{dividendid} / \text{aruandeaasta puhaskasum}$),
- DIVSUM* - summaarsed dividendid,
- KAIVE* - realiseerimise netokäive,
- KOH* - kohustused,
- EKAS* - eelmiste perioodide jaotamata kasum,
- KAS* - aruandeaasta kasum,
- KASV* - põhivarade kasvumäär,
- LIKV* - lühiajalise võlgnevuse kattekordaja,
- ROE* - rentaablus,
- RAHAV* - vabad rahavood,
- AASTA* - fiktiivne muutuja (0 – aastad 1996–1999; 1 aastad 2000–2001).

Järgneva regressioonanalüüsi läbiviimisel lähtutakse regressioonimudeli klassikalistest eeldustest, mille puhul juhuslike vigade tinglikud keskvärtused on võrdsed nulliga, juhuslike vigade tinglikud dispersioonid on konstantsed, juhuslikud vead ei korreleeru omavahel, juhuslikud vead ei korreleeru sõltumatu muutujaga ning juhuslikud vead on normaaljaotusega.

Regressioonanalüüsi alustuseks tuuakse välja tabeli 3.8 põhjal korrelatsioonimaatriksid kõigi kolme mudeli kohta (vt. tabelid 3.9; 3.10; 3.11). Korrelatsioonimaatriksite esmane analüüs võimaldab teha järeldusi erinevate sõltuvate ning sõltumatute muutujate ja sõltumatute muutujate omavaheliste seoste olemasolu, suuna ning tugevuse kohta. Mida tugevam on seos sõltuva ning sõltumatute muutujate vahel seda parem on saadud regressioonvõrrand. Hea mudeli saamiseks ei ole soovitatav lülitada mudelisse sõltumatuid muutujaid, mis on omavahel tugevas korrelatsioonis.

DIV mudeli korrelatsioonimaatriksi analüüsimisel selgub (vt. tabel 3.9), et dividendide väljamaksekordaja (DIV) on nõrgas seoses rentaabluse (ROE), kasumi (KAS) ning kasvumäära (KASV) iseloomustavate muutujatega. Samas on tugev seos mitmete

sõltumatute muutujate vahel, näiteks käibe (KAIVE), kohustuste (KOH), eelmiste perioodide jaotamata kasumi (EKAS), aruandeaasta kasumi (KAS) ning aktsionäridele suunatud vabade rahavoogude (RAHAV) vahel. Seega hea mudeli saamiseks ei ole soovitatav vastavaid sõltumatuid muutujaid lisada samaaegselt regressioonanalüüsi mudelisse.

Tabel 3.9. DIV mudeli korrelatsioonimaatriks

	DIV	KAIVE	KOH	EKAS	KAS	KASV	LIKV	ROE	RAHAV
DIV	1,00								
KAIVE	0,03	1,00							
KOH	-0,03	0,71	1,00						
EKAS	-0,08	0,55	0,32	1,00					
KAS	0,15	0,55	0,28	0,58	1,00				
KASV	-0,15	0,02	0,10	0,05	0,06	1,00			
LIKV	-0,14	-0,01	-0,16	0,14	0,17	-0,12	1,00		
ROE	0,36	-0,02	-0,10	0,02	0,11	0,03	0,08	1,00	
RAHAV	0,02	0,74	0,75	0,57	0,59	0,00	-0,01	-0,03	1,00

Allikas: Äriregistri andmebaas, autori koostatud.

Majandusnäitajaid sisaldavates mudelites on multikollineaarsuse olemasolu tavaline nähtus, samas ei tohiks see mõjuda hinnangute teoreetilisi omadusi. Seega ei peaks eelnevalt nimetatud sõltumatute muutujate vahelisi seoseid pidama keelavaks teguriks regressioonanalüüsi teostamisel. Multikollineaarsuse korral soovitatakse mudeli viimist logaritmitud kujule. Antud mudeli puhul ei andnud logaritmine soovitud tulemust, sest mudeli kirjeldatuse tase muutus märkimisväärselt halvemaks. Lisaks tuleb mainida, et DIV mudeli koostamisel peab arvestama asjaoluga, et sõltuv muutuja on suhteline suurus, samas kui sõltumatud muutujad on enamjaolt absoluutsuurused.

DIVII mudeli korrelatsioonimaatriksi analüüsimisel selgub (vt. tabel 3.10), et dividendide väljamaksekordaja (DIVII) on nõrgas seoses ainult kasvumäära (KASV) iseloomustava muutujaga. Samaks jäid eelnevalt mainitud sõltumatute muutujate (kohustused, eelmiste perioodide jaotamata kasumi, aruandeaasta kasumi ning aktsionäridele suunatud vabade rahavoogude) vahelised tugevad seosed. Seega DIVII mudeli põhjal regressioonanalüüsi teostamine on esialgsete vaatluste põhjal küsitav.

Tabel 3.10. DIVII mudeli korrelatsioonimaatriks

	DIVII	KAIVE	KOH	EKAS	KAS	KASV	LIKV	ROE	RAHAV
DIVII	1,00								
KAIVE	-0,01	1,00							
KOH	-0,05	0,71	1,00						
EKAS	0,01	0,55	0,32	1,00					
KAS	0,04	0,55	0,28	0,58	1,00				
KASV	-0,17	0,02	0,10	0,05	0,06	1,00			
LIKV	-0,09	-0,01	-0,16	0,14	0,17	-0,12	1,00		
ROE	-0,06	-0,02	-0,10	0,02	0,11	0,03	0,08	1,00	
RAHAV	-0,02	0,74	0,75	0,57	0,59	0,00	-0,01	-0,03	1,00

Allikas: Äriregistri andmebaas, autori koostatud.

DIVSUM mudeli korrelatsioonimaatriksi analüüsimisel selgub (vt. tabel 3.11), et summaarsed dividendid (DIVSUM) omavad tugevat seost käivet (KAIVE), eelmiste perioodide jaotamata kasumit(EKAS), aruandeperioodi kasumit(KAS) ning rahavoogusid (RAHAV) iseloomustavate muutujatega. Samas eksisteerib endiselt tugev seos eelnevalt mainitud sõltumatute muutujate vahel.

Tabel 3.11. DIVSUM mudeli korrelatsioonimaatriks

	DIVSUM	KAIVE	KOH	EKAS	KAS	KASV	LIKV	ROE	RAHAV
DIVSUM	1,00								
KAIVE	0,50	1,00							
KOH	0,22	0,71	1,00						
EKAS	0,52	0,55	0,32	1,00					
KAS	0,93	0,55	0,28	0,58	1,00				
KASV	0,01	0,02	0,10	0,05	0,06	1,00			
LIKV	0,19	-0,01	-0,16	0,14	0,17	-0,12	1,00		
ROE	0,17	-0,02	-0,10	0,02	0,11	0,03	0,08	1,00	
RAHAV	0,44	0,74	0,75	0,57	0,59	0,00	-0,01	-0,03	1,00

Allikas: Äriregistri andmebaas, autori koostatud.

Korrelatsioonimaatriksite visuaalse analüüsi tulemusena võib järeldada, et sobivaim mudel regressioonanalüüsi läbiviimiseks on DIVSUM. Lisas 5 on välja toodud kõikide mudelite regressioonanalüüsi esialgsed tulemused, mis annavad kinnitust korrelatsioonimaatriksite visuaalsele analüüsile. Vaadates lisas välja toodud esialgseid tulemusi, võib tõepoolest

märgata, et mudelites DIV ning DIVII on palju ebaolulisi muutujaid ning nimetatud mudelite põhjalikum regressioonanalüüs ei annaks tulemusi.

Lisas 5 on välja toodud ka mudeleid iseloomustavad üldised näitajad nagu determinatsioonikordaja väärtused ning Durbin-Watsoni d–statistiku väärtused. Head kirjeldatuse taset omavate mudelite korral peaks autori arvates determinatsioonikordaja väärtus paiknema 0,9 ümber. Lisas välja toodud mudelites jäävad antud väärtused vahemikku 0,64–0,95. Kõige madalamad determinatsioonikordajad iseloomustavad mudelit DIVII, samas kõrgeim determinatsioonikordaja on DIVSUM mudeli puhul. Autokorrelatsiooni puudumisel on Durbin-Watsoni d–statistiku väärtus 2 lähedane. Vaadates lisas välja toodud mudeleid omavad kõige rahuldavamad tulemust DIVSUM Durbin-Watsoni d-statistiku väärtused, samas DIVII mudeli puhul on vastav näitaja 3,4, seega võib DIVII mudelis esineda autokorrelatsioon.

Lähtudes korrelatsioonimaatriksite visuaalsest analüüsist ning eelnevalt mainitud mudeleid iseloomustavate üldiste näitajate väärtustest, on otstarbekas regressioonanalüüsi aluseks valida summaarsete dividendide (DIVSUM) mudel. Seega on järgnevas tabelis toodud DIVSUM mudeli esialgsed tulemused. Arvestamata korrelatsioonimaatriksites välja toodud seoseid, on tabelis 3.12 regressioonanalüüsi kaasatud kõik sõltumatud muutujad.

Tabel 3.12. DIVSUM mudeli esialgsed tulemused

Sõltumatud muutujad	Fikseeritud efektiga mudel			Juhusliku efektiga mudel		
	koefitsient	t-statistik	tõenäosus	koefitsient	t-statistik	tõenäosus
DIVSUM(-1)	0,324	0,948	0,345	0,790	11,208	0,000
KAIVE	0,006	2,553	0,012	-0,025	-2,649	0,008
KOH	0,049	1,155	0,250	0,113	4,505	0,000
EKAS	0,216	1,635	0,105	0,154	4,863	0,000
KAS	0,380	3,115	0,002	0,440	6,740	0,000
KASV	-7 573 392	-1,455	0,148	-23 741 692	-1,613	0,108
LIKV	-327 597	-1,365	0,175	-681 387	-0,768	0,443
ROE	-2 476 424	-0,703	0,483	10 401 097	1,424	0,156
RAHAV	-0,085	-1,473	0,144	-0,094	-7,341	0,000
AASTA	-2 971 310	-1,947	0,054	-5 931 950	-1,563	0,119

Allikas: lisa 5, Äriregistri andmebaas.

Regressioonanalüüsis kasutatakse nii fikseeritud kui ka juhusliku efektiga mudelit. Fikseeritud efektiga mudeli puhul on võimalus tulemusi üldistada ainult valimis olevate ettevõtete puhul, samas juhusliku efektiga mudeli korral on võimalik tulemusi üldistada kõikide Eesti ettevõtete kohta (Vörk 2005).

Enne põhjalikumat analüüsimist, tuleks esialgsetest regressioonanalüüsi tulemustest (vt. tabel 3.12) eemaldada mitmed ebaolulised näitajad. Kõikide mudelite puhul on usaldusnivoo 95% (seega olulisuse nivoo ehk $\alpha=0,05$). Pärast ebaoluliste näitajate kõrvaldamist on lõplikud mudeli tulemused toodud välja järgnevas tabelis 3.13.

Tabel 3.13. DIVSUM lõplikud modelid

Sõltumatud muutujad	Fikseeritud efektiga mudel			Juhusliku efektiga mudel		
	koefitsient	t-statistik	tõenäosus	koefitsient	t-statistik	tõenäosus
DIVSUM(-1)				0,795	11,325	0,000
KAIVE	-0,010	-6,629	0.000	-0,025	-2,607	0,009
KOH				0,113	4,577	0,000
EKAS	0,271	9,044	0.000	0,142	4,428	0,000
KAS	0,594	5,301	0.000	0,444	7,137	0,000
KASV	-11 629 748	-6,097	0.000			
LIKV	-1 011 699	-13,230	0.000			
ROE						
RAHAV	-0,068	-2,286	0.023	-0,095	-7,364	0,000
AASTA	-5 541 175	-5,586	0.000			
Mudeli üldised näitajad:						
determ. Kordaja	0,947			0,929		
Durbin-Watsoni test	2,111			2,728		

Allikas: lisa 5, Äriregistri andmebaas.

Fikseeritud efektiga mudeli puhul omavad makstavatele dividendidele positiivset mõju eelmiste perioodide jaotamata kasumi (EKAS) ning aruandeaasta kasumi kasv (KAS). Samas negatiivset mõju omavad käivet (KAIVE), kasvumäära (KASV), likviidsust (LIKV) ning rahavoogusid (RAHAV) iseloomustavate tegurite kasv. Samuti omas makstavatele dividendidele negatiivset mõju 2000. aastal läbi viidud maksuseaduse muudatus. Vastavalt regressioonanalüüsile ei oma valimisse kuuluvate ettevõtete poolt makstavatele dividendidele mõju eelmisel perioodil makstud dividendide (DIVSUM(-1)) ning kohustusi (KOH) ja rentablust (ROE) iseloomustavate näitajate kasv.

Juhusliku efektiga mudelite puhul omab makstavatele dividendidele positiivset mõju eelmistel perioodidel makstud dividendide ($DIVSUM(-1)$), eelmiste perioodide jaotamata kasumi (EKAS) ning aruandeaasta kasumi (KAS) kasv. Küsitav on aga kohustuste (KOH) kasvu positiivne mõju makstavatele dividendidele. Negatiivset mõju makstavatele dividendidele omavad käivet (KAIVE) ning rahavoogusid (RAHAV) iseloomustavate näitajate kasv. Dividendide maksmisele ei oma mõju kasvu (KASV), likviidsust (LIKV) ning rentaablust (ROE) iseloomustavate näitajate kasv, samuti on ebaoluline 2000. aastal läbi viidud seadusemuudatus.

Tabeli 3.13 põhjal võib märgata, et mõlemas mudelis omavad nii eelmiste perioodide jaotamata kasumi kui ka aruandeaasta kasumi kasv summaarsetele dividendidele positiivset mõju. Teatavasti on peamised rahalised vahendid dividendide maksmiseks nii eelmiste perioodide jaotamata kasum kui aruandeaasta kasum, seega nimetatud muutujate suurenemise positiivne mõju makstavatele dividendidele on loogiline. Mõlemas mudelis omas käibe ning rahavoogude suurenemine makstavatele dividendidele negatiivset mõju. See võib olla põhjendatav Eesti ettevõtete lühikese tegutsemisajaga. Mõnevõrra küsitav on aga aktsionäridele suunatud rahavoogude suurenemisega kaasnev dividendide vähenemine. Siinkohal võib põhjuseks olla asjaolu, et hoolimata valimis osalenud ettevõtete aastatega suurenevast aktsionäridele suunatud rahavoogude summast, maksavad dividende endiselt vähesed ettevõtted.

Järgneval leheküljel on välja toodud lisa 6 põhjal kokkuvõttev tabel 3.14, milles on korrelatsioonimaatriksites välja toodud seostest lähtudes teostatud regressioonanalüüs. Seega on välditud tugevat seost omavate sõltumatute muutujate lülitamist samasse mudelisse ning on moodustatud mudeleid sõltuva muutujaga tugevat seost omavate sõltumatute muutujatega.

Võrreldes saadud tulemusi tabelis 3.13 ning tabelis 3.14, tuleb tõdeda, et enamus tulemustest ühtivad ning on samasuunalised. Tabeli 3.14. koostamise aluseks olid mudelid, kus oli arvestatud korrelatsioonimaatriksi visuaalse analüüsiga, seega tuleks antud tabelis saadud tulemusi lugeda lõplikeks tulemusteks.

Tabel 3.14. DIVSUM mudeli tulemused lähtudes korrelatsioonimaatriksi analüüsist.

Sõltumatud muutujad	Fikseeritud efektiga mudel	Juhusliku efektiga mudel	Üldistus
DIVSUM(-1)	positiivne	positiivne	positiivne
KAIVE	negatiivne/positiivne	ebaoluline/negatiivne	negatiivne
KOH	ebaoluline/positiivne	ebaoluline/negatiivne	ebaoluline
EKAS	positiivne	positiivne	positiivne
KAS	positiivne	positiivne	positiivne
KASV	ebaoluline/negatiivne	ebaoluline	ebaoluline
LIKV	positiivne	ebaoluline	ebaoluline
ROE	positiivne	ebaoluline	ebaoluline
RAHAV	ebaoluline/negatiivne	ebaoluline/negatiivne	negatiivne
AASTA	negatiivne	ebaoluline	ebaoluline

Allikas: lisa 6, Äriregistri andmebaas.

Järgnevalt on koostatud lõplik tabel 3.15, milles on arvestatud juhusliku efektiga mudeli tulemusi tabelis 3.13 ning 3.14, peatükis 2 välja toodud tabelis 2.1 mujal maailmas läbi viidud empiiriliste uuringute tulemusi ning tabelis 3.6 prognoositud tegurite mõju dividendidele. Töö eesmärgiks oli uurida eelkõige Eesti ettevõtete dividendipoliitikaid mõjutavaid tegureid, seetõttu on tulemuste võrdlemisel arvestatud eelkõige juhusliku efektiga mudeli tulemusi.

Tabel 3.15. Erinevate tegurite mõju dividendidele: võrdlus empiiriliste ja regressioonanalüüsi tulemuste vahel

Dividendide maksmist mõjutavad tegurid	Empiirilistes uuringutes selgunud mõju dividendidele	Regressioonanalüüsi käigus selgunud mõju dividendidele	Prognoositud mõju dividendidele
käive	positiivne	negatiivne	positiivne/negatiivne
kasvumäär	negatiivne	ebaoluline	negatiivne
rentaablus	positiivne	ebaoluline	positiivne
eelmisel perioodil makstud dividendid	positiivne	positiivne	positiivne
eelmiste perioodide jaotamata kasum	negatiivne	positiivne	positiivne
aruandeaasta kasum	positiivne	positiivne	positiivne
vabad rahavood	positiivne	negatiivne	positiivne
kohustused	negatiivne	negatiivne	negatiivne
likviidsus	ei ole uuritud	ebaoluline	positiivne
maksud	ei ole uuritud	ebaoluline	negatiivne

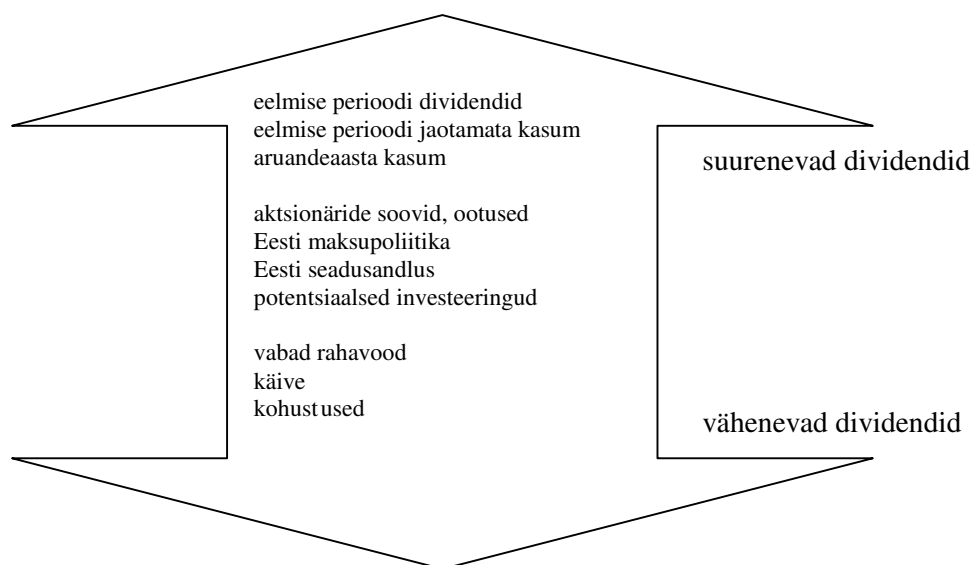
Allikas: autori koostatud, lisa 2, Äriregistri andmebaas

Kokkuvõtteks ühtivad saadud tulemused osaliselt nii samalaadsete empiiriliste uuringute tulemustega kui ka prognoosidega. Mitmed tegurid nagu näiteks kasvumäär, rentaablus, likviidsuse olukord ning maksuseaduse muudatus ei oma vastavalt uuringu tulemustele makstavatele dividendidele erilist mõju. Samas eelmiste perioodide makstud dividendide, eelmiste perioodide jaotamata kasumi ning aruandeaasta kasumi kasv soodustavad dividendide maksmist. Dividendide maksmisele pärssivalt mõjuvad ettevõtte käibe, kohustuste ning vabade rahavoogude kasv.

Võrreldes saadud tulemusi käesoleva töö sissejuhatuses välja toodud hüpoteesiga, milles väidetakse, et ettevõtte kasvutendentsi ning kohustusi iseloomustavate näitajate tõus pärssib dividendide maksmist ning rentaablust iseloomustavate näitajate kasv soodustab seda, tuleb tõdeda, et nii üldine lähenemine Eesti ettevõtete puhul täielikult ei kehti. Kuigi nimetatud hüpoteesiga võib osaliselt nõustuda, eksisteerib mõningaid erinevusi, näiteks muutusid mitmed tegurid analüüsi käigus ebaoluliseks või omasid prognoosidega vastupidist suunda.

Regressioonanalüüs andis täiendavat informatsiooni ettevõtte dividendipoliitikat mõjutavate tegurite osas. Antud peatükis oli võimalik konkreetsemalt teada saada, kuidas erinevad tegurid dividendide maksmist mõjutavad. Samuti selgus, et mitmed näitajad ei omagi dividendide maksmisele erilist mõju. Kuigi eelmises alapeatükis ilmnes, et maksundus on oluline dividendipoliitika mõjutaja, andis regressioonanalüüs kinnitust sellele, et konkreetselt 2000. aastast alanud uus maksusüsteem ei mõjuta Eesti ettevõtete poolt makstavaid dividende. Samas üleüldine maksunduse olukord mõjutab ettevõtte juhtide arvates oluliselt makstavaid dividende.

Kokkuvõtteks eelmistele ning käesolevale alapeatükile on koostatud joonis 3.6 Eesti ettevõtete dividende mõjutavatest teguritest. Joonisel on kajastatud regressioonanalüüsist ning ankeetide analüüsimisest saadud tulemused, mis kokkuvõttes annavad hea ülevaate kõikidest teguritest, mis mõjutavad Eesti ettevõtete poolt makstavaid dividende. Vastavalt nende paiknemisele joonisel on võimalik analüüsida kuidas nad dividendidele mõjuvad, kas soodustavad või pärssivad dividendide maksmist.



Joonis 3.6. Eesti ettevõtete dividendide mõjutavad tegurid (autori koostatud).

Tuleb tõdeda, et kui võrrelda saadud tulemusi mitmete teiste empiiriliste uuringute tulemustega, mis on toodud välja lisas 2, siis ühtivad osaliselt Eesti ning teiste riikide ettevõtete dividendide mõjutavad tegurid. Seega finantsaruannetest tulenevad dividendipoliitikat mõjutavad tegurid ühtivad küll osaliselt erinevate riikide ettevõtete puhul. Kuid ettevõtte välised mõjutegurid, nagu riikide seadusandlus ja maksundus ning teiste ettevõtete dividendipoliitiline käitumine, sõltuvad konkreetse riigi majanduskliimast. Näiteks selgus uurimistöö käigus, et maksunduse olukord mõjutab ettevõtte poolt makstavaid dividendide ning sarnaste ettevõtete dividendipoliitiline käitumine dividendide ei mõjuta. Samas viitavad mujal maailmas läbi viidud uuringud vastupidisele olukorrale.

Eesti ettevõtete dividendide maksmisviiside ning Ameerika ettevõtete põhjal väljakujunenud dividendipoliitiliste seisukohtade vahel eksisteerib mõningaid sarnasusi. Statistiline analüüs andis tõestust dividendide stabiilsest dünaamikast võrreldes kasumiga ning samuti võib märgata sarnaselt Ameerika ettevõtetele, et siinsete ettevõtete dividendide maksmine sõltub ettevõtte elutsükli põhimõtetest.

Lõpetuseks analüüsides ülduliselt Eesti ettevõtete dividendide maksmise olukorda, tuleb tõdeda, et enamuse Eesti ettevõteteid on lihtsalt liiga varajases arengustaadiumis, mis on kindlasti üks eripärasid võrreldes mitmete teiste riikidega, ning seetõttu on ka ettevõtete

poolt makstavad dividendid suhteliselt tagasihoidlikud ning kindlad poliitikad, kuidas dividende makstakse, ei ole veel jõudnud välja kujuneda. Samas viitavad mitmed aspektid – suurenev dividendide maksutulude osakaal riigieelarves ning aasta aastalt suurenev makstavate dividendide summa – otseselt dividendide populaarsuse tõusule. Seega võib prognoosida, et ettevõtete järjest kasvava tegutsemisajaga kaasnevad ka tasapisi suurenevad dividendid ning kujunevad välja konkreetsemad poliitikad, millest lähtutakse dividendide maksmist või mittemaksmist puudutavate otsuste vastuvõtmisel.

KOKKUVÕTE

Dividendipoliitika kujundamine Eesti ettevõtetes ei ole majandusteadlaste poolt põhjalikku käsitlemist leidnud, hoolimata antud teema aktuaalsusest ning faktist, et dividendid on investorite seas muutumas järjest populaarsemaks. Antud väitekirja eesmärgiks ongi selgitada Eesti ettevõtete dividendipoliitikaid ning seda mõjutavaid tegureid.

Väitekirja esimestes peatükkides selgitati dividendipoliitika ja seda mõjutavate tegurite teoreetilisi aluseid. Esimeses peatükis kajastati dividendipoliitika olemust ning dividendide tähtsust investorite jaoks. Samuti toodi välja neli olulist dividendipoliitilist seisukohta, mis on välja kujunenud tänu dividendide maksmise pikaajalisele kogemusele Ameerika ettevõtetes: dividendid on korrelatsioonis kasumiga, dividendid on jäigad, dividendide tase on ühtlasem kui kasum ning ettevõtte dividendipoliitika sõltub ettevõtte elutsüklist.

Teoreetilises osas leidsid kajastamist ka majandusteadlaste seas diskussioone tekitanud erinevad dividendipoliitika teooriad. Üks esimesi teooriaid, mis avaldati ning mis leidis suurimat vastukaja, oli dividendide tähtsusetuse teooria, millele järgnesid varblane peos teooria ning maksueeliste teooria. Enamus nimetatud teooriaid leidsid suuremat tähelepanu pigem majandusteadlaste diskussioonides kui ettevõtte siseste otsuste vastuvõtmisel. Samas on jääkdividendide teooria, mis on omasuguste seas üks uuemaid, põhimõtted ettevõtetes ka laialdasemat kasutust leidnud.

Dividendide maksmise ajalugu ulatub 16. sajandisse ning pika aja jooksul on ettevõtetes välja kujunenud konkreetsed dividendipoliitikad. Võimalikeks dividendide maksmise viisideks on stabiilsed dividendid, dividendide muutumatu väljamaksekindaja ning kompromisside poliitika. Mõnevõrra uuemaks ning Eesti ettevõtete seas levinuimaks dividendipoliitikaks võib pidada jääkdividendide maksmist.

Teooria osas leidsid kajastamist ka viimastel aegadel suuri diskussioone tekitanud dividendide maksmise alternatiivsed võimalused, milleks võivad olla fondiemissioon, aktsiate ositamine, aktsiate ühendamine ning omaaktsiate tagasiost. Eriti suurt populaarsust on viimaste aastatega kogunud aktsiate tagasiost. Mitmete uuringute tulemused on näidanud aktsiate tagasiostu populaarsuse tõusu ettevõtetes, mille eeliseks võrreldes dividendide maksmisega peetakse eelkõige paindlikkust. Samas on majandusteadlased veendunud ning ka uuringute tulemused tõestavad, et aktsiate tagasiost ei saa kunagi täielikult asendada dividendide maksmist.

Ettevõtte dividendipoliitikat mõjutavad tegurid on jagatud ettevõtte sisesteks ning ettevõtte välisteks. Lähtudes majandusalastest teoreetilistest allikatest, võivad ettevõtte sisesed dividendipoliitikat mõjutavad tegurid olla järgnevad: ettevõtte investeerimisvõimalused, kasumi stabiilsus, alternatiivsed kapitali allikad, võlakohustused, ettevõtte kasvuperspektiivid. Ettevõtte välisteks mõjutajateks võivad olla seadusandlus, maksundus, investorite kihistumine, aktsionäride otsused, informatsiooni levik, inflatsioon. Samas tõestavad läbi viidud empiirilised uuringud, et dividendide maksmist soodustavad puhaskasumi, rentaabluse, vabade rahavoogude, eelmiste perioodide dividendimäära ning potentsiaalsete investeeringute kasv. Dividendide maksmist vähendavad aga eelmiste perioodide jaotamata kasumi, pikaajaliste kohustuste, kasvumäära ning prognoositava käibe kasv. Seega ei pruugi tegelikkuses teoreetiliselt põhjendatud dividende mõjutavad tegurid ühtida empiiriliste uuringute tulemustega.

Statistiline analüüs iseloomustab Eesti ettevõtete dividendide kujunemist aastatel 1997–2002. Vastava perioodi alguses toimus dividendide maksmise vähenemine, samas 2000. aastast sai alguse selge tõusutrend, mille tulemusena suuresid makstavad dividendid võrreldes langusperioodi lõpuga peaaegu viis korda. Nimetatud tõusutrendi üheks põhjuseks oli vaadeldavatel aastatel ettevõtete kasumite kasv. Osaliselt võis dividendide maksmist mõjutada ettevõtete realiseerimise netokäivate kasv, mille põhjuseks võis aga omakorda olla suurenenud ettevõtete arv.

Eesti ettevõtete puhul on huvitavaks asjaoluks see, et Tallinna börsil noteeritud ettevõtted maksavad tegelikult suure osa kõikidest Eesti ettevõtete dividendidest. Vaatlusalusel perioodil maksid noteeritud ettevõtted 4–24% kõikidest makstavatest dividendidest. Samas

on see äärmiselt suur osakaal, arvestades, et dividende maksvaid börsil noteeritud ettevõtteid on alla 0,06% kõikidest ettevõtetest.

Parema ülevaate saamiseks Eesti ettevõtetes kasutatavate dividendipoliitikate ning seda mõjutavate tegurite kohta saadeti Äripäeva edukate ettevõtete TOP 100-sse ning käibe TOP 500-sse kuuluvatesse ettevõtetesse ankeedid, kus finantsjuhtidel oli võimalus 5-palli skaalal hinnata tegureid, mis võivad mõjutada ettevõtte dividendipoliitikaid. Saadetud 100-le ankeedile vastasid 22 ettevõtet, kellest 19 on maksnud dividende. Samas moodustavad nende 19. ettevõtte poolt makstud dividendid 1999–2002 aastal kõikidest Eesti ettevõtete poolt makstavatest dividendidest 9–16%, mis arvestades Eesti ettevõtete koguarvu, on äärmiselt palju.

Ankeetide tulemustest selgus, et kõige enam mõjutavad ettevõtte dividendipoliitikat äritegevusest tekkivad vabad rahavood ning aktsionäride soovid ja ootused. Vastavalt moodustatud pingereale järgnevad Eesti maksupoliitika, kasumi stabiilsus, seadusandlus, potentsiaalsed investeringud, järgmise perioodi prognoositavad tulud ning eelnevatel aastatel makstud dividendid. Kõige vähem mõjutavad ettevõtte dividendipoliitikat finantsjuhtide arvates dividendide informatsiooniline aspekt ning sarnaste ettevõtete dividendipoliitikad, mis on osaliselt tingitud börsil noteeritud ettevõtete vähesusest. Ankeetide analüüsimisel selgus, et enamus Eesti ettevõtete juhte on veendumusel, et siinsed ettevõtted on liiga noored kujundamaks välja konkreetseid dividendipoliitikaid. Nimetatud asjaolule viitas ankeetides ka enamuse Eesti ettevõtete jääkdividendide teooria pooldamine, mis sobibki eelkõige arengujärgus olevatele ettevõtetele.

Veelgi täpsema informatsiooni saamiseks viidi läbi regressioonanalüüs, mille tulemusena on võimalik teada saada, kuidas erinevad finantstegurid mõjutavad dividendide maksmist. Aluseks olid Äripäeva Edukate Ettevõtete, Kasumi ning Käibe TOP-i kuuluvad 150 ettevõtet. Regressioonanalüüsi eesmärgiks oli, lähtudes finantsaruannetest saadavast informatsioonist, kindlaks teha missugused tegurid mõjutavad ettevõtte dividendipoliitikat. Mudelites kasutati sõltuva muutujana nii summaarseid dividende kui dividendide väljamaksekorrajaid. Samas sõltumatuteks muutujateks olid eelmistel perioodidel makstud dividendid, realiseerimise netokäive, kohustused, eelmiste perioodide jaotamata kasum, aruandeaasta kasum, kasvumäär, lühiajalise võlgnevuse kattekordaja, rentaablus, vabad

rahavood, ning fiktiivse muutujana aasta, mis pidi selgitama maksuseadusandluse muudatuse mõju dividendidele.

Regressioonianalüüsi tulemusena selgus, et Eesti ettevõtete poolt makstavaid dividende suurendavad eelmisel perioodil makstud dividendid, eelmise perioodi jaotamata kasum ning aruandeaasta kasum. Dividendide maksmist vähendavad käibe ning kohustuste suurenemine ning vabade rahavoogude suurenemine, mis on mõnevõrra küsitav. Samas osutusid mitmed näitajad nagu likviidsus, maksundus, kasvumäär ning rentaablus analüüsi tulemusena ebaolulisteks, kuigi teoreetiliselt võiks eeldada, et nimetatud näitajad mõjutavad oluliselt ettevõtte dividendipoliitikat.

Tuleb tõdeda, et sarnaselt Ameerika ettevõtetega, mõjutavad ka Eesti ettevõtete poolt makstavaid dividende sarnased finantsaruannetest tulenevad tegurid. Analüüsides üldiselt dividendide maksmise olukorda selgub, et Eesti ettevõtteid iseloomustab suhteliselt lühike tegutsemisaeg, mille tõttu on makstavad dividendid olnud tagasihoidlikud ning kindlaid tavaid, kuidas dividende maksta, ei ole veel välja kujunenud. Samas võib prognoosida dividendide maksmise populaarsuse tõusu, millele viitab otseselt tõusutrend makstavates dividendides.

Kokkuvõttes tõi käesolev töö selgust sellest, missugune on Eesti ettevõtete dividendipoliitika olukord 2000. aastate alguses, kui enamus ettevõtteid on turul tegutsenud alles lühikest aega ning kindlaid dividendipoliitilisi seisukohti ei ole veel jõudnud välja kujuneda. Samas võib leida mitmeid sarnaseid jooni Ameerika ettevõtete praktikaga, kuigi tegemist on juba pikki aastaid turul tegutsevate ettevõtetega ning kindlad dividendipoliitilised seisukohad on juba aastaid selged. Seega on Eesti ettevõtetel võimalus jälgida teiste riikide kogemusi ning vastava valdkonna teadmisi või kujundada siinsele majanduskliimale sobivad dividendipoliitikad.

VIIDATUD ALLIKAD

1. **Adelegan, O.** The Impact of Growth Prospect, Leverage and Firm Size on Dividend Behaviour of Corporate Firms of Nigeria. [<http://www.csae.ox.ac.uk/conferences/2000-OiA/pdfpapers/adelegan.PDF>]. 22.03.2005.
2. **Amihud, Y., Murgia, M.** Dividends, Taxes and Signalling: Evidence from Germany. – The Journal of Finance, 1997, Vol. 52, Issue 1, pp. 397–408.
3. **Andrew, B.** The Incidence and Persistence of Dividend Omissions by Spanish Firms. [<http://www.bde.es/informes/be/does/dt0303e.pdf>]. 26.02.2005.
4. **Barclay, M. J., Smith, C. W.** Corporate Payout Policy (Cash Dividends versus Open-Market Repurchases). – Journal of Financial Economics, 1988, No. 22, pp. 61–82.
5. **Barclay, M. J., Smith, C. W., Watts, R. L.** The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies. – The Journal of Applied Corporate Finance, 1995, Vol. 7, No 5, pp. 4–19.
6. **Beiner, S.** Theories and Determinants of Dividend Policy. [[http://www.sbf.unisg.ch/org/sbf/web.nsf/c2d5250e0954edd3c12568e40027f306/a5d76addbdf3888ac1256ba3002c0825/\\$FILE/Theories%20and%20Determinants%20of%20Dividend%20Policy.pdf](http://www.sbf.unisg.ch/org/sbf/web.nsf/c2d5250e0954edd3c12568e40027f306/a5d76addbdf3888ac1256ba3002c0825/$FILE/Theories%20and%20Determinants%20of%20Dividend%20Policy.pdf)]. 22.11.2004.
7. **Benartzi, S., Michaely, R., Thaler, R.** Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? – The Journal of Finance, 1997, Vol. 52, Issue 3, pp. 1007–1034.
8. **Black F.** The Dividend Puzzle. Readings in Financial Management. New York: Academic Press, 1982, 246 p.
9. **Block, S B., Hirt, G A.** Foundations of Financial Management. Boston: Irwin, 1992, 700 p.
10. **Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., Michaely, R.** Payout Policy in the 21st Century. NBER Working Paper, No. 9657, 2003.

11. **Brealey, R A., Myers, S C.** Principles of Corporate Finance. New York: McGraw – Hill, 1991, 1017 p.
12. **Brennan, M.** A Note on Dividend Irrelevance and the Gordon Valuation Model. – The Journal of Finance, 1971, Vol. 26, Issue 5, pp. 1115–1121.
13. **Brennan, M. J., Thakor, A. V.** Shareholder Preferences and Dividend Policy. – The Journal of Finance, 1990, Vol. 45, No. 4, pp. 993-1018.
14. **Brigham, E. F., Houston, J. F.** Fundamentals of Financial Management. 2nd ed. Fort Worth: Dryden Press, 1999, 641 p.
15. **Brook, Y., Charlton, W., Hendershott, R. J.** Do Firms use Dividends to Signal Large Future Cash Flow Increase? – Financial Management, 1998, Vol. 27, pp. 46–57.
16. **Bõtskova, J., Teearu, A.** Ärirahandus. Tallinn: Coopers & Lybrand, 1997, 159 lk.
17. Börsiettevõtete aruanded. Tallinna Börsi kodulehekülg. [<http://www.ee.omxgroup.com/?id=3771>]. 20.02.2005.
18. **Casey, K. M.** Dividend Policy, Beta Stability and the 1986 Tax Reform Act. – Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 2002, Vol. 6, No. 2, 2002, pp.43–56.
19. **Damodaran, A.** Corporate Finance: Theory and Practice. New York: Wiley, 1997, 876 p.
20. **Damodaran, A.** Dividends and Taxes: An Analysis of the Bush Dividend Tax Plan. [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/divtaxes.pdf>]. 26.04.2005(a).
21. **Damodaran, A.** The Dividend Decision. [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>]. 27.11.2004.
22. **Damodaran, A.** Applied Corporate Finance. The Determinants of Dividend Policy. [<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>]. 04.05.2005(b).
23. **DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D. J.** Are Dividend Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings. – Journal of Financial Economics, 2004, Vol. 72, June, pp. 425–456.
24. **Dittmar, A. K.** Why do Firms Repurchase Stock? – The Journal of Business, 2000, Vol. 73, No. 3, pp. 331–355.
25. Eesti Edukamad Ettevõtted 2002. Tallinn: Äripäeva Kirjastus, 2003, november, 54 lk.

26. **Elston, J. A.** Dividend Policy and Investment: Theory and Evidence from US Panel Data. – Managerial and Decision Economics, 1996, Vol. 17, No. 3, pp. 267–275.
27. **Fama E. F., French K. R.** Disappearing Dividends; Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? – Journal of Financial Economics, 2001, No. 60, pp 3–43.
28. **Feldmanis, A.** Aktsiaseltse ootab dividendide sundkorras väljamaksmine. – Äripäev, 2004a, 26. oktoober, lk 3.
29. **Feldmanis, A.** Taavi Veskimägi suretas kasumi sundjaotamise idee. – Äripäev, 2004b, 3. november, lk. 2.
30. **Fenn, G. W., Liang, N.** Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives. – Journal of Financial Economics, 2001, No. 60, pp. 45–72.
31. **Frankfurter, G. M., Wood, B. G.** Dividend Policy: Theory and Practice. London: Academic Press, 2003, 236p.
32. **Glen, A.** Corporate Financial Management. Harlow: Financial Times/Prentice Hall, 2002, 1098 p.
33. **Grullon, G., Michaely, R.** Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=222730]. 22.02.2005.
34. **Guay, W., Harford, J.** The Cash-Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases. – Journal of Financial Economics, 2000, No. 57, pp. 385–415.
35. **Higgins, R. C.** The Corporate Dividend-Saving Decision. – The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1972, Vol. 7, No. 2, pp. 1527–1541.
36. **Hines, J. R.** Dividends and Profits: Some Unsubtle Foreign Influences. – The Journal of Finance, 1996, Vol. 51, pp. 661–689.
37. **Holder, M. E., Langrehr, F. W., Lawrence Hexter J. L.** Dividend Policy Determinants: an Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. [http://www.findarticles.com/p/articles/mi_m4130/is_3_27/ai_53649447/pg_1]. 26.04.2005.

38. **Hubbard, J., Michaely, R.** Do investors Ignore Dividend Taxation? A Reexamination of the Citizens Utilities Case. – The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1997, Vol. 32, Issue 1, pp. 117–135.
39. **Jagannathan, M., Stephens, C. P., Weisbach, M. S.** Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases. – Journal of Financial Economics, 2000, No. 57, pp. 355–384.
40. **Jensen, G. R., Solberg, D. P., Zorn, T. S.** Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. – The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1992, Vol. 27, No. 2, pp. 247–263.
41. **Jong, A., Dijk, R., Veld C.** The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on a New Research Design. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=214570]. 26.04.2005.
42. **Kahl, A. L., Brigham, E. F., Rentz, W. F., Capenski, L. C.** Canadian Financial Management. 3rd ed. Toronto: Holt, Rinehart and Winston of Canada, 1991, 1050 p.
43. **Kanwer, A.** The Determinants of Corporate Dividend Policies in Pakistan. [<http://www.pakistaneconomist.com>]. 25.10.2004.
44. **Keown, A. J., Scott, D. F., Martin, J. D., Petty, J. W.** Foundations of Finance : the Logic and Practice of Financial Management. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1994, 654 p.
45. **Klanberg, M.** Dividendide maskustamine. – Äripäev, 2003, 18. märts, lk. 23.
46. Kohtuotsus nr. 3-2-1-16-04. Mati Vanni hagi AS Balteco vastu dividendi saamiseks. 10.02.2004. [<http://www.nc.ee/klr/laheidid/tekst/RK/3-2-1-16-04.html>]. 25.04.2005.
47. **Kompus, K.** Dividendide topeltnaksumustamine. – Maksumaksja Infoleht (Äripäeva lisa), 2003, 20. märts, lk. 4.
48. **Kuldkepp, A.** Tulumaksuseadus võib vajada muutmist. – Juhtimine “Aja juhtimine”(Äripäev lisa), 2003, 25. veebruar, lk. 30.
49. **Lasfer, M. A.** Script Dividends: the Management’s view. – European Financial Management, 1997, Vol. 3, No. 2, pp. 237–249.
50. **Lauk, A.** (Statistikaameti teabe ja levi talituse vanemkonsultant). Ettevõtete poolt makstud dividendid. Autori kirjavahetus. Tartu, 13. oktoober 2004.

51. **Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U., Sarig, O. H.** Dividend Policy: Its Impact on Firm Value. Boston: Harvard Business School Press, 2000, 220 p.
52. **Lehis, L.** 1. jaanuarist jõustusid tulumaksuseaduse ulatuslikud muudatused. – Maksumaksja, 2001, nr 3, lk. 27–30.
53. **Luman, T.** Esialgne plaan täheldanuks 95% ettevõtete pankrotti. – Äripäev, 2004, 3. november, lk. 2.
54. Maksukorralduse seadus. Vastu võetud Riigikogus 20. veerbuaril 2002. a. – Riigi Teataja I osa, 2002, nr. 26, art. 150.
55. Maksuviidad 2003. Tallinn: Äripäeva Kirjastus, 2002, 204 lk.
56. **Matson, A.** Eesti börsifirmade dividendide tootlus mullusest madalam. – Äripäev, 2004, 17 märts, lk. 8.
57. **McDonald, J. G., Jacquillat, B., Nussenbaum, M.** Dividend, Investment and Financial Decisions: Empirical Evidence on French Firms. – The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1975, Vol. 10, No. 5, pp. 741–755.
58. **Miller, M. H., Modigliani F.** Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. – Journal of Business, 1961, Vol. 34, Issue 4, pp. 411–433.
59. **Mollah, A. S., Keasey, K., Short, H.** The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange. [<http://www.bath.ac.uk/cds/enbs-papers-pdfs/mollah-new.pdf>]. 26.04.2005
60. **Männik, S.** Aktisaseltse ootab kohustus dividende maksta. – Äripäev, 2004, 19. mai, lk.2.
61. **Männik, S:** Dividendi võtjaid ähvardab osaline sotsiaalmaks. – Äripäev, 2003, 17. märts, lk. 2.
62. **Palepu, K G., Bernard, V L., Healy, P M.** Introduction to Business Analysis & Valuation. Cincinnati: South-Western College, 1997, 496 p.
63. Palgaseaduse, tulumaksuseaduse, sotsiaalmaksuseaduse, kogumispensionide seaduse ja maksukorralduse seaduse muutmise seadus. Vastu võetud Riigikogus 11. detsembril 2002. a. – Riigi Teataja I osa, 2002, nr. 111, art.662.
64. **Papaioannou, G. J, Savarese, C. M.** Corporate Dividend Policy Response to the Tax Reform Act of 1986. – Financial Management, 1994, Vol. 23, Issue 1, pp. 56–63.

65. **Pikamäe, T., Nurk, A.** Dividendide maksustamisest kehtiva tulumaksuseaduse põhjal. – Raamatupidamisuudised, 2000, nr 5, lk. 43–49.
66. **Puusepp, R.** Kasumi sundjaotamine viinuks kasumi peitmiseni. – Äripäev, 2004, 3. november, lk. 2.
67. **Puxty, A G., Dodds, J C.** Financial Management: Method and Meaning. London: Chapman & Hall, 1992, 638 p.
68. **Pärna, P.** Aktsiaseltsi mõte on dividende teenida. – Äripäev, 2004, 25. mai, lk. 23.
69. **Rao, R. K. S.** Financial Management: Concepts and Applications. 2nd ed. New York: Macmillan, 1992, 864 p.
70. **Raudjärv, I.** Uutest põhimõtetest dividendide maksustamisel. – Maksumaksja, 2001, nr 7, lk. 32–37.
71. **Raudsepp, V.** Ettevõtte dividendipoliitika analüüs ja kavandamine. – Raamatupidamisuudised, 1998, nr. 5, lk. 23–28.
72. **Raudsepp, V.** Finantsjuhtimise alused. Ettevõtte rahandus. Tallinn: Külim, 1999, 221.
73. Riigieelarve täitmine 1997–2005. – Rahandusministeerium. [<http://www.fin.ee/?id=366>]. 25.04.2005.
74. Riigieelarve täitmise aruanded 2003–2005. – Rahandusministeerium. [<http://www.fin.ee/index.php?id=374>]. 25.04.2005.
75. **Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F.** Corporate Finance. 5th ed. Boston: McGraw-Hill, 1999, 868 p.
76. **Rozeff, M.** Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. – Journal of Financial Research, 1982, No. 3, pp. 249–259.
77. **Sander, P.** Dividendide maksustamine ja muutused Eesti börsiettevõtete dividendipoliitikas ning omanikestruktuuris. – Majandusarvestuse aktuaalsed probleemid äri- ja avalikus sektoris. Tallinn: Tallinna Tehnikaülikool, 2004, lk. 71–83.
78. **Saxena, A. K.** Determinants of Dividend Payout Policy: Regulated versus Unregulated Firms. [<http://www.westga.edu/~bquest/1999/payout.html>]. 22.11.2004.
79. **Smith, K. V.** Increasing Stream Hypothesis of Corporate Dividend Policy. Readings in Financial Management. New York: Academic Press, 1982, 246 p.

80. Sotsiaalmaks dividendile ei ole põhjendatud. – Äripäeva juhtkiri, 2003, nr. 52, lk. 21.
81. Statistika andmebaas. Eesti Statistikaameti kodulehekülg. [www.stat.ee]. 20.02.2005.
82. **Talmor, E.; Titman, S.** Taxes and dividend policy. – Financial Management, 1990, Vol. 19, Issue 2, pp. 32–36.
83. **Tingas, R.** Intressid, dividendid ja litsensitasu on maksuvabad. – Äripäev, 2004, 7. juuni, lk. 25.
84. **Trojanowski, G.** Ownership Structure and Payout Policy in the UK. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=498023]. 26.04.2005.
85. Tulumaksuseadus. Vastu võetud Riigikogus 15. detsembril 1999. a. – Riigi Teataja I osa, 1999, nr. 101, art. 903.
86. **Urva, E.** Dividendi sundjagamine halvendab ärikeskkonda. – Äripäev, 2004, 21. mai, lk. 23.
87. **Uustalu, E.** Välisdividendide diskrimineerimisest. – Äripäev, 2003, 16. detsember, lk. 23.
88. **Võrk, A.** Staatilised paneelandmete mudelid. [http://infutik.mtk.ut.ee/~avork.ri/teaching/ecmod/AVork_Static_panel_data.pdf]. 29.03.2005.
89. **Vähi, T.** Praegu peavad Eesti ettevõtted investeerima. – Äripäev, 2004, 3. november, lk. 2.
90. Äriregistri andmebaasi, 1995-2002 - Eesti Äriregistri materjalid, 2004.
91. Äriseadustik. Vastu võetud Riigikogus 15. veebruaril 1995. a. [https://www.riigiteataja.ee/ert/act.jsp?id=834159]. 25.04.2005.
92. **Zirnask, V.** Dividendide vähendamine on valus valik. – Ärielu, 2003, juuni, lk. 20.

Dividendide ning aktsiate tagasiostu võrdlus

<i>Dividendid</i>		<i>Aktsiate tagasiost</i>
Väga oluline. Dividende vähendatakse vaid erakorralistel juhtudel.	Suurus eelmistel perioodidel	Ei ole oluline.
Ei ole paindlikud, ettevõtted üritavad hoida stabiilsena.	Paindlikkus	On paindlik. Viiakse läbi vaid siis, kui ettevõttel on tõesti vaba raha.
Aktsia hinna langus.	Kärpimise tulemus	Avaldab vähe mõju aktsia hinnale.
Avaldab vähe mõju aktsia hinnale.	Tõstmise tulemus	Aktsia hind tõuseb, kui tagasiostu kava välja kuulutatakse.
Tavaliselt absoluutsuurus, harvem kasv või väljamaksekindaja suurus.	Sihiks seatav tase	Enamasti tagasiostuks kulutatav rahasumma.
Dividendide kärpimisele eelistatakse laenu võtmist dividendide maksmiseks.	Suhe laenukapitali	Laenu võtmisele eelistatakse tagasiostude vähendamist.
Kõigepealt tuleb säilitada dividendide ajalooline tase, kui raha üle jääb võib investeerida.	Suhe investeringutesse	Kõigepealt tuleb teha vajalikud investeringud, kui raha üle jääb, võib oma aktsiaid tagasi osta.
Dividendide tõstmine eeldab pikaajalist, stabiilset kasumit.	Suhe kasumiga	Aktsiate tagasiostu tõus eeldab lühiajalist kasumi kasvu.
Dividende ja nende suurust ei kasutata firma kvaliteedi või paremuse näitamiseks võrreldes konkurentidega.	Signaali andmine	Tagasioste ja nende suurusi ei kasutata firma kvaliteedi või paremuse näitamiseks võrreldes konkurentidega.
Väikeaktsionäridele meeldivad dividendid, hoolitama suurest maksukoormusest.	Väikeaktsionärid	Väikeaktsionäridele meeldivad tagasiostud vähem kui dividendid.
On dividendidest vägagi huvitatud.	Investeeriivad asutused	Hindavad tagasioste samaväärilisteks dividendide maksmisega.
Jooksva turuhinnal pole tähtsust dividendide suuruse määramisel.	Aktsiahinna arvestamine	Tagasioste teostatakse, kui juhatus peab aktsiat alahinnatuks.
Jooksva aasta tulul aktsia kohta pole tähtsust dividendide suuruse määramisel.	Tulu aktsia kohta	Tagasiostu eesmärk on väga sageli tõsta tulu ühe aktsia kohta.
Pole oluline dividendide suuruse määramisel.	Sularaha olemasolu	Tagasiostule minnakse kui firmal on palju vaba raha.
Ei mõjuta dividendide maksmise otsust.	Ringluses olevate aktsiate hulk	Kui aktsiate hulk on väike, siis tagasiostu ei kasutata.
... kasum muutub pikaajaliselt stabiilseks ... aktsionärid on huvitatud ... puuduvad potentsiaalsed investeringud	Maksmist alustatakse, kui ...	... turg alahindab aktsia väärtust ... tekivad ajutised suuremad rahavood ... aktsionärid on huvitatud ... puuduvad potentsiaalsed investeringud ... arvatakse et tagasiost suurendab kasumit aktsia kohta

Allikas: Brav *et al.* 2003; Zirnask 2003.

Dividende mõjutavate tegurite empiirilised uuringud

autor	sõltuv muutuja	sõltumatud muutujad	seos dividendidega	aasta
A. K. Saxena	eraettevõtted			
	dividendide väljamakse-kordaja	eelnevate aastate käibe kasv	negatiivne	1989-1990
		prognoositav käibe kasv	negatiivne	
		süsteemaatiline risk	negatiivne	
		aktsiate arv	positiivne	
		insideritele kuuluvad aktsiad	negatiivne	
		potentsiaalsed investeeringud	positiivne	
	riigi poolt kontrollitavad ettevõtted			
	dividendide väljamakse-kordaja	eelnevate aastate käibe kasv	negatiivne	1989-1990
		prognoositav käibe kasv	negatiivne	
		süsteemaatiline risk	negatiivne	
		aktsiate arv	positiivne	
		insideritele kuuluvad aktsiad	positiivne	
		potentsiaalsed investeeringud	positiivne	
S. Beiner	dividenditulu aktsia kohta	eelmise perioodi dividendimäär	positiivne	2001
		potentsiaalsed investeeringud	negatiivne	
		laenu- ning omakapitali suhe	positiivne	
		ettevõtte raamatupidamisväärtus	negatiivne	
G. R. Jensen D. P.Solberg T. S. Zorn	dividendide väljamakse-kordaja	investeeringud	negatiivne	1982-1987
		kasvumäär	negatiivne	
		rentaablus	positiivne	
		laenu- ning omakapitali suhe	negatiivne	
		äri risk	negatiivne	
		insideritele kuuluvad aktsiad	negatiivne	
M. Rozeff	dividendide väljamakse-kordaja	insideritele kuuluvad aktsiad	negatiivne	1992
		eelnevate aastate käibe kasv	negatiivne	
		prognoositav käibe kasv	negatiivne	
		süsteemaatiline risk	negatiivne	
		aktsiate arv	positiivne	
M. Barclay C. Smith R. Watts	dividenditulu aktsia kohta	investeeringud	negatiivne	1963-1993
		fiktiivne muutuja(era-riigiev)	positiivne	
		puhaskasum	negatiivne	
		eelnevate aastate käibe kasv	positiivne	
A. Damodaran	dividenditulu aktsia kohta	insideritele kuuluvad aktsiad	negatiivne	2003
		kasvumäär	negatiivne	
		investeeringud	positiivne	
		aktsiahindade standardhälve	negatiivne	

A. Damodaran	dividenditulu aktsia kohta	<i>insideritele</i> kuuluvad aktsiad	negatiivne	2004
		kohustused	negatiivne	
		laenu- ning omakapitali suhe	positiivne	
		prognoositav käibe kasv	negatiivne	
A. Damodaran	dividenditulu aktsia kohta	süsteemaatiline risk	negatiivne	
		aktsionäride vanus	positiivne	
		aktsionäride sissetulek	negatiivne	
		aktsionäride maksustamine	negatiivne	
O. Adelegan	väiksed ettevõtted			
	dividenditulu aktsia kohta	puhaskasum	positiivne	1984- 1997
		eelmise perioodi dividendimäär	negatiivne	
		vabad rahavood	negatiivne	
		jaotamata kasum	negatiivne	
		kasvumäär	negatiivne	
		potentsiaalsed investeeringud	positiivne	
		pikaajalised kohustused	negatiivne	
	keskmised ettevõtted			
	dividenditulu aktsia kohta	puhaskasum	positiivne	
		eelmise perioodi dividendimäär	positiivne	
		vabad rahavood	positiivne	
		jaotamata kasum	negatiivne	
		kasvumäär	negatiivne	
		potentsiaalsed investeeringud	negatiivne	
		pikaajalised kohustused	negatiivne	
	suured ettevõtted			
	dividenditulu aktsia kohta	puhaskasum	negatiivne	
		eelmise perioodi dividendimäär	positiivne	
		vabad rahavood	positiivne	
		jaotamata kasum	negatiivne	
		kasvumäär	positiivne	
		potentsiaalsed investeeringud	positiivne	
		pikaajalised kohustused	negatiivne	
G. W. Fenn N. Liang	dividendide väljamakse- kordaja	vabad rahavood	positiivne	1993- 1997
		investeeringud	negatiivne	
		varad	positiivne	
		kohustused/varad	negatiivne	
		puhaskasum/varad	negatiivne	

A. Kanwer	dividenditulu aktsia kohta	käive	positiivne	1992- 1997
		jaotamata kasum	negatiivne	
		investeeringud	negatiivne	
		EBIT'i tõus/langus	positiivne	
M. E. Holder F. W. Langrehr J. L. Hexter	dividendide väljamakse- kordaja	kasvumäär	negatiivne	1983- 1990
		käive	negatiivne	
		<i>insideritele</i> kuuluvad aktsiad	negatiivne	
		aktsiate arv	positiivne	
		vabad rahavood	positiivne	
E. F. Fama K. R. French	dividendide väljamakse- kordaja	investeeringud	negatiivne	1963- 1998
		käive	positiivne	
		rentaablus	positiivne	
A. S. Mollah K. Keasey H. Short	dividendide väljamakse- kordaja	<i>insideritele</i> kuuluvad aktsiad	negatiivne	1988- 1997
		aktsiate arv	positiivne	
		vabad rahavood	positiivne	
		põhivara/varad	positiivne	
G. M. Frankfurter B. G. Wood	summaarsed dividendid	investeeringud	positiivne	1979- 1990
		puhaskasum	positiivne	
		pikaajalised kohustused	positiivne	
		vabad rahavood	negatiivne	
		süsteemiline risk	negatiivne	

Ettevõtetesse saadetud küsitluse näidis

Ankeet-küsitlus

1. *Teie ettevõtte nimi* _____
(soovi korral ei ole vaja täita)

2. *Ettevõtte tegutsemisaeg 2002. aasta lõpu seisuga:*

- ☐ 1-5 aastat
☐ 6-10 aastat
☐ 11- ... aastat

3. *Ettevõtte tegutsemisvaldkond:*

- ☐ põllumajandus, jahindus, metsamajandus
☐ kalandus
☐ mäetööstus
☐ töötlev tööstus
☐ elektrienergia-, gaasi- ja veevarustus
☐ ehitus
☐ hotellid ja restoranid
☐ veondus, laondus ja side
☐ hulgi- ja jaemüük
☐ finantsvahendus
☐ kinnisvara-, üürimis- ja äritegevus
☐ haridus
☐ tervishoid ja sotsiaalhooldus
☐ muu ühiskonna-, sotsiaal- ja isikuteenindus

4. *Ettevõttes töötavate inimeste arv:*

1998 _____	2001 _____
1999 _____	2002 _____
2000 _____	

5. *Ettevõtte käive:*

1998 _____	2001 _____
1999 _____	2002 _____
2000 _____	

6. *Ettevõtte poolt teenitud kasum/kahjum:*

1998 _____	2001 _____
1999 _____	2002 _____

2000 _____

7. *Kas ettevõtte on maksnud tegutsemisaja jooksul dividende?*

☐ Jah ☐ Ei

* Kui ettevõtte on maksnud dividende, siis jätkata 10. küsimusest.

8. *Kui ettevõtte ei ole maksnud oma tegutsemisaja jooksul dividende, siis palume märkida põhjus(ed):*

- ☐ Eesti Vabariigi maksupoliitika
- ☐ suured investeeringud, mis ei võimaldanud dividende maksta
- ☐ aktsionäride otsus
- ☐ vaba omakapitali puudumine
- ☐ muu

.....

9. *Kas ettevõttel on plaanis maksta tulevikus dividende?*

☐ Jah ☐ Ei

10. *Palun märkida ettevõtte poolt makstud dividendid (kogusummas):*

1999 _____	2002 _____
2000 _____	2003 _____
2001 _____	

11. *Palun märkida, kui suur on olnud ettevõtte aktsiate arv eelnevatel perioodidel:*

1998 _____	2001 _____
1999 _____	2002 _____
2000 _____	

12. *Ettevõtte tuumikaktsionäride seis:*

- ☐ puudub
- ☐ residendist juriidiline isik
- ☐ riik
- ☐ kohalik omavalitsus
- ☐ residendist füüsiline isik
- ☐ mitteresidendist füüsiline isik
- ☐ mitteresidendist juriidiline isik

13. *Ettevõttes kasutatav dividendipoliitika:*

- ☐ stabiilsed dividendid
- ☐ muutumatu väljamaksekindaja

☐ kompromisside poliitika (stabiilsed dividendid, millele lisaks makstakse lisadividende)

☐ ei kasutata ühtegi eelnimetatud dividendipoliitikat, sest

.....

14. Välismaistes kirjandusallikates on välja kujunenud kindlad dividendipoliitika teooriad, mida pooldavad paljud välismaiste ettevõtete juhid. Kas Teie ettevõttes pooldatakse konkreetseid dividendipoliitika teooriad?

☐ Milleri ja Modigliani dividendipoliitika tähtsusetuse teooria (antud teooria loojate arvamuse kohaselt dividendipoliitika ei mõjuta ettevõtte aktsia väärtust ega kapitali hinda ning on seega tähtsusetu)

☐ Lintner-Gordoni "varblane peos" teooria (antud teooria loojad olid seisukohal, et mida heldem on ettevõtte dividendipoliitika ehk mida suuremad dividendid, seda kõrgem on aktsia hind)

☐ maksueeliste teooria (teooriad, mis aktuaalsed riikides, kus kapitali kasvatulu on maksustatud kõrgemalt kui dividendid)

☐ jääkdividendi teooria (antud teooria kohaselt makstakse dividende üksnes siis, kui ettevõttel on jäänud järgi vabu rahalisi vahendeid peale kõigi investeeringute teostamist)

☐ ettevõttes ei pooldata ühtegi dividendipoliitika teooriat, sest

.....

15. Mis Te arvate, millised tegurid mõjutavad kõige enam Teie ettevõttes teostatavat dividendipoliitikat? (1- ei mõjuta üldse, 5- mõjutab väga)

	1	2	3	4	5
Eesti Vabariigi maksupoliitika	☐	☐	☐	☐	☐
Eesti Vabariigi seadusandlus	☐	☐	☐	☐	☐
Äritegevusest tekkivad vabad rahavood	☐	☐	☐	☐	☐
Kasumi stabiilsus	☐	☐	☐	☐	☐
Positiivse nüüdispuhasväärtusega projektid	☐	☐	☐	☐	☐
Eelnevatel aastatel makstud dividendipoliitika	☐	☐	☐	☐	☐
Prognoositavad rahavood järgnevateks perioodideks	☐	☐	☐	☐	☐
Aktsionäride soovid, ootused	☐	☐	☐	☐	☐
Dividendide informatsiooniline aspekt	☐	☐	☐	☐	☐
Sarnaste ettevõtete dividendipoliitikad	☐	☐	☐	☐	☐

Lisa 3 järg

Muud,

☐ ☐ ☐ ☐ ☐

näiteks.....

16. Milliseid rahaliste dividendide maksmise alternatiive on kasutatud Teie ettevõttes?

	Jah	Ei
fondiemissioon	☐	☐
aktsiate splittimine ehk ositamine	☐	☐
aktsiate tagasiost	☐	☐

17. Uute pikaajaliste vahendite hankimisel püüab Teie juhitav ettevõte:

- ☐ Säilitada kapitali sihtstruktuuri (s.t. hoida firma võlakordaja enam-vähem konstantsena).
- ☐ Kasutada kõige soodsamaid finantseerimisallikaid täies mahus enne vähemsoodsate kasutuselevõttu (finantshierarhia).

18. Juhul kui Teie poolt juhitud ettevõttel avaneb soodne investeerimisvõimalus, mille kasutamine eeldab aga kas dividendide vähendamist, osa olemasoleva vara müümist või kapitali sihtstruktuuri/finantshierarhiast kõrvalekaldumist, siis mida Teie ettevõtte kõige tõenäolisemalt teeks?

- ☐ Jätab investeerimisvõimaluse kasutamata.
- ☐ Aktsepteerib kõrvalekaldumist kapitali sihtstruktuurist/finantshierarhiast.
- ☐ Vähendab dividende.
- ☐ Realiseerib osa olemasolevast varast vajaminevate vahendite saamiseks

19. Lõpetuseks palume Teie arvamust Eesti ettevõtete dividendipoliitika kohta.

.....

.....

.....

.....

Eesti ettevõtete juhtide arvamused ettevõtete dividendipoliitikast

Dividende mittemaksvate ettevõtete finantsjuhtide arvamused:

- Ettevõttes ei pooldata ühtegi dividendipoliitika teooriat, sest raha investeeritakse sinna, kus sellelt on võimalik kõige suuremat tulu teenida. Juhul kui elektroonikatööstuses ei ole enam võimalik omaniku poolt nõutavat tulu teenida, siis tuleks mõelda omakapitali vähendamise võimalusele ning selle investeerimisele kõrgema tulupotentsiaaliga tegevusse.
- Kuna Eesti ettevõtted on enamuses kasvufaasis, siis väljakujunenud dividendipoliitikat ei eksisteeri. Samuti on suurel hulgal väikeettevõtteid kes kasutavad juhtide-omanike motiveerimiseks suhteliselt suures osas dividendide maksmist, kuna see on maksuefektiivne. Üldises mõttes on Eesti ettevõtete dividendide maksmise kultuur kujunemisejärgus nii nagu ettevõtted isegi.

Dividende maksvate ettevõtete finantsjuhtide arvamused:

- Meil on kiiresti arenev ettevõtte, dividende makstakse vastavalt võimalustele.
- Ei kasutata ühtegi dividendipoliitikat, sest dividende makstakse vastavalt majandustulemustele ja planeeritud investeeringutele.
- Eesti ettevõtted on küllalt noored – kuna kasvufaasis dividendidele eriti rõhku ei pöörata, siis pole paljudes ettevõtetes veel välja kujunenud kindlat dividendipoliitikat.
- Ei kasutata ühtegi dividendipoliitikat, sest omanik on teinud investeeringud ettevõttesse suures osas läbi laenu ning teenib tulu läbi intresside. Dividendipoliitika kujundatakse lähtudes seadusandlusest pärast kogu laenu tagasimaksmist.
- 10 aastane ajalugu ei ole kujundanud kindlat süsteemi, ilmselt käituvad paljud ettevõtted nii, nagu seda kujundavad (välis)omanikud.
- Senised dividendimaksed on olnud määratud ettevõtte investeerimisvõimaluste, likviidsuse ja omanike ootustega. Ei pooldata ühtegi dividendipoliitika teooriat, sest tegelik elu on palju dünaamilisem ja lähtuda ainult ühest teooriast oleks

liialt piirav. Jätkuvate kasvuvõimaluste olemasolu juures on suhteliselt mõistetav et eriti stabiilset dividendipoliitikat ei ole jõudnud kujuneda.

- Arvan, et mitte-börsiettevõtete puhul on dividendipoliitika juhuslik, sõltudes sellest millised on olnud ettevõtte viimaste perioodide rahavood ning milline on omanike rahavajadus.

Regressioonanalüüsi mudelite esialgsed tulemused

Sõltumatud muutujad	DIV					
	fikseeritud efektiga mudel			juhusliku efektiga mudel		
	koefitsent	t-statistik	tõenäosus	koefitsent	t-statistik	tõenäosus
DIV(-1)	-0.184933	-10.17519	0.0000	0.128017	2.205972	0.0284
LOGKAIVE	-0.136724	-13.44220	0.0000	0.024419	0.923809	0.3565
KOH	-1.08E-10	-3.498913	0.0006	-1.55E-10	-0.945542	0.3454
EKAS	-9.88E-10	-8.339837	0.0000	-1.11E-09	-3.610854	0.0004
KAS	1.31E-10	0.857552	0.3926	4.95E-10	2.111716	0.0358
KASV	0.086533	6.044824	0.0000	-0.006765	-2.478098	0.0139
LIKV	0.006143	5.127012	0.0000	-0.013604	-1.222527	0.2227
ROE	0.189266	10.63039	0.0000	0.169196	2.348448	0.0197
RAHAV	2.11E-10	8.286330	0.0000	1.57E-10	1.789032	0.0749
AASTA	0.059099	9.470414	0.0000	0.014382	0.512018	0.6091
Mudeli üldised näitajad:						
determ. kordaja	0.777517			0.704314		
Durbin-Watsoni test	2.344361			2.543003		

Sõltumatud muutujad	DIVII					
	fikseeritud efektiga mudel			juhusliku efektiga mudel		
	koefitsent	t-statistik	tõenäosus	koefitsent	t-statistik	tõenäosus
DIVII(-1)	-0.231992	-9.045450	0.0000	-0.077088	-1.307036	0.1926
LOGKAIVE	-0.317101	-38.70362	0.0000	0.071497	0.828226	0.4084
KOH	5.83E-10	3.382691	0.0009	-4.19E-10	-0.645654	0.5192
EKAS	-2.66E-09	-14.93143	0.0000	-1.41E-09	-1.280199	0.2018
KAS	-7.38E-10	-4.187913	0.0001	4.28E-10	0.519755	0.6038
KASV	-0.915957	-10.04876	0.0000	-0.007999	-0.972039	0.3321
LIKV	-0.020352	-4.218836	0.0000	-0.048874	-1.224090	0.2222
ROE	0.464138	8.866790	0.0000	0.105795	0.384476	0.7010
RAHAV	5.45E-10	10.17311	0.0000	1.81E-10	0.508551	0.6116
AASTA	0.403285	49.90398	0.0000	0.189182	1.478498	0.1407
Mudeli üldised näitajad:						
determ. kordaja	0.417816			0.202526		
Durbin-Watsoni test	3.079175			2.717504		

Sõltumatud muutujad	DIVSUM					
	fikseeritud efektiga mudel			juhusliku efektiga mudel		
	koefitsent	t-statistik	tõenäosus	koefitsent	t-statistik	tõenäosus
DIVSUM(-1)	0.206202	1.387382	0.1674	0.694942	15.80900	0.0000
LOGKAIVE	110908.1	0.329621	0.7422	797340.9	0.465333	0.6421
KOH	-0.033809	-4.052172	0.0001	-0.055457	-3.263742	0.0013
EKAS	-0.131064	-10.17795	0.0000	-0.053201	-2.055707	0.0409
KAS	0.323051	14.94264	0.0000	0.382955	13.04886	0.0000
KASV	221530.2	8.497489	0.0000	-107353.3	-0.615032	0.5391
LIKV	175647.3	0.725478	0.4693	-2123803.	-2.493590	0.0133
ROE	-1,5E+07	-7.650135	0.0000	864801.6	0.144548	0.8852
RAHAV	0.041019	4.165236	0.0001	0.013071	1.397858	0.1635
AASTA	-352324.2	-4.081501	0.0001	-3735691.	-1.125856	0.2614
Mudeli üldised näitajad:						
determ. kordaja	0.936955			0.912782		
Durbin-Watsoni test	2.131971			2.396777		

Regressioonanalüüsi modelidFikseeritud efektiga modelid

	DIVSUM model 1		DIVSUM model 2		DIVSUM model 3		DIVSUM model 4	
DIVSUM(-1)	0,302		0,254		0,374		0,333	
KAIVE	-0,020	-0,037	x	x	0,012	-0,001	0,005	-0,020
KOH	x	x	0,011		x	x	0,067	0,067
EKAS	0,079	0,224	0,113	0,138	0,196	0,302	0,200	0,307
KAS	0,179	0,516	0,318	0,432	0,294	0,660	0,324	0,721
KASV	-837929,3	-10377341	-1368371	-8590092	x	x	x	x
LIKV	702842,2		1066223	259745,3	x	x	x	x
ROE	-964068,5		-6633330		x	x	x	x
RAHAV	x	x	x	x	-0,071	-0,112	-0,070	-0,123
AASTA	-738110		-2550089	-5763901	-1915570	-5678702	-277150,	-5910750

	DIVSUM model 5		DIVSUM model 6		DIVSUM model 7		DIVSUM model 8	
DIVSUM(-1)	0,756	0,484	0,429	0,429	0,709	0,484	0,596	0,596
KAIVE	x	x	0,007	0,007	x	x	x	x
KOH	x	x	x	x	-0,001		x	x
EKAS	x	x	x	x	x	x	0,440	0,440
KAS	x	x	x	x	x	x	x	x
KASV	-71694,3		-3980555	-3980555	-2563413		2473624	2473624
LIKV	5761517	3829191	3246768	3246768	5060040	3829191	3404876	3404876
ROE	5500387	3679551	1652555	1652555	5204400	3679551	10468532	10468532
RAHAV	x	x	x	x	x	x	x	x
AASTA	1498496	1015899	278188,8	278188,8	1283988	1015899	-3578161	-3578161

	DIVSUM model 9		DIVSUM model 10	
DIVSUM(-1)	0,2713	0,2713	0,7091	0,4842
KAIVE	x	x	x	x
KOH	x	x	x	x
EKAS	x	x	x	x
KAS	0,358	0,358	x	x
KASV	-13550458	-13550458	-18581793	
LIKV	1025517	1025517	255933	3829191
ROE	-9668143	-9668143	6532377	3679551
RAHAV	x	x	-0,000	
AASTA	-1680512	-1680512	1676967	1015899

Juhusliku efektiga mudelid

	DIVSUM mudel 1		DIVSUM mudel 2		DIVSUM mudel 3		DIVSUM mudel 4	
DIVSUM(-1)	0,849	0,861	0,815	0,828	0,771	0,790	0,780	0,795
KAIVE	-0,033	-0,032	x	x	-0,000		-0,025	-0,025
KOH	x	x	-0,058	-0,060	x	x	0,113	0,113
EKAS	0,121	0,110	0,095	0,090	0,106	0,108	0,141	0,142
KAS	0,314	0,308	0,318	0,316	0,389	0,373	0,457	0,444
KASV	-11818159		-6971425		x	x	x	x
LIKV	-840621		-1773374	-1873380	x	x	x	x
ROE	6845338		7685776		x	x	x	x
RAHAV	x	x	x	x	-0,045	-0,044	-0,095	-0,095
AASTA	-6348543		-4866480		-5858185		-5410380	

	DIVSUM mudel 5		DIVSUM mudel 6		DIVSUM mudel 7		DIVSUM mudel 8	
DIVSUM(-1)	1,221	1,231	1,185	1,231	1,225	1,231	1,146	1,150
KAIVE	x	x	0,011		x	x	x	x
KOH	x	x	x	x	-0,004		x	x
EKAS	x	x	x	x	x	x	0,172	0,172
KAS	x	x	x	x	x	x	x	x
KASV	22419782		21080176		22995988		7007419	
LIKV	1787668		2131583		1665772		642562,7	
ROE	3468056		9201718		2490472		21038885	20700535
RAHAV	x	x	x	x	x	x	x	x
AASTA	-960056,7		-1741888		-834578,6		-3879383	

	DIVSUM mudel 9		DIVSUM mudel 10	
DIVSUM(-1)	0,785	0,815	1,230	1,231
KAIVE	x	x	x	x
KOH	x	x	x	x
EKAS	x	x	x	x
KAS	0,325	0,312	x	x
KASV	-6464679		17982496	
LIKV	866029,1		1331580	
ROE	12871970		6509328	
RAHAV	x	x	-0,005	
AASTA	-5749547		-599830,7	

Allikas: Äriregistri andmebaas, autori koostatud

SUMMARY

DETERMINANTS OF DIVIDEND POLICIES IN ESTONIAN ENTERPRISES

Keith Trumm

Starting from early 1950s the first profound studies about dividend policy were carried out. The debate about this field extended after economists Merton Miller and Franco Modigliani published their work in 1961 about the irrelevance of dividend policy. The main discussion was among economists from developed countries who discussed about the importance of dividend policy, its determinants and theories; some very important principles were discovered. At the same time there are only few studies about dividend policy from less developed countries like Estonia. In Estonia the subject gained interest after year 1996 when Tallinn Stock Exchange was opened and the interest towards shares and share earnings increased. This was a starting point for more articles and discussion in the field.

The main issues in this dissertation are dividend policies in Estonian enterprises among with specialties and determinants. Local economists have not turned their interest towards the field of dividend policy despite the fact that this subject is rather relevant and that investors are more interested in dividends as such. The author finds the actuality of the subject and lack of publication as important indicators why dividend policies should be introduced and why this kind of research should be carried out.

The aim of master thesis is to find out the factors based on what Estonian enterprises form their dividend policies. The information as the result of the thesis will give a comprehensive overview of dividend policies in Estonian enterprises and also will point out the factors influencing in forming dividend policy.

The following tasks have to be completed to attain the aim of this paper:

- ✓ Systemize existing theoretical understandings in the field of dividend policy among enterprises.
- ✓ Point out possible factors influencing enterprises in forming dividend policy according to dividend policy theories. Analyze these factors based on previous empirical studies carried out in foreign countries.
- ✓ Determine dividend policies that Estonian enterprises implement and factors influencing it based on sample compiled from Estonian enterprises, questionnaires and financial reports. Point out the most important factors that Estonian management take into account when forming enterprises' dividend policy and to compare the results with other similar researches.

The following hypotheses were set up:

- ✓ Dividends paid in Estonian enterprises during the last few years show an increasing trend.
- ✓ Increase in firms' growth or liabilities cause a decrease in paying dividends; increase in variables that describe rate of return effect paying dividends positively.
- ✓ Factors based on financial reports influencing firms' dividend policy are in general the same in different countries. External factors affect dividends differently depending on economical state of the country.

The first chapters of this dissertation explained the theoretical grounds of dividend policy and its factors. Four main aspects of dividend policy were pointed out that has developed based on the experience of American enterprises: dividends correlate with firms profit, dividends are inflexible, the level of dividends is more stable than the level of profit, and dividend policy vary based on the life cycle the firm is in.

In the theoretical part of the thesis different dividend policy theories were introduced that have caused wide discussions among economists. One of the first theories published was dividend irrelevant theory, it also evoke wide response among economists. The next widespread theories were "bird in the hand" theory and tax treatment theory. These theories caused wide theoretical discussion among economists but enterprises didn't base on these theories when forming management decisions.

Residual dividend theory was one of the first dividend theories that enterprises took into account when forming dividend policy.

The history of paying dividends is going back to the 16th century, since then well-defined dividend policies have evolved. For example stable dividends, constant dividend payout ratio and compromise policy are ways enterprises pay dividends. Somewhat newer dividend policy that is also widespread among Estonian enterprises is residual dividend policy.

Some alternative ways to paying dividends were introduced in the theoretical part of the paper (for example stock dividend, splitting and stock repurchases). Popularity of stock repurchase has increased rapidly during the last years. Several studies have shown the increase of the use of stock repurchase and the main advantage compared to paying dividends is flexibility. At the same time economists acknowledge and studies show that stock repurchase will never entirely replace dividend payments.

Determinants of dividend policies can be divided into internal and external factors. Based on theoretical sources internal factors are following: investment possibilities, stability of the profit, alternative capital sources, liabilities, distribution of information, firms' growth perspectives. External factors are among others legislation, taxation, investors' stratification, shareholders' decisions and inflation. Empirical studies show that also the growth in following indicators influences positively dividends: net profit, rate of return, free cash flows, dividend rate of the last period and potential investments. The growths in following indicators have negative impact on paying dividends: undistributed profit from the previous period, long-term liabilities, growth rate and forecasted turnover. It shows that theoretical factors influencing dividends may not be consistent with empirical results.

The theoretical part of this paper is mostly based on foreign literature and empirical studies carried out all over the world. The empirical part of this paper is more focused on the state of the dividend policy in Estonian enterprises and on factors influencing it.

The statistical analysis carried out characterizes the trend of Estonian enterprises dividend payment during period 1997 to 2002. In the beginning of the period there was

a slight decrease in paying dividends but after year 2000 enterprises started to pay more dividends (at the end of the period enterprises paid out about five times more dividends than at the end of the recessionary period). One of the reasons for such a trend was the increase in profit. Also the fact that the net turnover was increasing explains such a trend but the reason behind that could be also the increased size of enterprises.

An interesting fact is that most of the dividends are paid from enterprises listed in Tallinn Stock Exchange. Listed enterprises paid out 4–24% of all dividends paid in Estonia. This share is rather high because only 0,06% of dividends paying enterprises is listed at Tallinn Stock Exchange.

To get a more comprehensive overview of dividend policies in Estonian enterprises and factors influencing it the questionnaires were sent to enterprises chosen from Äripäev top 100 and the management was asked to evaluate factors influencing dividend policies. 22 questionnaires out of 100 were sent back to the author and 19 of answered enterprises were paying dividends. Considering the total number of enterprises in Estonia 19 answered enterprises pay a high share of dividends (9–16% of total dividends paid in Estonia during the period 1999–2002).

The answers from questionnaires show that management considers free cash flows and shareholders' expectations as the most important factors influencing dividend policies. The next factors are Estonian taxation, the stability of profit, legislation, and potential investments, next period forecasted revenue, and dividends paid in last periods. The least managers pointed out factors such as informative aspect of dividends and dividend policies in other similar enterprises. The reason for this is most likely the small number of enterprises listed at stock exchange. One of the reasons why there aren't fully developed dividend policies implemented in Estonian enterprises is that local enterprises are still very young. As the theoretical grounds would suggest most of Estonian enterprises use residual dividend theory, which is suitable for young enterprises.

To get even more precise overview, a regression analysis was carried out to find out how different financial factors influence dividends. Data was based on 150 enterprises from Äripäev Successful Enterprises, Profit and Turnover TOP. The aim of the

regression analysis was to determine which factors influence dividend policy in Estonian enterprises based on information from financial reports. Several different models were constructed using dependent variables like the sum of dividends and dividend payout ratios. Independent variables were dividends paid in last period, net turnover, liabilities, undistributed profit from last periods, profit from the financial year, growth-rate, short-term debt ratio, rate of return, free cash flows, and a dummy variable (year) that should determine the impact of change in legislation to dividends.

The results of the regression analysis show that dividends paid in previous period, profit from last year, and the profit from the financial year have positive impact on dividends. The following variables have negative impact on dividends: growth in liabilities and free cash flows (latter is somewhat doubtful). Statistically insignificant were variables characterizing liquidity, taxation, growth-rate and turnover. Theoretical background would suggest these variables have significant impact on dividend policy but the regression analysis among Estonian enterprises show otherwise.

Financial factors influencing dividends are almost similar in both Estonian and American enterprises. Analyzing the situation of paying dividends in Estonian enterprises it can be seen that the amount of dividends is rather small and there are no formed traditions (Estonian enterprises are relatively young).

In conclusion this research shed some light on Estonian enterprises dividend policies in the beginning of year 2000 when most of the enterprises had not yet operated for a long time and there were no formed traditions. Even though American enterprises have much longer history and dividend policies have been formed years ago, the factors influencing dividends are more or less similar. Estonian enterprises can observe foreign enterprises and gather useful information to form dividend policies more suitable for Estonian economical climate.